

氟化工景气周期到来 公司发展前景明朗

巨化股份 (600160)

评级: 增持 (维持)

股价: 20.63元

目标价位: 22元

深度报告

2010年 11月 10日

星期三

袁舰波

执业证书编号:

S0630208010052

联系人: 胡 昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

刘 刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

6个月目标价位 22元

升值潜力 (%) 6.7%

目标价确定日期: 2010-11-10

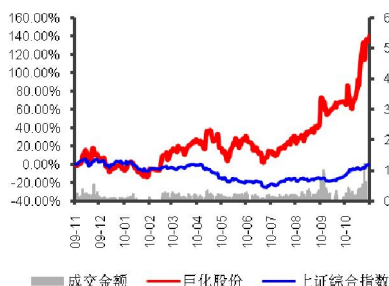
重要数据

总股本 (亿股)	6.12
流通股本 (亿股)	6.12
总市值 (亿元)	126.35
流通市值 (亿元)	126.35

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	42.37	27.91
3 个月	94.81	74.01
6 个月	108.89	93.23

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《制冷剂景气回升 业绩好于预期》
2010-10-27

投资要点

近期我们对巨化股份进行了调研,就公司的业务现状及发展前景与公司管理层进行了沟通交流。主要观点如下:

- q **产业链完善的氟化工企业。**巨化股份经过多年的发展,逐渐形成以氟化工为核心、氯碱化工和煤化工相配套的完整产业链。目前公司主营业务包括氟化工业务、氯碱化工业务、酸业务和精细化工业务。
- q **制冷剂景气,一体化优势独享行业发展机遇。**09年下半年以来,家电、汽车热销的带动了制冷剂需求快速增长;而发达国家逐步关停制冷剂及配套的氯碱装置导致制冷剂原材料供应偏紧,价格上涨,影响了我国制冷剂企业的开工,在供需偏紧局面下我国制冷剂价格大幅上涨。公司具备完整的一体化产业链,装置开工率高,产品成本优势显著,能够充分分享此次制冷剂景气回升带来的机遇。
- q **新建项目将巩固公司行业地位。**公司公告将新建含氟聚合物、72kt/a新型氟致冷剂等项目。项目的实施有利于公司延伸氟化工产业链,促进产业升级,提高公司产品附加值,并在制冷剂更新换代进程中占得新机。
- q **给予公司“增持”评级。**公司受益制冷剂价格上涨,业绩大幅提升,鉴于氟化工景气有望延续,我们预计公司 2010-2012年 EPS分别为 0.75元、0.84元和 0.92元,给予“增持”评级。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	5328.70	3699.61	4971.17	5374.00	5912.00
营业收入增长率 (%)	2.4%	-30.6%	34.4%	8.1%	10.0%
净利润 (百万元)	87.47	92.56	458.29	515.61	561.90
净利润增长率 (%)	-57.8%	5.8%	395.1%	12.5%	9.0%
每股收益 (元)	0.16	0.17	0.75	0.84	0.92
每股净资产 (元)	3.50	3.57	3.89	4.64	5.45
PE (X)	24.8	56.3	26.9	23.9	21.9

目录

1. 公司简介	3
1.1 基本情况	3
1.2 公司产业链完整	3
2. 氟化工景气回升 一体化优势显现	4
2.1 制冷剂景气，R22价格将维持高位	4
2.2 R134a：享受价格大幅上涨带来的盛宴	7
2.3 含氟聚合物将是新的增长点	8
2.4 CDM项目为公司提供稳定收入	9
3. 氯碱业务盈利改善	9
4. 新建项目将巩固公司行业地位	10
5. 萤石资源整合有利于公司发展	10
6. 盈利预测及投资建议	11
7. 风险提示	12

图形目录

图 1. 公司主营业务分产品情况	3
图 2. 公司产业链	4
图 3. 我国氯仿进口数量走势	5
图 4. R22 和氯仿价格走势	5
图 5. 空调产量及同比增速	6
图 6. 汽车产量及同比增速	7
图 7. 我国 TCE 进口情况	8
图 8. R134a 和 TCE 价格走势	8
图 9. PVC、烧碱价格走势	10

表格目录

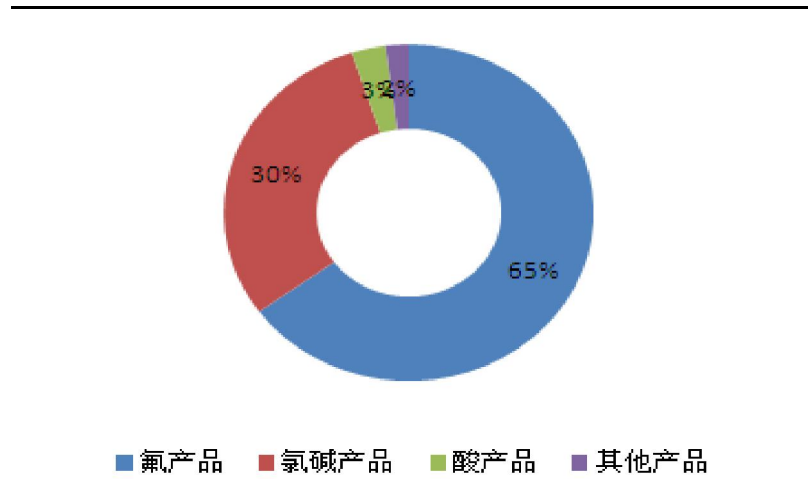
表 1. R22 淘汰时间表	6
表 2. 公司 CDM 项目情况	9
表 3. 公司盈利预测	11
表 4. 公司财务预测	13

1. 公司简介

1.1 基本情况

浙江巨化股份有限公司（以下简称巨化股份）经过多年的发展，逐渐形成以氟化工为核心、氯碱化工和煤化工相配套的完整产业链。目前公司主营业务包括氟化工业务、氯碱化工业务、酸业务和精细化工业务，其中氟化工、氯碱化工产品占营业收入比例分别为 65%和 30%。公司氟产品主要包括制冷剂和含氟聚合物，氯碱产品主要包括 PVC、烧碱和 PVDC树脂。

图 1. 公司主营业务分产品情况

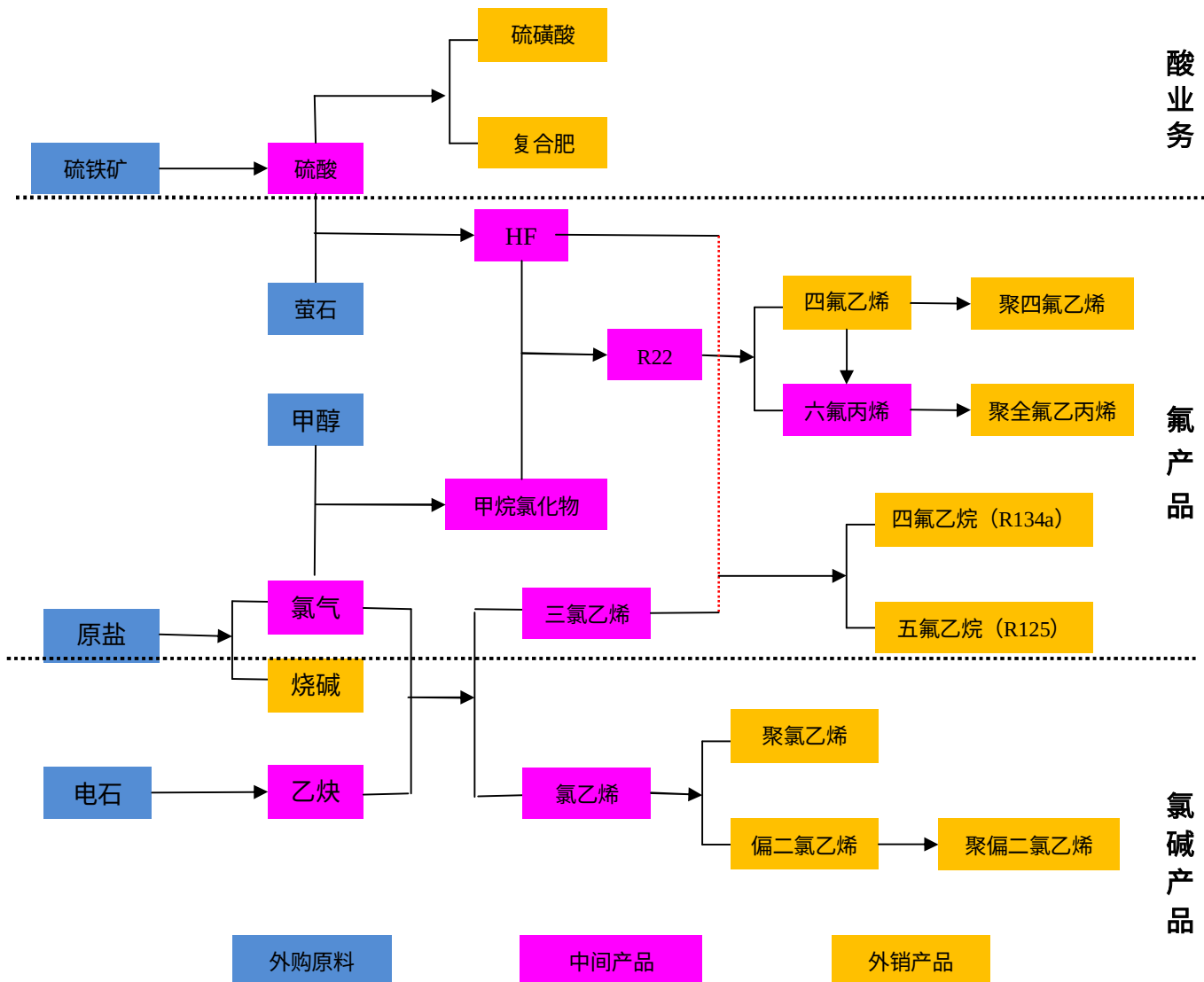


资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

1.2 公司产业链完整

公司氟化工与氯碱化工产业链配套，产业链协同效应得以有效发挥，氟化工产品在规模和技术优势上都处于行业领先水平。公司核心业务是制冷剂和含氟聚合物，上游原材料氢氟酸（HF）、氯仿（三氯甲烷）、TCE（三氯乙烯）、TFE（四氟乙烯）、HFP（六氟丙烯）等均能基本自给。现阶段我国氯碱产业产能严重过剩，公司地处华东 PVC综合成本高，盈利能力较差，开工率较低。公司未来开发建设的重点放在高附加值产品 PVDC树脂上。目前公司主要采取以氯定产的政策，氯碱化工产业链中的氯主要用来生产甲烷氯化物，甲烷氯化物则是生产制冷剂和含氟聚合物的重要原料。

图 2 公司产业链



资料来源：东海证券研究所

2. 氟化工景气回升 一体化优势显现

公司氟化工产品主要包括制冷剂和含氟聚合物，分别占氟化工收入的 2/3 和 1/3。制冷剂主要以 R22 和 R134a 为主，含氟聚合物主要指聚四氟乙烯和聚全氟乙丙烯。

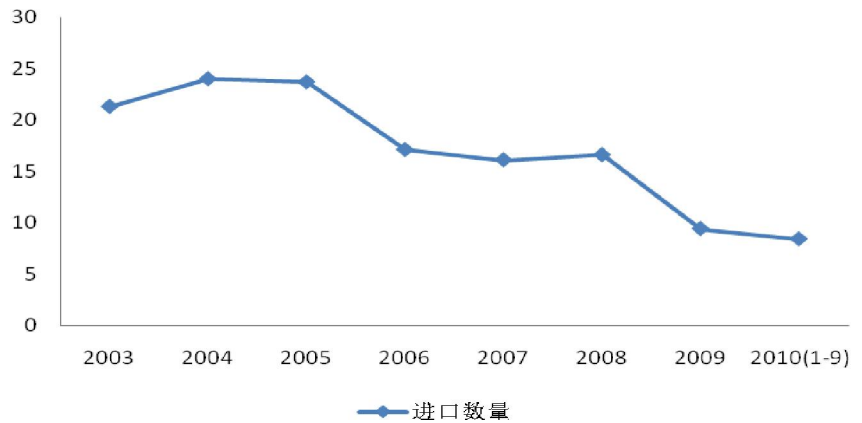
2.1 制冷剂景气，R22 价格将维持高位

R22 主要应用于空调制冷剂、生产建筑用发泡材料和聚四氟乙烯等领域。R22 在制冷剂方面广泛应用于家用空调、中央空调、工业制冷及商业制冷设备。近来，R22 价格大幅上涨，从 2009 年 10 月 8000 元一路上涨至目前接近 20000 元。我们认为此轮价格大幅上涨主要是因为上游原料氯仿供应紧张以及下游需

求增长推动所致。

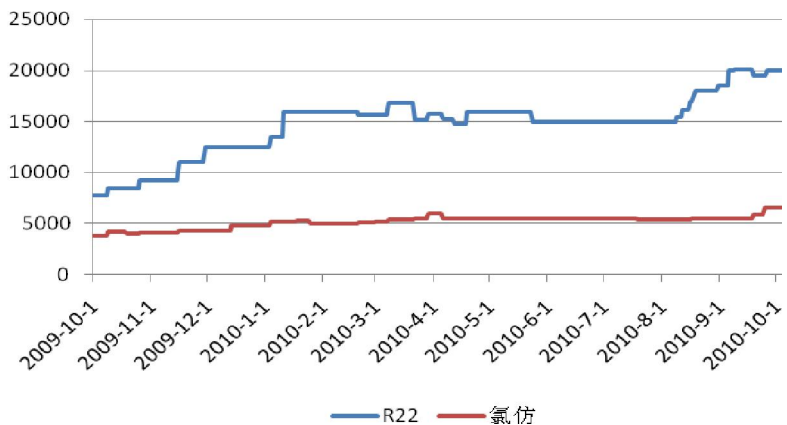
发达国家装置停产影响原材料供给。随着美国、欧盟等发达国家逐渐停止 R22 的生产，配套的氯碱装置也相继关停，作为 R22 原材料的氯仿供应紧张。我国近些年一直是氯仿的净进口国，但国外供给的减少逐渐影响了我国氯仿的进口量。09 年国内 R22 总产能 65 万吨，产量约 30 万吨，开工率不足 5 成。原材料供应紧张一方面限制了我国外购原料企业的开工，另一方面推动了氯仿价格的上涨，进而形成对制冷剂 R22 价格的支撑。

图 3 我国氯仿进口数量走势



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

图 4. R22 和氯仿价格走势图



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

下游需求旺盛带动制冷剂需求快速增长。我国启动“家电下乡”和“以旧换新”的政策带动了空调、冰箱需求的增长，进而推动了对制冷剂 R22 的需求。据统计，2010 年 1-9 月我国累计生产空调 8536.36 万台，同比增长 41.15% 已超过 2009 年全年空调产量；2010 年 1-9 月生产冰箱 6024.06 万台，同比增长 27.02%。冰箱空调市场快速回暖不仅消化了 R22 前期库存，还使得 R22 供不应求。R22 的另一个应用领域是做 PTFE 原材料，是含氟聚合物重要的中间体。

随着我国氟化工结构调整，产业升级，PTFE产量的扩张对 R22的需求将逐渐扩大。

图 5 空调产量及同比增速



资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

R22 价格将在高位运行。产能供给方面，《蒙特利尔议定书》缔约方大会做出规定，要求发展中国家生产量和消费量分别选择 2009 年和 2010 年的平均水平为基准线，2013 年冻结 R22 的生产和销售，2030 年全部停止 R22 的生产和消费。发达国家已开始逐渐关停装置，停止 R22 的生产，全球产能开始萎缩。国内外产能无扩张趋势，加上企业停产后将很难开工，未来 R22 的供给量将不会出现增长。需求上，R22 一方面作为制冷剂将受益于我国及其他发展中国家对空调、冰箱需求的增长；另一方面，随着四氟乙烯等含氟材料的不断开发，未来含氟聚合物的快速发展将大幅提高对 R22 的需求。因此我们判断，短期内我国及其他发展中国家对 R22 的替代难以完成，在供需偏紧局面下，R22 价格有望维持高位。

表 1. R22 淘汰时间表

时间	发达国家	发展中国家
2010 年	消减 75%	基准年
2013 年	冻结在 2009 年、2010 年平均水平	
2015 年	消减 90%	消减 10%
2020 年	2020-2030 期间允许 0.5% 供维修	
2025 年		消减 67.5%
2030 年	完全淘汰	允许有年均 2.5% 数量供维修
2040 年		完全淘汰

资料来源：UNEP，东海证券研究所

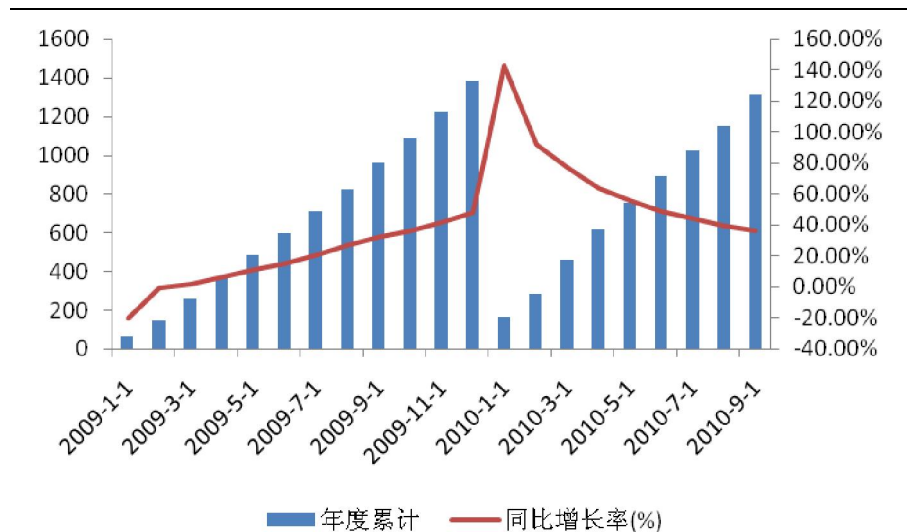
一体化体现出低成本和高开工率优势。氟化工产品同质性高，且靠近产业链前端产品毛利率较低，氟化工产品竞争优势很大程度上体现在生产成本。公

司产业链一体化完善，氟化工与氯碱化工产业链配套，产业链协同效应降低了生产成本，同时保证了企业高开工率。行业上，每吨 F22 的生产需要氯仿 1.5 吨，无水氢氟酸 0.5 吨左右，我们大致测算外购氯仿、氢氟酸企业生产成本在 14000 元 /吨；公司年产氯仿 14 万吨，基本满足 R22 的生产，生产成本大致在 9000-10000 元 /吨。此轮制冷剂价格上涨与甲烷氯化物等原材料涨价关联性很强，公司氯仿基本自给，原材料紧缺并不影响公司装置正常开工，在原材料价格大幅上涨的情况下，充分享受产品涨价带来的丰厚收益。

2.2 R134a：享受价格大幅上涨带来的盛宴

汽车工业发展带动 R134a 需求旺盛。 R134a 主要应用于汽车空调制冷剂。我国汽车产销量快速增长，2010 年 1-9 月，汽车产量 1308.27 万辆，同比增长 36.10%，销量 1313.84 万辆，同比增长 35.97%。在国内汽车产量快速增长的情况下，对制冷剂 R134a 的需求也水涨船高，造成 R134a 供需偏紧。

图 6 汽车产量及同比增速

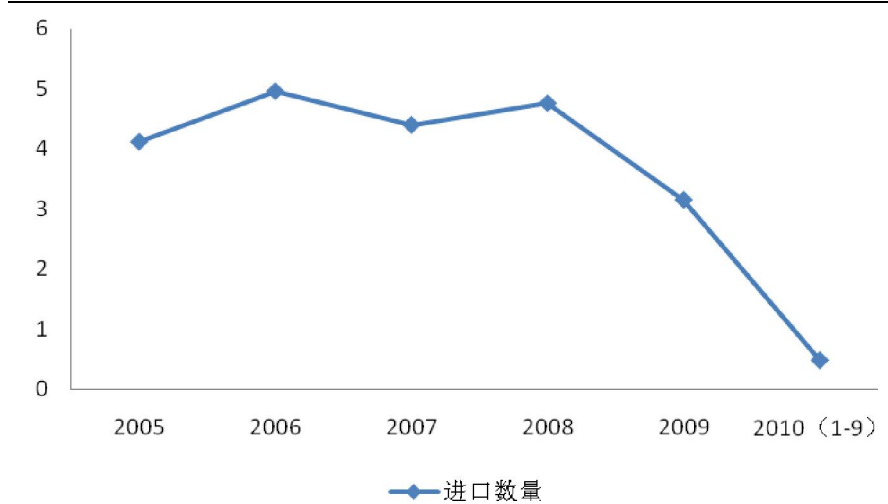


资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

未来几年国内 TCE 供应仍旧紧缺。三氯乙烯（TCE）是一种溶解能力强的溶剂，广泛应用于金属清洗、纤维脱除油脂、电子元件清洗和制冷剂 R134a 的生产。随着国内电子、金属加工行业的迅猛发展以及制冷剂 R134a 市场不断扩大，三氯乙烯需求不断增大，我国 TCE 长期处于紧缺的局面，每年的进口量在 4-5 万吨。但是自今年年初以来，国外企业陆续关停 R134a 生产装置导致上游原料 TCE 供应减少，我国从国外的进口量也出现大幅下降。TCE 供给偏紧一方面导致外购原材料企业开工受阻，另一方面促进 TCE 价格上涨，支撑 R134a 价格维持高位。TCE R134a 价格也分别上涨至 9000 元 /吨和 50000 元 /吨的高位。我们预计未来几年内国内三聚乙炔供给偏紧的局面将不会出现好转。公司一体化产业链完整，TCE 完全自给，下半年技改后，TCE 扩产之 5 万吨 /年，R134a

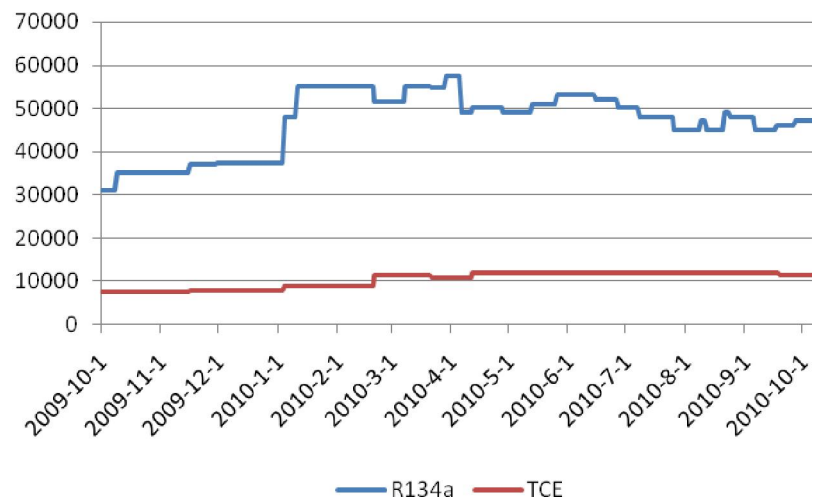
扩产之 2.8万吨 /年，公司将享受 R134a价格上涨带来的发展机遇。

图 7.我国 TCE进口情况



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

图 8.R134a和 TCE价格走势



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

制冷剂 R134a景气延续。需求端，R134a作为汽车空调制冷剂将随着国内汽车工业的发展需求量稳步增长；供给端，未来几年国内三氯乙烯供给缺口势必影响 R134a产能释放。我们预计 R134a景气依旧会延续。

2.3 含氟聚合物将是新的增长点

含氟聚合物主要用于机械制造工业用的零部件和密封件以及用来制造电绝缘零件和薄膜等，具有耐化学性、介电性能、电气绝缘、耐高温、可焊性、防潮性、透明和机械强度等优良性能。含氟聚合物产品附加值高，性能优良，下游对其价格敏感度低。目前，含氟聚合物价格维持在高位，公司聚四氟乙烯价格已达到 7-8万元 /吨，而成本只有 3万元左右。公司生产四氟乙烯、偏氟乙

烯、六氟乙烯等含氟聚合物原材料，具有向下游发展的优势。由于含氟聚合物下游需求旺盛，我们预计未来国内市场将保持高速增长，公司也将分享行业发展带来的机遇。

2.4 CDM项目为公司提供稳定收入

公司有 3 个碳交易 CDM 项目，目前有两个项目可为公司带来稳定的收入。CDM 项目收入确认有一定滞后性，确认难度也越来越大，今年前三季度收入确认两单共 8663 万元。从 09 年来看，CDM 项目确认收入 1.95 亿元，成本费用约 3000 万元，今年估计确认收入 1.5 亿元左右，CDM 项目可为公司贡献 EPS0.2 元。

表 2. 公司 CDM 项目情况

项目名称	合作方	CO2 当量 (吨)	单价	09 年收入
500 吨 HFC-23 分解项目	日本 JMD 温室气体减排株式会社	4000 万	6.5 美元 / 吨	0.88 亿元
570 吨 HFC-23 分解项目	英国气候变化资本有限公司及气候变化资本碳基金	3500 万	9 欧元 / 吨	1.07 亿元

资料来源：东海证券研究所整理

3. 氯碱业务盈利改善

节能限电下 PVC 略有盈利，烧碱运营良好。目前公司 PVC 烧碱产能分别为 25 万吨和 46 万吨。由于公司地处华东地区，煤电成本高，而在我国 PVC 产能严重过剩的大背景下，PVC 业务一直处于盈亏边缘。但今年在限电运动的影响下，电石法 PVC 价格一路上涨，公司 PVC 业务略有盈利。公司需要保证氯化物供应，氯碱装置开工率高。烧碱产品市场指向明显，浙江印染企业较多，用碱发达，公司产品贴近消费市场，加上限电运动致价格上涨，烧碱业务运营良好。

未来看点在 PVDC 树脂。氯碱业务方面，公司一直积极的进行高附加值产品 PVDC 树脂的开发，PVDC 树脂是目前公认的在阻隔性方面综合性能最好的塑料包装材料。公司现有 PVDC 树脂产能 3500 万吨 / 年，公司公告称将利用公司现有 PVDC 树脂生产技术，新增 PVDC 产能 4500 吨 / 年，到 2011 年 3 月建成总产能 8000 吨 / 年的装置。目前，PVDC 树脂价格在 18000-20000 元 / 吨，综合毛利率较高。公司看好该产品未来的前景，也在积极进行相关工作，争取进入世界领先行列。

图 9.PVC 烧碱价格走势



资料来源：化工在线，东海证券研究所

4. 新建项目将巩固公司行业地位

公司公告将新建含氟聚合物及 HFCs 项目、72kt/a 新型氟制冷剂等项目。项目的实施有利于公司延伸氟化工产业链，发挥产品规模优势，促进产业升级，提高公司产品附加值，最终增强公司核心竞争力。特别是新型氟制冷剂项目，有利于丰富公司的产品，可以在将来替代 R22 制冷剂。尽管短期内我国空调制冷剂仍以 R22 为主，但是 R22 制冷剂的淘汰是必然的趋势，公司进行新型制冷剂的开发，是对未来市场的未雨绸缪，在市场进行产品更新换代的浪潮中觅得新机，始终牢牢把握制冷剂领域的主动权。

5. 萤石资源整合有利于公司发展

稀土之后是萤石。萤石作为不可再生的宝贵资源，下游氟产品是重要的化工新材料之一。我国萤石储量和产量均居世界第一，其中已探明储量占世界总储量的 50% 以上，但近年来我国萤石无节制开采，大量低附加值出口，资源保有储量快速下降。考虑萤石行业的情况与稀土类似，政府有可能出台一些与限制稀土开采政策相似的政策。如果国家要对萤石资源进行整合，加强对资源的控制，那具有国资委背景、具有氟化工技术优势的企业势必将成为整合的主角。公司地处我国“氟都”浙江衢州，公司周围方圆 300 公里以内萤石储量占我国的五成以上，从这一点上来看，公司具有显著的地利优势。

资源整合有利于公司发展。市场普遍认为控制萤石资源开采对氟化工上市公司来说影响不大或偏利空影响，主要是因为我国氟化工上市企业都是加工型企业，萤石作为外购原材料，价格上涨将会带动产品成本的提高。而我们认为国家对萤石资源的控制和保护将有利于公司的发展。从两方面来看，一方面如果公司能参与到萤石资源整合的队伍中，将有利于公司对上游资源的控制，这

显然将助推公司氟化工业务的发展。另一方面如公司最终没有控制萤石资源，国家对萤石资源整合，限制萤石开采、出口等政策，也将从两方面利好公司。一是，相关政策的出台势必导致萤石价格长期走高，而公司产品附加值高，加上公司一体化产业链完善，转移成本优势明显，下游产品涨价受益更大；二是，我国限制对萤石资源的出口，必将限制国外氟化工的发展，有利于国外成熟的技术向国内转移，进而促进国内氟化工的发展，这也符合我国发挥资源优势，实现以资源换技术，推动国内氟化工产业升级的意向。

6. 盈利预测及投资建议

氟化工行业景气度回升，在原材料供给紧张以及家电、汽车热销的带动下，公司主要产品制冷剂价格大幅上涨。公司一体化产业链完整，具有低成本优势和高开工率，充分享受此轮价格上涨带来的发展机遇。

制冷剂 R22及 R134a价格大幅上涨下，我们预计公司今年氟化工业务收入及毛利率将大幅提高。今年下半年以来的限电运动带动了 PVC 烧碱价格上涨，预计氯碱业务盈利有所好转，PVDC树脂将是公司未来发展的方向。公司将逐步退出复合肥业务，酸业务的盈利水平保持稳定状态。

基于以上假设，我们预计公司 2010-2012年 EPS分别为 0.75元、0.84元和 0.92元，未来六个月目标价 22元，给予公司“增持”评级，未来关注制冷剂价格走势以及氟化工产业结构调整。

表 3. 公司盈利预测

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
氟产品	营业收入（百万）	2162.24	1757.53	2915.32	3248.00	3736.00
	营业成本（百万）	2032.94	1513.20	2157.34	2416.00	2822.00
氯碱产品	营业收入（百万）	1948.98	1340.69	1480.00	1550.00	1600.00
	营业成本（百万）	1763.12	1259.39	1391.20	1449.00	1496.00
酸产品	营业收入（百万）	379.34	144.51	146.00	146.00	146.00
	营业成本（百万）	350.62	152.05	141.00	141.00	141.00
其他	营业收入（百万）	572.25	261.42	280.00	280.00	280.00
	营业成本（百万）	502.83	235.62	252.00	252.00	252.00
CDM	营业收入（百万）	265.89	195.46	150.00	150.00	150.00
	营业成本（百万）	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
合计	营业收入（百万）	5328.70	3699.61	4971.32	5374.00	5912.00
	营业成本（百万）	4679.51	3190.26	3819.47	4288.00	4741.00
	毛利率	12.18%	13.77%	23.17%	20.20%	19.80%

资料来源：东海证券研究所整理

7. 风险提示

1. 宏观经济的不确定性，下游需求回落影响制冷剂需求量。
- 2 新建项目未按时投产。

表 4. 公司财务预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	355	355	355	355	营业收入	3700	4971	5374	5912
应收款项	440	545	589	648	增长率	-30.6%	34.4%	8.1%	10.0%
存货净额	155	195	219	243	营业成本	3190	3819	4288	4742
其他流动资产	183	224	242	266	营业成本 / 营业收入	86.2%	76.8%	79.8%	80.2%
流动资产合计	1140	1318	1405	1511	营业税金及附加	16	25	27	30
固定资产	2623	2645	2743	2782	销售费用	64	89	86	95
无形资产及其他	138	128	119	110	销售费用 / 营业收入	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%
投资性房地产	34	34	34	34	管理费用	276	423	403	443
长期股权投资	165	165	165	165	管理费用 / 营业收入	7.4%	8.5%	7.5%	7.5%
资产总计	4099	4290	4465	4602	财务费用	91	120	126	132
短期借款	1011	764	443	36	投资收益	(18)	6	0	0
应付款项	212	244	274	303	资产减值	(12)	123	18	10
其他流动负债	105	114	126	139	其他收入	0	0	0	0
流动负债合计	1328	1122	843	478	营业利润	33	499	553	594
长期借款及应付债券	679	679	679	679	增长率	-44.1%	1407.2%	10.8%	7.5%
其他长期负债	34	34	34	34	营业外净收支	6	10	20	30
长期负债合计	713	713	713	713	利润总额	39	509	573	624
负债合计	2041	1835	1556	1191	增长率	-65.7%	1195.8%	12.5%	9.0%
少数股东权益	70	70	70	70	所得税费用	(53)	51	57	62
股东权益	1988	2385	2840	3341	少数股东损益	(0)	0	0	0
负债和股东权益总计	4099	4290	4465	4602	归属于母公司净利润	93	458	516	562
					增长率	5.8%	395.1%	12.5%	9.0%
关键财务与估值指标					现金流量表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
每股收益	0.17	0.75	0.84	0.92	经营活动现金流	257	462	691	783
每股红利	0.08	0.10	0.10	0.10	资本开支	36	(185)	(390)	(401)
每股净资产	3.57	3.89	4.64	5.45	其它投资现金流	(17)	10	7	0
ROS	3%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(112)	(148)	(383)	(401)
ROE	5%	19%	18%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	14%	23%	20%	20%	负债净变化	(154)	188	0	0
EBIT Margin	4%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(56)	(45)	(61)	(61)
EBITDA Margin	12%	15%	16%	16%	其它融资现金流	285	(406)	(247)	(321)
收入增长	-31%	34%	8%	10%	融资活动现金流	(133)	(120)	(308)	(382)
净利润增长	6%	395%	13%	9%	现金净变动	12	193	0	0
资产负债率	52%	44%	36%	27%	货币资金的期初余额	149	161	355	355
息率	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	货币资金的期末余额	161	355	355	355
P/E	56.3	26.9	23.9	21.9	企业自由现金流	339	313	162	345
P/B	2.6	5.2	4.3	3.7	权益自由现金流	0	95	(84)	25
EV/EBITDA	15.6	20.6	17.8	15.5					

资料来源：公司资料，东海证券预测

附注：

一、行业评级

- 推荐 - Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122