

桐昆股份（601233.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周立
化工行业研究员

2025年11月24日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	14.91
总市值	358.55亿
PE-TTM	20.56
PB-MRQ	0.95

估值结果

	价值	634.40亿
DDM估值	上行空间	77%
	状态	低估
	价值	581.08亿
动态估值	上行空间	62%
	状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是涤纶长丝行业全球龙头，拥有世界一流炼厂浙石化20%的股权。

公司成长空间一般，主要系公司所处涤纶长丝行业增速较低，并且公司已是行业龙头，份额提升空间有限；公司盈利趋势稳中向好，主要系涤纶长丝行业处于景气上升期；公司产业格局较好，主要系在波特五力模型框架下，本行业竞争较为激烈，其他四个维度表现尚可；公司护城河较深，主要系公司具备显著规模优势。

基于以下假设：1) 公司涤纶长丝单吨净利润中枢为300-350元，市占率达到35%，2) 浙石化股权投资价值为200亿元，我们认为公司估值低估。

我们区别于市场的观点

市场观点：行业周期性强，历史竞争较为激烈，出于对盈利能力能否维持的担忧，市场无法给出高估值。

我们认为：短期景气度不影响公司的长期估值，周期股的魅力在于景气低谷时无人问津，可以用便宜的价格买到优质的公司。行业盈利能力方面，我们认为在涤纶长丝单吨净利润为350元时，桐昆股份的ROE大约在10%-15%水平，作为世界级的行业龙头，该ROE水平相对合理。出于相对中性假设，我们认为公司具备长期投资价值。

风险提示

竞争格局恶化风险：近期由于景气低迷，行业龙头协同增多，展示出良好的格局表现。但是，如果行业景气回升，竞争驱动下龙头能否保持协同关系仍然有待观察。

库存价格波动风险：涤纶长丝为原油产业链产品，受油价波动影响较大，因行业库存偏重的特性，公司短期业绩容易受到油价波动影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

桐昆股份起源于1981年成立的桐乡县化学纤维厂，深耕化纤领域四十余载，近年来公司持续扩产涤纶长丝，此外公司还积极完善产业链布局，向上建设PTA项目、参股进入民营炼化，向下进入坯布和成品布领域，形成“炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织”全产业链布局。截至2025年上半年，公司现具备PTA产能1020万吨，涤纶长丝产能1350万吨，长丝产能连续多年居全球首位。

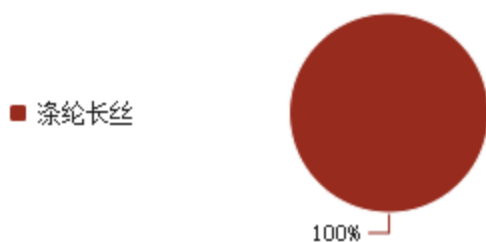
2. 业务介绍

对于桐昆股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

涤纶长丝：

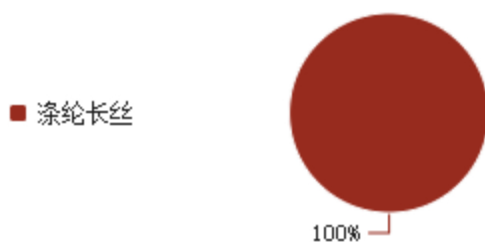
涤纶又称聚酯纤维，上游为石化产业，以PTA和MEG为原料加工制得聚酯，再经一道加工制成涤纶丝。下游主要为服装、家纺行业。涤纶按长度可分为涤纶长丝和涤纶短纤，公司的主要产品即为涤纶长丝。近年来，涤纶长丝凭借高性价比持续对棉、毛进行替代，目前已是用量最大的纤维，在所有纤维中占比超60%。此外，涤纶长丝全球产量约6000万吨，其中约80%来自中国，而中国CR5为65%，桐昆股份份额约27%。由于下游主要集中在国内，因此涤纶长丝对外出口较少。考虑到国内是全球涤纶产业的主市场，我们将公司涤纶长丝业务界定于国内市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

桐昆股份的商业模式属于ToB制造业，生产方式以大规模连续化涤纶长丝制造为主，具有低毛利率、重资产、强规模效应、客户分散但行业集中度高的特点。

公司业务主要涵盖从上游PTA（精对苯二甲酸）到下游涤纶长丝的完整产业链布局，通过向上游延伸实现原材料成本的有效控制。

在销售端，公司产品广泛应用于服装、家纺、产业用布等领域，客户群体较为分散。由于涤纶长丝属于标准化程度较高的大宗化工产品，价格受原油及PX-PTA产业链波动影响较大。公司依托规模化产能、先进工艺和高效管理，借稳定的产品质量和交付能力，与国内外众多纺织服装企业及贸易商建立了长期合作关系。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司生产方式以大规模连续化涤纶长丝制造为主，同时向上游配套PTA。当前行业涤纶长丝单吨投资额约在3500元左右，PTA单吨投资额约在1300元左右。公司作为全球最大的涤纶长丝企业，拥有涤纶长丝产能1350万吨，PTA产能1020万吨。2024年，公司固定资产485亿元，占总资产46%，资产强度较高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司主营的涤纶长丝高度同质化、标准化，下游客户（如纺织厂和贸易商）采购决策主要基于价格、质量稳定性与供货保障，而非品牌或营销推广，因此无需大量广告或复杂渠道激励。同时，作为全球最大的涤纶长丝生产商，桐昆凭借规模优势和行业龙头地位，客户多为主动对接，销售以长期协议和现货直销为主，职能侧重订单执行与物流协调，而非主动推销。2024年公司销售费用1.3亿元，销售费用率0.13%，公司营销强度低。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

客户端，公司下游为数量庞大、分布广泛的纺织织造企业及贸易商，单一大客户占比极低，客户高度分散，既避免了对单一客户的依赖风险，也符合大宗化工品“薄利多销、广泛覆盖”的销售特征。2024年公司前五大客户销售额占比为6%，公司客户集中度低。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 **较高** 高

供应端，PTA和MEG等主要原料受上游炼化企业影响，但桐昆通过自建PTA产能（如与浙石化协同）及多渠道采购策略，降低了对单一供应商的依赖。但由于上游集中度较高，公司供应商集中度较高。2024年公司前五大供应商采购额占比为48%，其中关联交易为17%。

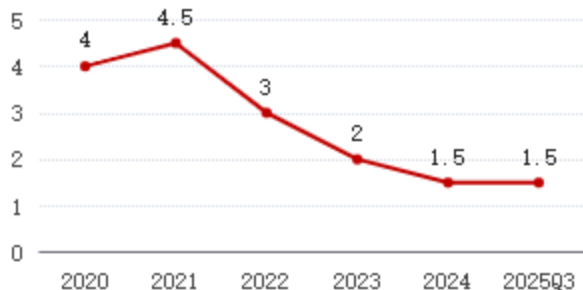
4. 历史经营绩效

桐昆股份长期以来展现出良好的经营执行力，在涤纶长丝产能扩张与产业链一体化方面成果明显。公司抓住行业整合窗口期，持续扩大涤纶长丝产能至全球第一，并前瞻性布局上游PTA及炼化环节（如参股浙石化），有效平抑原材料波动风险。最近五年，尽管经历周期下行，公司仍保持连续盈利，未出现年度亏损，体现出公司的抗周期能力与运营韧性。其“稳产高销、成本领先”的经营策略，使其在行业低谷期仍能维持正向现金流和市场份额扩张。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图

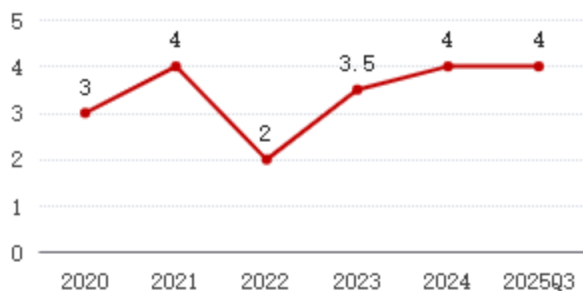


数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图

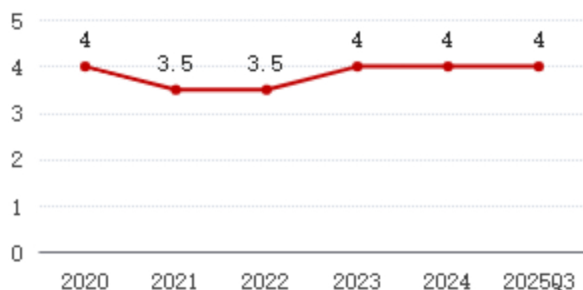


数据来源：公司财报，壹评级

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

桐昆股份历史盈利能力呈现“强周期性”特征。受益于规模效应与一体化优势，公司毛利率长期高于行业平均水平，在景气高点净利率可超10%；即便在2022-2023年行业深度调整期，净利率仍为正，显著优于中小同行。近期受行业供给过剩影响，公司盈利能力处于历史低位。

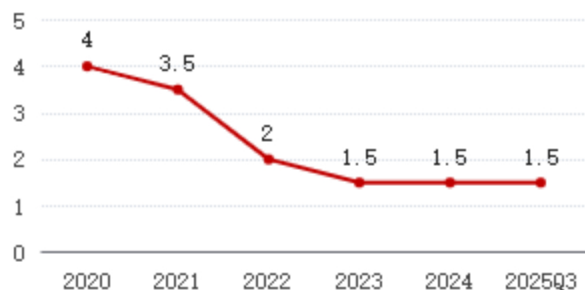
桐昆股份历史成长能力表现良好，公司过去十年实现跨越式成长，营收从2015年约200亿元增长至2024年超1000亿元，复合增速约17%。成长动力主要来自两方面：一是涤纶长丝产能持续扩张，市占率提升至全球20%+；二是向上游PTA、炼化延伸，打开成长天花板。

桐昆股份对核心业务具备良好的控制力。公司坚持自主建设大型智能化聚酯基地（如嘉兴、湖州、沐阳基地），实现全流程数字化管理，单线效率与能耗指标行业领先。通过控股PTA项目及深度绑定浙石化，提升原料保障能力，降低外部供应链扰动。同时，公司采用集中采购、统一销售模式，对下游议价能力强，库存周转与应收账款管理高效，公司经营现金流/净利润常年大于100%，对上下游占款/净资产常年大于20%。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

桐昆股份在股东回报方面的表现相对欠佳，主要受其过去十年大规模资本开支战略的影响。为抢占行业整合机遇，公司持续投入浙石化项目、自建PTA装置及扩张涤纶长丝产能，导致自由现金流优先用于再投资而非分红。在此背景下，公司近十年的股利支付率长期维持在约10%的较低水平，显著低于制造业30%以上的平均水平；相应地，其股息率也徘徊在1%左右。

5. 四维评级

桐昆股份护城河较深，产业格局一般，成长空间一般，盈利趋势稳中向好。这主要是由于公司已构建“炼化—PTA—聚酯”一体化产业链，在规模效应、成本控制和产能效率方面形成显著壁垒，使其在涤纶长丝这一高度同质化行业中持续保持成本领先优势，构筑了扎实的护城河。然而，涤纶长丝作为成熟的大宗化工品，全球需求增速平缓，公司长期成长空间相对一般。产业格局方面，虽集中度有所提升，但产品差异化小，竞争依然激烈，格局难言优异。不过，凭借一体化协同与精细化运营，桐昆在周期波动中展现出优于同行的盈利稳定性，随着行业景气修复，公司盈利趋势稳中向好。

5.1 成长空间

★★★★☆

桐昆股份的成长空间受限于所处行业的成熟度，但优于行业平均水平。公司通过持续扩产提升市占率（目前国内已达27%），在存量市场中实现“以份额换增长”，公司的成长非行业β红利，整体成长空间较为有限。另外，公司规划海外产能（如印尼项目），为长期打开第二曲线提供可能，然而该项目不确定性较高，且短期内无法贡献利润，因此本次报告并不包含该业务。

涤纶长丝(2.5星)：

涤纶长丝作为全球产量最大的化学纤维品类，已进入低速增长阶段，整体市场规模年复合增速预计仅2%-3%。在缺乏颠覆性应用场景的情况下，涤纶长丝业务本质上属于“稳态大宗品”，成长天花板较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

得益于一体化协同效应、成本领先战略，桐昆股份的盈利稳定性显著优于中小同行。受行业周期性影响，公司现处于景气上行周期，盈利趋势稳中向好。

涤纶长丝(3.5星):

涤纶长丝行业盈利高度依赖原油-PTA-MEG价差及供需节奏，历史上波动剧烈。近年来，随着产能持续投放，行业出现过剩，盈利中枢下移。由于景气的低迷，行业已经出现自发出清，景气度呈上升趋势。另外，在反内卷政策的引导下，行业龙头企业持续深化协同，减产提价同时进行，因此行业盈利趋势稳中向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

桐昆股份产业格局较好，从波特五力视角分析，本行业竞争激烈，对上游议价力较弱，对下游议价力较强，行业没有新进入者和替代品风险。

涤纶长丝(3星):

涤纶长丝行业产业格局较好。行业内厂商产品高度同质化，价格竞争属于常态，竞争较为激烈，尽管行业集中度有所提升，但盈利仍将存在周期波动。对上游议价能力较弱，核心原料PX仍依赖大型炼化企业，公司通过参股浙石化可部分缓解，但原油端定价权仍掌握在上游巨头手中。对下游议价能力相对较强，涤纶长丝虽无法对下游产生粘性，但是下游行业极度分散，下游企业没有话语权。新进入者威胁低，因重资产、高能耗等门槛，行业已形成一定壁垒。替代品风险有限，涤纶在强度、成本和可加工性上仍具不可替代性，短期内无大规模替代威胁。

5.4 护城河

★★★★☆

桐昆股份的护城河较深，主要体现在规模优势。行业虽为重资产、低技术壁垒，但公司通过极致的成本控制、稳定的原料保障和卓越的运营效率，在同质化竞争中持续领先。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
涤纶长丝	(4星) 桐昆股份是涤纶长丝行业龙头，国内市占率约27%，全球市占率超20%。公司稳态期经壹评级调整后的ROE为10%，具备一定超额收益。公司业务控制力较强。	(4星) 公司该业务的护城河主要在于规模优势，该优势持续性较强。公司作为全球产能最大的涤纶长丝生产商，通过一体化以及大规模连续化装置实现单位固定成本、能耗和人工成本的摊薄，在同质化竞争中构建了难以复制的成本壁垒。随着中后部企业逐步退出该行业，公司相较于行业平均的规模优势也将出现下降，这会削弱公司护城河，尽管如此，公司仍能保持一定优势。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为涤纶长丝，我们对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

价：受油价下跌影响，我们预计未来公司长丝单吨价格会出现下降，2026年或将降至6000元/吨，由于原油价格难以预测，因此我们假设2026年后公司长丝价格维持在6000元/吨。

量：由于行业协同减产，我们预计公司产能利用率将出现下降，因此导致2025年公司产量同比出现下滑，我们预计2025年公司长丝销量为1250万吨。此后随着需求的修复，公司产能利用率逐步修复，公司产能稳步增长，公司的产量将持续增长。我们预计远期行业规模可以达到7000万吨，公司市占率可以达到35%，据此我们预计公司远期产量可以达到2450万吨。

盈利能力假设：

短期：随着行业协同的推进，长丝的盈利能力持续修复，我们预计公司毛利率在2027年可以修复至10%左右。

长期：随着行业格局逐步稳定，我们预计行业的盈利中枢将有所提升，行业平均ROE可以达到7%。因公司存在规模优势，我们预计公司盈利能力将好于行业，预计公司的ROE可以达到10%-15%水平，长丝单吨净利润可以达到300-350元的水平。

股权价值假设：

我们估计浙石化股权价值为200亿元。公司拥有浙石化20%股权，据公司2025年半年报，其账面价值是190亿元，据荣盛石化2025年半年报，浙石化净资产为970亿元。浙石化作为国内领先的4000万吨/年炼化一体化项目，资产优质、运营稳定、净资产规约千亿元，在行业周期中具备较强韧性，其账面价值具有扎实的资产和盈利支撑，因此我们认为以200亿元作为保守估值具备合理性。

表2：公司整体业绩预测

桐昆股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	619.9	826.4	1013.1	769.0	794.0	845.0	906.0	941.0
归母净利润(亿)	1.3	8.0	12.0	20.6	33.2	44.2	50.8	55.6
归母净利润增速(%)	-98.2	513.5	50.8	71.9	61.0	32.9	15.0	9.5
经营性净利润(亿)	-13.0	3.2	4.3	10.5	21.2	29.1	31.6	33.4
经营性净利润增速(%)	-145.1	124.4	37.7	142.6	100.9	37.2	8.7	5.6
经营性归母净利润(亿)	-12.4	3.1	4.3	10.4	21.0	28.8	31.3	33.0
经营性归母净利润增速(%)	-143.2	124.8	40.1	143.4	100.9	37.2	8.7	5.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

涤纶长丝	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	619.9	826.4	1013.1	769.0	794.0	845.0	906.0	941.0
收入增速(%)	4.8	33.3	22.6	-24.1	3.3	6.4	7.2	3.9
经营性净利润(亿)	-13.0	3.2	4.3	10.5	21.2	29.1	31.6	33.4
经营性净利率(%)	-2.1	0.4	0.4	1.4	2.7	3.4	3.5	3.5
经营性净利润增速(%)	-145.1	124.4	37.7	142.6	100.9	37.2	8.7	5.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
涤纶长丝	4.2%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	32.6
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
涤纶长丝(亿)	37.7	347.3	385.0	-	3.9	200.0	581.1
公司整体测算(亿)	37.7	347.3	385.0	-	3.9	200.0	581.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
涤纶长丝(亿)	141.0	297.3	438.3	-	3.9	200.0	634.4
公司整体测算(亿)	141.0	297.3	438.3	-	3.9	200.0	634.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：桐昆股份所处的涤纶长丝及炼化行业透明度较高，主要产品（如POY、PTA）与原材料（PX、MEG）价格公开透明、高频可得，行业供需、产能扩张等关键数据易于跟踪；公司信息披露规范完整，定期报告和临时公告较为详实，且通过业绩说明会、投资者调研等渠道与市场保持充分沟通，信息充分且获取成本较低。

业绩预测层面：由于强周期属性，公司盈利易受原油价格波动、下游纺织需求及新增产能投放节奏扰动；同时，尽管当前竞争格局有所改善、涤纶长丝盈利阶段性回升，但该趋势能否持续仍存在不确定性，叠加浙石化投资收益波动等因素，整体业绩预测的准确度中等。

总体而言，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。