

10月MDI展望：供大于求状况无实质性改善

——化工行业周报

✍️ : 范飞 执业证书编号: S1230512030001
☎️ : 021-80106029
✉️ : fanfei@stocke.com.cn

行业评级

化工 中性

■ MDI供给：供给平稳增长

- 1) MDI供给：据百川资讯统计，2019年1-9月整体看MDI的开工率高于去年同期，估计产量同比增长8.9%左右；
- 2) 从进出口看，截止8月底的数据显示，今年净出口25.18万吨，累计同比增长约13%，主要是进口聚合MDI同比减少，出口量绝对值增加不多；

■ MDI需求：今年是过去四年中最差的一年

- 1) 聚合MDI需求：我们估计，1-8月聚合MDI累计需求增速为-0.1%，按此方法估计的需求2016-2018年分别为6.03%、7.71%、0.19%，即今年是过去四年中需求最差的一年；
- 2) 从纯MDI需求看，拉动MDI需求的主力氨纶；而浆料需求为负增长，延续了2017-2018年以来的趋势；鞋底原液整体维持平稳，开工负荷不到5成。浆料稍有改善，整体开工负荷小幅提负，部分厂家满负运行截止8月底，我们估计，今年累计的纯MDI需求为低速增长；

■ 10月价格展望

综合看，四季度虽然万华和巴斯夫均有检修计划，并有提价预期，但是从实际的供需来看，并无实质性改善，除非有更大的供给冲突或可以打破供需平衡。

■ 其他产品价格涨幅：

国内天然气（12.24%）、二氯甲烷（10.69%）、甲醇（9.95%）、2%生物素（8.06%）、碳酸二甲酯（5.77%）、MMA（4.87%）、硝酸铵（4.66%）、环氧丙烷（4.28%）、硫磺（4.10%）、裂解C5（2.98%）；

关注三季度业绩良好的细分领域，涤纶长丝（受益于原料价格下跌，供需状况良好恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣）、PDH（受益于丙烷价格下跌，卫星石化、东华能源）、轮胎（受益于海外轮胎厂效益提升玲珑轮胎、赛轮轮胎）

相关报告

- 1《预估三季度PDH盈利改善较为明显》2019.09.22
- 2《如果汽车反弹，轮胎弹性有多大？》2019.09.14
- 3《9月展望：涤纶长丝的甜蜜时刻》2019.09.08
- 4《9月MDI展望：提价是反转还是涨价去库存？》2019.09.02
- 5《MDI、制冷剂持续下跌；醋酸疯涨》2019.08.25

报告撰写人：范飞
数据支持人：范飞

正文目录

1. 9月展望 MDI 提价是反转还是涨价去库存？	4
1.1. MDI 供给:	4
1.2. MDI 需求	5
1.2.1. 聚合 MDI 需求	5
1.2.2. 纯 MDI 需求	5
1.3. MDI 供需缺口	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: MDI 开工率	4
图 2: MDI 净出口	4
图 3: 聚合 MDI 供需缺口	6
图 4: 纯 MDI 供需缺口	6
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	12
图 20: 磷酸二铵价格走势图: 元/吨	12
图 21: 磷酸一铵、硫磺价格走势图: 元/吨	12
图 22: 盐湖 60%氯化钾: 元/吨	12
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)	14
图 29: 6321-裂解吨毛利 (左) VS 原油 (美元/桶, 右)	14
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

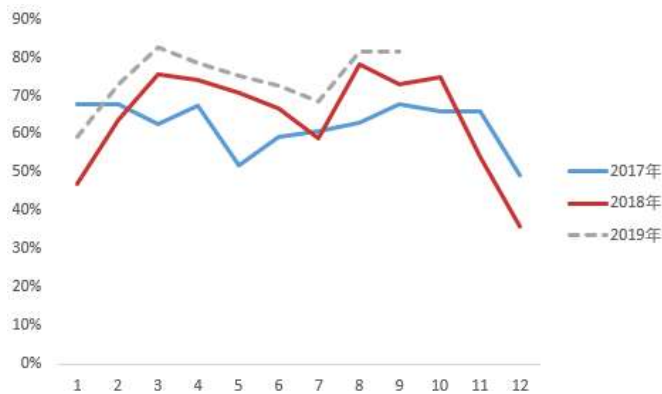
1. 10月展望 MDI：供给过剩状况并无实质性改善

1.1. MDI 供给：供给仍然同比稳定增长

MDI 供给：据百川资讯统计，2019 年 1-9 月整体看 MDI 的开工率高于去年同期，估计产量同比增长 8.9%左右；9 月份产量单月同比增长 11%；

我们注意到 2017-2018 年 11-12 月份 MDI 开工率均明显回落，以应对季节性需求波动，除非 2019 年检修力度大于往年，否则，同比来看，供应不会明显减少，继续观望万华和巴斯夫等企业的检修情况。

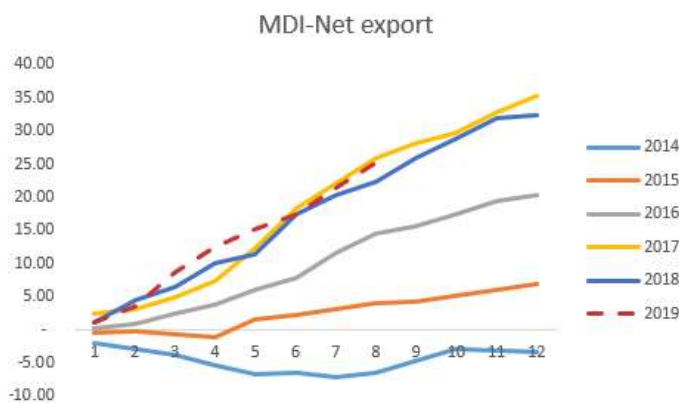
图 1：MDI 开工率



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

从进出口看，截止 8 月的数据显示，今年净出口 25.18 万吨，累计同比增长目前在约 13%，主要是今年进口聚合 MDI 同比减少所致，出口量绝对值增加不多；

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 8 月底分别为 6.22%和 10.56%；根据 9 月份情况看，国内的供应量同比仍然较多，预估国内供应同比增长在 8-10%左右；

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
2019 年 8 月	2.8	13.4	-10	-12.5	-1.4

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,1-8 月聚合 MDI 累计需求增速为-0.1%,按此方法估计的需求 2016-2018 年分别为 6.03%、7.71%、0.19%,即今年是过去四年中需求最差的一年。

1.2.2. 纯 MDI 需求

从纯 MDI 需求看,拉动 MDI 需求的主力氨纶;而浆料需求为负增长,延续了 2017-2018 年以来的趋势;鞋底原液整体维持平稳,开工负荷不到 5 成。浆料稍有改善,整体开工负荷小幅提负,部分厂家满负运行截止 8 月底,我们估计,今年累计的纯 MDI 需求为低速增长;

表 2: 纯 MDI 主要下游需求增速估计

%	氨纶	浆料	鞋底	TPU 及其他
2019 年 5 月	7.84	-11.90	0.40	6.00
2019 年 6 月	6.61	-5.50	-0.60	6.00
2019 年 7 月	7.12	-16.20	0.40	5.80
2019 年 8 月	7.73		0.00	5.6

资料来源: Wind、浙商证券研究所估计

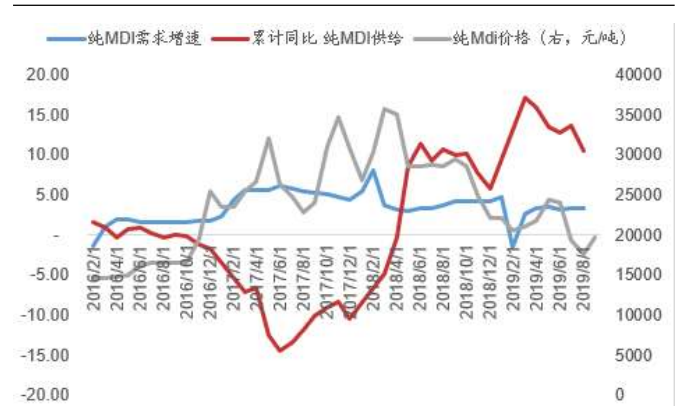
1.3. MDI 供需缺口

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 9 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？

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，MDI 价格走势或类似于染料价格情况。

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	国内天然气	12.24%	-38.72%	环己酮	-5.92%	0.89%
2	二氯甲烷	10.69%	-4.92%	无水氢氟酸	-6.15%	-32.80%
3	甲醇	9.95%	10.60%	丁二烯	-6.91%	9.05%
4	2%生物素	8.06%	15.52%	二甲基硅油	-7.32%	-17.39%
5	碳酸二甲酯	5.77%	-4.16%	有机硅 D4	-7.32%	-2.56%
6	MMA	4.87%	-16.79%	硝酸	-7.52%	19.05%
7	硝酸铵	4.66%	-5.58%	维生素 D3	-8.57%	-54.93%
8	环氧丙烷	4.28%	-1.29%	天然气期货	-9.21%	-24.56%
9	硫磺	4.10%	-51.85%	有机硅 DMC	-10.53%	-8.11%
10	裂解 C5	2.98%	1.82%	沉淀混炼胶	-11.11%	-8.57%

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 54.91 美元/桶, +3.98%)

磷矿石 (兴发磷矿 25%, 320 元/吨, 0.0%)

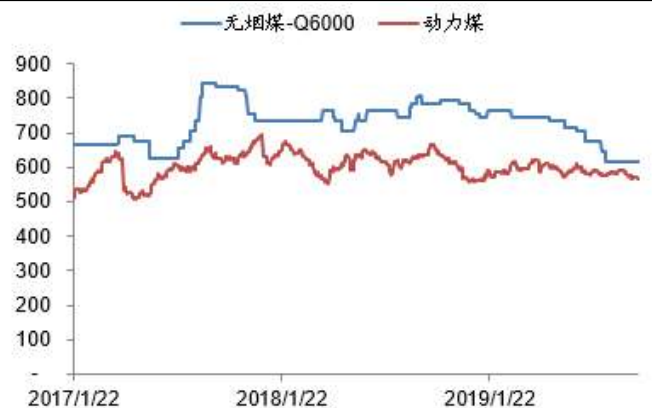
天然橡胶 (期货 11615 元/吨, +1.22%)

图 3: 原油价格: 美元/桶



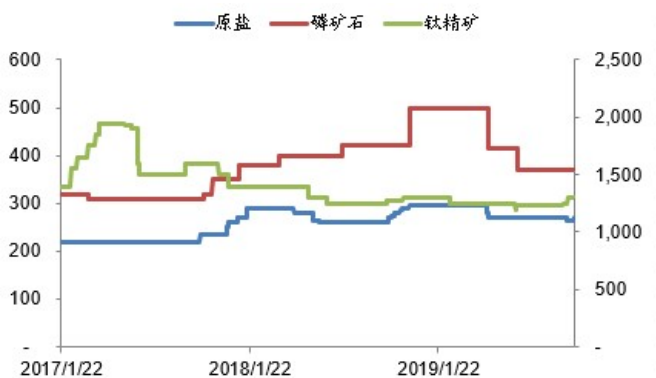
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 4: 动力煤价格: 元/吨



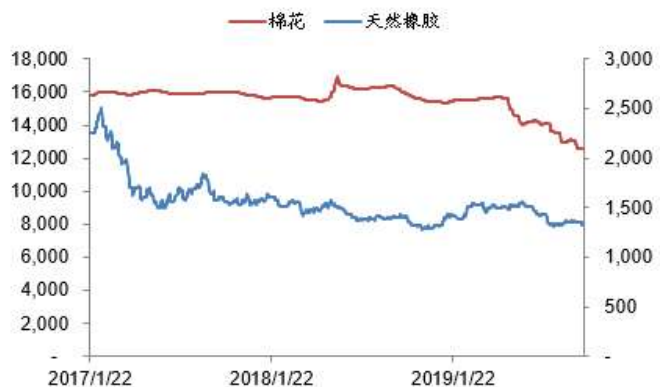
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

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



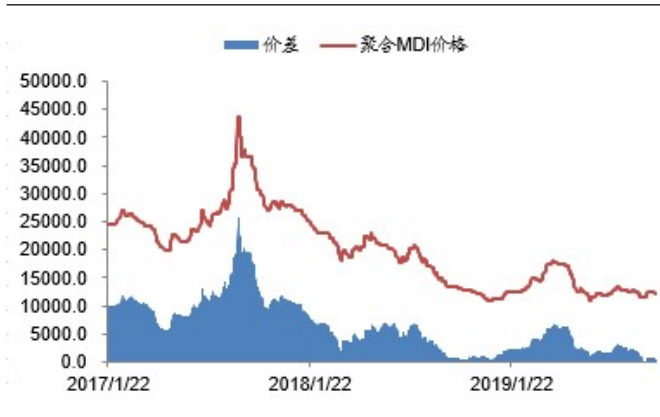
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

3.2. 聚氨酯系列产品

聚合MDI (12511元/吨, -2.21%): 国内聚合MDI市场弱势下滑。上海科思创及瑞安对经销商报价执行12300元/吨, 而下游需求跟进欠佳, 节后场内气氛清淡, 实单成交乏力, 业者后市心态偏弱, 低价盘略增。

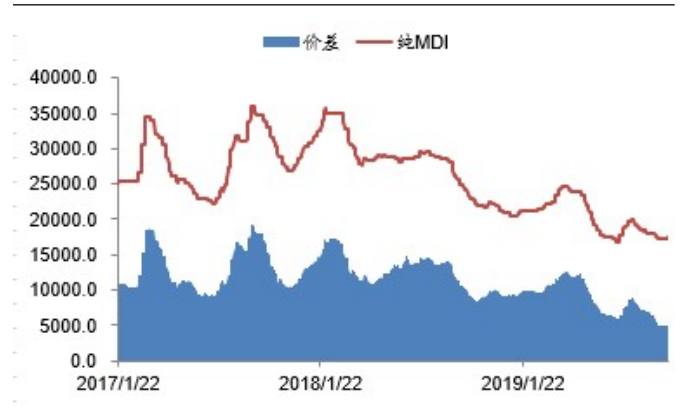
纯MDI (17500元/吨, +1.45%): 国内纯MDI市场稳中走强, 韩国锦湖美金价坚挺, 成本面支撑下, 市场报盘小幅上调, 不过下游需求面依旧不佳, 部分刚需小单采购, 场内询盘气氛一般, 业者对后市多谨慎观望情绪;

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



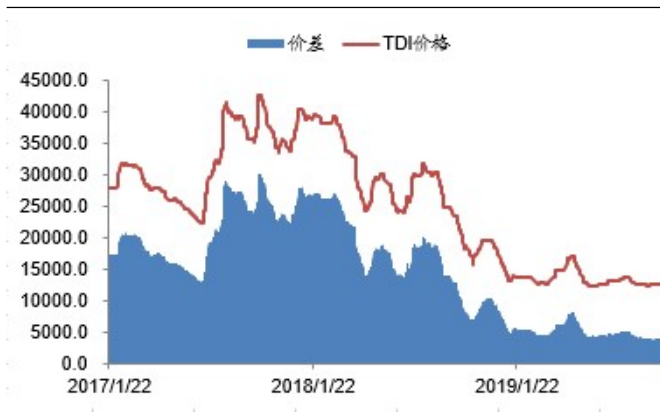
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

TDI (12400 元/吨, +1.75%);

DMF (5775 元/吨, -2.38%)。

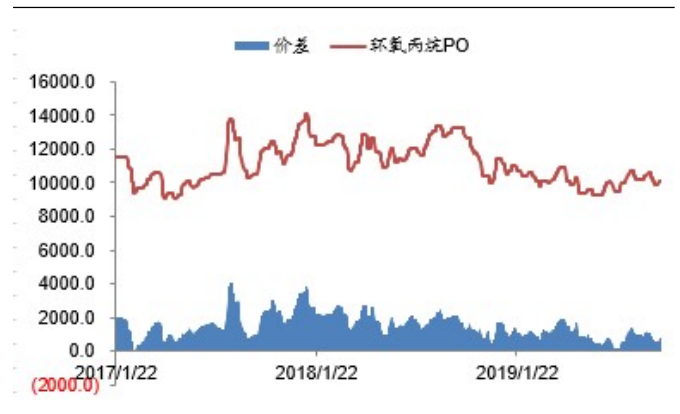
PO (10150 元/吨, +4.28%) 原料丙烯价格上调, 成本面支撑力度增加, 工厂库存无压, 挺市心态仍存, 但终端需求不足, 下游聚醚厂出货不佳, 续涨动力不足。

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 (8483 元/吨, -5.92%)。本周国内环己酮市场弱势走跌。期间, 原料纯苯中石化挂牌价格下跌 150 元/吨至 5750 元/吨, 环己酮厂家成本面支撑走弱, 本周环己酮装置平均开工率为 63.27%。华鲁恒升 6 万吨/年环己酮装置计划 10 月降负生产, 时间尚未确定; 鲁西化工 10 月 10 日临时恢复出货; 山东方明 10 万吨/年环己酮装置 10 月 10 日停车检修约 25 天, 期间洪达内供; 江苏大丰海力 50 万吨/年环己酮装置停车, 计划月底重启; 阳煤丰喜 6 万吨/年环己酮

装置停车检修，计划近期重启；重庆华峰 20 万吨/年环己酮新装置暂未运行，预计 10 月下旬恢复出货；江苏威名石化 15 万吨/年环己酮装置计划 12 月试车运行；水合法环己酮平均利润为 1070 元/吨，氧化法环己酮平均利润为 270 元/吨，较上周平均利润下跌 250 元/吨，本周仍为盈利状态。

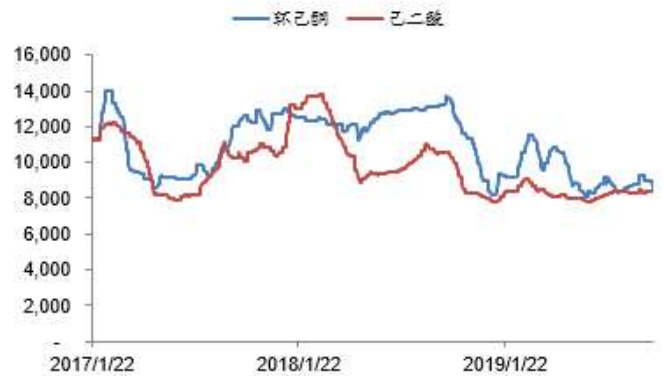
己二酸（8358 元/吨，+0.00%）本周国内纯苯市场行情弱势震荡，中石化挂牌价下调 150 元/吨，己二酸成本面支撑减弱。

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

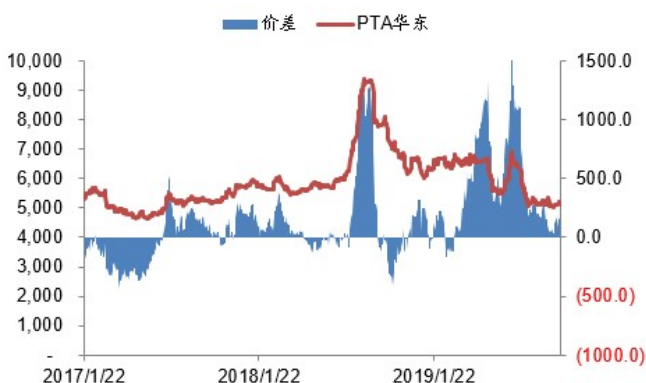
3.3. PX-PTA-涤纶长丝、粘胶：

PX（CFR 中国，798 美元/吨，-0.08%）

PTA（现货 5110 元/吨，+1.39%）。

涤纶（POY，7400 元/吨，-2.63%）：本周涤纶长丝企业平均开工率约为 87.16%，较上周开工率下降了 0.24；下游织造综合开机 73%附近，环比下滑 5 个百分点；现阶段涤丝 FDY 整体亏损幅度较为严重，不排除有其他工厂加入减产、检修状态。坯布方面，坯布织造库存为 39-40 天左右，部分产品订单有好转。且随着气温走低，部分秋冬产品产销好于前期，厂家信心稳定；

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，10 月份以来，平均在 557 元/吨，较上月下滑约 200 元/吨，其中 POY 环节利润约 438

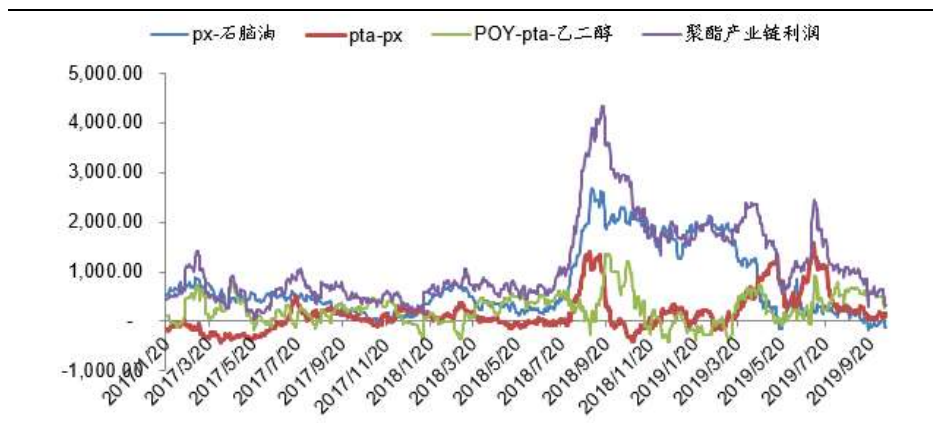
元/吨，仍是相对利润较好的环节；PX 相对石脑油加工利润处于今年以来的最低值。PTA 按照 600 元加工费计算，利润维持在 138 元/吨。部分成本控制较好的 PTA 企业，仍然可以实现较好利润。

表 2: 2019 年 1-10 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 10 月	-19	138	438	557
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 15: 聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利 (元/吨)

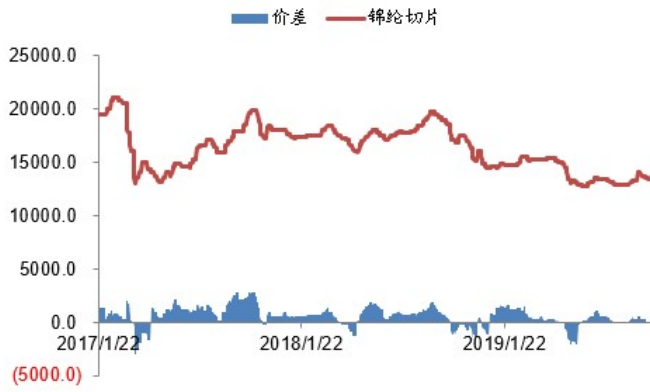


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

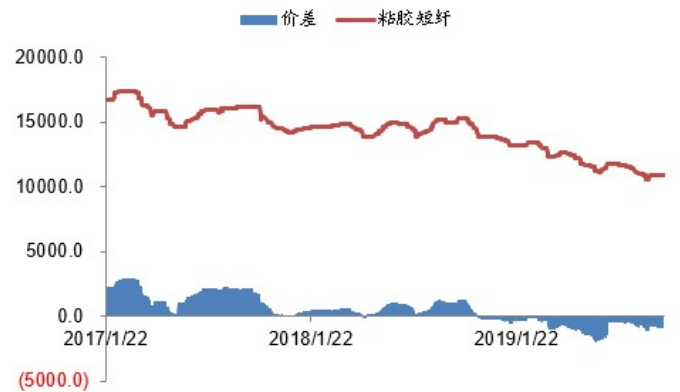
粘胶短纤（10900 元/吨，+0.00%）目前行业整体平均开工率约 7.9 成附近；粘胶短纤仍处于亏损状态，不过近期亏损有所减少。

图 16: 锦纶切片价格及价差走势图: 元/吨

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

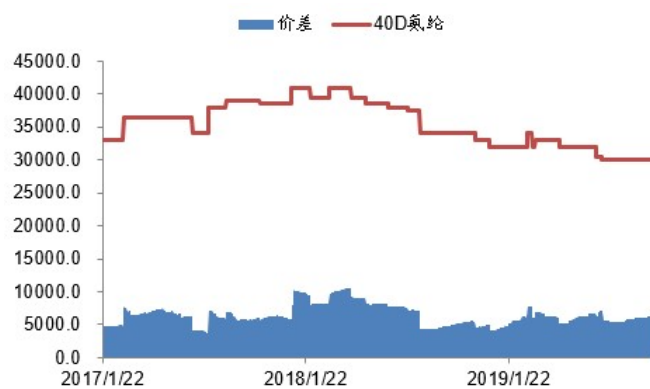


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.4. 氨纶

氨纶（40D、30000 元/吨，0.00%），氨纶开工率 80%，库存 43 天，从 50 天高位逐步回落；氨纶价格目前处于底部位置。

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

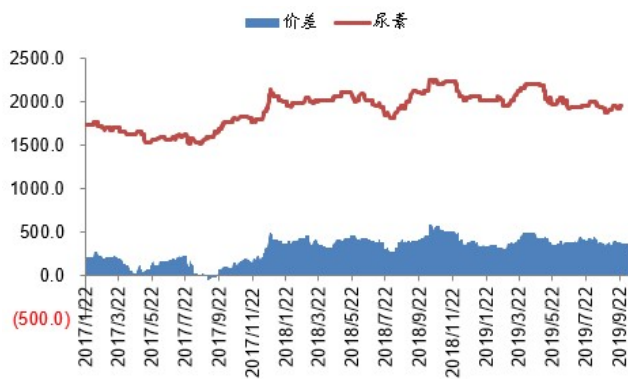
尿素（1752 元/吨，-0.34%）国内日均产量 13.86 万吨，环比减少一万多吨，开工率 62.50%，其中煤头开工 59.84%，环比减少 3.30%，气头开工 70.87%，环比增加 1.25%；

一铵（1934 元/吨，-0.77%）一铵价格持续下滑，较年初下跌-14.61%。

二铵（2408 元/吨，+0.00%）；

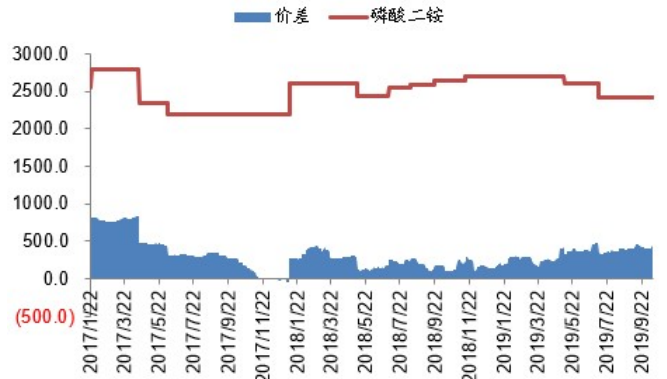
氯化钾（2184 元/吨，-2.15%）

图 19：尿素价格及价差走势图：元/吨



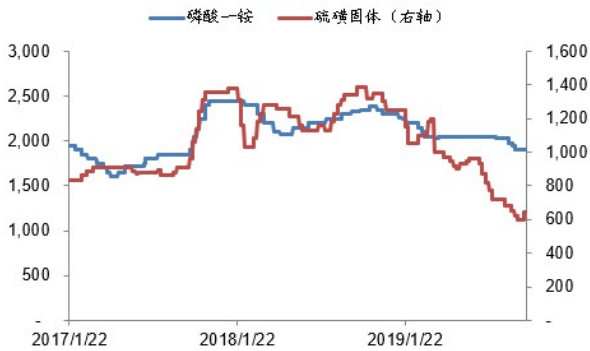
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

图 20：磷酸二铵价格走势图：元/吨



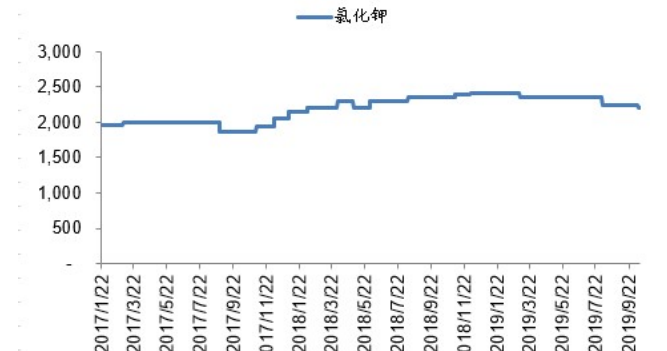
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

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

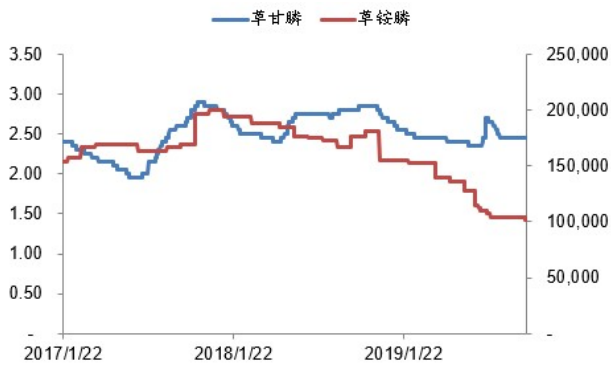
3.6. 农药

草甘膦（24293 元/吨，-0.05%）生产商开工稳定，市场供应充足，库存逐步积累；

草铵膦（102000 元/吨，-1.92%）；主流供应商开工正常；

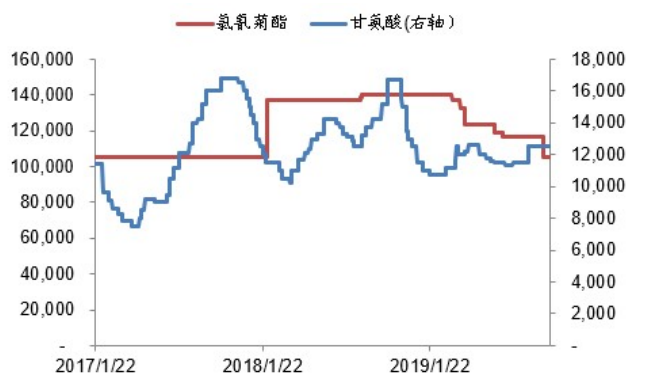
麦草畏价格稳定。

图 23：草甘膦（万元/吨）、草铵膦（右轴，元/吨）价格



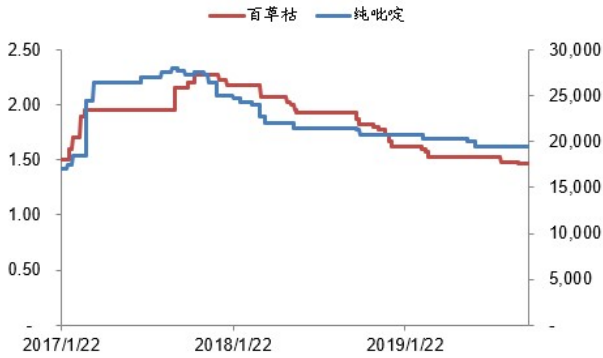
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

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

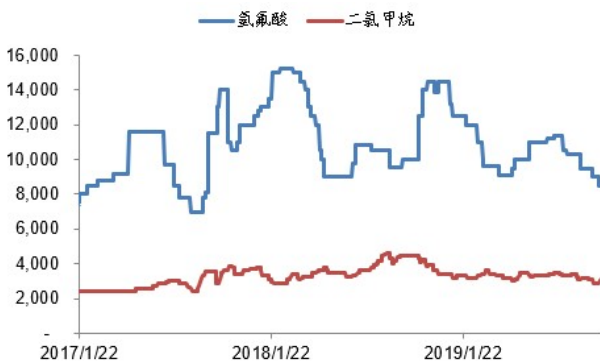
萤石粉（干粉，3125 元/吨，+0.00%）萤石粉市场止跌维稳

氢氟酸（8400 元/吨，-6.15%）无水氢氟酸市场行情弱势，目前下游需求依旧低迷，企业走货不畅，亏损普遍下不少企业停车减产。

R22（12500 元/吨，-3.45%）；R32（15000 元/吨，+0.00%）；

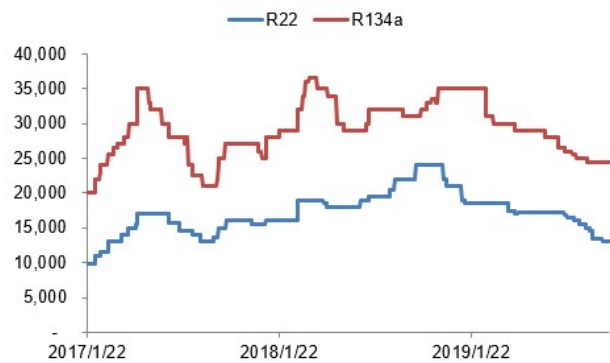
二氯甲烷（2900 元/吨，+10.68%）氯甲烷市场继续走高。开工方面：目前金岭开工 8-9 成左右；江西理文 12 万吨/年甲烷氯化物装置停车，4 万吨/年装置正常运行。部分企业库存压力不大，出货尚可，厂家挺价运行；

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 868 元/吨；采用国内产品结构模型的炼油毛利估计为 541 元/吨；二者均处于今年利润的较高位置。汽柴油价格坚挺，液化气价格上涨。

主营炼厂：本周开工率 84.69%，环比下跌 2.31%，同比上涨 1.21%。

地方炼厂：本周开工率 68.18%，环比下跌 1.84%，同比上涨 1.60%。

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

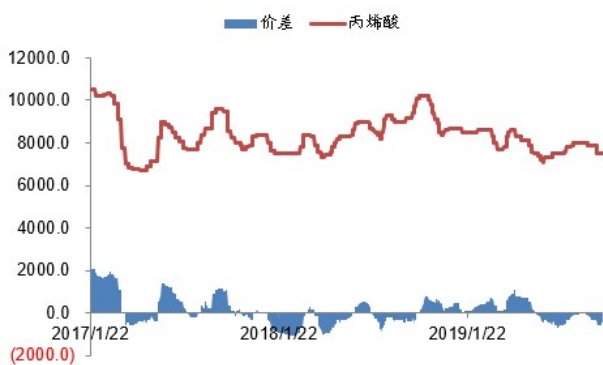
3.9. 其他产品

蛋氨酸：(18250, 0.00%);

赖氨酸 (6790, 5.27%);

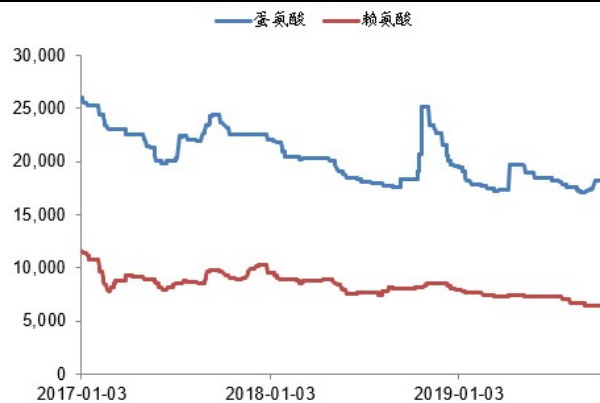
味精 (8000, -0.33%);

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

图 31：蛋氨酸、赖氨酸：（元/吨）



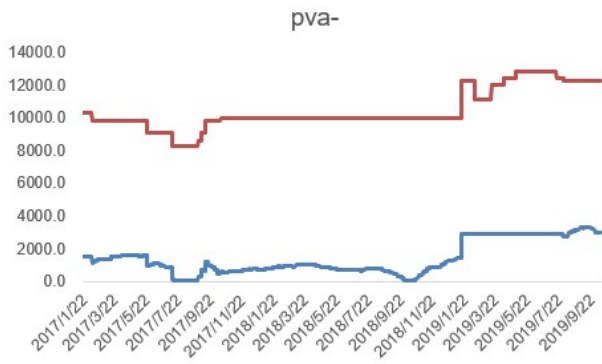
资料来源：Wind、浙商证券研究所

PC (16734, -1.61%)

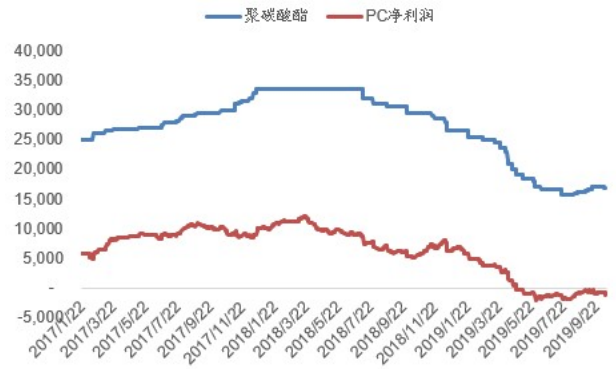
PVA (12300, +0.00%)

图 32：PVA 及价差（元/吨）

图 33：聚碳酸酯（元/吨）



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

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>