

# 9月MDI展望：提价是反转还是涨价去库存？

## ——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

#### ■ MDI 供给:

- 1) MDI 供给: 据百川资讯统计, 2019 年 1-8 月整体看 MDI 的开工率高于去年同期, 估计产量同比增长 8%左右;
- 2) 从进出口看, 截止 7 月的数据显示, 今年净出口同比增速目前在约 5.1%;

#### ■ MDI 需求

- 1) 聚合 MDI 需求: 今年冰箱和冷柜产量增速为正, 是拉动聚合 MDI 需求的核心主力; 但是, 与此同时今年的房屋竣工面积和汽车产量、以及家具增速为负, 拖累聚合 MDI 需求, 综合看, 今年的国内的聚合 MDI 需求基本持平。我们估计, 1-7 月聚合 MDI 累计需求增速仅为 0.2%;
- 2) 从纯 MDI 需求看, 拉动 MDI 需求的主力氨纶, 因为盈利下滑, 今年产量基本持平; 而浆料和鞋底均为负增长, 延续了 2017-2018 年以来的趋势; 截止 7 月, 我们估计, 今年累计的纯 MDI 需求为负增长, -3.3%的需求增速;

#### ■ 9月价格展望

我们判断, MDI 市场当前接近斯塔克尔伯格模型所定义的竞争环境: 龙头产商决定价格, 并因此决定产量; 其余厂商采取跟随策略。草根调研了解, 龙头厂商 4 季度有减产计划; 我们综合估计, 如果要实现 MDI 大的反转, 四季度的产量缩减, 或需要 10 万吨以上的变动, 这大体相当于科思创上海或者万华烟台基地一个季度的产量;

#### ■ 其他产品价格涨幅:

双氧水 (21.95%)、丁酮 (9.43%)、天然气期货 (6.35%)、丙酮 (6.09%)、黄磷 (5.46%)、顺丁橡胶 (4.17%)、丁二烯 (3.85%)、DEG (3.32%)、苯酐 (2.77%)、MTBE (2.66%);

### 相关报告

- 1 《MDI、制冷剂持续下跌; 醋酸疯涨》2019.08.25
- 2 《MDI 弱势下滑、聚碳酸酯探明底部微涨》2019.08.17
- 3 《PTA 加工费进一步下滑空间不大, PC 有反弹迹象》2019.08.11
- 4 《炼油利润适度恢复、有机硅、聚合 MDI、PO 上涨》2019.08.04
- 5 《醋酸、MDI、有机硅低位上涨; 整体景气度一般》2019.07.28

报告撰写人: 范飞

数据支持人: 范飞

## 正文目录

<b>1. 9月展望 MDI 提价是反转还是涨价去库存？</b>	<b>4</b>
1.1. MDI 供给:	4
1.2. MDI 需求	4
1.2.1. 聚合 MDI 需求	4
1.2.2. 纯 MDI 需求	5
1.3. MDI 供需缺口	5
<b>2. 化工产品价格涨跌幅前十</b>	<b>6</b>
<b>3. 重点化工产品价格及价差走势</b>	<b>6</b>
3.1. 上游原材料:	6
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	10
3.5. 化肥	11
3.6. 农药	12
3.7. 氟化工	12
3.8. 炼油	13
3.9. 其他产品	13

## 图表目录

图 1: MDI 开工率	4
图 2: MDI 净出口	4
图 3: 聚合 MDI 供需缺口	5
图 4: 纯 MDI 供需缺口	5
图 3: 原油价格: 美元/桶	7
图 4: 动力煤价格: 元/吨	7
图 5: 原盐、磷矿石、钛精矿 (元/吨)	7
图 6: 棉花、天然橡胶: 元/吨	7
图 7: 华东聚合 MDI 价格及价差: 元/吨	8
图 8: 华东纯 MDI 价格及价差走势图: 元/吨	8
图 9: TDI 价格及价差走势图: 元/吨	8
图 10: 环氧丙烷价格及价差走势图: 元/吨	8
图 11: 硬泡聚醚价格走势图: 元/吨	9
图 12: 环己酮、己二酸价格走势图: 元/吨	9
图 13: PTA 价格及 PTA-PX 价差 (右轴) 走势图: 元/吨	9
图 14: 涤纶长丝及价差 (右轴) 走势图: 元/吨	9

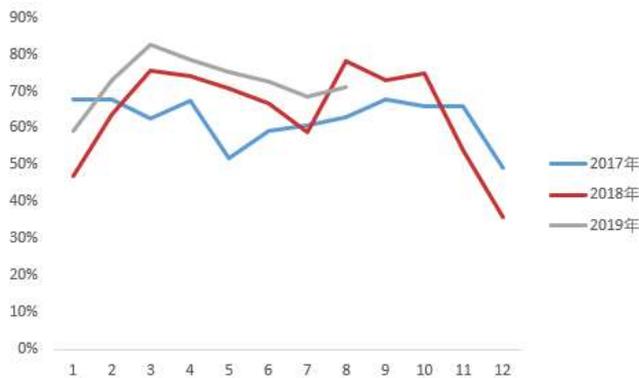
图 15: 聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利 (元/吨) .....	10
图 16: 锦纶切片价格及价差走势图: 元/吨 .....	10
图 17: 粘胶短纤价格: 元/吨 .....	10
图 18: 氨纶 40D 价格及价差: 元/吨 .....	11
图 19: 尿素价格及价差走势图: 元/吨 .....	11
图 20: 磷酸二铵价格走势图: 元/吨 .....	11
图 21: 磷酸一铵、硫磺价格走势图: 元/吨 .....	11
图 22: 盐湖 60%氯化钾: 元/吨 .....	11
图 23: 草甘膦 (万元/吨)、草铵膦 (右轴, 元/吨) 价格 .....	12
图 24: 氯氟菊酯、甘氨酸价格 (元/吨) .....	12
图 25: 百草枯 (右轴, 元/吨)、纯吡啶 (万元/吨) 价格 .....	12
图 26: 氢氟酸及二氯甲烷 .....	13
图 27: R22 与 R134a .....	13
图 28: 国内炼油吨毛利 (元/吨, 左) VS 原油 (美元/桶, 右) .....	13
图 29: 6321-裂解吨毛利 (左) VS 原油 (美元/桶, 右) .....	13
图 30: 丙烯酸及价差 (元/吨) .....	14
图 31: 蛋氨酸、赖氨酸: (元/吨) .....	14
图 32: PVA 及价差 (元/吨) .....	14
图 33: 聚碳酸酯 (元/吨) .....	14

## 1. 9月展望 MDI 提价是反转还是涨价去库存？

### 1.1. MDI 供给：

MDI 供给：据百川资讯统计，2019 年 1-8 月整体看 MDI 的开工率高于去年同期，估计产量同比增长 8%左右；

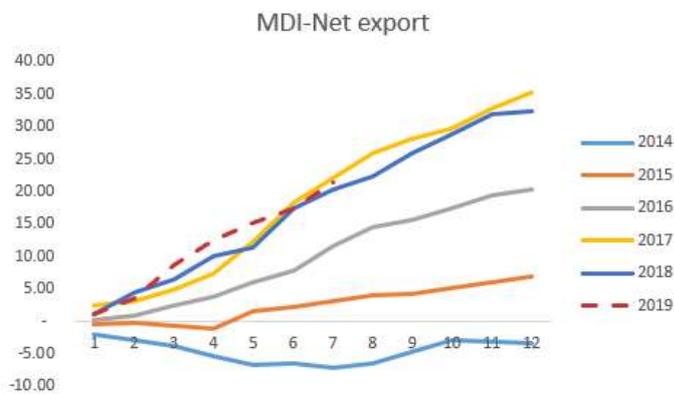
图 1：MDI 开工率



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

从进出口看，截止 7 月的数据显示，今年净出口同比增速目前在约 5.1%；

图 2：MDI 净出口



资料来源：Wind、浙商证券研究所

我们综合估计看，国内的聚合 MDI 和纯 MDI 供给增速，截止 7 月分别为 12.3%和 13.7%；根据 8 月份情况看，国内的供应量同比有所减少，因此供给增速同比放缓，但是预估应该仍然在 10%左右（主要是还没有 8 月份的进出口数据，但是据业内草根了解看，进出口的冲击不明显）；

## 1.2. MDI 需求

### 1.2.1. 聚合 MDI 需求

表 1: 聚合 MDI 主要下游需求增速

%	产量:家用电冰箱: 累计同比	产量:冷 柜:累计同 比	房屋竣工 面积:累计 同比	产量:汽 车:累计 同比	重点流通企业销 售额:家具:累计 同比
2019年5月	3.70	8.20	-12.40	-14.10	-1.40
2019年6月	4.50	12.30	-12.70	-14.20	-1.30
2019年7月	4.20	13.40	-11.30	-12.80	-1.40

资料来源: Wind、浙商证券研究所估计

今年冰箱和冷柜产量增速为正,是拉动聚合 MDI 需求的核心主力;但是,与此同时今年的房屋竣工面积和汽车产量、以及家具增速为负,拖累聚合 MDI 需求,综合看,今年的国内的聚合 MDI 需求基本持平。

我们估计,1-7月聚合 MDI 累计需求增速仅为 0.2%;

### 1.2.2. 纯 MDI 需求

从纯 MDI 需求看,拉动 MDI 需求的主力氨纶,因为盈利下滑,今年产量基本持平;而浆料和鞋底均为负增长,延续了 2017-2018 年以来的趋势;

截止 7 月,我们估计,今年累计的纯 MDI 需求为负增长, -3.3%的需求增速;

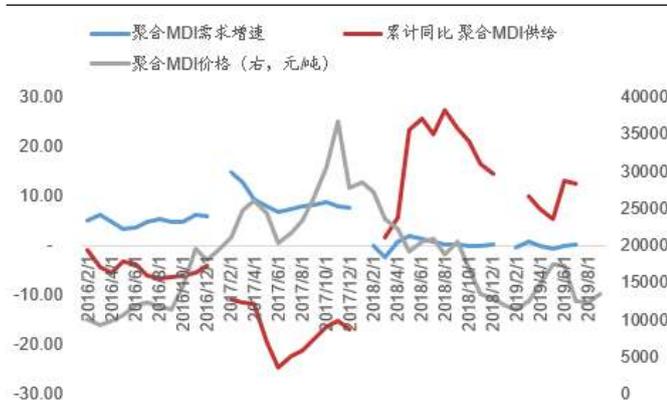
表 2: 纯 MDI 主要下游需求增速

%	氨纶	浆料	鞋底	TPU 及其他
2019年5月	1.03	-11.90	0.40	6.00
2019年6月	-1.39	-5.50	-0.60	6.00
2019年7月	-4.35	-16.20	0.40	5.80

资料来源: Wind、浙商证券研究所估计

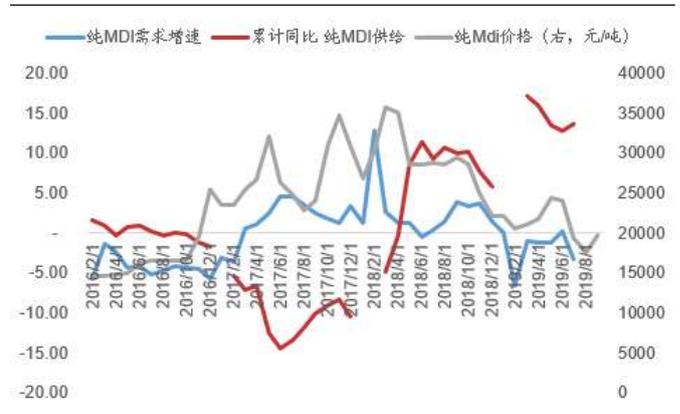
### 1.3. MDI 供需缺口

图 3: 聚合 MDI 供需缺口



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 4: 纯 MDI 供需缺口



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

根据前述分析，截止今年8月，无论是聚合MDI还是纯MDI的供给相对于需求都是明显过剩的。如果要回到相对均衡的状态，必须减产，谁来减产？减产多少？

我们判断，MDI市场当前接近斯塔克尔伯格模型所定义的竞争环境：龙头产商决定价格，并因此决定产量；其余厂商采取跟随策略。

据，草根了解，龙头厂商4季度有减产或者控制出货量的计划，由于存在变数，实际减产的幅度有待跟进，但是目前的减产幅度预计难以平衡供需。

不考虑龙头企业的产能增长部分，科思创上海原有计划是新增产能从50万吨增长到60万吨；将分两期建设，一期，产能提升是通过延长操作时间、由8000h/a延长至8760h/a来实现的，MDI产能由50万吨/年提升至55万吨/年，投产日期预计2018年4季度；二期工程在一期扩建的基础上，通过对现有装置进行脱瓶颈改造、提升单位时间内产能的途径来实现，MDI产能由55万吨/年提升至60万吨/年；二期投产日期预计2021年1季度。

据此，我们综合估计，如果要实现MDI大的反转，四季度的产量缩减，或需要10万吨以上的变动，这大体相当于科思创上海或者万华烟台基地一个季度的产量；

由于中国对MDI的需求增长放缓，预计未来纯粹的产能瓶颈因素困扰降低，企业的决策因素对价格的影响更大。

## 2. 化工产品价格涨跌幅前十

表 1: 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	双氧水	21.95%	57.01%	R22	-3.45%	-28.21%
2	丁酮	9.43%	14.47%	维生素 VC	-3.70%	-18.75%
3	天然气期货	6.35%	-21.90%	硫酸	-3.83%	-41.45%
4	丙酮	6.09%	9.91%	四氯乙烯	-4.11%	-17.98%
5	黄磷	5.46%	10.41%	PX	-4.69%	-22.42%
6	顺丁橡胶	4.17%	-6.05%	硫磺	-5.24%	-48.62%
7	丁二烯	3.85%	2.86%	三氯甲烷	-6.80%	-19.60%
8	DEG	3.32%	-1.29%	甲醇	-7.01%	-16.73%
9	苯酐	2.77%	-17.75%	维生素 D3	-7.26%	-35.21%
10	MTBE	2.66%	12.70%	二氯甲烷	-10.40%	-8.20%

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

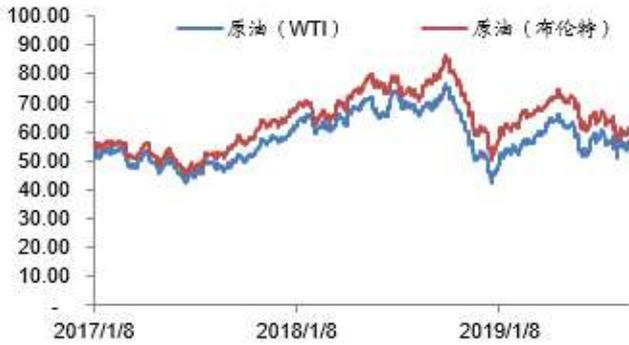
### 3.1. 上游原材料：

原油（WTI 53.97 美元/桶，-1.53%）

磷矿石（兴发磷矿 25%，320 元/吨，0.0%）

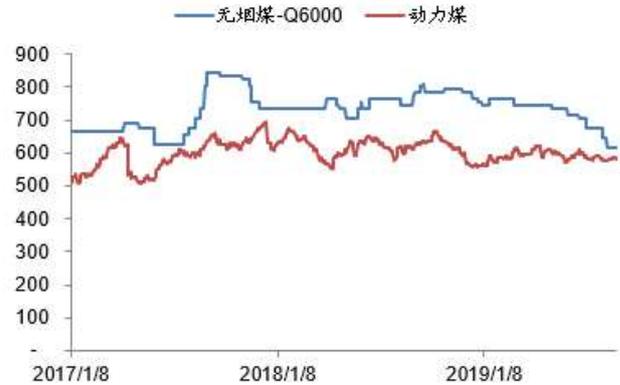
天然橡胶（期货 11385 元/吨，+0.00%）

图 3：原油价格：美元/桶



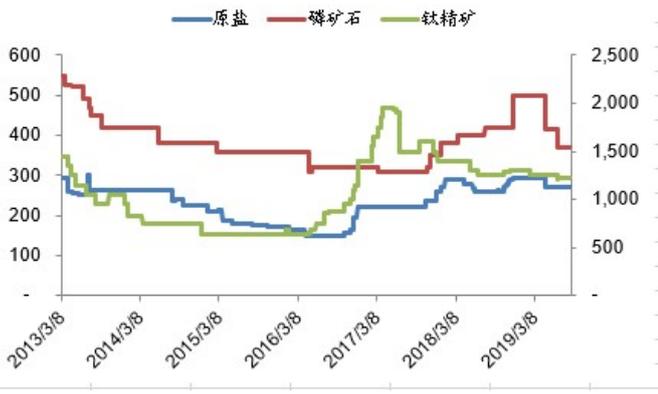
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 4：动力煤价格：元/吨



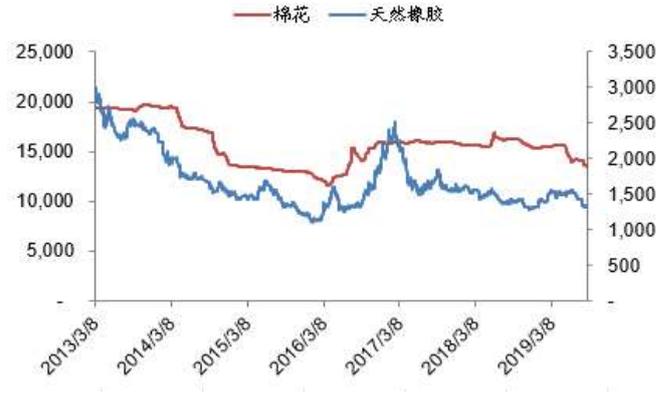
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 5：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 6：棉花、天然橡胶：元/吨



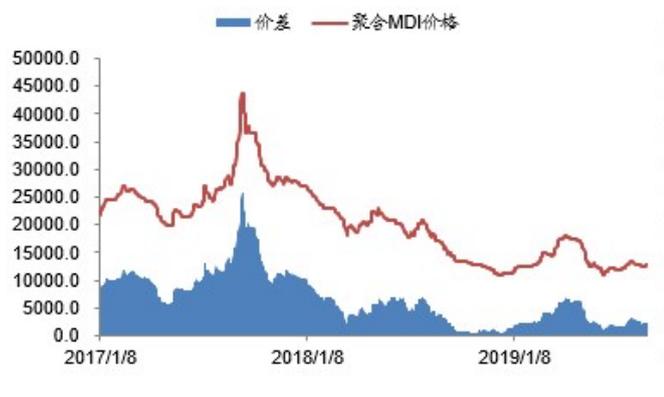
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

### 3.2. 聚氨酯系列产品

聚合MDI (12889元/吨, +1.04%)：本周国内聚合MDI市场市场涨跌互现。上海指导价窄幅上调200元/吨，加上工厂继续控量走货，场内持货商看涨心态浓厚，低价报盘货源减少；不过下游仅少量刚需跟进，加上终端用户需求依旧疲软，场内气氛维持清淡，成交跟进不畅，业者心态各异，低价报盘略增；然临近月底，万华9月份挂牌价上调，且继续控量走货，供方挺价心态不减，业者心态相对偏好，报盘再次小幅上调；

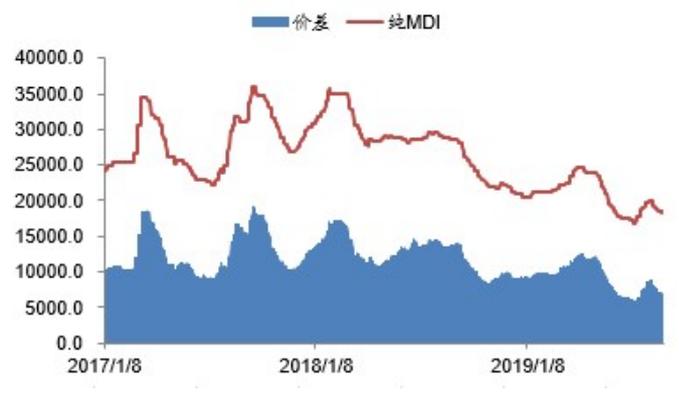
纯MDI (18400元/吨, 0.0%)：本周国内纯MDI市场涨跌互现。终端需求依旧不佳，下游工厂多少量小单跟进，以及听闻少量进口货成本较低，场内整体气氛偏淡，实单成交稀少，部分业者让利出货，市场商谈重心走低；不过临近月底，万华9月份挂牌价上调，业者心态转强，对外报盘价略有上调；

图 7：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 8：华东纯 MDI 价格及价差走势图：元/吨



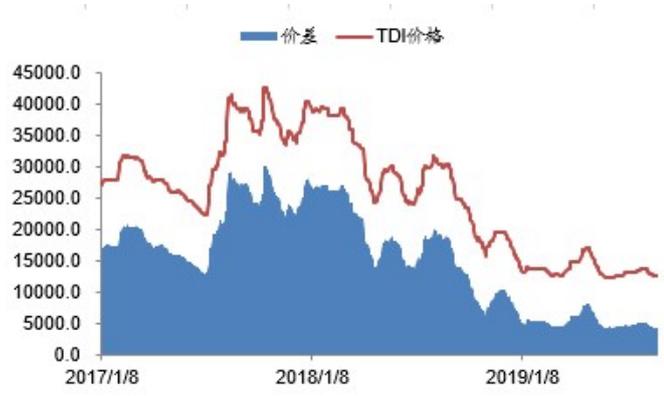
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

TDI (12312 元/吨, -0.61%): 本周国内 TDI 市场弱势下行;

DMF (4883 元/吨, +1.2%): 本周国内 DMF 市场延续涨势。供应面暂时无压, 部分商家供应偏少, 限量出货为主, 周初主力工厂实际出货价格进一步上调, 贸易商心态谨慎, 多数报盘跟涨, 市场价格继续上探。但下游需求变化不大, 市场整体交投放量有限。

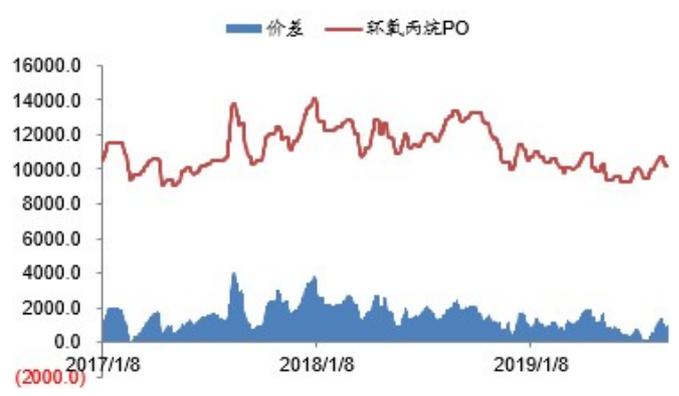
PO (100503 元/吨, -2.27%): 国内环氧丙烷市场涨跌互现。原料丙烯及液氯涨跌分化, 环丙利润空间尚可; 但终端原料库存偏偏高, 下游则持续低迷, 聚醚厂新单跟进不足, 整体出货不畅。

图 9：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 10：环氧丙烷价格及价差走势图：元/吨



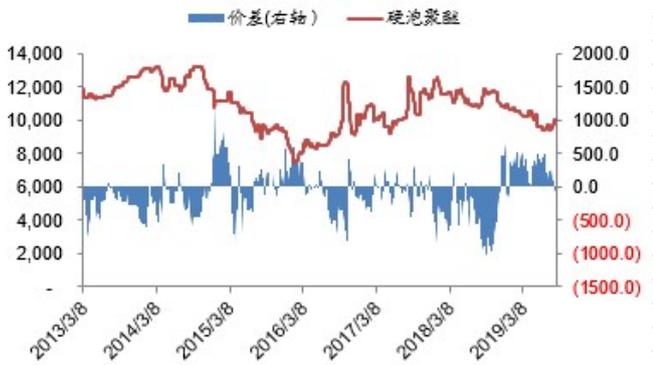
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

环己酮 (8717 元/吨, +1.75%)。本周国内环己酮市场横盘整理。周内, 原料纯苯中石化挂牌价格上涨 100 元/吨至 5300 元/吨, 环己酮厂家成本面支撑较强, 现货压力不大下, 工厂出货价格坚挺, 贸易市场随行就市出货, 终端市场需求不佳拖累下, 下游化纤市场询盘积极性一般。本周环己酮装置平均开工率为 63.23%。山东方明 10 万吨/年环己酮装置计划月底停车检修; 江苏大丰海力 50 万吨/年环己酮装置停车; 南京化学一条 10 万吨/年环己酮装置停车检修; 阳煤太化 30 万吨/年环己酮及配套装置 8 月 8 日停车检修, 现已重启; 阳煤丰喜 6 万吨/年环己酮装置停车检修; 浙江恒逸 20 万吨/年环己酮装置投料试产; 重庆华峰 20 万吨/年环己酮装置投产试车; 江苏威名石化 15 万吨/年环己酮装置计划月底投产。

己二酸 (8342 元/吨, -0.19%) 本周己二酸市场弱势整理, 本周国内纯苯市场行情延续上涨走势, 本周华东主流市场均价为 5348.57 元/吨, 较上周涨幅 1.48%, 己二酸成本面支撑力度稍强, 虽有成本面及阳煤太化及新疆装置检修等利好消息提振业者信心, 但阳煤太化装置计划于 30 日重启, 且临近月末部分厂家公布本月结算价格, 场内多谨慎观望

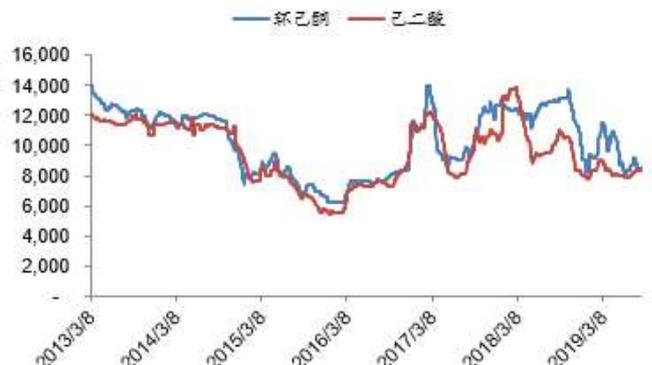
心态，加上下游开工情况依旧低迷，对原料需求难振，场内商谈气氛清淡。

图 11：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 12：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

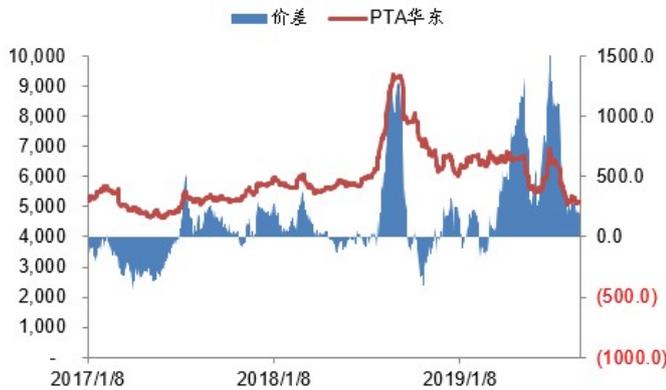
### 3.3. PX-PTA-涤纶长丝、粘胶：

PX (CFR 中国, 783 美元/吨, +0.26%)

PTA (现货 5140 元/吨, +0.39%)。

涤纶(PDY, 7700 元/吨, -0.56%)：本周涤纶长丝市场呈现弱势震荡走势,本周涤纶长丝企业平均开工率约为 85.74%，较上周开工率上涨了 2.91%，周内平均产销在 80%左右；

图 13：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 14：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

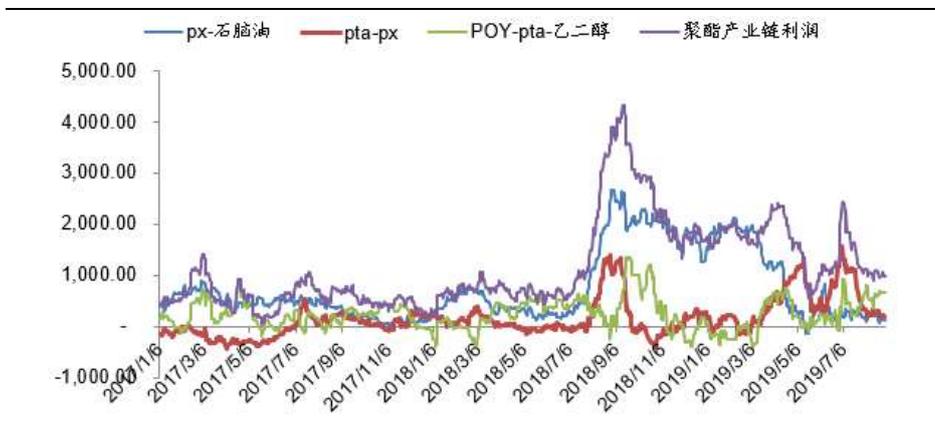
聚酯产业链利润整体看，1006 元/吨，产业链利润基本持平。整个 8 月来看，出现了明显的利润转移，PX、PTA 两个环节加工利润大幅缩水，但是下游聚酯利润得以维持，利于桐昆和新凤鸣。整个 8 月，聚酯利润接近 600 元/吨，仅次于今年 4 月份的高位；PTA 环节利润被完全压缩，反应了潜在的新凤鸣装置投产的预期利空，但是进一步下跌空间有限，后续关注涤纶长丝的产销和库存情况。

表 2: 2019 年 1-7 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 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

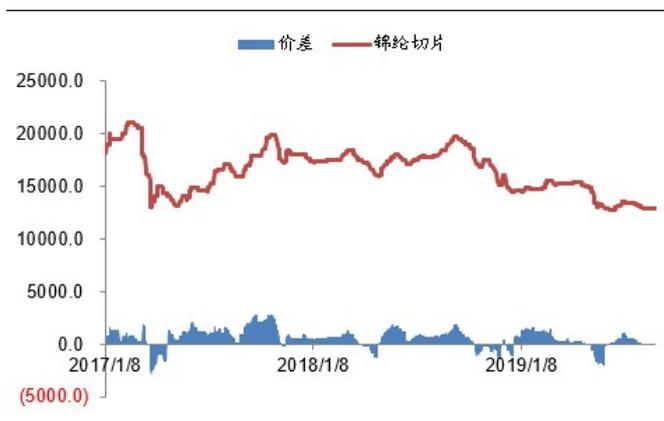
图 15: 聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

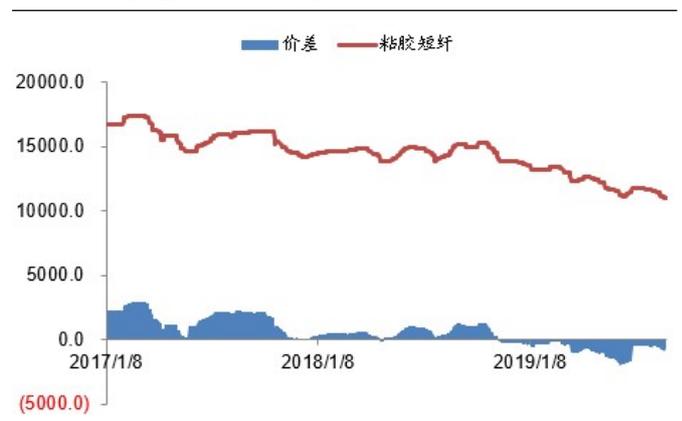
粘胶短纤 (11000 元/吨, -0.9%) 下月粘短市场供应仍有缩减预期, 高端大厂轮检计划, 适度支撑市场价格走势;

图 16: 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 17: 粘胶短纤价格: 元/吨

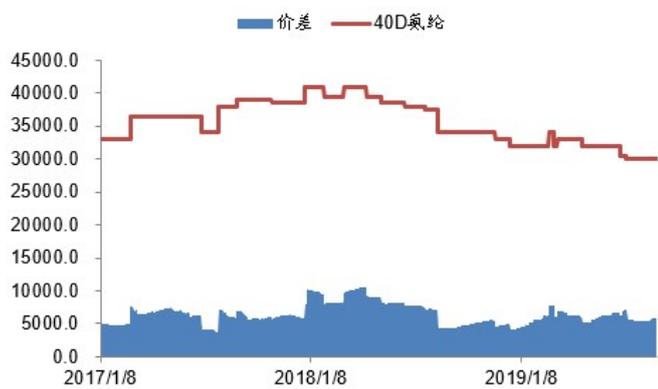


资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

### 3.4. 氨纶

氨纶 (40D、30000 元/吨, 0.00%), 氨纶开工率 82%, 库存 50 天, 波动不大。

图 18：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

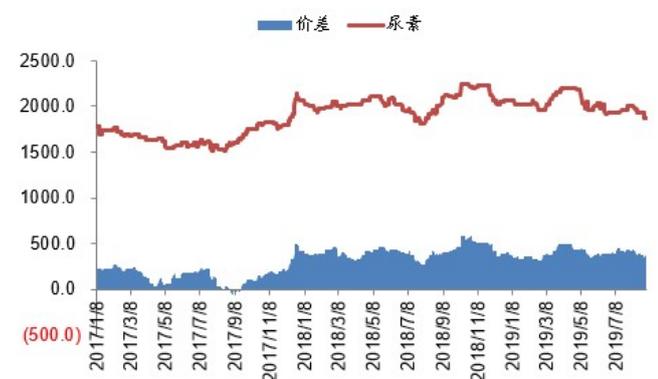
尿素 (1741 元/吨, -0.23%)

一铵 (2029 元/吨, -0.29%)

二铵 (2422 元/吨, +0.00%);

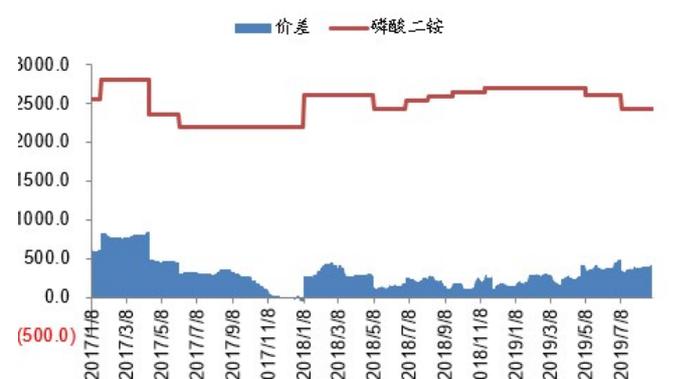
氯化钾 (2232 元/吨, +0.00%)

图 19：尿素价格及价差走势图：元/吨



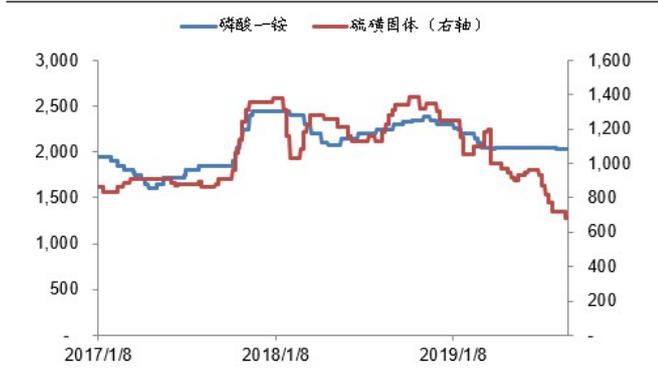
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 20：磷酸二铵价格走势图：元/吨



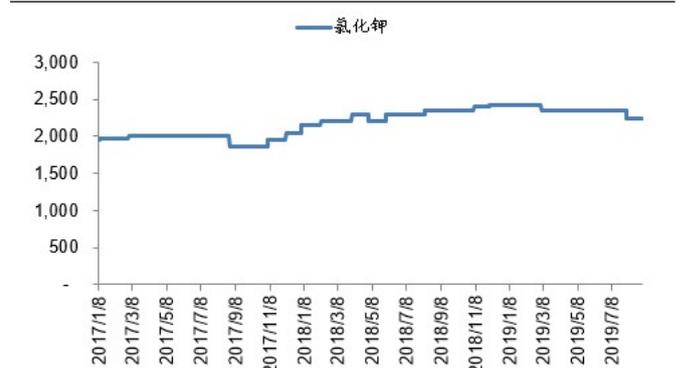
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 21：磷酸一铵、硫磺价格走势图：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 22：盐湖 60%氯化钾：元/吨



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

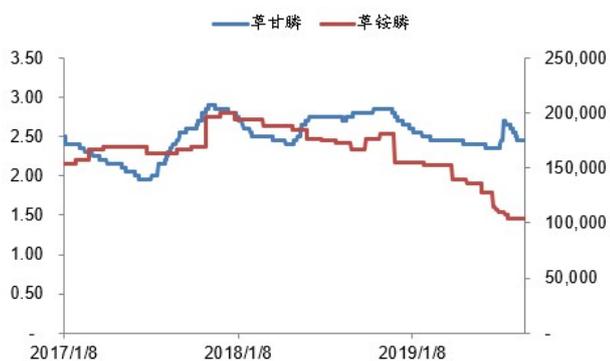
### 3.6. 农药

草甘膦 (24299 元/吨, +0.00%)。

草铵膦 (104000 元/吨, +0.00%);

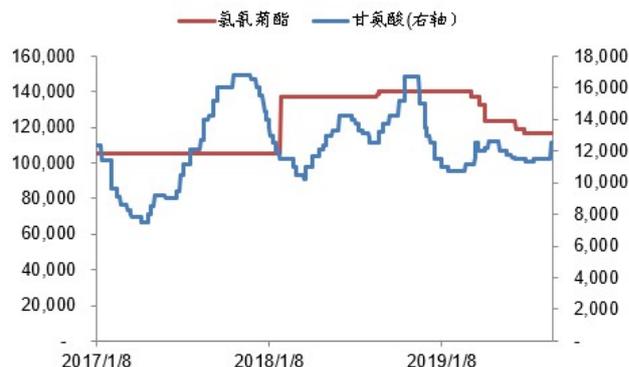
麦草畏价格稳定。

图 23: 草甘膦 (万元/吨)、草铵膦 (右轴, 元/吨) 价格



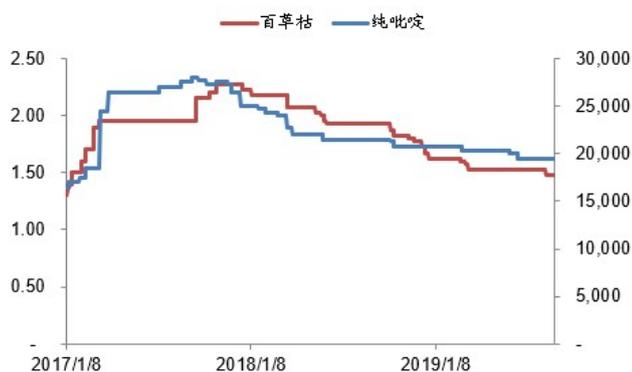
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 24: 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 25: 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

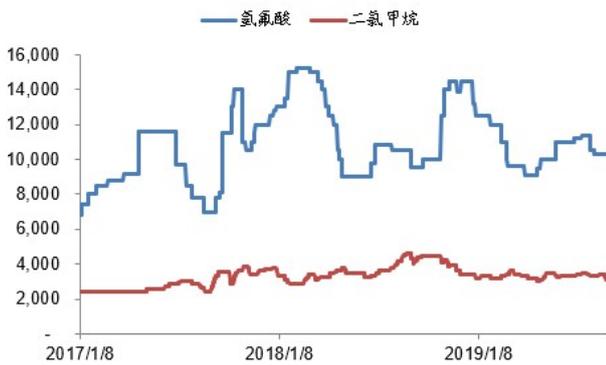
萤石粉 (干粉, 3400 元/吨, +0.00%)。

氢氟酸 (10200 元/吨, +0.00%);

R22 (14000 元/吨, -3.45%); R32 (15200 元/吨, +0.00%);

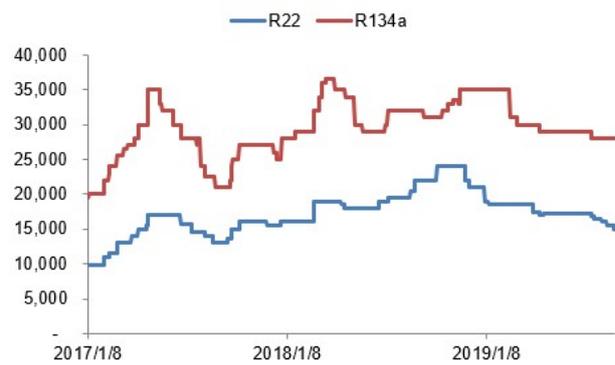
二氯甲烷 (2800 元/吨, -10.4%)

图 26：氢氟酸及二氯甲烷



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 27：R22 与 R134a

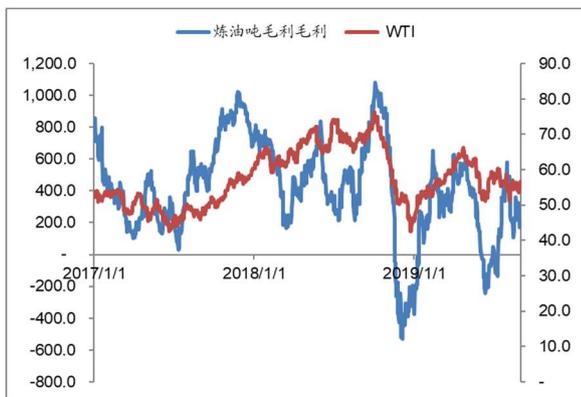


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

### 3.8. 炼油

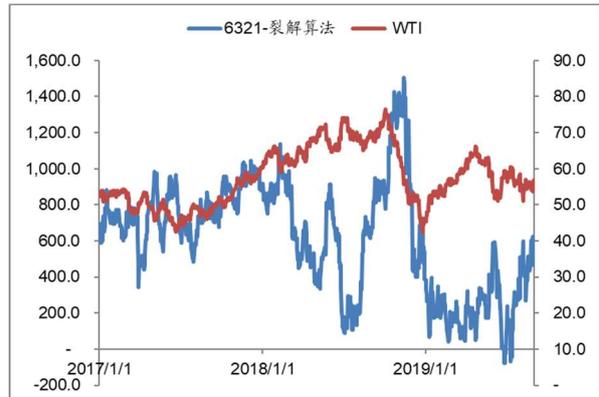
6321-裂解算法下的炼油吨毛估计 560 元/吨；采用国内产品结构模型的炼油毛利估计为 248 元/吨；今年以来国内算法下炼油吨毛利到 500 一般即见顶回落；截止上周五，2019 年全年的炼油平均吨毛利估计为 262 元/吨，2018 年全年均值估计为 443 元/吨，下滑明显；以 PX、纯苯、烯烃为代表的化工品价格全面回落构成拖累。

图 28：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 29：6321-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

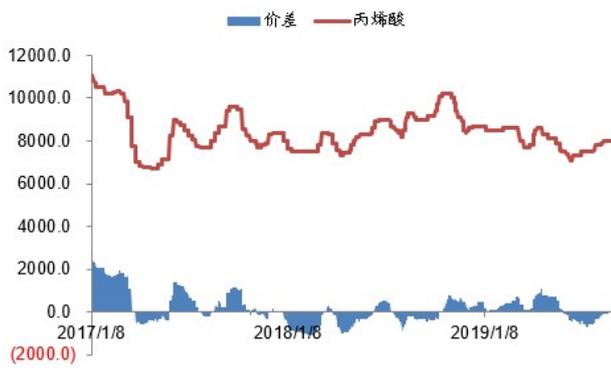
### 3.9. 其他产品

蛋氨酸：(17610, 0.00%);

赖氨酸 (6650, -3.06%);

味精 (8000, -0.74%);

图 30：丙烯酸及价差（元/吨）

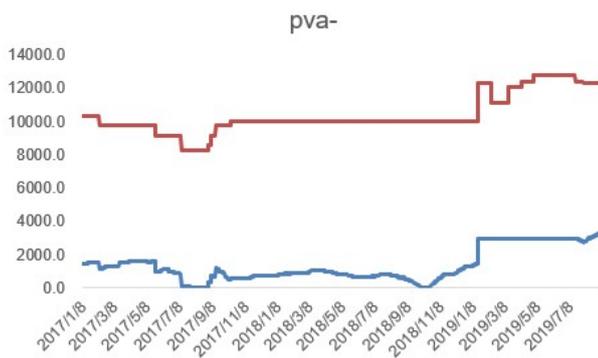


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

PC（16205，+0.5%）。

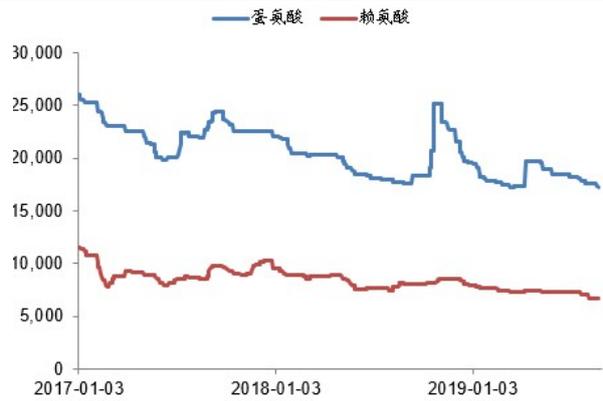
PVA（12300，+0.00%）

图 32：PVA 及价差（元/吨）



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

图 31：蛋氨酸、赖氨酸：（元/吨）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 33：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>