

化工 (801030)

8月外贸数据回落, 油价上涨空间正在打开, 关注中国石化、民营大炼化板块投资机会

评级: 增持 (维持)

分析师: 张倩

执业证书编号: S0740518120002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				18PE G	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
中国石化	4.98	0.42	0.62	0.66	0.73	13	9	9	8	0.19	买入
桐昆股份	12.6	1.35	1.32	1.64	2.25	12	12	10	7	-5.38	买入
恒力石化	12.3	0.34	0.8	1.29	1.67	49	21	9	7	0.15	买入
华鲁恒升	16.7	0.75	1.86	1.64	1.81	23.9	6.72	10.2	9.23	0.04	买入
新洋丰	11.0	0.34	0.8	1.29	1.67	49	21	9	7	0.15	买入
金石资源	19.5	0.32	0.57	1.11	1.29	72.6	29.81	17.7	15.12	0.38	买入

投资要点

» 宏观数据

■ 本周公布了8月份财新PMI及贸易差额数据。其中财新PMI数据整体超预期, 代表中小企业生产景气环比提升, 进出口同比数据(以美元计)保持弱势, 主要受中美贸易冲突及整体需求不景气影响。

■ 8月份财新PMI数据超预期。本周公布的8月份财新PMI数据增长超预期, 财新中国PMI 50.4, 环比增0.5pct; 财新中国服务业PMI经营活动指数52.1, 环比增0.5pct; 财新中国综合PMI产出指数51.6, 环比增0.7pct。

■ 8月份出口(以美元计)同比增速小幅回落。8月份对美出口显著下行, 抢跑支撑未达预期。以美元计的出口增速较上月回落4.3pct至-1%, 主要因为欧美日韩出口回落。其中对美出口回落9pct至-16%, 对韩国出口回落7pct至2%, 对欧盟出口回落3pct至3.2%。全球需求持续不景气及中美贸易冲突造成出口增速回落。

» 原油市场

■ 本周原油市场回顾: 美国原油库存持续下降, 非农就业数据虽然不及预期但鲍威尔表态支持经济, 中国宣布进一步的宽松政策, 美国钻机数持续下降。Brent原油期货价格为61.54美元/桶, 较之前一周上涨1.11美元/桶; 9月6日WTI原油期货价格为56.52美元/桶, 较之前一周上涨1.41美元/桶。本周影响油价的主要因素包括: (1) 美国原油库存超预期下降, EIA公布的上周美国原油及成品油库存都出现明显减少, 供需关系改善, 对原油价格形成支撑; (2) 美国非农就业数据不及预期, 鲍威尔表态支持经济, 8月美国新增非农就业人数13万人, 比市场预期值低2.8万人, 但鲍威尔表态美联储有义务支撑经济稳定增长, 提高市场对降息的预期; (3) 中国宣布进一步宽松政策, 国务院常务会议提出部署专项债及降准后, 央行宣布于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点, 本次降准释放9000亿流动性, 逆周期调节力度加大; (4) 美国钻机数下降4台, 美国本周钻机数下降4台, 至738台, 美国钻机数已经连续九个月下滑, 钻机数据通常领先美国原油产量4个月左右, 持续下滑的钻机数或预示着美国原油产量增速的下滑。

■ 上周原油产量维持高位, 本周采油钻机数连续下降, 上周炼厂开工率小幅回落, 本周裂解价差收缩。从最新的EIA数据来看, 上周美国原油产量为1240万桶/天, 较之前一周减少10万桶/天; 上周美国炼厂产能利用率为94.5%, 环比前一周小幅回落0.4pct; 8月30日美国汽油产量1027.2万桶/天, 较之前一周减少38.8万桶/天, 汽油库存为22958.6万桶, 较之前一周减少239.6万桶。本周美国采油钻机数为738台, 较之前一周减少4台; 本周期货结算价计算的321平均裂解价差12.99美元/桶, 较上周的17.10美元/桶, 下行4.11美元/桶, 炼厂盈利收缩。

■ 页岩油企业调整经营战略, 更加看重盈利能力。为抢占市场份额, 页岩油企业加大资本开支, 快速增产, 结果导致油价的长期低位, 美国油气企业间竞争较为激烈, 且前期积累了大量债务, 近期全球第四大油服巨头威德福债务缠身、申请破产, 据统计2019年美国油田企业资本开支将减少5%, 页岩油生产企业开始更加注重盈利。

■ 下半年全球逆周期调节政策陆续出台, 关注外部经济环境变化, 今年以来, 全球主要经济体越来越感受到降息、宽松的必要性, 印度、澳大利

基本状况

上市公司数 332

行业总市值(百万元) 3076645

行业流通市值(百万元) 2312159

行业-市场走势对比

相关报告

亚率先降息，美联储7月份降息25个基点、同时8月开始停止缩表，另外6月欧央行行长表示将“将采取降息或重启资产购买计划”，这些都表明全球主要经济体新一轮的逆周期政策的调节周期已经开启。逆周期政策对冲经济下行压力，支撑油价。

- **2019Q4 油价预测：油价上涨空间正在打开，2019Q4 布伦特油价中枢在65\$/桶以上。**美国降息落地，油价支撑力来源于其商品属性（供需逐步改善），而油价压力来源于其金融属性（降息落地、中美贸易冲突、经济前景的悲观预期等）；随着金融属性利空的释放，短期油价仍能在持续好转的商品属性上寻找到支撑，我们认为油价上涨空间正在打开。

■ »石化产业链

- 石化产业链处于景气下行周期，低油价为产业链提供较高的成本优势，中间环节产品的价差将持续走阔，重点关注中间环节生产及一体化企业。

- » (1) 从行业周期定位角度：终端需求增速放缓，上游三苯三烯等原料产能投放加速，石化产业链景气度整体进入下降周期。石化产业链上次盈利的高峰期是在2011年，其后高盈利驱动2012~2015年大量产能投放，需求成长减速，石化产业链陷入盈利下降周期，2016年开始全球经济复苏，加上原油价格下跌后，国内采用CTO/MTO工艺的企业竞争优势降低，需求复苏，成本低位下石化产业进入盈利景气周期，2018年为上升周期第三年，2019年开始大量上游的烯烃、芳香烃产能投产，全球上游原料产能增速达5.5%，大幅高于2018年的3.1%并有加速趋势，然而全球经济增长已开始下滑，2019年4月IMF下调全球经济增长至3.3%，为金融危机以来的最低水平。上游原材料的扩产以及全球经济回落使石化产业链陷入景气回落周期。

- » (2) 从成本端角度：油价位于80\$/桶以下时，利于石化产业链的整体盈利表现。油价在80\$/桶以下时，相较于CTO/MTO企业，石化产业链成本优势明显，同时低成本下，石化企业更易于将成本向终端消费者转移。目前美国页岩油主力产区的边际完全成本位于50美元/桶左右，当价格大幅上行时会刺激页岩油的产量快速攀升，并且伴随着下半年美国主产区至港口的管道的贯通，我们预计未来油价将长期位于80\$/桶以下，石化产业链将维持较高的成本优势。

- » (3) 产业链盈利分布角度：产业链扩产瓶颈主要来源于的中间环节，产业链盈利向中间环节持续转移。前期利差已经复苏明显的石化产业链下游的聚酯、PC、MMA等产品已处于扩产周期，带动中游的PTA、MEG、PVC、酚酮等产品需求；目前上游三苯三烯等石化基本原料产能的快速投放，而中间环节的PTA、PVC、酚酮等产品新增产能不足，产业链整体的扩产瓶颈主要来源于中间环节；预计石化产业链中间环节产品的价差将持续走阔，相关公司业务的盈利将持续改善。

■ »基础化工产业链

- **农化产业链：**农产品涨价为农化行业带来增量需求，在行业有效供给持续收缩的环境下，伴随着农产品涨价，板块业绩弹性将充分释放，分析如下：1、农产品涨价趋势下，种植收益改善，种植效益的改善一方面提高农户采购农资的积极性，促进农户增加化肥的施用量、施用更多优质的肥料，另一方面，种植效益的改善，也增强了农户对农资涨价的接受能力；2、行业供给仍在收缩，在环保高压下，不符合环保要求的农化企业开工持续下滑，据卓创数据，环保整治以来，全国化肥产量下降29%，农药产量下降45%；但环保符合要求的龙头企业产量稳中有升，不断扩大市场份额，我们选择具有代表性的龙头公司，环保整治以来，化肥产销保持平稳，农药产销增长51%，市场份额向龙头公司集中的迹象明显。

- **磷化工产业链：**“三磷”（磷矿、磷化工、磷石膏库）整治升级，优质龙头持续受益，黄磷开工率快速降低，库存历史低位，下游产品具有一定成本转嫁能力，价格上涨的弹性和空间均较高；黄磷涨价驱动下，磷化工一体化的草甘膦、磷酸盐企业盈利将扩张；磷酸一铵和二铵是“三磷”整治重点，供给收缩，成本平稳，且终端需求稳定，利于龙头企业市场份额和盈利扩张。

- **氟化工产业链：**制冷剂升级换代及氟聚合物的持续发展，带动氟化工产业链需求稳定增加；同时国家重视原料萤石开采，不断提高行业准入门槛，供应持续收紧；氟化工产业链有望长期景气上行，利好布局萤石原料企业。日本限制对韩出口电子化学品，国内高等级电子氢氟酸厂商有望受益。ODS专项执法行动有望推升替代品141b价格。

- **炭黑产业链：**供给端，炭黑产能过剩明显，国内炭黑目前产能800万吨，产量518万吨，开工率64.75%，2019年-2020年产能增速分别为1.7%和0%，产能增速明显放缓；成本端，国内煤焦油构成炭黑成本的80%，2016年至

2018年在环保限产及去产能背景下，煤焦油价格明显上行，在高利润背景下，龙头企业煤焦油企业开始扩产，预计煤焦油价格有望承压，缓解炭黑成本端的压力；需求端，炭黑需求中70%流向轮胎需求，预计未来汽车销量边际下行空间有限，且存量市场将释放置换需求。

- **»价格和价差跟踪。**本周中泰化工持续跟踪的119个基础化工产品中，产品价格上涨的有25个品种，下跌的有35个品种。价格涨幅前五为：双氧水(27.5%)、原盐(海盐)、黄磷、磷酸(85%)、天然橡胶，涨幅分别为11.0%、9.09%、6%、5%、4%；价格跌幅前五：维生素K3:MSB96%、硫磺、氟酸、硫酸(98%)、维生素D3(50万IU/g)，跌幅分别为-3.61%、-3.82%、-4.90%、-6.9%、-8.88%。上周化工产品价差涨幅前五：炭黑-煤焦油价差、华东纯MDI-苯胺-甲醛价差、尿素-烟煤价差、尿素-无烟煤价差、尿素-LNG价差，涨幅分别为111.6元/吨、100.0元/吨、12.0元/吨、12.0元/吨、12.0元/吨。价差跌幅前五：三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差、二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差、甘氨酸法草甘膦价差、氢氟酸价差、IDA法草甘膦价差，跌幅分别-120元/吨、-122.0元/吨、-419.44元/吨、-441.4元/吨、-549.9元/吨。
- **»投资建议：建议布局高分红中国石化、低估值民营大炼化公司、农化板块、氟化工板块公司。**
- **1、建议重点关注：恒力股份、新凤鸣、荣盛石化等。**
- **2、建议布局农化优质龙头：新洋丰、扬农化工、利尔化学等。**看好下半年农产品价格的周期底部反转，农产品价格周期同厄尔尼诺周期高度相关，统计过去三十年厄尔尼诺强度同农产品产量及价格的关系，发现两者相关性明显，根据NOAA最新预测，今年厄尔尼诺将持续至年底11月份，主要农产品价格将迎来周期底部的反转行情，农产品价格有望持续上行。农产品价格的复苏有望推动磷肥、尿素、钾肥、复合肥等农资需求。此外，供给端的收缩助力行业复苏。以我国磷肥行业为例，由于我国磷肥行业长期产能过剩，受益供给侧改革，行业不但没有新增产能，反而正处于去产能周期。2015年至2017年，磷酸一铵产能增速分别为8.1%、18.4%、-8.4%，2017年产能增速录得首次下降，产能正处于去化过程中。由于供需两端持续向好，磷肥、尿素、钾肥等价格持续上涨，行业已经逐步走出底部。当前尿素、磷肥等价格持续上涨，有望推动相关公司业绩向上。建议重点关注：华鲁恒升、新洋丰、诺普信、扬农化工、利尔化学等。
- **3、持续推荐氟化工优质标的：金石资源**（2700万吨萤石储量，采矿规模102万吨/年，酸级萤石精粉销量18.4万吨/年，PB6.1倍，PE38.8倍）；**滨化股份**（高纯电子级HF 0.6万吨/年；PB 1.83倍，PE 20.5倍）；**推荐具备141b产能的企业三美股份**（141b配额产能3.43万吨/年；PB 4.23倍，PE17.3倍）；**巨化股份**（R141b配额产能0.66万吨/年；PB 1.73倍，PE 10.4倍）。
- **风险提示事件：下游需求萎靡的风险；产品价格下行的风险。**

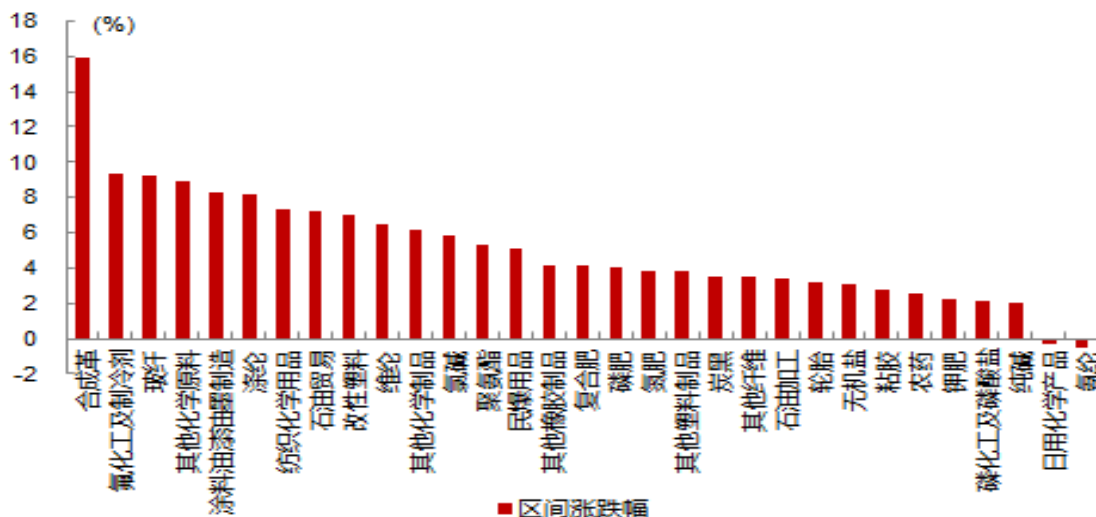
内容目录

化工行业市场复盘	- 5 -
上周化工行业数据回顾	- 5 -
原油期货价格	- 5 -
钻机数变化情况	- 6 -
原油期货价格美国原油库存及产量	- 8 -
原油期货持仓情况	- 11 -
化工产品价格与价差	- 12 -
化工产品价格	错误!未定义书签。
化工产品价差	错误!未定义书签。
投资建议	- 19 -
重点关注农化板块投资机会（新洋丰、华鲁恒升、扬农化工等）	- 19 -
持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化）	- 20 -
继续推荐氟化工板块（金石资源、多氟多）	- 20 -
风险提示	- 21 -

化工行业市场复盘

本周(2019.9.2~2019.9.6)化工行业指数(申万)上涨5.33%,沪深300指数上涨3.92%,化工板块强于大盘。本周化工子行业中,合成革板块上涨15.93%,氟化工板块上涨9.36%,玻纤板块上涨9.22%,其他化学原料板块上涨8.96%,涂料油漆油墨板块上涨8.28%,涤纶板块上涨8.2%。

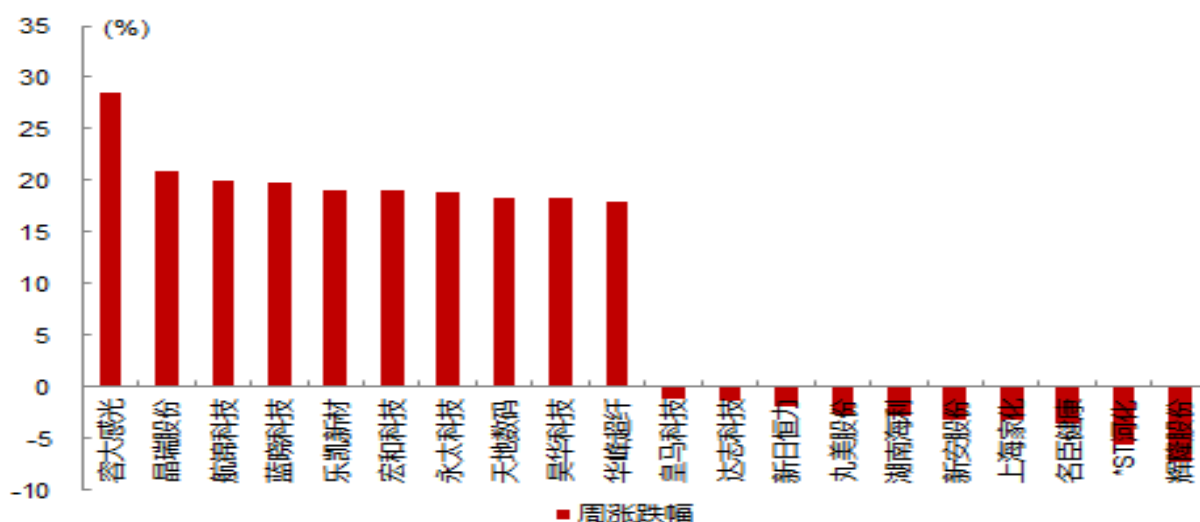
图表1: 本周化工行业表现



来源: Wind、中泰证券研究所

- 化工行业领涨股: 本周化工板块领涨个股为容大感光(28.44%)、晶锐股份(21.00%)、锦航科技(19.9%)、蓝晓科技(19.88%)、乐凯新材(19.13%)、宏和科技(19.03%)、永太科技(18.86%)、天地数码(18.33%)、昊华科技(18.29%)、华峰超纤(17.94%)。

图表2: 本周化工行业领涨股和领跌股



来源: Wind、中泰证券研究所

上周化工行业数据回顾

原油期货价格

- 期货价格：9月6日Brent原油期货价格为61.54美元/桶，较之前一周上涨1.11美元/桶；9月6日WTI原油期货价格为56.52美元/桶，较之前一周上涨1.41美元/桶。

图表 3: WTI 原油期货价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: Brent 原油期货价格



来源: Wind、中泰证券研究所

钻机数变化情况

- 采油钻机数：9月6日当周美国采油钻机数为738台，较之前一周的数量减少4台，较去年同比减少122台。9月6日当周美国天然气钻机数为160台，较之前一周的数量减少2台，较去年同比减少26台。

图表 5: 美国采油钻机数



来源: Wind、中泰证券研究所

- 北美地区钻机数：本周北美钻机数为1045，较与上周减少9台，较去年同比减少207台。

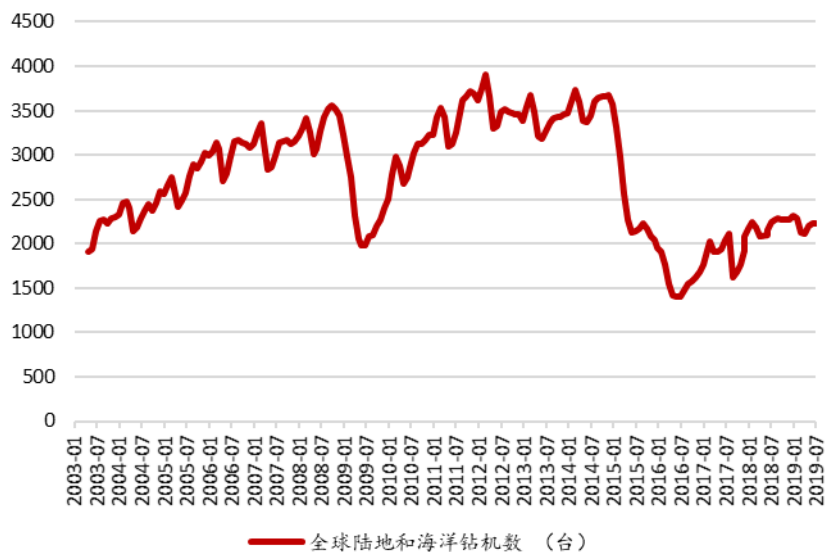
图表 6: 北美采油钻机数

国家	本周	上周环比变化	去年同比变化
美国	898	-6	-150
加拿大	147	-3	-57
北美	1045	-9	-207
美国钻机数量	本周	上周环比变化	去年同比变化
采油钻机	738	-4	-122
天然气钻机	160	-2	-26
其他钻机	0	0	-2
定向钻机	67	-3	2
水平钻机	783	-1	-135
垂直钻机	48	-2	-17
美国主要区块钻机数	本周	上周环比变化	去年同比变化
Ardmore Woodford	3	0	1
Arkoma Woodford	4	0	-3
Barnett	1	0	-1
Cana Woodford	42	-3	-24
DJ-Niobrara	23	0	-2
Eagle Ford	67	0	-11
Granite Wash	3	0	-10
Haynesville	49	0	1
Marcellus	52	0	-1
Mississippian	2	-1	-1
Permian	427	-2	-57
Utica	13	0	-9
Williston	54	3	1

来源: Wind、中泰证券研究所

- 全球钻机数: 7月全球采油钻机数为 2235 台, 较上月增加 6 台。

图表 7: 全球采油钻机数



来源：Wind、中泰证券研究所

原油期货价格美国原油库存及产量

■ 8月30日美国原油产量为1240万桶/天，较之前一周减少10万桶/天。

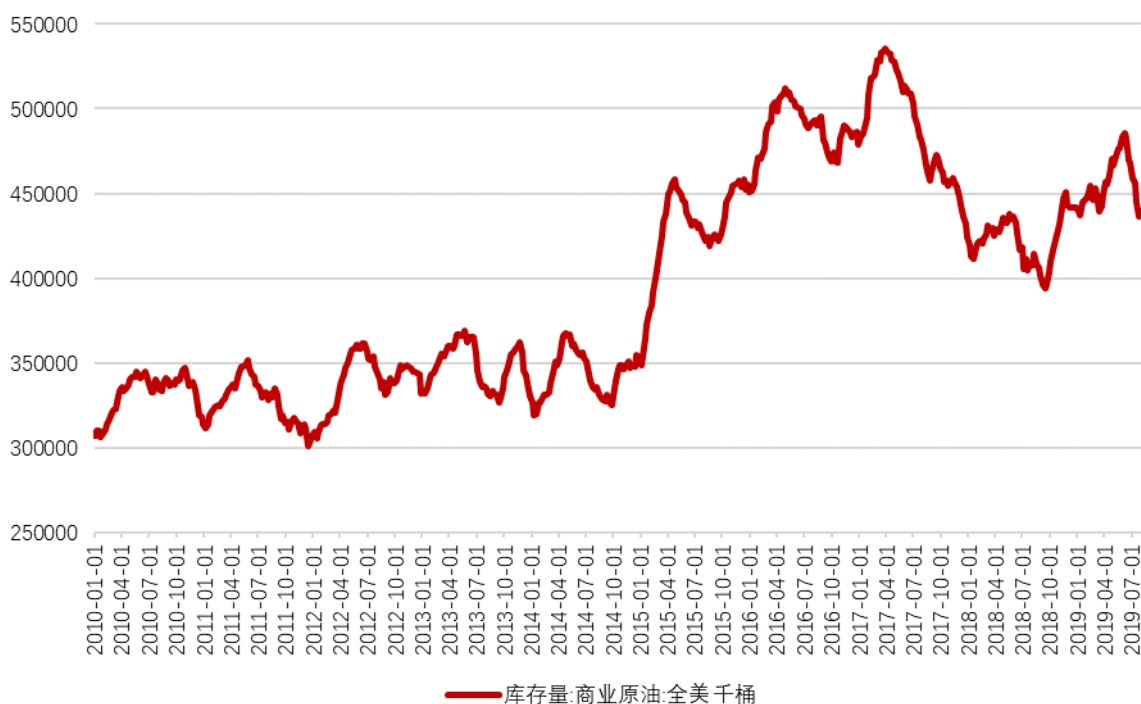
图表8：美国原油产量



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 美国商业原油库存：8月30日美国商业原油库存为42298.0万桶，较之前一周减少477.1万桶。

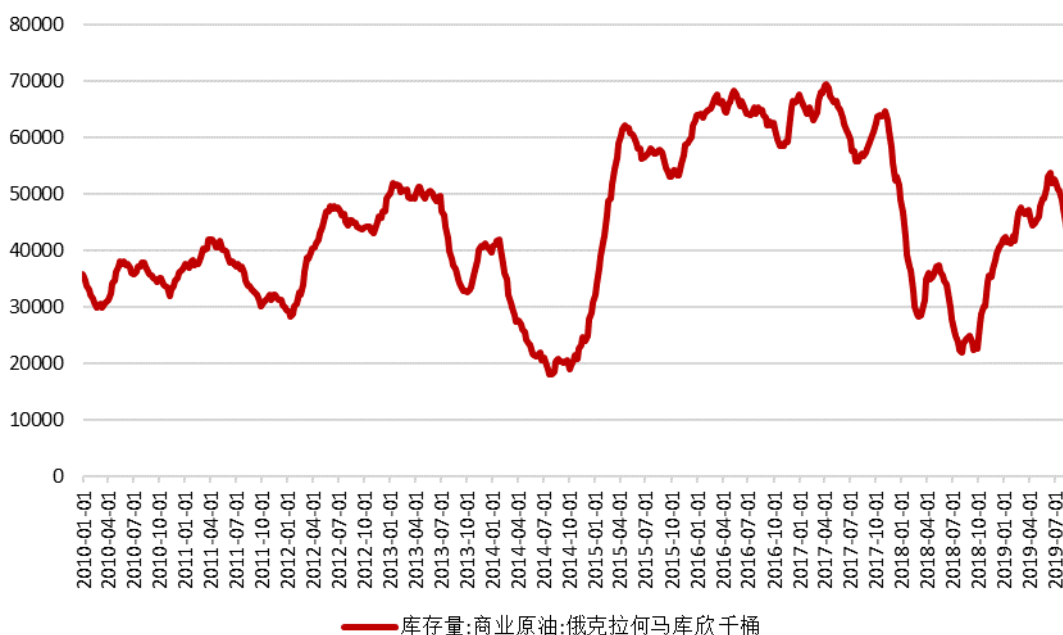
图表9：美国商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国库欣地区原油库存:8月30日美国库欣地区原油库存为4012.6万桶,较之前一周减少23.0万桶。

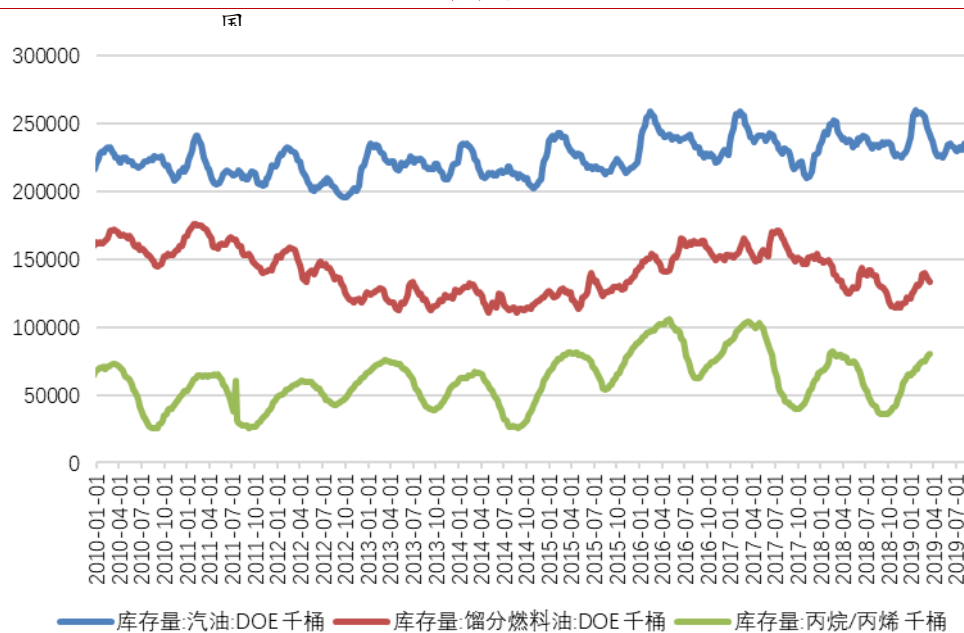
图表 10: 美国库欣地区商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存:8月30日美国汽油库存为22958.6万桶,较之前一周减少239.6万桶;8月30日美国馏分油库存为13352.2万桶,较之前一周减少253.8万桶;8月30日美国丙烷/丙烯库存为9701.9万桶,较之前一周增加286.2万桶。

图表 11: 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存

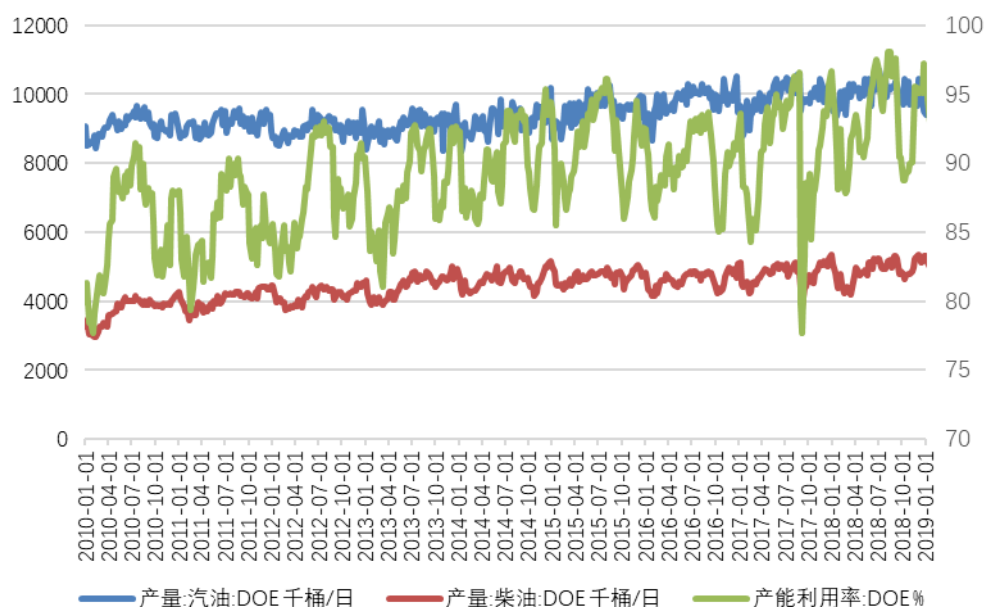


来源: Wind、中泰证券研究所

汽

油
产量 1027.2 万桶/天, 较之前一周减少 38.8 万桶/天; 8 月 30 日美国柴油产量为 497.7 万桶/天, 较之前一周减少 3.9 万桶/天; 8 月 30 日美国产能利用率为 94.5%, 较之前一周减少 0.40pct。

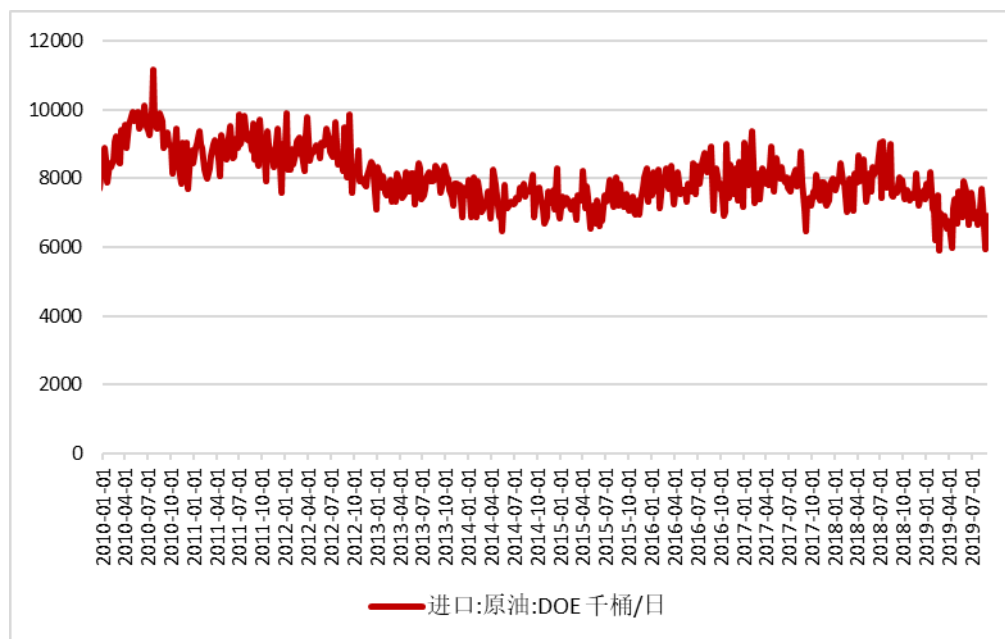
图表 12: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国原油进口量: 8 月 30 日美国原油进口量为 690.4 万桶/天, 较上周增加 97.6 万桶/天。

图表 13: 美国原油进口数量

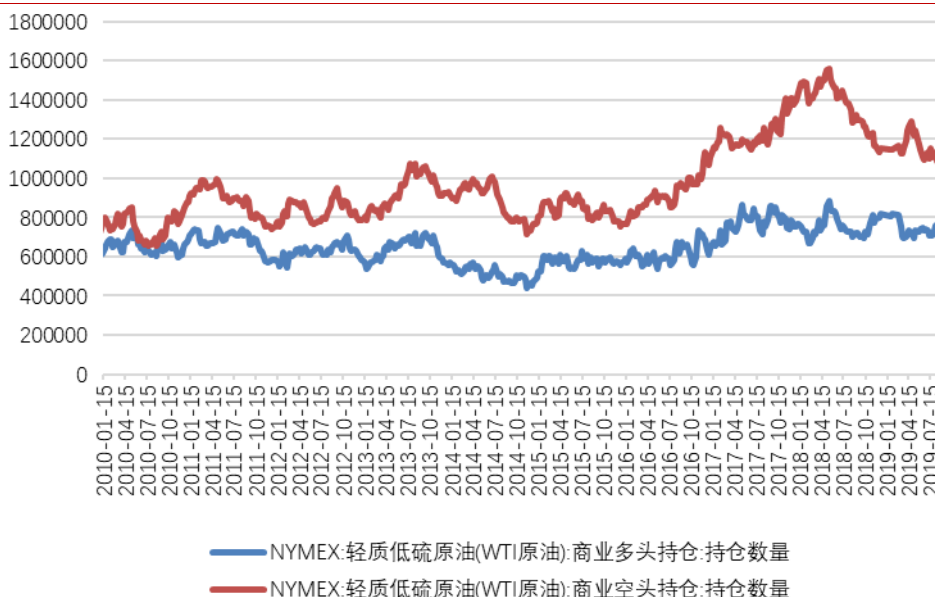


来源: Wind、中泰证券研究所

原油期货持仓情况

- 9月3日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的商业多头持仓数量为 748832 份, 较之前一增加 4.95%; 9月3日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业多头持仓数量为 508940 份, 较之前一周减少 0.88%。

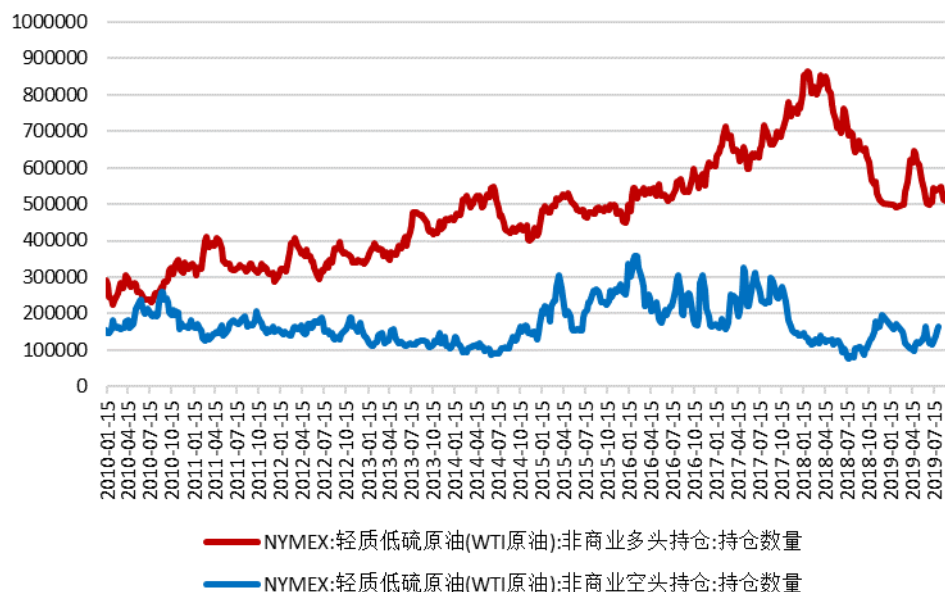
图表 14: 商业多空持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

- 9月3日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的商业空头持仓数量为 1130951 份, 较之前一周增加 3.19%; 8月13日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业空头持仓数量为 124783 份, 较之前一周增加 2.44%。

图表 15: 非商业多空持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

化工产品价格与价差

化工产品价格

- 本周中泰化工持续跟踪的 119 个基础化工产品中, 产品价格上涨的有 25 个品种, 下跌的有 35 个品种。价格涨幅前五为: 双氧水(27.5%)、原盐(海盐)、黄磷、磷酸(85%)、天然橡胶, 涨幅分别为 11.0%、9.09%、6%、5%、4%; 价格跌幅前五: 维生素 K3:MSB96%、硫磺、氟酸、硫酸(98%)、维生素 D3(50 万 IU/g), 跌幅分别为-3.61%、-3.82%、-4.90%、-6.9%、-8.88%。

图表 16: 2019 年 9 月 6 日主要化工品价格

指标名称	单位	2018 均价	2019 均价	2019-08-30	2019-09-06	涨幅
现货价:液氯:国内:周	元/吨	75	260	420	504	20.00%
现货价:双氧水(27.5%):国内:周	元/吨	1,363	1,059	1,314	1,458	10.96%
市场价(高端价):软泡聚醚(散水):华东地区:周	元/吨	12,693	10,660	10,586	10,517	-0.65%
市场价(高端价):高回弹聚醚(330N 等,桶装):华东地区:周	元/吨	14,163	11,700	11,700	11,433	-2.28%
市场价(高端价):CASE 聚醚(220/210 等,桶):华东地区:周	元/吨	13,447	11,417	11,186	11,017	-1.51%
市场价(高端价):硬泡聚醚(桶装):华东地区:周	元/吨	10,901	8,768	8,571	8,500	-0.83%
现货价:二甲基环硅氧烷:国内:周	元/吨	29,186	19,848	21,600	21,680	0.37%
市场价(现货基准价):SBS(792):浙江:周	元/吨	15,477	14,158	14,400	14,400	0.00%
出厂价(中间价):二氯甲烷:全国:周	元/吨	3,664	3,582	3,383	3,383	0.00%
市场价:聚碳酸酯 PC(注塑中粘,德国拜耳 2805):余姚塑料城:周	元/吨	25,460	17,333	16,600	16,680	0.48%
市场价(现货基准价):PVC(电石法):华东:周	元/吨	6,720	6,719	6,668	6,650	-0.27%
出厂价:乙腈:吉林石化:周	元/吨	14,672	18,563	21,800	22,060	1.19%
市场价:硬质白小麦:二级:周	元/吨	2,484	2,375	2,274	2,278	0.16%

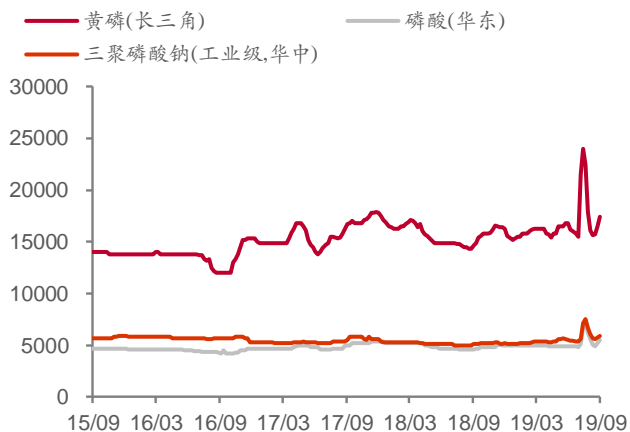
现货价:钛白粉(金红石型):国内:周	元/吨	17,074	16,125	15,300	15,310	0.07%
车板价:磷矿石(30%):贵州开磷集团(开阳磷矿):周	元/吨	417	484	420	420	0.00%
出厂价:氯化铵(湿铵):江苏华昌:周	元/吨	581	598	640	640	0.00%
现货价:TPU:国内:周	元/吨	24,762	22,888	22,400	22,400	0.00%
市场价(中间价):重质纯碱:全国:周	元/吨	1,916	1,878	1,744	1,744	0.00%
现货价:纯吡啶:国内:周	元/吨	30,838	28,928	28,100	28,000	-0.36%
出厂价(高端价):原盐(海盐):山东:周	元/吨	219	204	220	240	9.09%
现货价(中间价):氯化钾,散装):FOB 温哥华:周	美元/吨	224	264	264	264	0.00%
车板价:磷矿石(30%):贵州开磷集团(开阳磷矿):周	元/吨	417	490	452	452	0.00%
现货价:二乙醇胺:国内:周	元/吨	11,230	9,603	9,500	9,500	0.00%
出厂价(中间价):氯乙酸:河北地区:周	元/吨	4,359	3,626	3,492	3,475	-0.48%
市场价(高端价):液化 MDI(桶装):华东地区:周	元/吨	22,500	22,500	22,500	22,500	0.00%
市场价(高端价):异佛尔酮二异氰酸酯(IPDI)(桶装):华东地区:周	元/吨	71,000	71,000	71,000	71,000	0.00%
市场价(高端价):鞋底原液(鞋中底):华东地区:周	元/吨	19,686	17,557	17,000	17,000	0.00%
出厂价:溶聚丁苯橡胶(高桥 T2003):中石化华东:周	元/吨	15,000	14,142	13,700	13,700	0.00%
市场价(含税):丁腈橡胶:上海:周	元/吨	21,567	19,794	17,500	17,500	0.00%
现货价:丁基橡胶(1751):国内:周	元/吨	17,505	15,806	16,040	16,000	-0.25%
市场价(平均价):防老剂(4020):华北地区:周	元/吨	19,627	17,764	17,000	17,000	0.00%
市场价(平均价):促进剂(M):华北地区:周	元/吨	21,445	16,056	13,000	13,000	0.00%
市场价(平均价):促进剂(CZ):华北地区:周	元/吨	27,283	21,559	18,500	18,500	0.00%
市场价(平均价):促进剂(NS):华北地区:周	元/吨	37,002	26,915	22,500	22,500	0.00%
出厂价(含税):碳黑(干法,N330):攀枝花前进:周	元/吨	8,023	8,000	8,000	8,000	0.00%
市场价(平均价):PP 粒(1120):华东地区:周	元/吨	10,112	9,316	9,060	9,060	0.00%
市场价(平均价):PS(PG-33):华东地区:周	元/吨	12,503	10,967	9,900	9,900	0.00%
市场价(平均价):BOPP(18U 光膜):华东地区:周	元/吨	11,120	10,896	10,600	10,600	0.00%
市场价(平均价):BOPP(12U 光膜):华东地区:周	元/吨	12,134	11,996	11,700	11,700	0.00%
市场价(平均价):ABS 聚合物(PA-757K):华东地区:周	元/吨	15,511	13,004	12,140	12,140	0.00%
现货价:PBT:国内:周	元/吨	12,687	9,386	9,000	9,000	0.00%
市场价:聚四氟乙烯(PTFE):分散树脂:周	元/吨	57,600	57,600	57,600	57,600	0.00%
现货价:盐酸(31%):国内:周	元/吨	47	64	80	80	0.00%
价格:钛精矿:>50%:四川:周	元/吨	1,275	1,250	1,250	1,250	0.00%
出厂价:钛白粉:晶型锐钛型(A1 型):济南裕兴:周	元/吨	14,981	14,323	13,500	13,500	0.00%
批发价:标一早籼米:安徽:周	元/吨	3,745	3,449	3,300	3,300	0.00%
现货价:大豆(国产三等):哈尔滨:周	元/吨	3,470	3,444	3,574	3,580	0.17%
市场报价:维生素 B1:98%:国产:周	元/千克	310	184	190	190	0.00%

市场报价:烟酸:99%:国产:周	元/千克	34	43	48	48	0.00%
市场报价:维生素 B6:98%:国产:周	元/千克	308	171	168	166	-0.72%
市场报价:维生素 E:50%:国产:周	元/千克	56	46	49	47	-3.27%
期货结算价(连续):乙醇:周	美元/加仑	1.4	1.4	1.5	1.5	0.00%
期货结算价(活跃合约):黄玉米:周	元/吨	1,832	1,901	1,920	1,920	0.00%
批发价:标一早秈米:安徽:周	元/吨	3,745	3,449	3,300	3,300	0.00%
市场价:硬质白小麦:二级:周	元/吨	2,484	2,374	2,261	2,261	0.00%
现货价:大豆(国产三等):哈尔滨:周	元/吨	3,470	3,442	3,550	3,550	0.00%
单价:液体蛋氨酸:山东:周	元/千克	15.3	14.9	14.3	14.3	0.00%
出厂价:氯化钾(60%粉):青海盐湖:周	元/吨	2,307	2,334	2,250	2,250	0.00%
出厂价:氟制冷剂(R32):浙江巨化:周	元/吨	20,731	17,106	14,900	14,900	0.00%
市场价:聚甲醛 POM(注塑,南通宝泰菱 M90-44):余姚塑料城:周	元/吨	18,385	15,080	13,500	13,500	0.00%
现货价:三元乙丙橡胶(4045):国内:周	元/吨	17,573	15,865	14,630	14,650	0.14%
现货价:平均价:蛋氨酸:周	元/吨	19,738	18,128	17,166	17,108	-0.34%
市场价(中间价):轻质纯碱:全国:周	元/吨	1,868	1,810	1,673	1,685	0.71%
市场报价:维生素 K3:MSB96%:国产:周	元/千克	81	92	97	94	-3.61%
市场报价:生物素:2%:国产:周	元/千克	78	55	56	56	0.54%
出厂价:复合肥(45%CL(15-15-15)):山东谷丰源:周	元/吨	2,131	2,285	2,285	2,285	0.00%
出厂价:氟制冷剂(R134a):浙江巨化:周	元/吨	32,806	28,923	25,000	25,000	0.00%
市场报价:包衣维生素 C(VC):97%:国产:周	元/千克	42	29	26	26	0.00%
出厂价:硫酸钾(50%粉):山东海化:周	元/吨	2,724	2,725	2,620	2,620	0.00%
出厂价:氟制冷剂(R125):浙江巨化:周	元/吨	27,483	23,376	20,000	20,000	0.00%
出厂价:氟制冷剂(R410a):浙江巨化:周	元/吨	25,800	22,642	19,500	19,500	0.00%
出厂价:氟制冷剂(R22):浙江巨化:周	元/吨	20,721	17,580	15,000	15,000	0.00%
市场报价:叶酸:98%:国产:周	元/千克	214	339	350	350	0.00%
市场价(现货基准价):顺丁橡胶(BR9000):上海:周	元/吨	12,802	11,281	10,970	11,280	2.83%
市场价(中间价):聚氯乙烯 PVC(乙烯法):全国:周	元/吨	7,050	6,964	6,958	6,941	-0.24%
出厂价:尿素(大颗粒):中海油化学:周	元/吨	1,972	1,928	1,840	1,800	-2.17%
期货结算价(连续):天然橡胶:周	元/吨	11,083	11,322	10,513	10,893	3.61%
现货价:间苯二酚:国内:周	元/吨	103,132	107,420	113,500	113,625	0.11%
现货价(高端价):聚合 MDI(桶装):外盘:周	美元/吨	2,206	1,650	1,464	1,450	-0.98%
市场价(中间价):烧碱(32%离子膜):全国:周	元/吨	1,103	892	811	813	0.20%
现货价:HDI:国内:周	元/吨	55,350	67,411	64,000	64,000	0.00%
市场价(高端价):硫磺:镇江港:周	元/吨	1,228	947	733	705	-3.82%
市场价(高端价):苯胺:华东地区:周	元/吨	9,640	6,191	6,300	6,300	0.00%
出厂价:磷酸二铵(57%原色):山东鲁北:周	元/吨	2,481	2,468	2,230	2,200	-1.35%
现货价:氢氟酸:国内:周	元/吨	12,299	10,566	9,800	9,320	-4.90%
市场价(主流价):不饱和树脂(191#):华东市场:周	元/吨	10,382	8,352	7,920	8,020	1.26%
市场价(主流价):磷酸一铵(55%粉状):江苏地区:周	元/吨	2,334	2,160	2,088	2,069	-0.91%

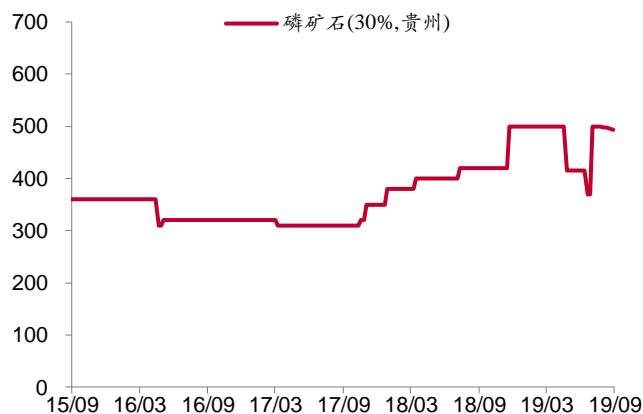
现货价:氯丁橡胶:国内:周	元/吨	66,626	63,255	56,700	56,000	-1.23%
现货价:平均价:赖氨酸:周	元/吨	8,241	7,271	6,700	6,556	-2.15%
市场报价:泛酸钙:98%:国产:周	元/千克	146	300	355	355	0.00%
现货价:PMMA:国内:周	元/吨	24,019	17,564	15,140	15,340	1.32%
出厂价:低密度聚乙烯 LDPE(2426H):大庆石化:周	元/吨	9,714	8,668	8,120	8,140	0.25%
现货价(中间价):磷酸二铵(64%颗粒,散装):FOB 美国海湾:周	美元/吨	420	368	325	325	0.00%
价格:碳酸锂 99.5%电:国产:周	元/吨	112,450	74,224	62,700	61,760	-1.50%
市场报价:维生素 D3(50 万 IU/g):国产:周	元/千克	402	278	214	195	-8.88%
市场价(现货基准价):DOP:华东:周	元/吨	8,998	7,847	7,530	7,760	3.05%
市场价(高端价):MDI-50(桶装):华东地区:周	元/吨	31,594	24,110	21,714	21,017	-3.21%
市场报价:维生素 B2:80%:国产:周	元/千克	235	131	107	107	0.00%
到货价(中间价):电石:西北地区:周	元/吨	3,089	3,045	2,982	2,969	-0.44%
现货价(中间价):尿素(大颗粒,袋装):FOB 美国海湾(p.s.t.barge):周	美元/吨	260	251	248	254	2.09%
现货价(高端价):纯 MDI(桶装):外盘:周	美元/吨	3,217	2,481	2,200	2,200	0.00%
市场报价:维生素 B12:液相 1%:国产:周	元/千克	369	215	178	178	0.00%
期货结算价(活跃合约):黄玉米:周	元/吨	1,832	1,900	1,896	1,876	-1.08%
市场价(高端价):纯 MDI(桶装):华东地区:周	元/吨	28,693	21,307	18,700	18,800	0.53%
市场价(高端价):甲苯二异氰酸酯(TDI)(T80):华东地区:周	元/吨	27,722	14,186	12,929	12,900	-0.22%
出厂价:尿素(小颗粒):山东联盟:周	元/吨	1,986	1,938	1,790	1,802	0.67%
市场报价:维生素 A(50 万 IU/g):国产:周	元/千克	671	370	367	360	-2.04%
单价:色氨酸:国产:25 公斤/件,99%:周	元/千克	70	51	43	43	0.00%
现货价:黄磷:国内:周	元/吨	15,244	16,330	16,460	17,420	5.83%
市场价(低端价):聚合 MDI(桶装):华东地区:周	元/吨	17,453	13,765	12,486	12,400	-0.69%
出厂价:硫酸铵:齐鲁石化热电厂:周	元/吨	576	592	580	576	-0.69%
市场价:液氨:山东鲁北:周	元/吨	3,029	2,941	2,811	2,783	-1.00%
现货价:草甘膦(95%):国内:周	元/吨	27,088	24,933	24,780	24,740	-0.16%
现货价:硫酸(98%):国内:周	元/吨	373	294	189	176	-6.88%
市场价(高端价):环氧树脂:华东市场:周	元/吨	21,225	19,754	18,900	18,900	0.00%
平均价:苏氨酸:周	元/吨	8,586	7,659	6,843	6,617	-3.31%
现货价:三聚磷酸钠(工业级 94%):国内:周	元/吨	5,153	5,607	5,780	5,900	2.08%
现货价:磷酸(85%):国内:周	元/吨	4,702	5,150	5,240	5,500	4.96%
期货结算价(连续):乙醇:周	美元/加仑	1.4	1.4	1.3	1.3	-1.35%

来源: Wind、中泰证券研究所

图表 17: 黄磷、磷酸和三聚磷酸钠价格 (元/吨)
图表 18: 磷矿石(30%, 贵州)价格 (元/吨)

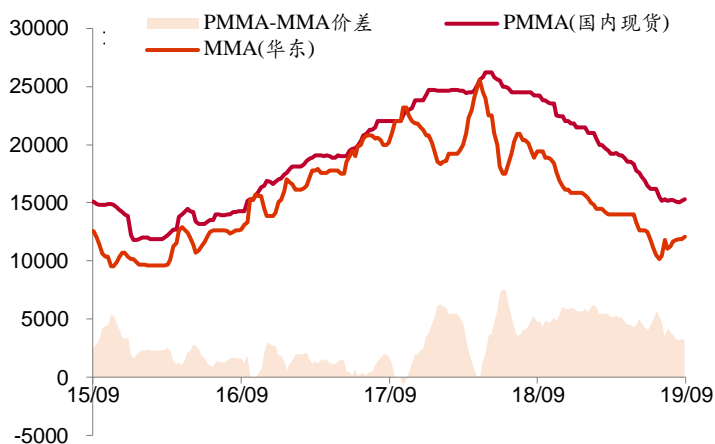


来源: Wind、中泰证券研究所



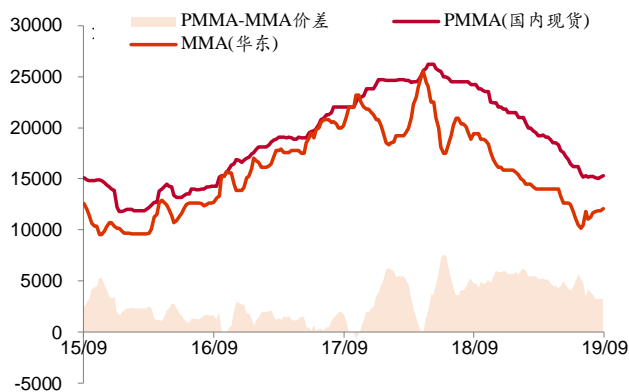
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: MMA、PMMA 价格 (元/吨)



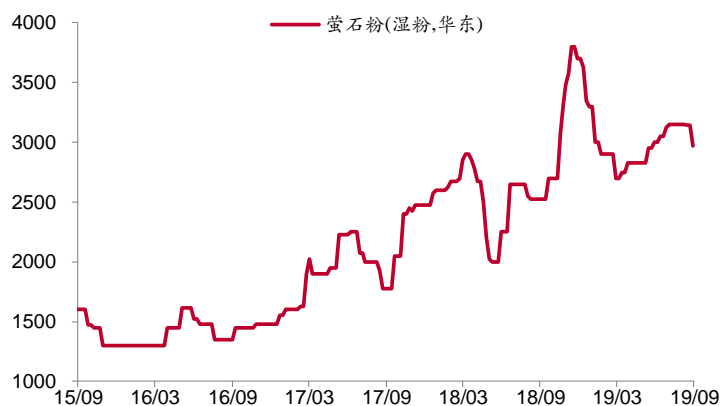
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: 草甘膦价格 (元/吨)



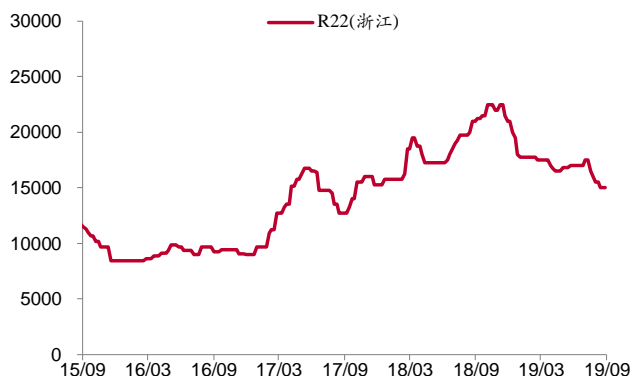
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: 萤石粉价格 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

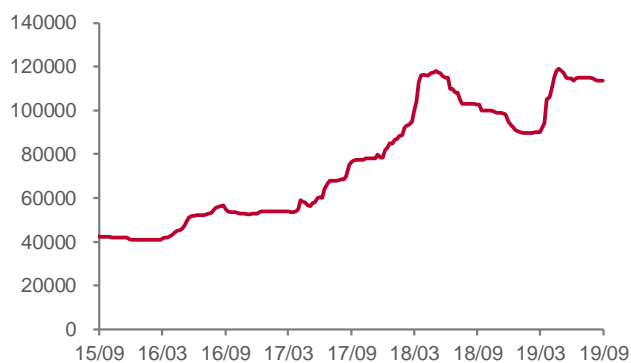
图表 22: R22 价格 (元/吨)



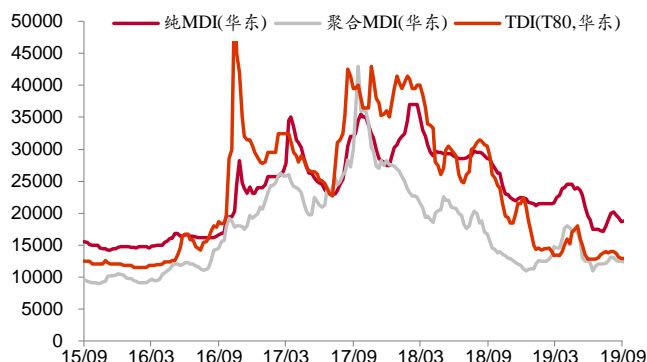
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 23: 间苯二酚价格 (元/吨)

图表 24: 异氰酸酯价格 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

化工产品价差

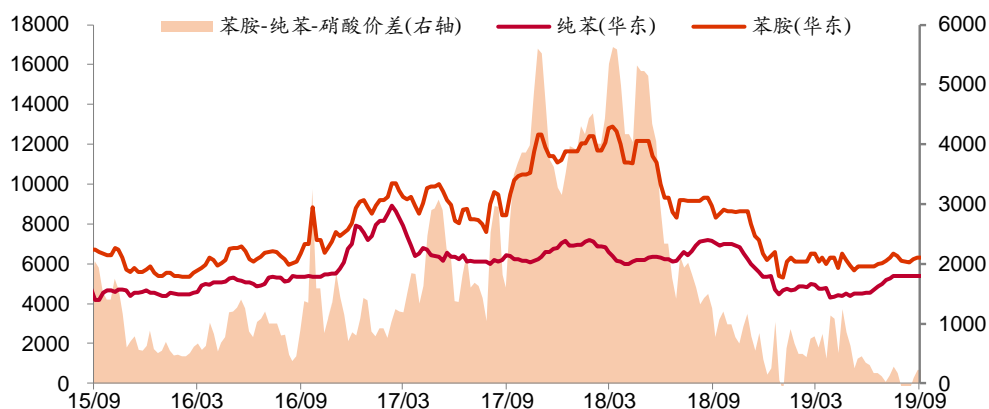
上周化工产品价差涨幅前五: 炭黑-煤焦油价差、华东纯 MDI-苯胺-甲醛价差、尿素-烟煤价差、尿素-无烟煤价差、尿素-LNG 价差, 涨幅分别为 111.6 元/吨、100.0 元/吨、12.0 元/吨、12.0 元/吨、12.0 元/吨。价差跌幅前五: 三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差、二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差、甘氨酸法草甘膦价差、氢氟酸价差、IDA 法草甘膦价差, 跌幅分别-120 元/吨、-122.0 元/吨、-419.44 元/吨、-441.4 元/吨、-549.9 元/吨。

图表 25: 2019 年 9 月 6 日主要基础化工品价差 (元/吨)

	2018 年均价差	2019 年均价差	2019/09/06	周涨跌	2017.01-2019.09 价差走势
纯碱-原盐-动力煤价差	1239	1192	1199	-24	
尿素-烟煤价差	1333	1354	1227	12	
尿素-无烟煤价差	777	856	747	12	
尿素-LNG 价差	121	275	409	12	
一铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	685	544	578	-100	
二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	449	493	332	-122	
复合肥价差	-202	12	147	5	
三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	-88	31	237	-120	
甘氨酸法草甘膦价差	10915	10240	10669	-419	
IDA 法草甘膦价差	6543	6521	6193	-550	
氨纶-纯MDI-PTMEG 价差	14784	14221	15570	0	
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	2649	1816	1325	-51	
TPU-纯MDI 价差	14976	14339	16760	-30	
苯胺-纯苯-硝酸价差	2604	515	222	4	
华东纯MDI-苯胺-甲醛价差	20740	16399	13791	100	
华东聚合MDI-苯胺-甲醛价差	10344	8913	7391	-86	
华东MDI 综合价差	17158	13064	10881	-30	
TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	22881	9133	7808	-26	
炭黑-煤焦油价差	2745	2998	3834	112	
聚碳酸酯PC-双酚A 价差	13891	7510	8508	-24	
PMMA-MMA 价差	4695	5059	3240	-50	
氢氟酸价差	4966	3196	1410	-441	
金红石型钛白粉-钛精矿价差	14051	13305	12310	10	

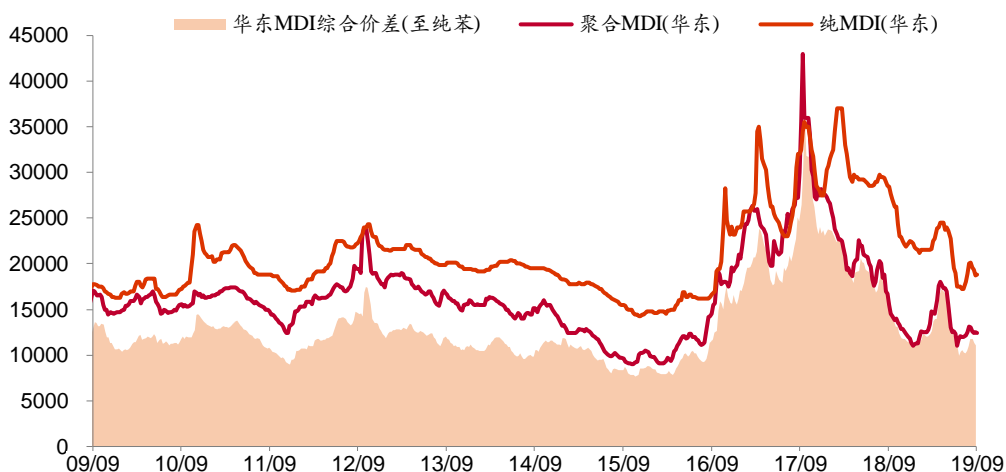
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 26: 苯胺-纯苯-硝酸价差 (元/吨)



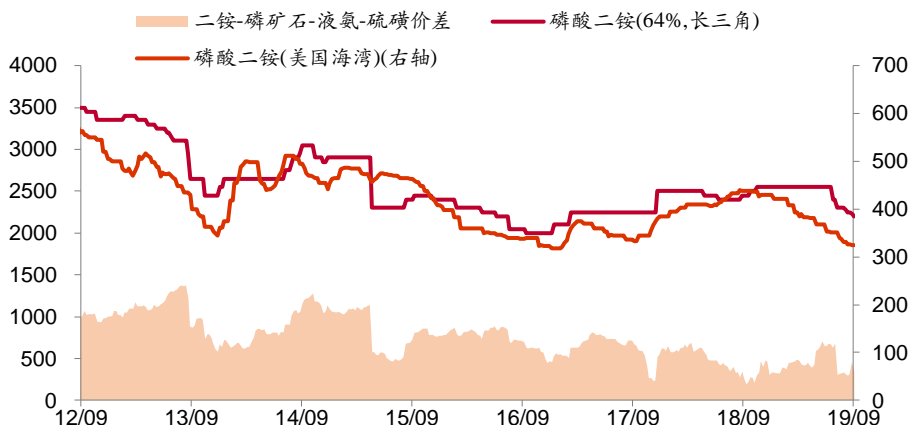
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27: MDI 综合价差 (元/吨)



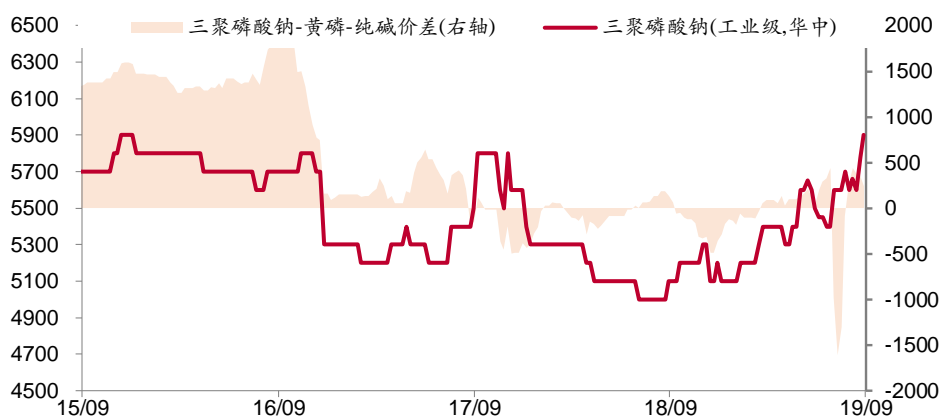
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差 (元/吨)



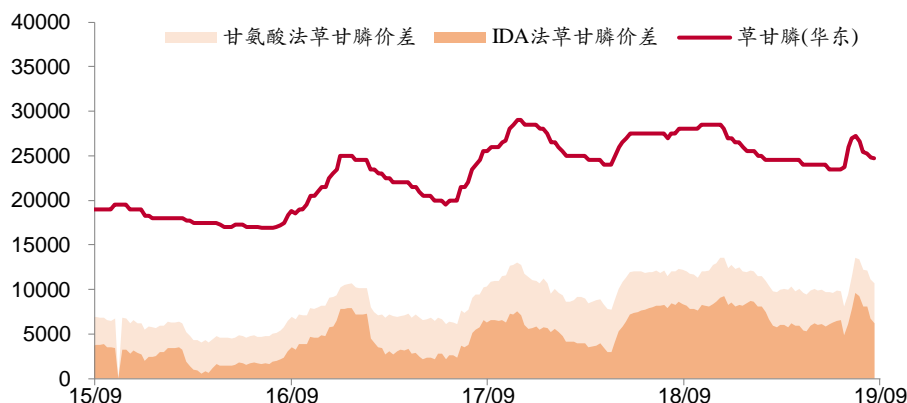
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 29: 三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 30: 甘氨酸法/IDA 法草甘膦价差 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

投资建议

重点关注农化板块投资机会 (新洋丰、华鲁恒升、扬农化工等)

- 今年厄尔尼诺持续至年底, 农产品价格有望持续上行。厄尔尼诺指数衡量全球天气的异常程度, 通常 4-5 年一个周期。每逢厄尔尼诺, 全球异常天气频发, 中国表现为严重的南涝北旱, 经回测厄尔尼诺年份, 我国主要农作物都有明显的减产迹象。据 NOAA 最新预测, 本次厄尔尼诺从去年底形成, 持续时间将长达 15 个月。随着农产品逐步进入收获季节, 减产有望逐步证实, 部分主要农产品有望走出价格底部, 进入涨价周期。
- 农产品涨价为农化行业带来增量需求, 在行业有效供给持续收缩的环境下, 伴随着农产品涨价, 板块业绩弹性将充分释放, 分析如下:
 - 1、农产品涨价趋势下, 种植效益的改善一方面提高农户采购农资的积极性, 促进农户增加化肥的施用量、施用更多优质的肥料, 另一方面, 种植效益的改善, 也增强了农户对农资涨价的接受能力;
 - 2、行业供给仍在收缩, 在环保高压下, 不符合环保要求的农化企业开工

持续下滑，据卓创数据，环保整治以来，全国化肥产量下降 29%，农药产量下降 45%；但环保符合要求的龙头企业产量稳中有升，不断扩大市场份额，我们选择具有代表性的龙头公司，环保整治以来，化肥产销保持平稳，农药产销增长 51%，市场份额向龙头公司集中的迹象明显。

- **农化板块投资建议：我们建议关注新洋丰、华鲁恒升、扬农化工等。**

持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化）

- 当前油价水平下，炼化景气度高企。自 2014 年起炼化景气度逐步攀升，乙烯裂解价差是炼化景气度的关键指标。油价在 80 美元/桶以下是炼化企业盈利最好的阶段，炼化企业将在这个时期完成资产负债表和估值的双重修复。
- 民营大炼化将塑造千亿市值行业龙头，看好聚酯产业链。据我们预计，2018 年底之后将迎来几大民营炼化投产高峰，此轮民营炼化扩产具备独一无二的优势：
 - 1) 技术先进、规模大、成本低、竞争力极强。据石油与化工园区网数据显示，荣盛石化和桐昆股份参股的浙江石化炼化项目一期和二期均为 2000 万吨产能，恒力集团在大连长兴岛的炼化项目也是 2000 万吨规模，合计 2200 万吨。这些炼化装置的规模均是世界一流的，目前全球 2000 万吨炼化规模的企业仅有 20 余家，国内仅有中石化的镇海炼化（2300 万吨）和中石油的大连石化（2050 万吨），民营大炼化将跻身全球最具竞争力的炼化企业行列，并且由于采用了最先进的生产工艺和更加合理的产品方案，盈利能力胜过已有产能。
 - 2) 产品结构更加合理。民营大炼化的核心产品的对二甲苯（PX），目前我国 PX 对外依赖度达到 59%，2017 年进口量为 1444 万吨，目前在我国整个聚酯产业链中，PX 最为短缺，长期受制于人（韩国、日本、新加坡等），产业链盈利很大一部分被海外截留。浙江石化一期 PX400 万吨，恒力炼化 PX450 万吨，文莱炼化 PX150 万吨，他们投产之后将有效降低我国 PX 对外依赖度，并将整个产业链的利润点均掌握在自己手中。与国内炼化企业相比，这几个民营大炼化尽量降低成品油的产量，增加具备高附加值的化工品的产量，从而可以有效规避成品油过剩带来的威胁，保证项目盈利能力。
 - 3) 实现真正的一体化配套，掌握全产业链利润。这几个民营大炼化将进一步提升我国聚酯行业龙头的全球竞争能力，实现“原油—PX—PTA—聚酯”的一体化布局。荣盛目前具备强大的中游 PTA 能力，因此他们在积极布局上游炼化和下游聚酯长丝的能力；桐昆具备独一无二的下游长丝产能，因此正在努力补齐上游 PX 和中游 PTA 的能力。

继续推荐氟化工板块（金石资源）

- **氟化工产业链：制冷剂升级换代及氟聚合物的持续发展，带动氟化工产业链需求稳定增加；同时国家重视原料萤石开采，不断提高行业准入门槛，供应持续收紧；氟化工产业链有望长期景气上行，利好布局萤石原料企业。日本限制对韩出口电子化学品，国内高等级电子氢氟酸厂商有望受益。ODS 专项执法行动有望推升替代品 141b 价格。**
- **原材料萤石供给将持续受到控制，产量可能进一步回落，2016 年 11 月**

通过的《全国矿产资源规划（2016-2020）》中，萤石被列入战略性矿产目录，作为矿产资源宏观调控和保护的重点对象，萤石的战略资源属性被加强；国内萤石产能散乱小问题较为显著，根据卓创数据，产能在一万吨以上的企业仅 20 家，合计占行业总产能比例不足 30%，行业大部分以小企业为主，2017 年开始环保趋严，散乱小的萤石产能不断退出市场，国内萤石矿产量开始下降，2018 年国内萤石矿精矿产量 354 万吨，较 2017 年下滑 17.6%，降幅明显；产量快速收缩，供应缺口主要从国外进口满足，2018 年国内萤石进口大幅增长 214%，总进口 51 万吨，净进口 11 万吨，进口快速增加；2019 年 1 月工信部发布《萤石行业规范条件》（征求意见稿），意见稿进一步提高了萤石行业的准入门槛，规定新建萤石产能不低于 5 万吨/年，本规范条件实施前已投产的项目若扩建，开采量不低于 2 万吨/年，行业准入进一步提高，散乱小的企业产能将进一步缩减。

- **氢氟酸产能过剩，半导体用电子级氢氟酸供应不足**，氢氟酸属于高危化学品，腐蚀性极强，生产过程中“三废”问题突出，同时副产的含氟盐酸处理难度大，其胀库时限制企业开工，目前国内氢氟酸产能 200 万吨，受环保安检影响长期停车 35 万吨，产能长期利用率维持在 60%附近，产能过剩问题突出；国内电子级氢氟酸产能 24 万吨左右，主要在中低端领域，高等级的电子级氢氟酸生产技术门槛高，主要在于如何将金属离子的含量控制在较低水平，通常半导体用电子级氢氟酸需要达到 G4 及以上水平，目前国内具有 G4（UP-SS）及以上等级的装置仅三家，包括已经投产的多氟多（5000 吨 G5 级，5000 吨 G4 级，2012 年建成）和滨化股份（6000 吨 G4 级，2018 年试生产，目前产能利用率 39.9%），在建的湖北兴力（规划 G5 级），目前多氟多产品已经进入美、韩供应链，年供应 3000 吨；日本对韩限制高纯电子化学品的出口，有望推动国内高等级电子级氢氟酸发展，帮助国内企业进入全球半导体化学供应链。
- **制冷剂升级换代，对氟化工产业链带来增量需求**，目前国外二代制冷剂（HCFCs）仅保留基准水平的 0.5%供维修使用，2013 年开始，国内以 2009-2010 年的平均生产规模为基准，冻结并削减二代制冷剂的生产配额，其中 2015 年削减基准的 10%，2020 年前削减基准的 25%，二代制冷剂将逐步退出市场；但氟需求未来会有所增加，主要原因在于淘汰的二代制冷剂将主要由三代和四代制冷剂取代，三代制冷剂（HCFs）平均含氟量 75.66%，较二代制冷剂的 45.66%高出 30pct，四代制冷剂（HFOs）平均含氟量 56.25%，较二代制冷剂高出 10pct，制冷剂的升级换代将明显拉升氟元素需求。
- **氟聚合物产量持续增加，拉升氟元素需求**，二代制冷剂的代表 R22 是氟聚合物生产的关键原料，这部分 R22 下游不用于制冷，不会被淘汰，以 R22 为原料可以生产氟聚合物，包括氟树脂、氟涂料、氟橡胶等，需求量不断增加，以 PTFE（又称“塑料王”，其具备抗强酸腐蚀、耐高温等优良属性，应用范围不断扩大）为代表，其产量从 2013 年的 5.94 万吨增加至 2018 年的 8.37 万吨，五年年均复合增速 7.1%，对应的 R22 需求量从 11.92 万吨增加至 16.7 万吨，不断带动氟元素需求。

风险提示

- 下游需求萎靡的风险；
- 地缘政治冲突的风险；
- 商品价格下行的风险；
- 项目建设不达预期的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。