

氨纶 2020 年：产能投放周期进入尾声

——化工行业周报

点评报告

行业公司研究——化工行业

证券研究报告

✍️ : 范飞 执业证书编号: S1230512030001
 ☎️ : 021-80106025
 ✉️ : fanfei@stocke.com.cn

行业评级

化工 中性

■ 氨纶供给：新增产能减少

2019 年新增产能：分别是杜钟氨纶 2019 年初公司新增产能 1.2 万吨、新乡化纤 4 月份投产的 4 万吨产能（对部分老旧产能有一定替换作用），华峰重庆 10 月份投产的 10 万吨产能一期，合计实际约 6 万吨的产能增长（对应约 7.8% 产能增长）；2020 年产能：预计华峰重庆二期会在上半年继续投放，以及一期的产能在明年释放产量，将会是 2013 年以来新增产能投放最少的一年，预计产能增速 3.5%；

产量：氨纶今年以来 1-10 月份产量累计同比增长约 7.2%，产量增长约 3.4 万吨，据此估计 2019 年全年产量约 67 万吨；

估计 2019 年国内氨纶表观供应 64 万吨；同时如果按照假设产能顺利投放，且其他产能不退出的话，2020 年国内供应量约 67 万吨。

库存：从 2019 年库存波动情况看，年初到 2 月份春节前一直是库存积累状态，然后随着行业开工率下滑以及春节后复工需求释放，到 3 月底出现去库存为今年库存低点；随后，随着开工率提升，以及新乡化纤新产能逐渐释放，库存一直处于稳定高位，但也未更进一步积累。总体看，2019 年，供需处于弱平衡之中。

■ 2020 年氨纶价格展望

——产量：不考虑退出，估计 2020 年产量预计仍将增长 3 万吨左右；

——供需平衡表：我们估计 2020 年表观需求增长 3%，开工率 2020 年将比 2019 年提升 1%；考虑到全行业仍有 5 万吨左右库存，所以 2020 年氨纶价格如果要实现大反转需要：1) 产能退出超预期，由于部分企业面临搬迁压力，因此这种情况仍然是有可能的；2) 企业开工下滑明显；3) 华峰的新增产能节奏控制合理；4) 如果出现新的氨纶流行面料导致需求超预期。

■ 化工产品价格涨幅前十：

三氯甲烷（19.63%）、丙酮（8.21%）、乙烯（7.24%）、2%生物素（5.33%）、甲苯（4.99%）、丁酮（3.78%）、二氯甲烷（3.75%）、二甲苯（3.56%）、DEG（2.41%）、聚合 MDI（2.40%）；

碳酸二甲酯、丁二烯、苯胺跌幅较大；

相关报告

- 1《天然橡胶供应产能充足与产量下滑并存》2019.11.11
- 2《11 月 MDI 展望：可以适度增加部分战术性库存》2019.11.04
- 3《轮胎 18 个月来首现增长，但卡客车胎景气度下滑》2019.10.26
- 4《聚酯产业链利润缩水严重，是季节性还是趋势性？》2019.10.20
- 5《10 月 MDI 展望：供大于求状况无实质性改善》2019.10.13

报告撰写人：范飞

数据支持人：范飞

正文目录

| | |
|-------------------------|----------|
| 1. 氨纶 2020 年: | 4 |
| 1.1. 氨纶供给: | 4 |
| 1.2. 氨纶需求: 增速处于低位 | 5 |
| 1.3. 氨纶供需缺口及 2020 年展望 | 5 |
| 2. 化工产品价格涨跌幅前十 | 6 |
| 3. 重点化工产品价格及价差走势 | 7 |
| 3.1. 上游原材料: | 7 |
| 3.2. 聚氨酯系列产品 | 7 |
| 3.3. PX-PTA-涤纶长丝、粘胶: | 9 |
| 3.4. 氨纶 | 11 |
| 3.5. 化肥 | 11 |
| 3.6. 农药 | 12 |
| 3.7. 氟化工 | 13 |
| 3.8. 炼油 | 13 |
| 3.9. 其他产品 | 14 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 氨纶产量 (吨/月) | 4 |
| 图 2: 氨纶净出口 (吨) | 4 |
| 图 3: 氨纶库存 | 5 |
| 图 4: 氨纶价格与原材料价差 | 5 |
| 图 5: 氨纶行业 2020 年开工率估计 | 6 |
| 图 7: 原油价格: 美元/桶 | 7 |
| 图 8: 动力煤价格: 元/吨 | 7 |
| 图 9: 原盐、磷矿石、钛精矿 (元/吨) | 7 |
| 图 10: 棉花、天然橡胶: 元/吨 | 7 |
| 图 11: 华东聚合 MDI 价格及价差: 元/吨 | 8 |
| 图 12: 华东纯 MDI 价格及价差走势图: 元/吨 | 8 |
| 图 13: TDI 价格及价差走势图: 元/吨 | 8 |
| 图 14: 环氧丙烷价格及价差走势图: 元/吨 | 8 |
| 图 15: 硬泡聚醚价格走势图: 元/吨 | 8 |
| 图 16: 环己酮、己二酸价格走势图: 元/吨 | 8 |
| 图 17: PTA 价格及 PTA-PX 价差 (右轴) 走势图: 元/吨 | 9 |
| 图 18: 涤纶长丝及价差 (右轴) 走势图: 元/吨 | 9 |
| 图 19: 聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利 (元/吨) | 10 |
| 图 20: 锦纶切片价格及价差走势图: 元/吨 | 10 |

| | |
|---|----|
| 图 21: 粘胶短纤价格: 元/吨..... | 10 |
| 图 22: 氨纶 40D 价格及价差: 元/吨..... | 11 |
| 图 23: 尿素价格及价差走势图: 元/吨..... | 11 |
| 图 24: 磷酸二铵价格走势图: 元/吨..... | 11 |
| 图 25: 磷酸一铵、硫磺价格走势图: 元/吨..... | 12 |
| 图 26: 盐湖 60%氯化钾: 元/吨..... | 12 |
| 图 27: 草甘膦 (万元/吨)、草铵膦 (右轴, 元/吨) 价格..... | 12 |
| 图 28: 氯氰菊酯、甘氨酸价格 (元/吨)..... | 12 |
| 图 29: 百草枯 (右轴, 元/吨)、纯吡啶 (万元/吨) 价格..... | 12 |
| 图 30: 氢氟酸及二氯甲烷..... | 13 |
| 图 31: R22 与 R134a..... | 13 |
| 图 32: 国内炼油吨毛利 (元/吨, 左) VS 原油 (美元/桶, 右)..... | 13 |
| 图 33: 6321-裂解吨毛利 (左) VS 原油 (美元/桶, 右)..... | 13 |
| 图 34: 丙烯酸及价差 (元/吨)..... | 14 |
| 图 35: 蛋氨酸、赖氨酸: (元/吨)..... | 14 |
| 图 36: PVA 及价差 (元/吨)..... | 15 |
| 图 37: 聚碳酸酯 (元/吨)..... | 15 |

1. 氨纶 2020 年:

1.1. 氨纶供给:

产能: 2020 年新增产能减少

2019 年新增产能: 分别是杜钟氨纶 2019 年初公司新增产能 1.2 万吨、新乡化纤 4 月份投产的 4 万吨产能 (对部分老旧产能有一定替换作用), 华峰重庆 10 月份投产的 10 万吨产能一期, 以及泰和新材在宁夏产能开工更好等多方面因素看, 合计实际约 6 万吨的产能增长 (对应约 7.8% 产能增长);

2020 年产能: 预计华峰重庆二期会在上半年继续投放, 以及一期的产能在明年释放产量, 除此以外尚无其他新增产能投产, 将会是 2013 年以来新增产能投放最少的一年, 预计产能增速 3.5%;

产量:

氨纶今年以来 1-10 月份产量累计同比增长约 7.2%, 产量增长约 3.4 万吨, 据此估计 2019 年全年产量约 67 万吨。

图 1: 氨纶产量 (吨/月)



资料来源: 中纤网、浙商证券研究所

从进出口看, 1-9 月累计净出口 2.7 万吨, 比去年同期增长 4200 吨, 据此估计 2019 年全年出口约 3.5 万吨。

图 2: 氨纶净出口 (吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

库存: 根据中纤网和百川统计看, 国内氨纶库存当前基本与 2018 年持平, 估计全行业约有 5.5 万吨库存。

估计 2019 年国内氨纶表观供应 64 万吨；同时如果按照假设产能顺利投放，且其他产能不退出的话，2020 年国内供应量约 67 万吨。

1.2. 氨纶需求：增速处于低位

氨纶下游主要是纺织服装：包括针织内衣、袜子；运动衣、泳衣等紧身服；其他包括家纺、卫生医疗用；

表 1：纺织服装需求

| % | 纺织服装、服饰业:营业收入:累计同比 | 出口交货值:纺织服装、服饰业:累计同比 |
|------------|--------------------|---------------------|
| 2019 年 5 月 | 2.50 | -0.70 |
| 2019 年 6 月 | 2.20 | -0.30 |
| 2019 年 7 月 | 2.20 | -0.20 |
| 2019 年 8 月 | 2.10 | 0.10 |
| 2019 年 9 月 | 1.5 | -0.5 |

资料来源：Wind、浙商证券研究所估计

根据国家统计局数据，国内纺织服装服饰业今年 1-9 月，累计同比增长 1.5%，但是出口增速为-0.5%；

综合看，国内纺织服装需求为正，但是增速较低，考虑到历年氨纶需求增速略微超过纺织服装需求增速（氨纶价格下降添加量增加、应用领域拓宽等）。

1.3. 氨纶供需缺口及 2020 年展望

从 2019 年库存波动情况看，年初到 2 月份春节前一直是库存积累状态，然后随着行业开工率下滑以及春节后复工需求释放，到 3 月底出现去库存为今年库存低点；

随后，随着开工率提升，以及新乡化纤新产能逐渐释放，库存一直处于稳定高位，但也未更进一步积累。

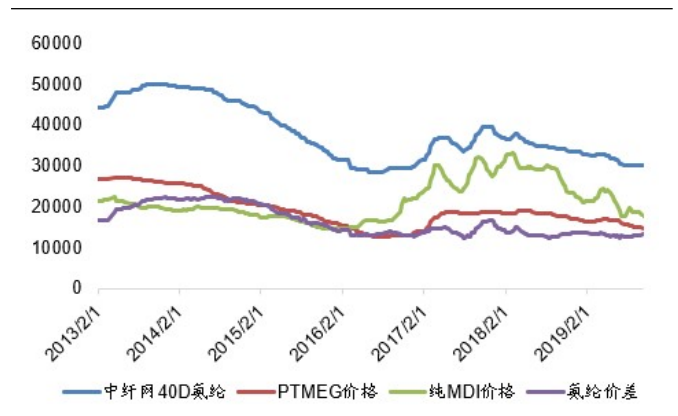
总体看，2019 年，供需处于弱平衡之中。

图 3：氨纶库存



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

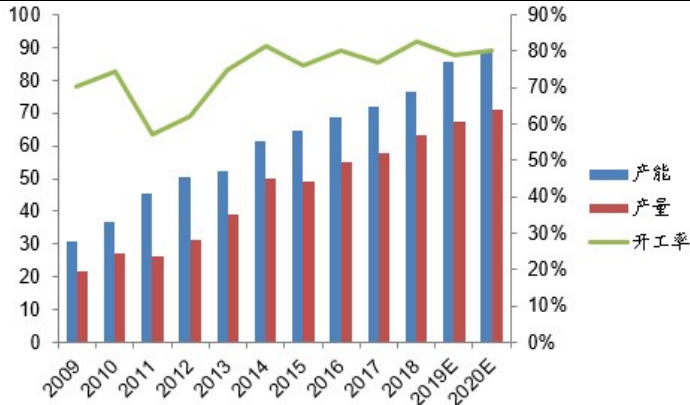
图 4：氨纶价格与原材料价差



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

氨纶行业价格与价差维持在历史较低位置，我们估计优秀的龙头企业当前价格位置仍是有合理利润，但是对于成本靠后的企业，当前位置处于亏损状态，如果价格再下行 2000 元/吨，将有一批企业处于负现金流状态。

图 5：氨纶行业 2020 年开工率估计



资料来源：wind、中纤网、百川资讯、浙商证券研究所

综合看，

——新增产能：2020 年氨纶新增产能预计将会是 2013 年以来投放最少的一年，预计产能增加 3 万吨，增速 3.5%；如果考虑到潜在有部分企业产能退出的可能，有可能实现历史性的持平；

——产量：氨纶今年以来 1-10 月份产量累计同比增长约 7.2%，产量增长约 3.4 万吨；不考虑退出，估计 2020 年产量预计仍将增长 3 万吨左右；

——供需平衡表：我们估计 2020 年表观需求增长 3%，开工率 2020 年将比 2019 年提升 1%；考虑到全行业仍有 5 万吨左右库存，所以 2020 年氨纶价格如果要实现反转需要：1) 产能退出超预期，由于部分企业面临搬迁压力，因此这种情况仍然是有可能的；2) 企业开工下滑明显；3) 华峰的新增产能节奏控制合理；

2. 化工产品价格涨跌幅前十

表 3：本周基础化工产品价格涨跌幅前十

| | 产品 | 较上周 | 较 19 年初 | 产品 | 较上周 | 较 19 年初 |
|----|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 1 | 三氯甲烷 | 19.63% | -13.63% | 维生素 D3 | -4.96% | -67.61% |
| 2 | 丙酮 | 8.21% | 39.95% | 碳酸二甲酯 | -4.97% | -18.07% |
| 3 | 乙烯 | 7.24% | -6.86% | MMA | -5.25% | -30.21% |
| 4 | 2%生物素 | 5.33% | 36.21% | 固体烧碱 | -5.29% | -31.48% |
| 5 | 甲苯 | 4.99% | 22.35% | 丙烯酸乙酯 | -5.43% | -18.31% |
| 6 | 丁酮 | 3.78% | 40.33% | SBS | -5.76% | -3.37% |
| 7 | 二氯甲烷 | 3.75% | 3.28% | 丙烯酸甲酯 | -5.95% | -25.82% |
| 8 | 二甲苯 | 3.56% | 19.15% | 丁二烯 | -6.25% | -14.29% |
| 9 | DEG | 2.41% | 9.48% | 磷酸二铵 | -6.40% | -15.52% |
| 10 | 聚合 MDI | 2.40% | 7.56% | 苯胺 | -9.77% | 34.29% |

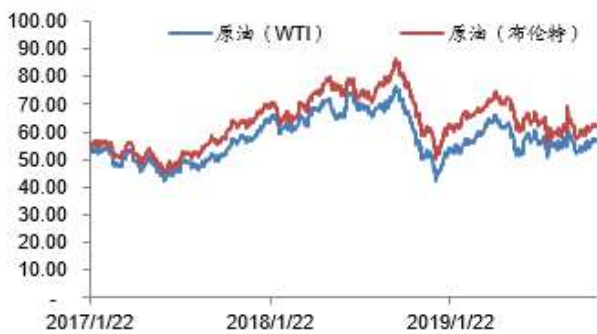
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3. 重点化工产品价格及价差走势

3.1. 上游原材料:

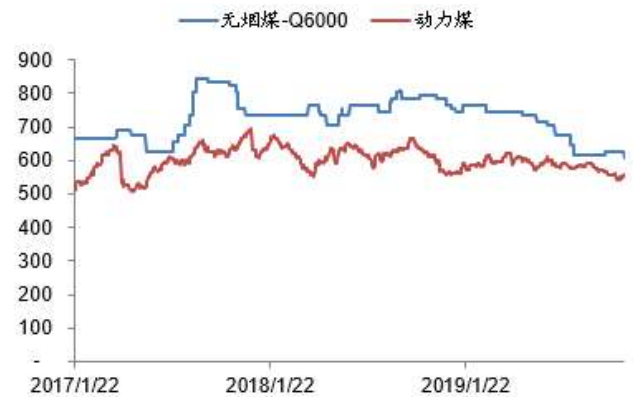
原油 (WTI 58.02 美元/桶, 1.36%)
 磷矿石 (兴发磷矿 25%, 310 元/吨, 0.00%)
 天然橡胶 (期货 11910 元/吨, -1.12%)
 棉花 (期货 13020 元/吨, +0.00%)

图 7: 原油价格: 美元/桶



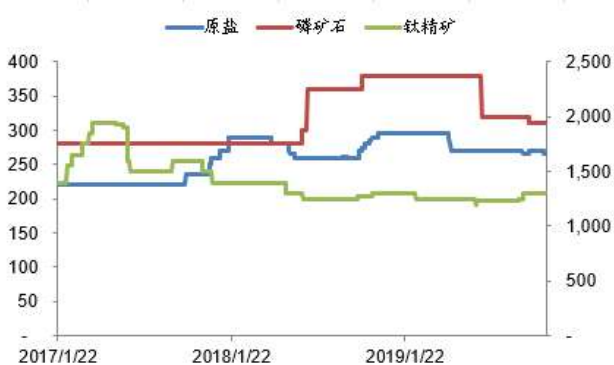
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 8: 动力煤价格: 元/吨



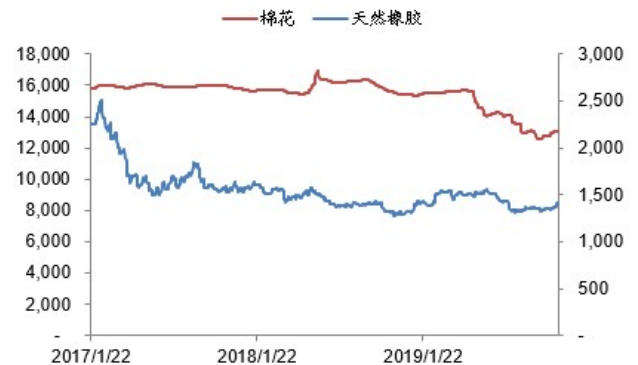
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 9: 原盐、磷矿石、钛精矿 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 10: 棉花、天然橡胶: 元/吨



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

3.2. 聚氨酯系列产品

聚合MDI (12328元/吨, +2.4%) 本周国内聚合MDI市场推涨上行。科思创及瑞安本周指导价继续持平, 而万华宁波一期装置仍处于检修中, 加上上海货放货速度依旧滞缓, 以及工厂继续控量走货, 致使场内现货资源偏紧局面难以缓解, 业者多低价惜售, 市场报盘价不断推涨, 实单成交稀少, 多小单刚需入市;

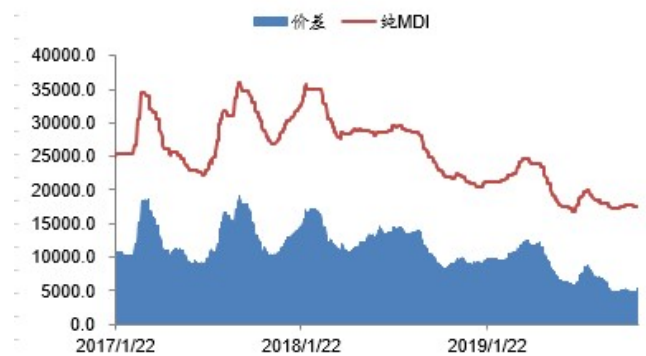
纯MDI (17400元/吨, -0.57%);

图 11: 华东聚合 MDI 价格及价差: 元/吨



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 12: 华东纯 MDI 价格及价差走势图: 元/吨



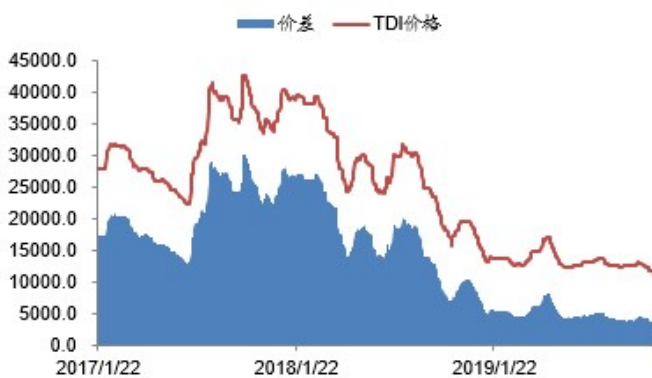
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

TDI (11037 元/吨, -3.18%)

DMF (4958 元/吨, -3.41%)

PO (9608 元/吨, +1.4%)

图 13: TDI 价格及价差走势图: 元/吨



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 14: 环氧丙烷价格及价差走势图: 元/吨



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

环己酮 (7750 元/吨, +1.08%) 原料纯苯市场连续上涨, 成本支撑下, 部分工厂报盘价格上调, 贸易市场随行就市积极出货;

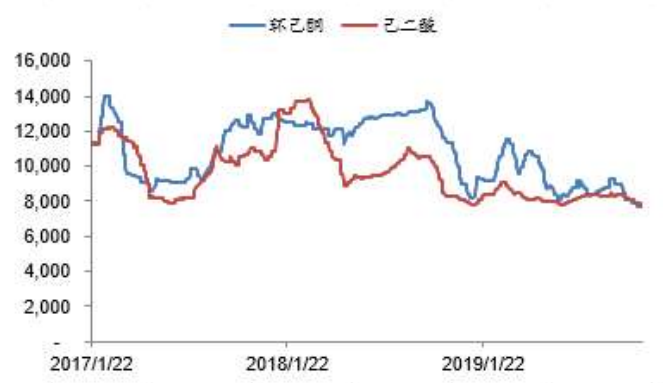
己二酸 (8192/吨, -1.1%):

图 15: 硬泡聚醚价格走势图: 元/吨

图 16: 环己酮、己二酸价格走势图: 元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.3. PX-PTA-涤纶长丝、粘胶：

PX (CFR 中国, 793.67 美元/吨, +0.85%)

PTA (现货 4770 元/吨, -0.63%)

涤纶 (POY, 6850 元/吨, -0.72%)

图 17：PTA 价格及 PTA-PX 价差（右轴）走势图：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 18：涤纶长丝及价差（右轴）走势图：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

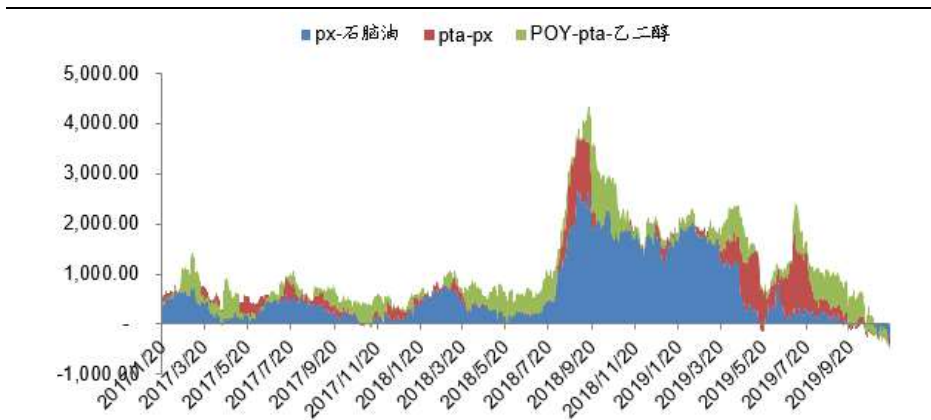
11 月以来聚酯产业链利润继续下滑，PX 环节和 PTA 环节基本都无利可图，聚酯环节略有利润。

表 4：2019 年 1-11 月聚酯产业链利润分配表

| | PX-石脑油 | PTA-PX | POY-PTA-乙二醇 | 聚酯产业链利润合计 |
|----------|--------|--------|-------------|-----------|
| 2019年11月 | -246 | -79 | 171 | -154 |
| 2019年10月 | -143 | 56 | 317 | 230 |
| 2019年9月 | 30 | 177 | 584 | 791 |
| 2019年8月 | 187 | 264 | 597 | 1,048 |
| 2019年7月 | 253 | 1,032 | 445 | 1,729 |
| 2019年6月 | 350 | 434 | 313 | 1,096 |
| 2019年5月 | 139 | 789 | 225 | 1,153 |
| 2019年4月 | 1,277 | 360 | 738 | 2,376 |
| 2019年3月 | 1,570 | 140 | 276 | 1,986 |
| 2019年2月 | 1,950 | 27 | 30 | 2,007 |
| 2019年1月 | 1,765 | 88 | 18 | 1,870 |

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

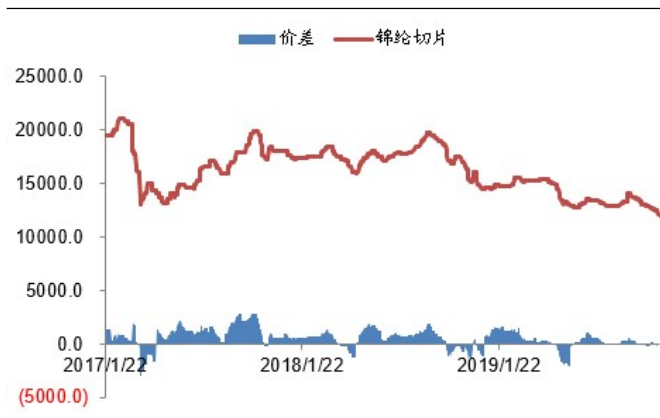
图 19：聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利（元/吨）



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

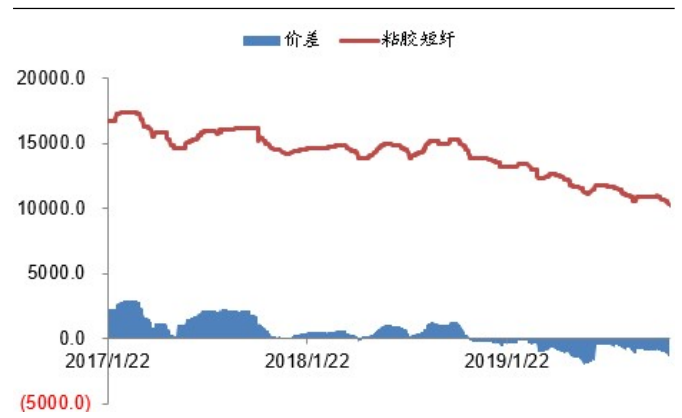
粘胶短纤（10250 元/吨，-3.3%）

图 20：锦纶切片价格及价差走势图：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 21：粘胶短纤价格：元/吨

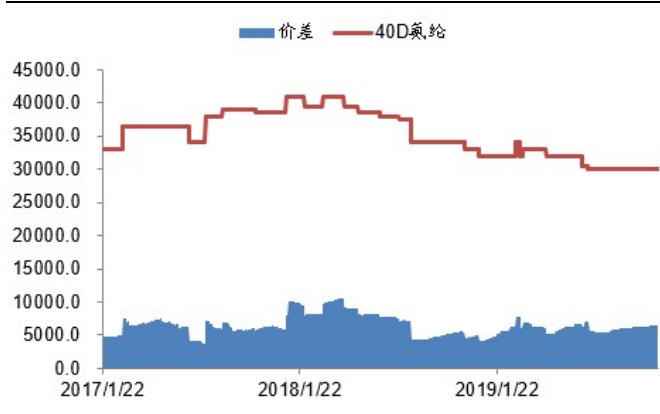


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.4. 氨纶

氨纶（40D、30000 元/吨，0.00%），氨纶开工率 83%，库存 47 天，库存较上周上涨 1 天；新乡，烟台，四海多 7-8 成，个别小厂也有 5 成内，整体开机信心还尚可，华峰新线小部分投产加大产能。

图 22：氨纶 40D 价格及价差：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.5. 化肥

尿素（1647 元/吨，-0.12%）国内尿素市场跌势放缓，随着山东及两河主流价格下探至 1600 元/吨附近，市场略有企稳迹象，本月初厂家库存高位，随着上周的下探，下游有少量跟单，本周库存基本消化至正常水平，开工率 61.16%，环比增加 1.15%，其中煤头开工 60.64%，环比增加 1.55%，气头开工 63.31%，持平。从今年供气情况来看，气源相对充足；

一铵（1915 元/吨，-0.98%）一铵企业虽库存高位，但部分企业价格临近倒挂，企业不愿低价成交，因此成交量持续低迷。

二铵（2408 元/吨，+0.00%）磷复肥会议前夕，部分企业召开经销商见面会，会议后订单或陆续开始签订。但从终端需求反馈情况来看，二铵冬储需求动力不足，大面积签单或在本月下旬。在原料和需求双向拉低的情况下，二铵市场难有改观，市场看空情绪较浓。

氯化钾（2173 元/吨，+0.00%）

图 23：尿素价格及价差走势图：元/吨

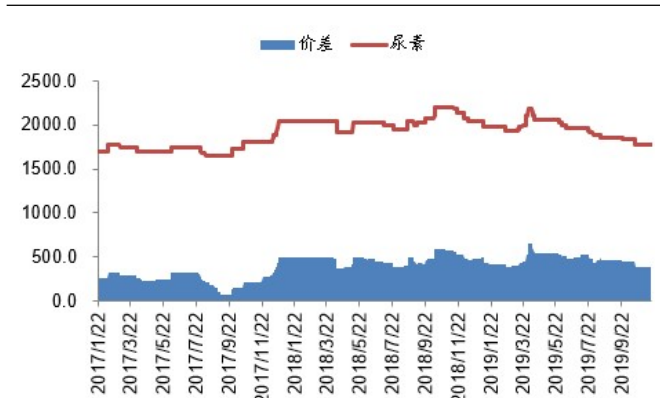
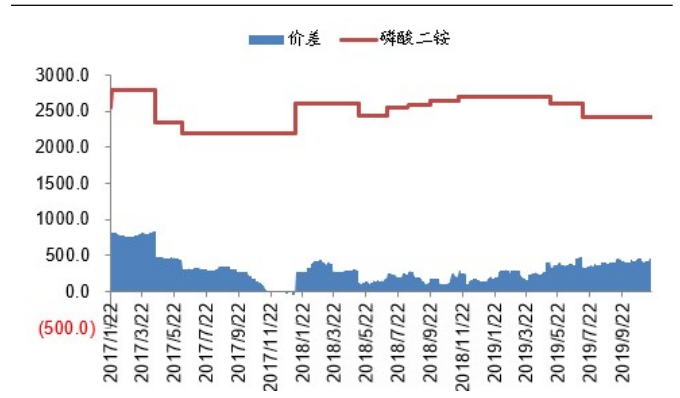
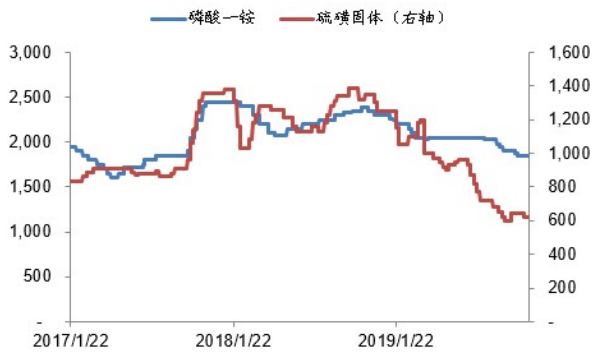


图 24：磷酸二铵价格走势图：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

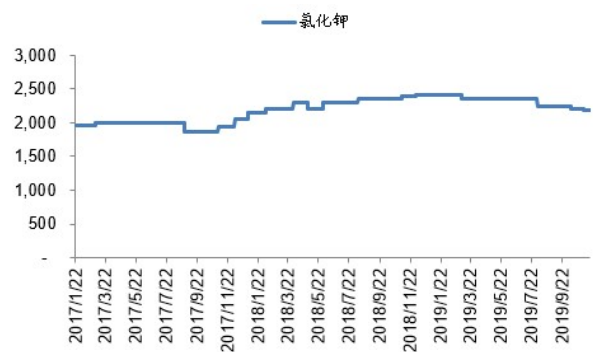
图 25：磷酸一铵、硫磺价格走势：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 26：盐湖 60%氯化钾：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

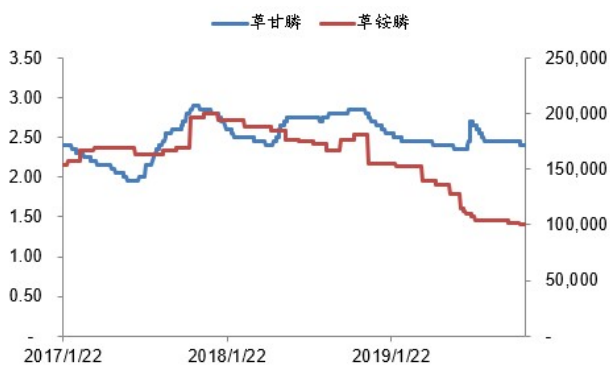
3.6. 农药

草甘膦（23799 元/吨，+0.00%）草甘膦市场仍保持需求清淡的局面，价格反弹难寻支撑。

草铵膦（104000 元/吨，+0.00%）主流供应商开工正常；

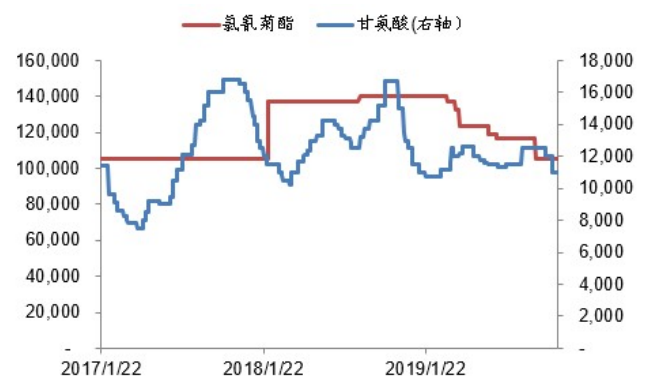
麦草畏价格稳定 98%麦草畏原粉华东地区主流报价 9-10 万元/吨，实际成交至 8.6-8.7 万元/吨；

图 27：草甘膦（万元/吨）、草铵膦（右轴，元/吨）价格



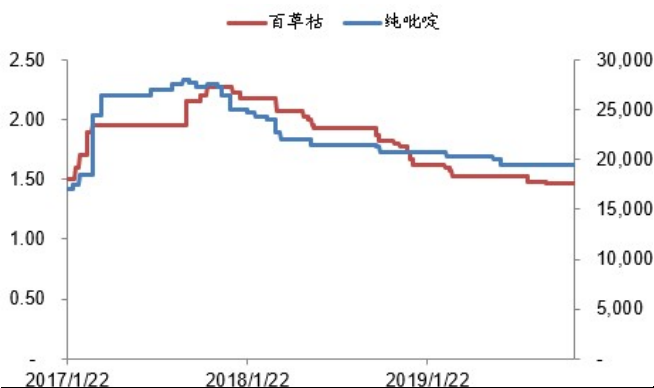
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 28：氯氰菊酯、甘氨酸价格（元/吨）



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 29：百草枯（右轴，元/吨）、纯吡啶（万元/吨）价格



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.7. 氟化工

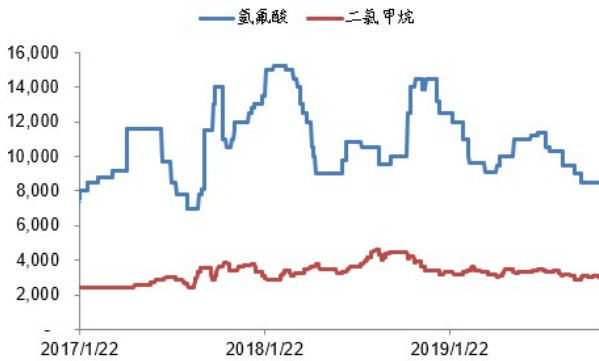
萤石粉（干粉，3145 元/吨，+0.00%）北方地区厂家反应原矿供应不足且开采成本居高不下，萤石持货商存挺价意向。当前场内部分开工企业生产装置未开满，加之冬季天寒，北方浮选装置热力消耗增加，一部分企业装置停车，一部分企业考虑为后期冬歇备货，出货较少。

氢氟酸（8367 元/吨，+0.00%）；近日无水氢氟酸企业开工有所回升，目前国内无水氢氟酸开工率大约在 60%左右，截止发稿，国内无水氢氟酸市场 8000-8500 元/吨成交，部分企业库存低位挺价对外报盘 9000 元/吨。当前萤石价格坚挺，持货商捂盘惜售，价格高位，目前氢氟酸企业亏损现象普遍。

R22（13000 元/吨，+0.00%）；R32（14000 元/吨，-3.45%）；

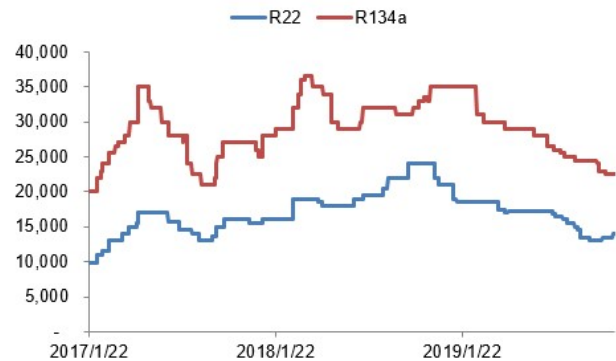
二氯甲烷（3150 元/吨，+3.75%）

图 30：氢氟酸及二氯甲烷



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 31：R22 与 R134a



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

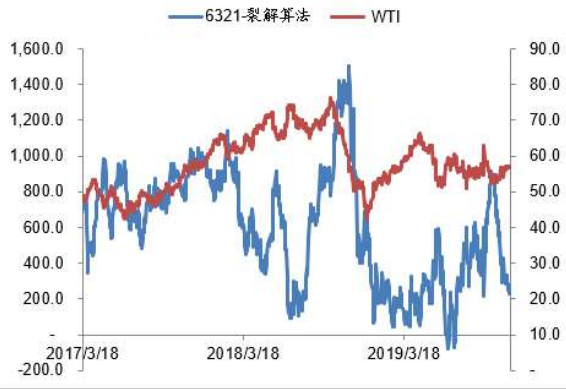
3.8. 炼油

6321-裂解算法下的炼油吨毛估计 244 元/吨，毛利周环比下滑 60 元/吨；采用国内产品结构模型的炼油毛利估计为 198 元/吨，环比基本持平。

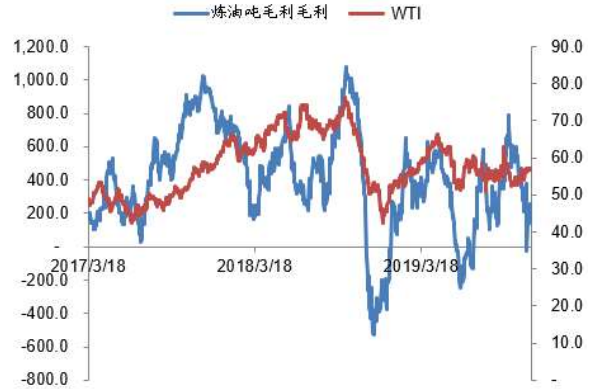
11 月 15 日，新加坡汽油裂解价差 7.92 美元/桶，较此前 11 月 5 日 6.1 美元/桶略有上涨。

图 32：国内炼油吨毛利（元/吨，左）VS 原油（美元/桶，右）

图 33：6321-裂解吨毛利（左）VS 原油（美元/桶，右）



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

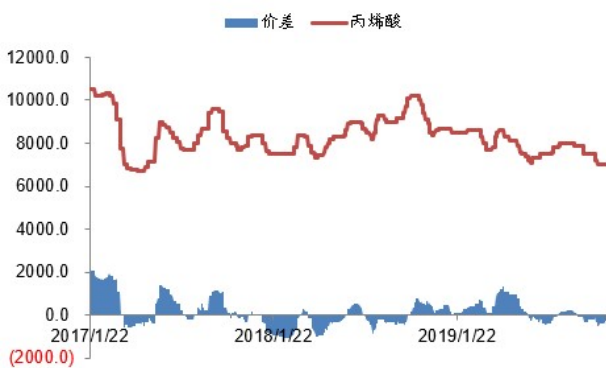
3.9. 其他产品

蛋氨酸: (19760, +5.67%);

赖氨酸 (6600, +0.00%);

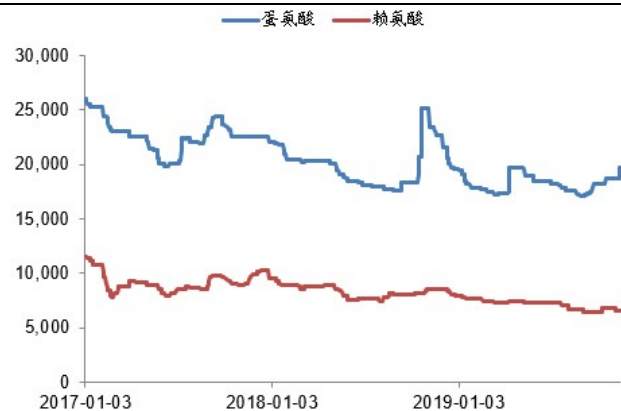
味精 (7375, -0.07%)

图 34: 丙烯酸及价差 (元/吨)



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 35: 蛋氨酸、赖氨酸: (元/吨)

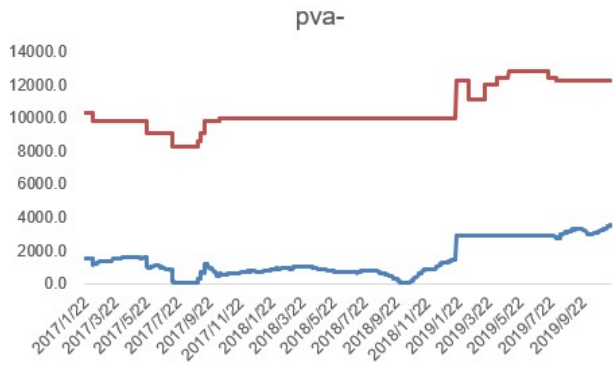


资料来源：Wind、浙商证券研究所

PC (15260, -1.81%);

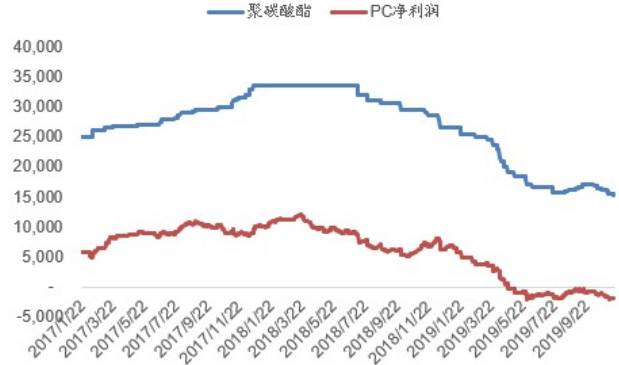
PVA (12300, +0.00%)

图 36: PVA 及价差 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、Wind、浙商证券研究所

图 37: 聚碳酸酯 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 楼

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>