

己二酸 2020：新产能投放+海力复产预期如何演绎？

——化工行业周报

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

行业评级

化工 中性

■ 己二酸周期与现状：高成本商每吨亏损 600 元

——2018 年一季度是本轮周期高点。当时售价约 13500 元/吨，毛利估计在约 3400 元；今年以来售价与毛利不断下滑。最新售价约 7700 元/吨，较高点下跌幅度达 43%；该时点的吨毛利估计为每吨亏损 600 元（该毛利为业内平均成本，不代表先进产能的利润，成本领先企业估计要多 1000 元的毛利），周期目前进入艰难的底部区域。

■ 己二酸 2020 年展望：新产能投放+海力复产预期悲观

——供给端：2020 年，预计中国产能增加 42 万吨，相当于 15%左右产能增长：华峰的 25.5 万吨新增产能（2019 年底 2020 年初投产）、华鲁的 16.6 万吨己二酸（预计 2020 年底投产）；以及考虑到潜在的江苏大丰海力 30 万吨的产能复产预期，那么 2020 年的实际供应增速将是过去几年以来最快的一年；

——需求端，过去四年，中国己二酸表观需求增速约 6%，大约相当于 6.5 万吨产量增长；考虑到尼龙 66 盐的需求放缓、以及鞋底和浆料市场的低速增长，初略估计 2020 年的国内需求也大体维持这一趋势；

——出口：2017-2019 年，出口量均维持在 35-38 万吨的范围，我们估计，随着国内的己二酸价格和质量的提升，出口仍有进一步的提升空间，部分海外产能可能会出现进一步关停，转向国内采购；因此，出口是 2020 年的关键变量之一

综上，如果没有大的供给冲击，我们估计己二酸 2020 年仍然维持低位，特别的，考虑到新增产能均为低成本产能，将会进一步拉低成本曲线，行业供应格局进一步向龙头企业集中。

■ 化工产品价格上涨前十：纯苯产业链、有机硅涨幅较大

MEG (13.84%)、DEG (11.73%)、苯胺 (7.82%)、2%生物素 (7.69%)、丙烯腈 (6.54%)、有机硅 DMC (5.71%)、纯苯 (5.37%)、聚酯切片 (4.39%)、丁酮 (2.91%)、己内酰胺 (2.83%)；

草甘膦、烯烃跌幅较大；

相关报告

- 1《MDI2020：聚合或已触及低点，但纯MDI有调整空间》2019.12.01
- 2《氨纶 2020 年：产能投放周期进入尾声》2019.11.17
- 3《天然橡胶供应产能充足与产量下滑并存》2019.11.11
- 4《11 月 MDI 展望：可以适度增加部分战术性库存》2019.11.04
- 5《轮胎 18 个月来首现增长，但卡车轮胎景气度下滑》2019.10.26

报告撰写人：范飞

数据支持人：范飞

正文目录

1. 己二酸 2020 年:	4
1.1. 己二酸周期与现状:	4
1.2. 己二酸开工率与新增产能:	4
1.3. 己二酸需求与供需平衡	5
2. 化工产品价格涨跌幅前十	7
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	8
3.3. PX-PTA-涤纶长丝、粘胶:	10
3.4. 氨纶	12
3.5. 化肥	12
3.6. 农药	13
3.7. 氟化工	14
3.8. 炼油	14
3.9. 其他产品	15

图表目录

图 1: 美盛毛利率下滑%, Q3 为负	4
图 2: 磷肥负担能力增加	4
图 3: 2019 年上半年全球贸易增量 (百万吨, 纯 P2O5)	5
图 4: 二铵全球产能增量	5
图 5: 国内二铵产量 (实物量, 万吨)	6
图 6: 2012 年到 2019 年的三个价格周期	6
图 7: 原油价格: 美元/桶	8
图 8: 动力煤价格: 元/吨	8
图 9: 原盐、磷矿石、钛精矿 (元/吨)	8
图 10: 棉花、天然橡胶: 元/吨	8
图 11: 华东聚合 MDI 价格及价差: 元/吨	9
图 12: 华东纯 MDI 价格及价差走势图: 元/吨	9
图 13: TDI 价格及价差走势图: 元/吨	9
图 14: 环氧丙烷价格及价差走势图: 元/吨	9
图 15: 硬泡聚醚价格走势图: 元/吨	10
图 16: 环己酮、己二酸价格走势图: 元/吨	10
图 17: PTA 价格及 PTA-PX 价差 (右轴) 走势图: 元/吨	10
图 18: 涤纶长丝及价差 (右轴) 走势图: 元/吨	10
图 19: 聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利 (元/吨)	11

图 20: 锦纶切片价格及价差走势图: 元/吨.....	11
图 21: 粘胶短纤价格: 元/吨.....	11
图 22: 氨纶 40D 价格及价差: 元/吨.....	12
图 23: 尿素价格及价差走势图: 元/吨.....	12
图 24: 磷酸二铵价格走势图: 元/吨.....	12
图 25: 磷酸一铵、硫磺价格走势图: 元/吨.....	13
图 26: 盐湖 60%氯化钾: 元/吨.....	13
图 27: 草甘膦 (万元/吨)、草铵膦 (右轴, 元/吨) 价格.....	13
图 28: 氯氟菊酯、甘氨酸价格 (元/吨)	13
图 29: 百草枯 (右轴, 元/吨)、纯吡啶 (万元/吨) 价格.....	13
图 30: 氢氟酸及二氯甲烷.....	14
图 31: R22 与 R134a.....	14
图 32: 国内炼油吨毛利 (元/吨, 左) VS 原油 (美元/桶, 右)	14
图 33: 6321-裂解吨毛利 (左) VS 原油 (美元/桶, 右)	14
图 34: 丙烯酸及价差 (元/吨)	15
图 35: 蛋氨酸、赖氨酸: (元/吨)	15
图 36: PVA 及价差 (元/吨)	15
图 37: 聚碳酸酯 (元/吨)	15

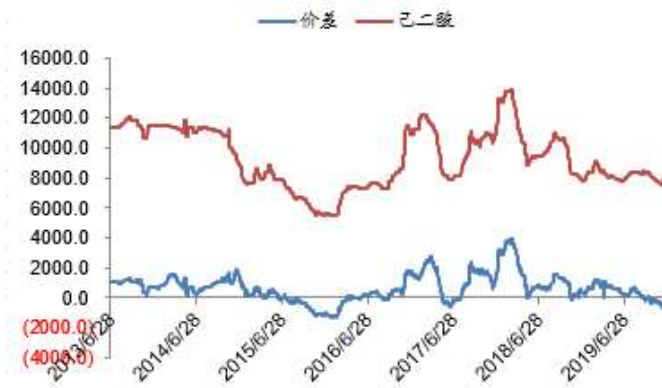
1. 己二酸 2020 年：

1.1. 己二酸周期与现状：

2018 年一季度是本轮周期高点。当时售价约 13500 元/吨，毛利估计在约 3400 元；

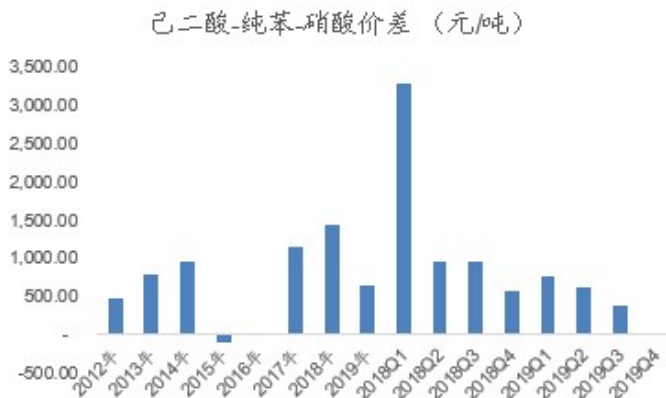
今年以来售价与毛利不断下滑。最新售价约 7700 元/吨，较高点下跌幅度达 43%；该时点的吨毛利估计为每吨亏损 600 元（注：该毛利为业内平均成本，不代表先进产能的利润，成本领先企业估计要多 1000 元的毛利）

图 1：历年己二酸毛利估计



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

图 2：2012-2019 年己二酸吨毛利（元/吨）



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

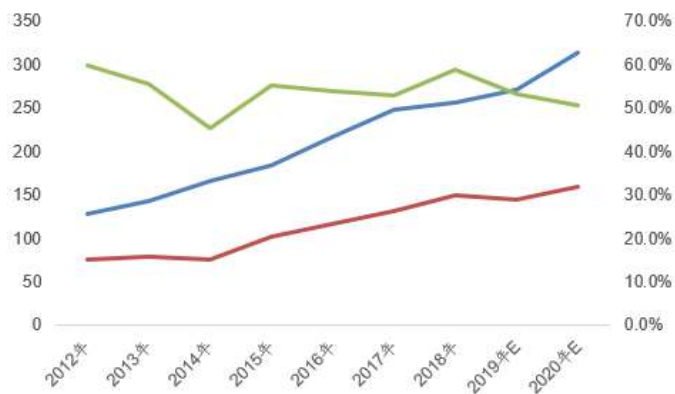
注：上图吨毛利 2018 年 Q1 以后为季度数据

1.2. 己二酸开工率与新增产能：

与上述的利润和周期一致的是，己二酸的开工率在 2018 年为相对高点，但也仅 58%；

2019 年，己二酸产能约 270 万吨，但是实际有约 70 万吨产能长期停车。而华峰等实际开工率基本是满负荷生产。

图 3：己二酸产能产量、开工率



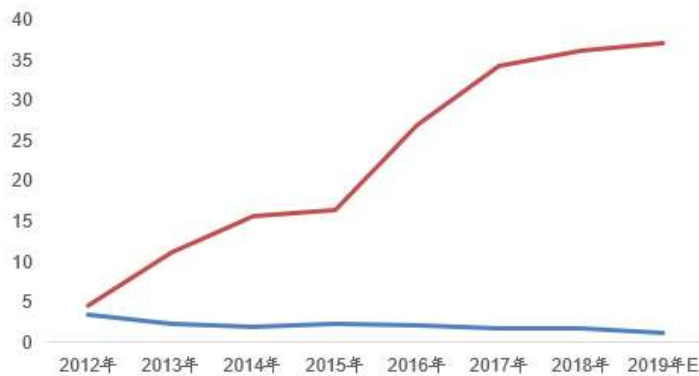
资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所整理

2020 年，预计中国产能增加 42 万吨，相当于 15% 左右产能增长：华峰的 25.5 万吨新增产能（2019 年底 2020 年初投产）、华鲁的 16.6 万吨己二酸（预计 2020 年底投产）；

以及考虑到潜在的江苏大丰海力 30 万吨的产能复产预期，那么 2020 年的实际供应增速将会远超需求增速；

今年的净出口来看，出口在约 37 万吨，至多与 2018 年持平，考虑到 2018 年 11-12 月份的出口超量，不排除今年的出口同比略有下滑的情况。2019 年 6 月以来，己二酸实际出口量同比下降的。

图 4：己二酸净出口



资料来源：Wind、百川、浙商证券研究所

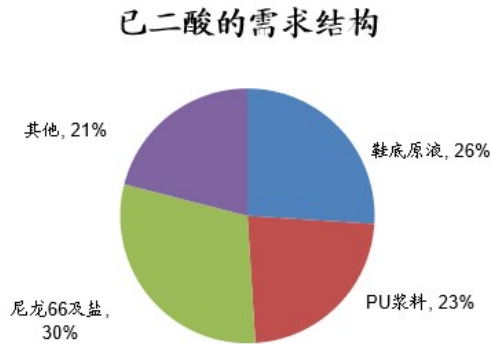
1.3. 己二酸需求与供需平衡

己二酸下游需求：

- 尼龙 66 盐 30%；
- 鞋底原液约 26%；
- PU 浆料约 23%；

——其他约 21%

图 5：己二酸的需求结构

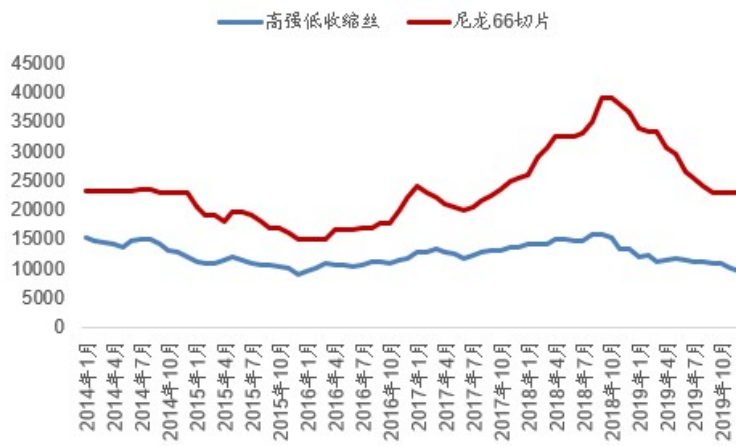


资料来源：Wind、百川资讯、浙商证券研究所

尼龙 66 盐价格显著高于涤纶工业丝，在一些普通的应用领域，涤纶工业丝对尼龙 66 有一定的替代效应，且尼龙 66 较大部分应用于汽车（约 1/3），受今年全球汽车放缓影响，尼龙 66 需求增速较低。

另外，中国浆料和鞋底生产受产业转移影响，需求增速放缓或负增长。见此前的深度《技术进步推动供应格局巨变-己二酸环己酮深度》，因此需求端看，己二酸目前尚未出现明显两点。

图 6：尼龙 66 切片与涤纶工业丝价格对比



资料来源：Wind、百川、中纤网、浙商证券研究所

综合看，

——供给端：2020 年，预计中国产能增加 42 万吨，相当于 15%左右产能增长：华峰的 25.5 万吨新增产能（2019 年底 2020 年初投产）、华鲁的 16.6 万吨己二酸（预计 2020 年底投产）；以及考虑到潜在的江苏大丰海力 30 万吨的产能复产预期，那么 2020 年的实际供应增速将是过去几年以来最快的一年；

——需求端，过去四年，中国己二酸表观需求增速约 6%，大约相当于 6.5 万吨产量增长；考虑到尼龙 66 盐的需求放缓、以及鞋底和浆料市场的低速增长，初略估计 2020 年的国内需求也大体维持这一趋势；

——出口：2017-2019 年，出口量均维持在 35-38 万吨的范围，我们估计，随着国内的己二酸价格和质量的提升，出口仍有进一步的提升空间，部分海外产能可能会出现进一步关停，转向国内采购；因此，出口是 2020 年的关键变量之一

综上，如果没有大的供给冲击，我们估计己二酸 2020 年仍然维持低位，特别的，考虑到新增产能均为低成本产能，将会进一步拉低成本曲线。

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	MEG	13.84%	2.42%	液体烧碱	-2.43%	-27.38%
2	DEG	11.73%	31.62%	丙酮	-2.70%	54.39%
3	苯胺	7.82%	23.79%	硫酸	-2.98%	-52.52%
4	2%生物素	7.69%	141.38%	R410a	-3.23%	-40.00%
5	丙烯腈	6.54%	-1.30%	MTBE	-3.62%	8.26%
6	有机硅 DMC	5.71%	0.00%	乙烯	-3.85%	-14.29%
7	纯苯	5.37%	30.16%	丁二烯	-4.17%	-12.38%
8	聚酯切片	4.39%	-18.63%	草甘膦	-4.49%	-17.56%
9	丁酮	2.91%	45.08%	三氯甲烷	-5.47%	-28.74%
10	己内酰胺	2.83%	-13.49%	聚丙烯粒料	-5.56%	-12.85%

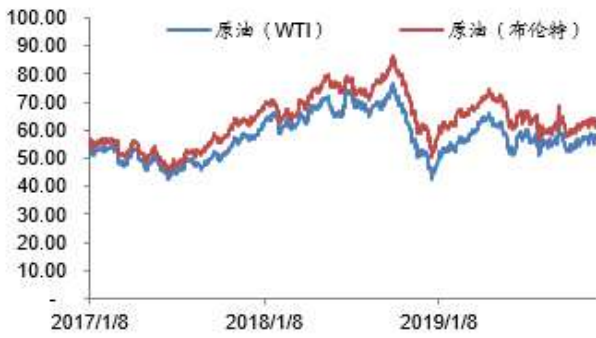
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3. 重点化工产品价格及价差走势

3.1. 上游原材料：

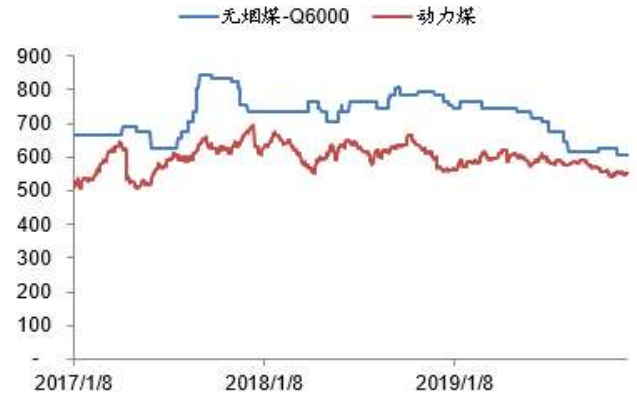
原油（WTI 59.69 美元/桶，+0.83%）
 磷矿石（兴发磷矿 25%，310 元/吨，0.00%）
 天然橡胶（期货 13120 元/吨，-0.87%）
 棉花（期货 13370 元/吨，+1.75%）

图 7：原油价格：美元/桶



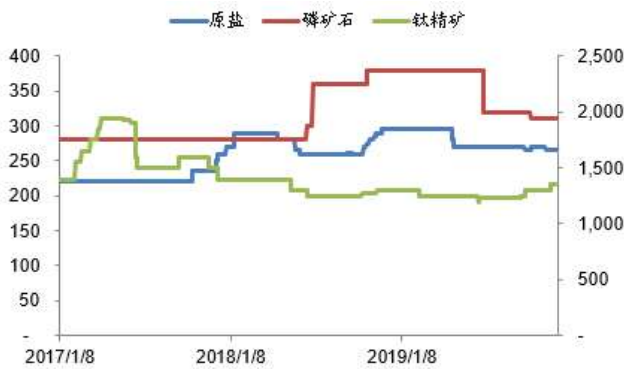
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 8：动力煤价格：元/吨



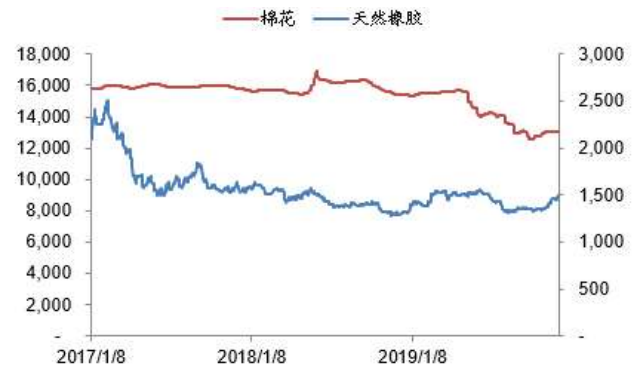
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

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



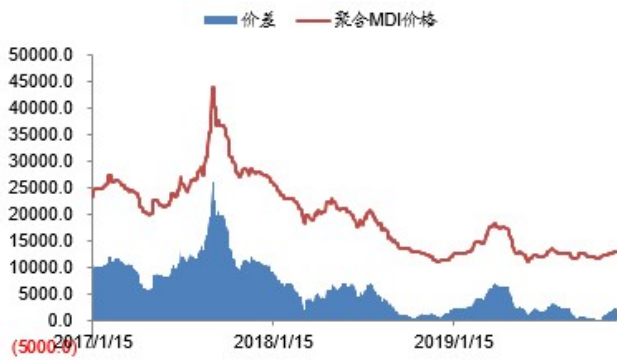
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.2. 聚氨酯系列产品

聚合MDI（12950元/吨，+0.78%）工厂延续控量政策，加上部分装置仍处于停车检修状态，场内现货维持偏紧局面，不过下游需求支撑乏力，加上终端仍有原料库存尚待消化，场内询盘买盘气氛稀少，实单跟进不畅，供需面博弈下，业者报价略松动出货；

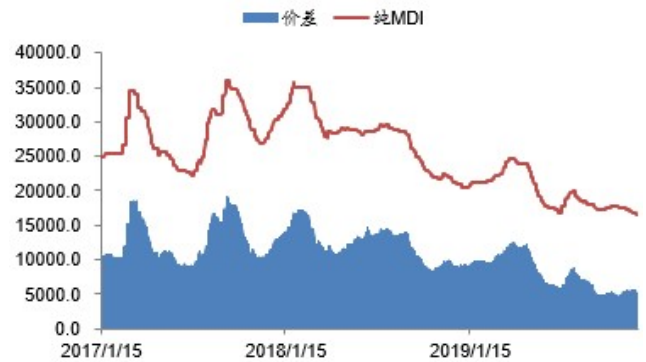
纯MDI（16550元/吨，-1.19%）本周国内纯MDI市场继续下跌。部分装置仍延续检修状态，供应面利好支撑市场；不过下游入市意向淡薄，询盘买盘不佳，加上进口货源普遍低价流通，市场整体气氛弱势难改；

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



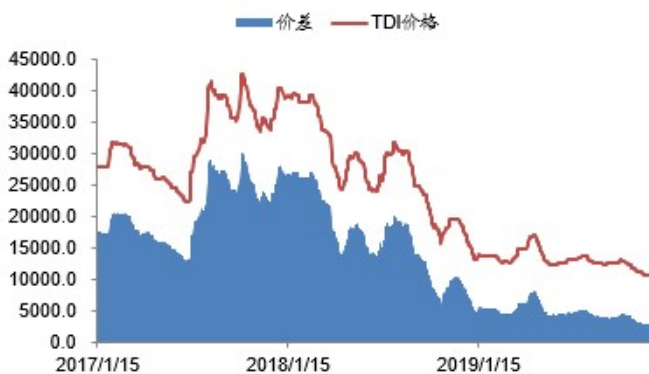
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

TDI (10512 元/吨, +0.59%)

DMF (4950 元/吨, +0.00%)

PO (10383 元/吨, +0.88%)

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 (7675 元/吨, +1.55%) 本周国内环己酮市场窄幅上涨, 原料纯苯中石化挂牌价格连续上调 450 元/吨至 5750 元/吨, 纯苯市场价格上扬, 成本面支撑走强; 江苏大丰海力 50 万吨/年环己酮装置停车, 计划本月重启;

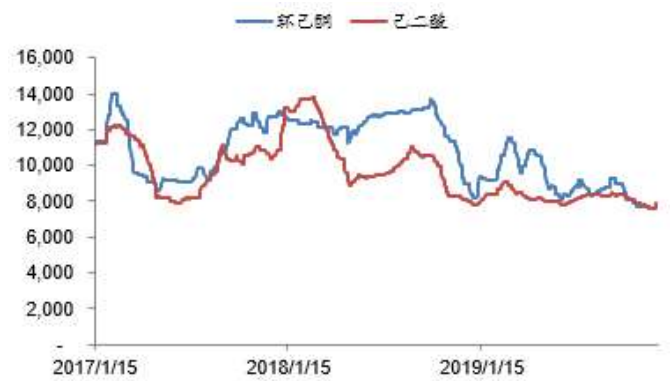
己二酸 (7708 /吨, +1.31%) 原料纯苯上涨, 但工厂开工平稳, 场内供应充裕, 而下游需求面仍无向好预期。

图 15: 硬泡聚醚价格走势: 元/吨



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 16: 环己酮、己二酸价格走势: 元/吨



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

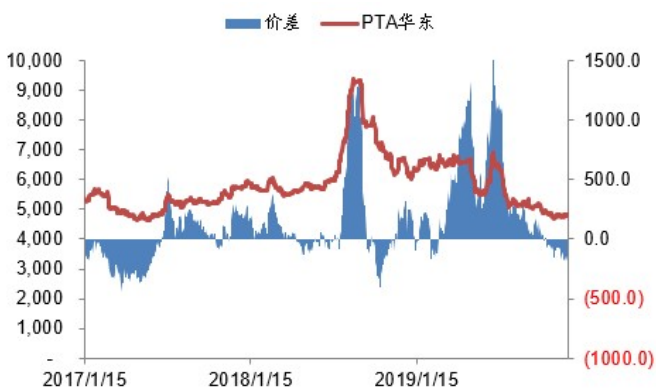
3.3. PX-PTA-涤纶长丝、粘胶:

PX (CFR 中国, 811.83 美元/吨, +0.39%)

PTA (现货 4840 元/吨, +0.83%)

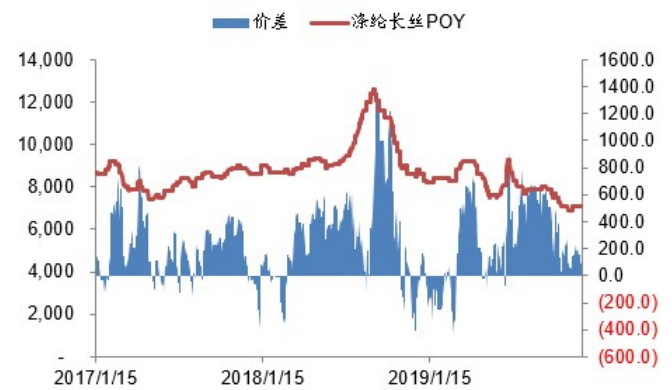
涤纶 (POY, 6950 元/吨, +1.09%)

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

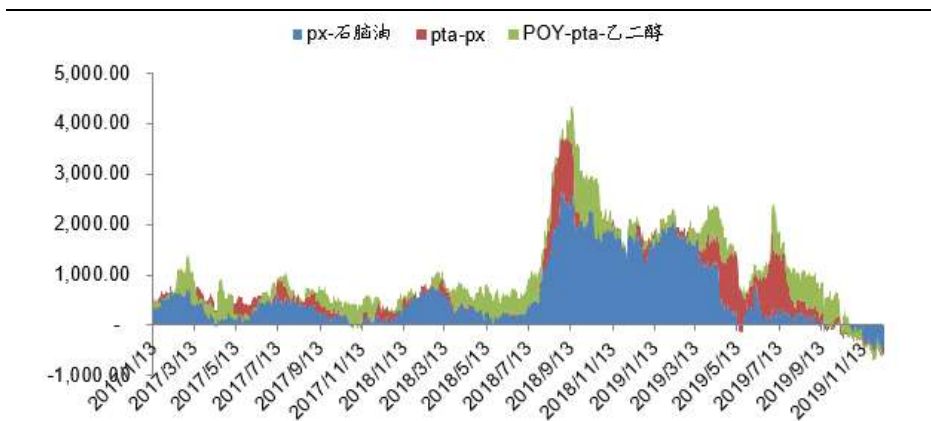
12 月份以来, PX 和 PTA 利润继续下行一些, 但是 PX 和 PTA 下行空间不大, 已经处于亏损状态。我们判断, 整个产业链对于独立供应商, 利润处于亏损, 但是对于成本领先企业, 以及一体化企业, 仍然是有一定利润的, 但四季度总体环比大幅下滑无疑了。

表 4: 2019 年 1-12 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 12 月	-412	-152	138	-425
2019 年 11 月	-329	-84	144	-269
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

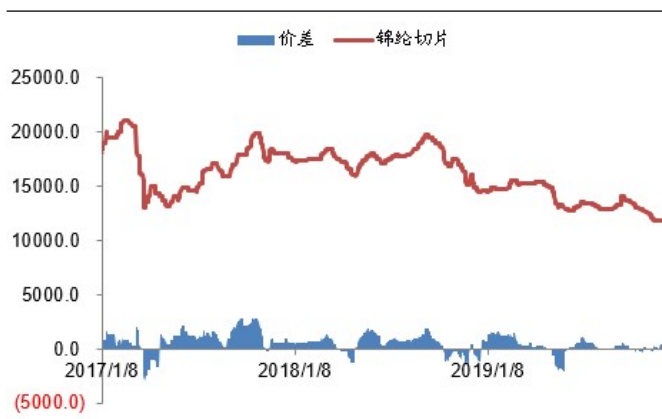
图 19: 聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

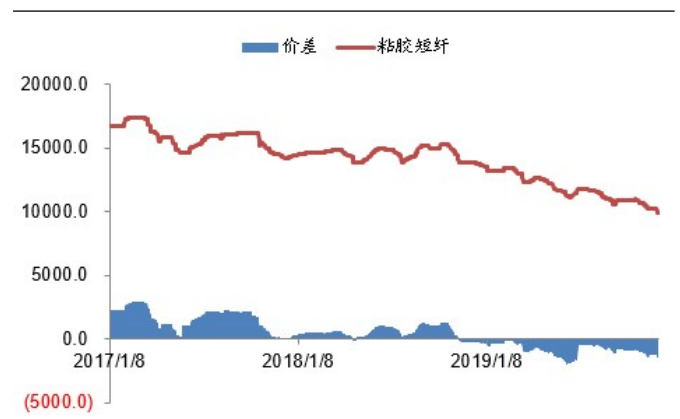
粘胶短纤 (9950 元/吨, +0.00%)

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

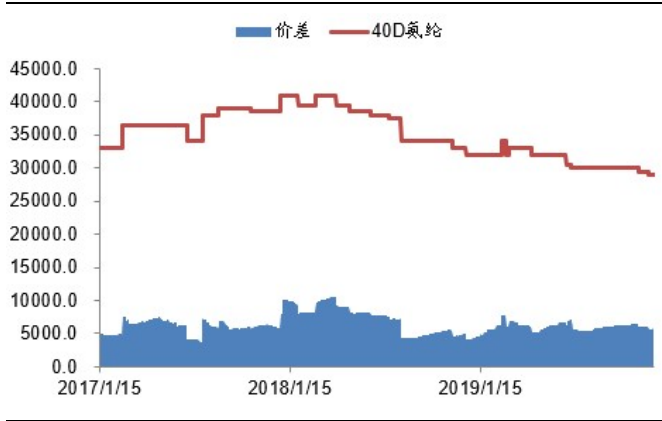


资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

3.4. 氨纶

氨纶（40D、29500 元/吨，+0.00%）。氨纶价格持平，库存也持平，当前在 44 天，开工率仍在 83%左右；华峰新线加大产能投放。

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

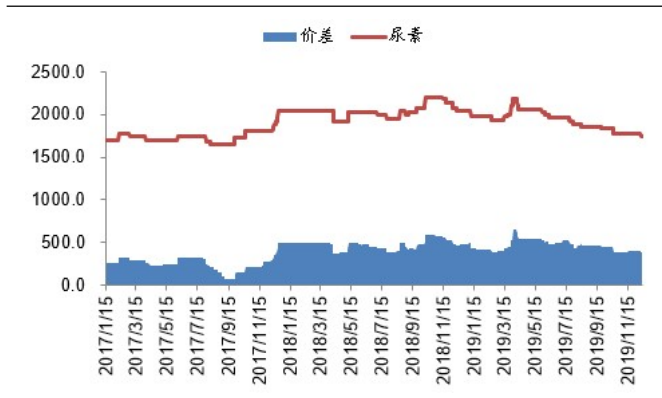
尿素（1726 元/吨，+3.35%）国内尿素市场止跌回稳，上周末京津冀周边大雾天气拉响环保警报，下游工业开工随之受影响；本周国内日均产量 12.63 万吨，环比减少 1500 吨；开工率 54.83%，环比减少 4.35%，其中煤头开工 66.14%，环比减少 0.74%，气头开工 33.94%，环比减少 3.58%；

一铵（1832 元/吨，+0.00%）。

二铵（2254 元/吨，+0.00%）。

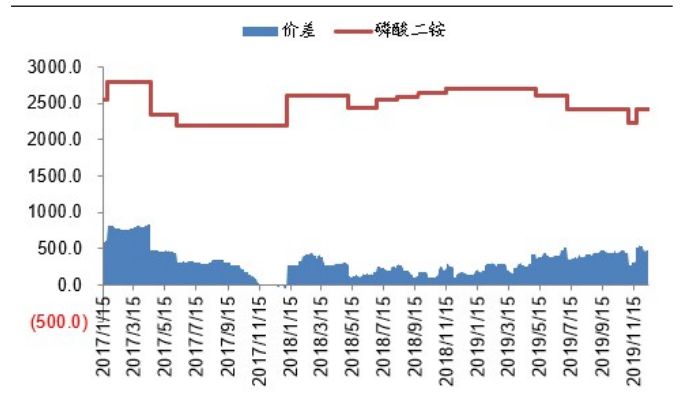
氯化钾（2173 元/吨，+0.00%）

图 23：尿素价格及价差走势图：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 24：磷酸二铵价格走势图：元/吨



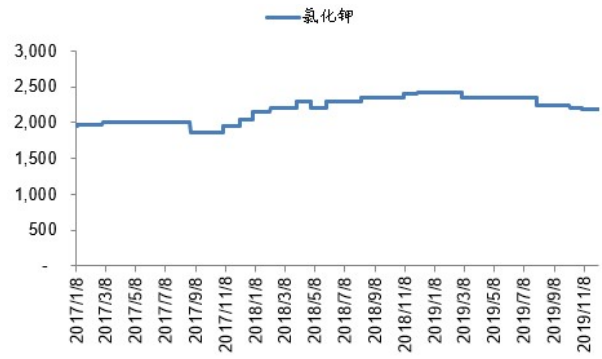
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

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

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

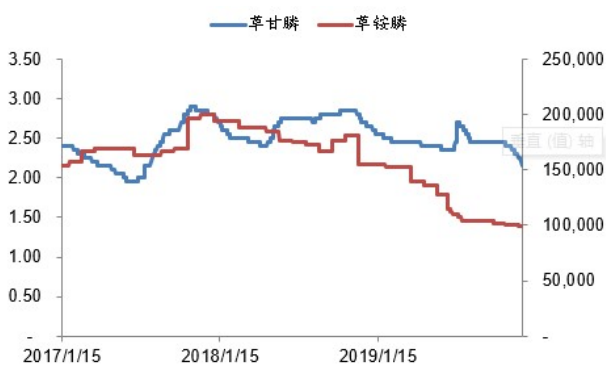
3.6. 农药

草甘膦 (21275 元/吨, -4.49%) 草甘膦市场继续走软。草甘膦供应商主流报价 2.35-2.8 万元/吨, 市场成交价格下滑至 2.15-2.2 万元/吨; 上游黄磷价格小幅下挫, 甘氨酸价格低位盘整;

草铵膦 (99500 元/吨, -0.4%) 山东一草铵膦合成工厂设备检修, 市场实时供应略有下滑; 基于这个事实, 本周后期, 部分草铵膦生产商停止报价, 观望市场; 市场询单热情有所提升, 实际成交多以前期订单为主;

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 8.5 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

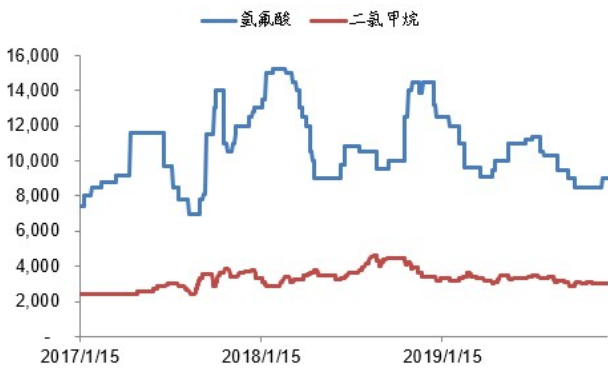
萤石粉（干粉，3145 元/吨，+0.00%）虽萤石企业上涨意愿较强，但整体下游市场需求跟进未有大的改善，部分企业根据当地情况价格有所上调，但部分仍持观望心态。

氢氟酸（8850 元/吨，+0.00%）12 月巨化采购定价 8850 元/吨、中化采购定价 8900 元/吨，相较于 11 月份市场上涨约 500 元/吨。目前以此价格判断，国内无水氢氟酸企业亏损规模在 12 月份将有所缩减，临近春节，12 月份国内无水氢氟酸企业开工有望逐渐提升。春节前市场备货季到来，行情亏损难以为继，企业上涨呼声较强，目前萤石价格坚挺，南方有上调意向，成本支撑坚挺；

R22（14500 元/吨，+1.4%）；R32（13500 元/吨，+0.00%），R32 已触及成本线；

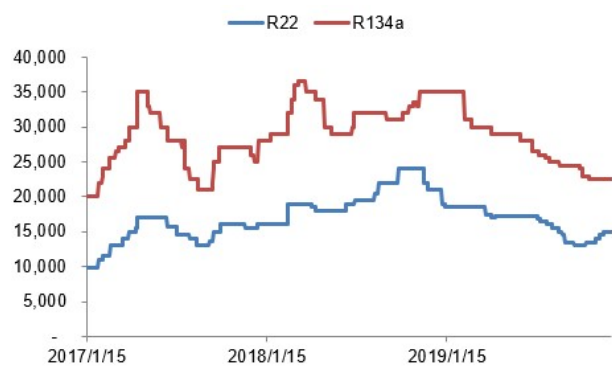
二氯甲烷（2875 元/吨，+0.49%）

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 238 元/吨，毛利周环比基本持平；采用国内产品结构模型的炼油毛利估计为 472 元/吨，环比上涨 25 元/吨。

12 月 6 日，新加坡汽油裂解价差 6.542 美元/桶，环比下滑 2 美元每桶，跌幅较大。

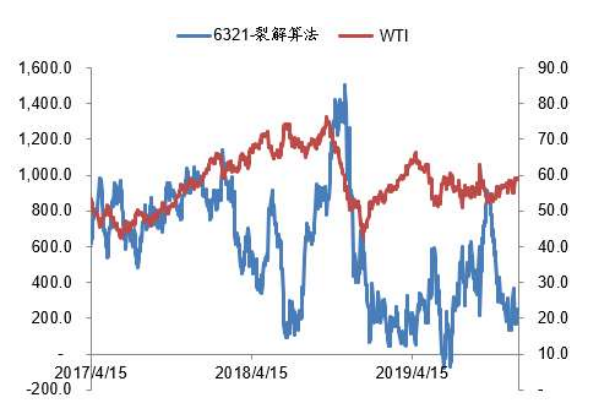
美国乙烷价格 0.167 美元/加仑，保持低位，周环比继续下降。

图 32：国内炼油吨毛利（元/吨，左）VS 原油（美元/桶，右）



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

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

3.9. 其他产品

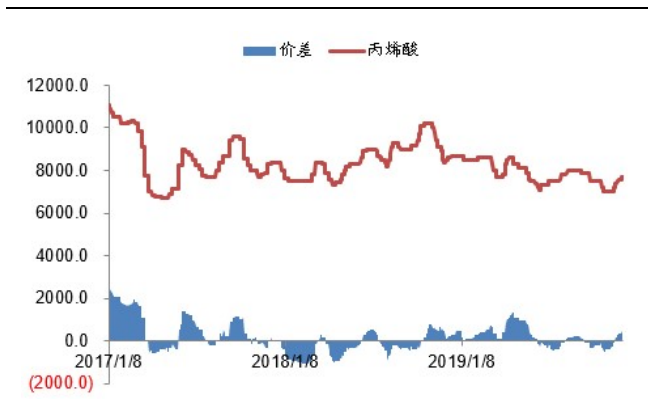
蛋氨酸: (19870, -1.97%) 赢创氢氰酸供应问题已解决, 恢复生产; 但总体供应偏紧, 短期内仍将保持高位。

赖氨酸 (6810, +0.00%) 氨基酸产品供应紧张程度有所缓解, 需求稳定。

味精 (7375, +0.00%)

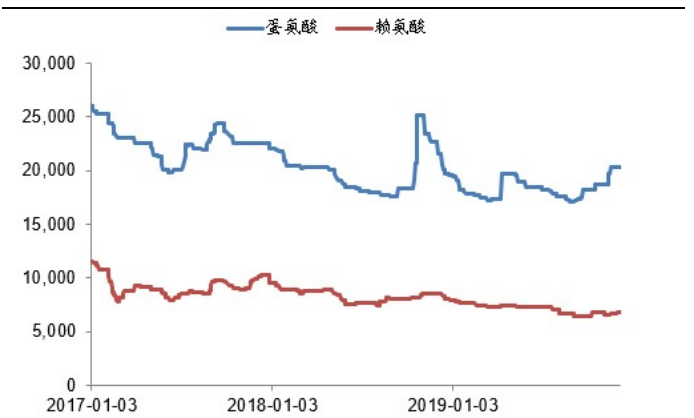
丙烯酸价格上涨, 利润好转。从产能看, 2019 年以及未来几年, 国内丙烯酸生产企业依旧存在产能扩增计划。仅看 2018-2019 年, 山东恒正丙烯酸及酯装置投产、山东诺尔丙烯酸装置正常生产、上海华谊二期丙烯酸及酯装置投产、江苏三木产能扩增。2019 年丙烯酸产能为 353 万吨附近, 较 2018 年产能增加 4.75%。而在未来 5 年内, 浙江卫星产能扩增计划、广西华谊的钦州项目仍在计划表中。另外山东恒正二期装置以及河北冀春集团的丙烯酸及酯投产计划亦存。

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)

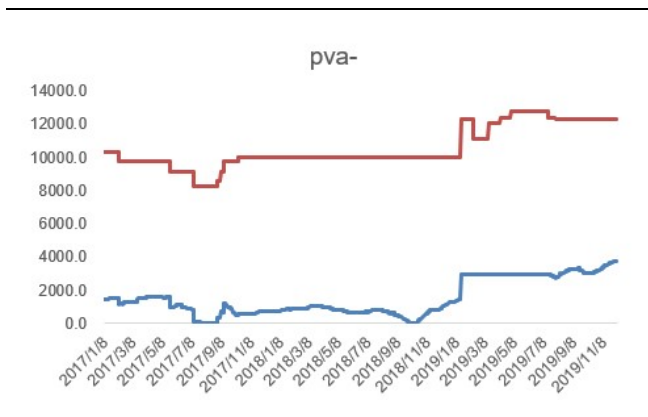


资料来源: Wind、浙商证券研究所

PC (14890, -0.23%) PC 亏损严重, 单吨亏损估计在 2000 元左右, 且后续继续有产能投放, 需要等待市场低成本商减产。

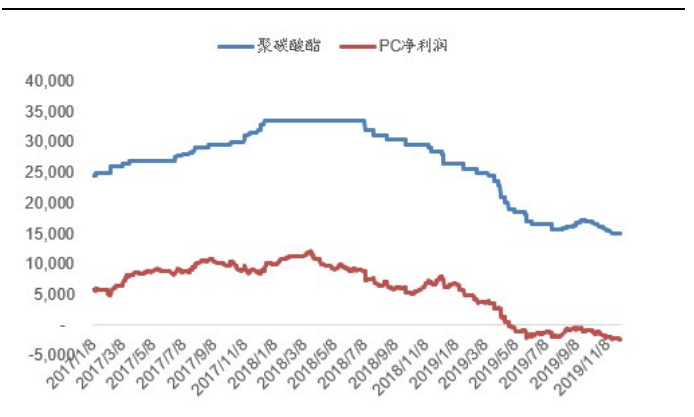
PVA (12300, +0.00%)

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>