

化工行业

轮胎 18 个月来首现增长，但卡客车胎景气度下滑

——化工行业周报

点评报告

行业公司研究——化工行业

证券研究报告

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

行业评级

化工 中性

■ 轮胎供给: 轮胎产量 18 个月来首次增长

国内橡胶轮胎外胎, 9月当月产量7370万条, 同比增长0.02%, 是自2017年12月以来实现首次同比单月增长。橡胶轮胎外胎累计产量下滑约4.7%; 从出口看, 中国1-8月累计净出口409.9万吨, 同比增长4.65%;

但8月份出口到美国的轮胎数量下滑60%;

■ 轮胎需求: 需求疲软

OE市场格局来看, 1-9月乘用车需下滑累计同比11%, 9月下滑幅度有所减缓; 商用车销量9月同比转正, 1-9月累计需求为负;

替换胎市场总体来说难以估计, 我们草根调研了解到, 某国内领先龙头企业今年截止日前, 轮胎替换市场增长大约6%;)

■ 轮胎供需平衡表与价格指数: 卡客车轮胎价格指数下滑幅度较大

据轮胎经销商价格指数, 截止9月份的价格指数同比继续下跌, 乘用车和卡客车轮胎跌幅分别为3.3%和13.1%; 卡客车轮胎下滑幅度有所加大。

估算的原材料成本Q3下降幅度约10.3%, 跌幅大于轮胎价格下跌幅度;

■ 轮胎景气的普遍提升尚需进一步产能出清

总体来看, 国内轮胎今年需求景气度下滑, 产品价格和原材料价格同步下跌, 但是原材料跌幅更大一些, 所以, 轮胎企业盈利出现明显改善, 同时, 部分龙头企业海外工厂盈利能力大增, 间接受益于美国对内地轮胎企业反倾销。要想实现国内的轮胎企业普遍的景气回升, 尚需要汽车行业的景气提升, 以及产能的更进一步出清。

■ 化工产品价格涨幅前十:

WTI (4.26%)、R22 (4.00%)、双氧水 (3.62%)、2%生物素 (2.82%)、DEG (2.73%)、磷酸氢钙 (2.18%)、BDO (2.13%)、天然橡胶 (1.66%)、纯苯 (1.61%)、MTBE (1.29%);

本周甲醇 (-11%)、维生素 D3 (-10%)、乙烯 (-5%) 跌幅较大。

相关报告

- 1《聚酯产业链利润缩水严重, 是季节性还是趋势性?》2019.10.20
- 2《10月MDI展望: 供大于求状况无实质性改善》2019.10.13
- 3《预估三季度PDH盈利改善较为明显》2019.09.22
- 4《如果汽车反弹, 轮胎弹性有多大?》2019.09.14
- 5《9月展望: 涤纶长丝的甜蜜时刻》2019.09.08

报告撰写人: 范飞

数据支持人: 范飞

正文目录

1. 轮胎产销平衡有什么新的变化?	4
1.1. 轮胎供给:	4
1.2. 轮胎需求: 出口虽受反倾销影响, 但是其他市场企稳	5
1.2.1. OE 市场需求下滑明显	5
1.2.2. 替换胎市场需求	5
1.3. 轮胎行业供需缺口与库存	5
1.4. 轮胎主要原材料价格趋势	6
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:	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: 国内轮胎产量 (万条, 右)	4
图 2: 轮胎出口增长	4
图 3: 半钢胎开工率	4
图 4: 全钢胎开工率	4
图 5: 轮胎价格指数	6
图 6: 半钢胎供需平衡估计	6
图 7: 原油价格: 美元/桶	7
图 8: 动力煤价格: 元/吨	7
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	8
图 12: 华东纯 MDI 价格及价差走势图: 元/吨	8
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	9

图 16: 环己酮、己二酸价格走势: 元/吨	9
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)	10
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	11
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: 元/吨	12
图 26: 盐湖 60%氯化钾: 元/吨	12
图 27: 草甘膦 (万元/吨)、草铵膦 (右轴, 元/吨) 价格	12
图 28: 氯氟菊酯、甘氨酸价格 (元/吨)	12
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	13
图 31: R22 与 R134a	13
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)	14
图 35: 蛋氨酸、赖氨酸: (元/吨)	14
图 36: PVA 及价差 (元/吨)	15
图 37: 聚碳酸酯 (元/吨)	15

1. 轮胎产销平衡有什么新的变化？

1.1. 轮胎供给：

国内橡胶轮胎外胎，9月当月产量7370万条，同比增长0.02%，是自2017年12月以来实现首次同比单月增长。橡胶轮胎外胎累计产量下滑约4.7%；

从出口看，中国1-8月累计净出口409.9万吨，同比增长4.65%；

分结构看，出口乘用车胎8月份同比增长2%；卡客车轮胎出口下滑4%。

分国别看，8月份出口到美国的轮胎数量下滑60%；出口增长的国家主要是俄罗斯、阿联酋、巴西、哥伦比亚、尼日尼亚、委内瑞拉。显示在没有贸易壁垒的情况下，我国轮胎在第三世界仍然具有较高的性价比。

图 1：国内轮胎产量（万条，右）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 2：轮胎出口增长

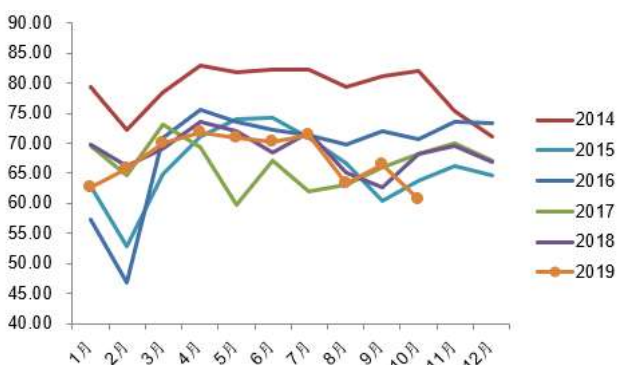


资料来源：Wind、浙商证券研究所

从开工率看，9月份半钢胎开工率较高，66%的开工率，高于去年同期62%；全钢胎开工率69.66%，基本与去年同期持平；因此，产量增长主要原因是半钢胎开工率提升。

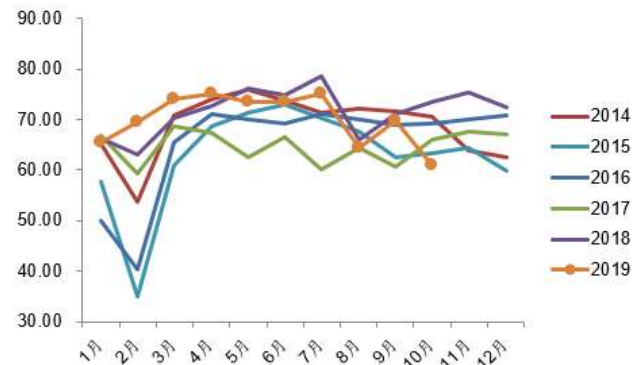
但是自10月份以来，开工率有所下滑。

图 3：半钢胎开工率



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

图 4：全钢胎开工率



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

总的来说，国内的轮胎行业因为产量下滑，同时出口保持了良好增长态势，对国内的供应压力大大降低。

1.2. 轮胎需求：出口虽受反倾销影响，但是其他市场企稳

国内需求=当年新车配套需求（OE 市场）+售后替换需求（售后市场）

我们根据中国历史数据估计，对于半钢胎，OE 市场与替换胎市场大约各占 50%；对于全钢胎，OE 市场与替换胎市场之比约为 2:5，即 OE 市场约占 28%，替换胎市场约占 72%；

1.2.1. OE 市场需求下滑明显

OE 市场格局来看，1-9 月乘用车需下滑累计同比 11%，9 月下滑幅度有所减缓；商用车销量 9 月同比转正，1-9 月累计需求为负。

表 1：OE 市场轮胎需求同比

	乘用车销量	商用车销量
2019 年 9 月	-6.8%	4%
2019 年 8 月	-8.8%	-3%
2019 年 1-9 月	-11.65%	-3.4%

资料来源：中国汽车工业协会、浙商证券研究所

1.2.2. 替换胎市场需求

替换胎市场总体来说难以估计。

2018 年，替换市场销量约为 13.10 亿条；配套市场销量约为 4.95 亿条，大约比例为 2.5:1；即替换胎市场所占份额显著高于 OE 市场。

根据欧洲轮胎制造商协会，其成员国的数据为，2018 年乘用车轮胎替换市场轮胎出货量 2.08 亿条，原配市场轮胎出货量 8371 万条；比例也大约是 2.5:1；其中，夏季轮胎出货量 1.12 亿条，冬季轮胎出货量 5784 万条。

在商用车轮胎市场中，配套市场销量约为 0.07 亿条，替换市场销量约为 0.24 亿条，替换市场与 OE 市场比例大约 3.4:1；

对于中国轮胎市场，我们采用如下方法估计：

——半钢胎：根据乘用车保有量，假设新车购买后，第五年开始，每五年更换一次 4 个轮胎，即每年更换 0.8 个轮胎；那么替换胎市场增速，预计 2019 年约 11.5%；（我们草根调研了解到，某国内领先龙头企业今年截止日前，轮胎替换市场增长大约 6%；）

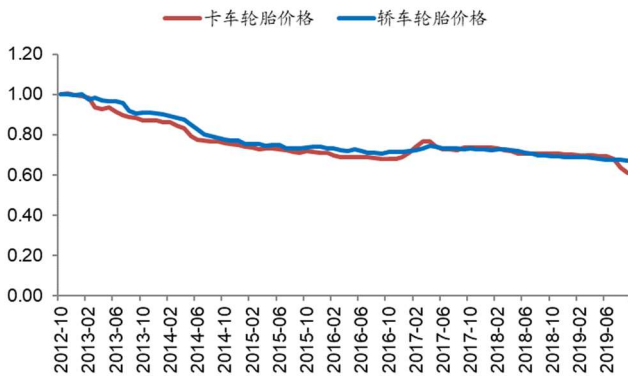
——对于商用车，我们假设从第二年起，每年更换 2 个轮胎；那么商用车的替换胎市场增速，我们估计在 9.8%；由于商用车替换需求对于运营的强度敏感性较高，因此，该实际替换需求与经济关联度更高。

1.3. 轮胎行业供需缺口

根据轮胎经销商价格指数，截止 9 月份的价格指数同比继续下跌，乘用车和卡客车轮胎跌幅分别为 3.3%和 13.1%；

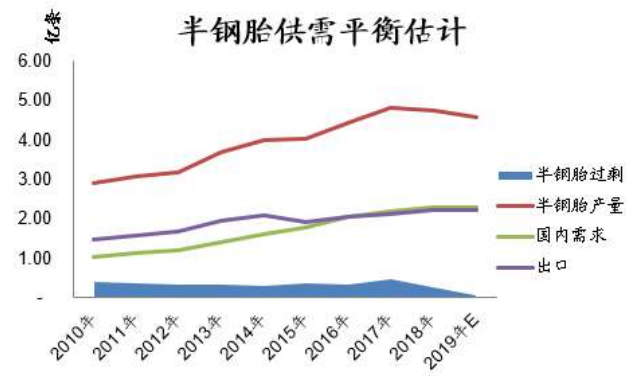
卡客车轮胎下滑幅度有所加大。

图 5：轮胎价格指数



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所

图 6：半钢胎供需平衡估计



资料来源：百川资讯、Wind、浙商证券研究所估计

1.4. 轮胎主要原材料价格趋势

今年以来，主要原材料价格成下滑趋势，估算的原材料成本 Q3 下降幅度约 10.3%，跌幅大于轮胎价格下跌幅度，与各上市公司毛利率改善的趋势一致；

表 2：主要原材料价格变化

	天然橡胶	丁苯橡胶	聚酯切片	炭黑	促进剂 M	防老剂 4010NA
2017 年	15,441	14,912	7,348	6,998	22,183	22,885
2018 年	11,820	12,676	8,465	7,915	24,792	21,246
2019Q1	11,885	11,738	7,807	7,002	23,250	17,367
2019Q2	11,823	11,133	7,270	7,265	21,533	17,867
2019Q3	11,306	10,447	7,032	6,736	18,390	18,350
2019Q4 (截至到 10 月 25 日)	11,663	10,952	6,648	6,354	17,200	16,650

数据来源：百川、Wind、浙商证券研究所估计

总体来看，国内轮胎今年需求景气度下滑，产品价格和原材料价格同步下跌，但是原材料跌幅更大一些，所以，轮胎企业盈利出现明显改善，同时，部分龙头企业海外工厂盈利能力大增，间接受益于美国对内地轮胎企业反倾销。要想实现国内的轮胎企业普遍的景气回升，尚需要汽车行业的景气提升，以及产能的更进一步出清。

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	WTI	4.26%	23.83%	叶酸	-4.35%	32.00%
2	R22	4.00%	-33.33%	R134a	-4.55%	-37.31%
3	双氧水	3.62%	71.26%	维生素 B6	-4.76%	-17.95%
4	布伦特	2.94%	14.63%	丁酮	-4.90%	34.19%
5	2%生物素	2.82%	25.86%	乙烯	-5.23%	-17.14%
6	DEG	2.73%	13.17%	甲苯	-5.98%	21.49%
7	磷酸氢钙	2.18%	-9.31%	甲醛	-6.71%	-7.22%
8	BDO	2.13%	-7.83%	丁二烯	-8.70%	-10.00%
9	天然橡胶	1.66%	5.41%	维生素 D3	-10.14%	-62.54%
10	纯苯	1.61%	22.59%	甲醇	-11.42%	-5.99%

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:

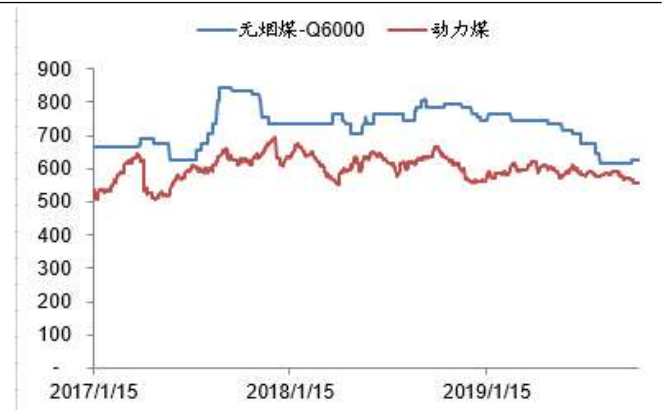
原油 (WTI 56.1 美元/桶, +4.16%)
 磷矿石 (兴发磷矿 25%, 310 元/吨, 0.0%)
 天然橡胶 (期货 11855 元/吨, +1.5%)
 棉花 (期货 12775 元/吨, +0.75%)

图 7: 原油价格: 美元/桶



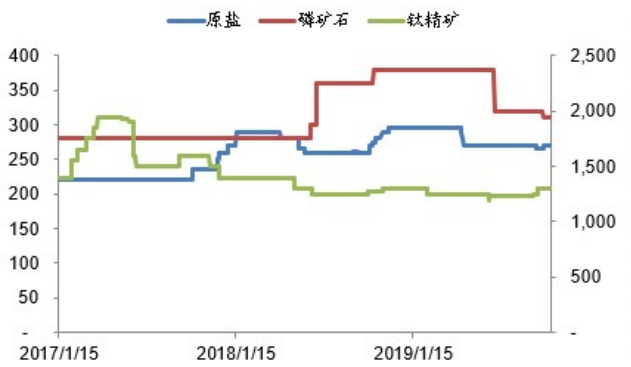
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 8: 动力煤价格: 元/吨



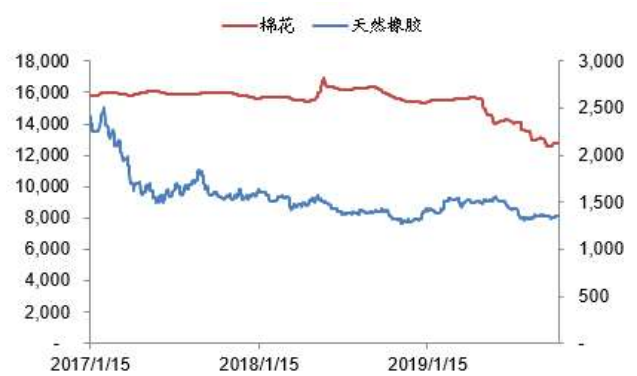
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

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



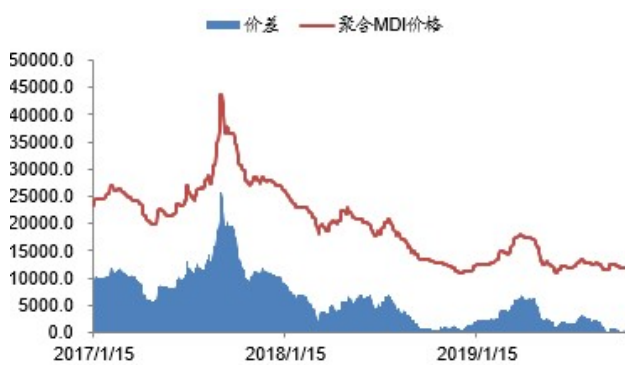
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.2. 聚氨酯系列产品

聚合MDI（12189元/吨，-0.95%）本周国内聚合MDI市场弱势下滑。虽然万华宁波一期装置即将检修，但本周上海科思创指导价平稳，业者心态略受打压，而下游入市意向较萎靡，场内交投气氛清淡，加上受发泡剂影响，整体需求量相对缩减，实单成交乏力；

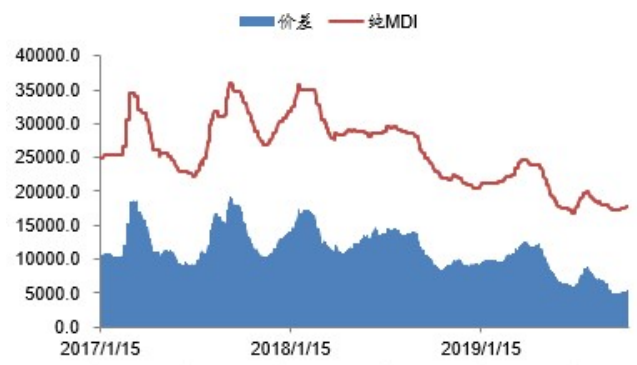
纯MDI（17750元/吨，+1.14%）本周国内纯MDI市场窄幅上调。万华宁波一期装置即将检修，供应面挺市心态坚挺，业者对外报盘价窄幅上调，场内低价货难寻觅；不过受下游需求面不佳影响，市场整体气氛相对低迷，部分刚需小单采购，场内实单跟进不畅；

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



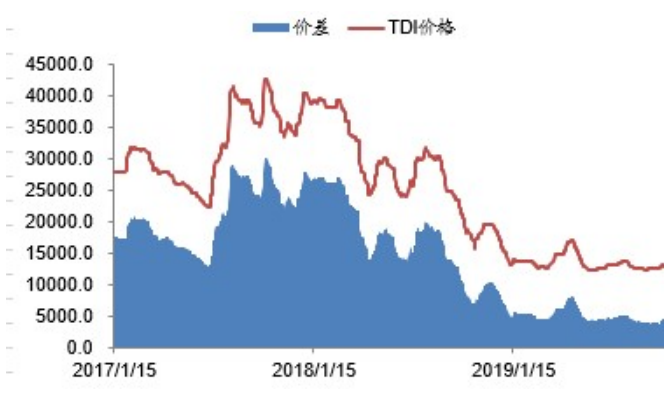
资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

TDI（12325元/吨，-2.18%）

DMF（5533元/吨，-2.64%）

PO（9842元/吨，-3.43%）

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 (8083 元/吨, +0.00%)

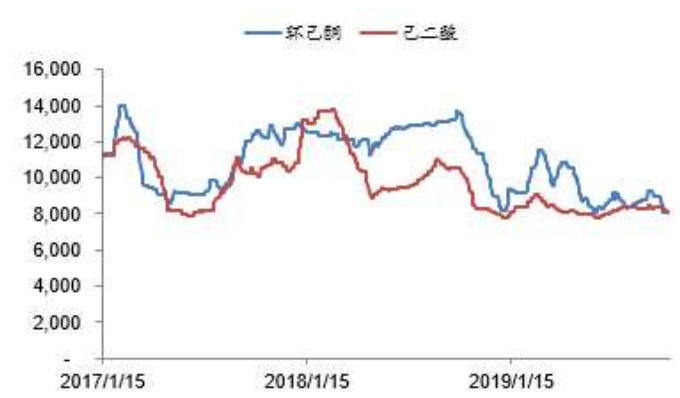
己二酸 (8075/吨, -1.43%)

图 15: 硬泡聚醚价格走势图: 元/吨



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 16: 环己酮、己二酸价格走势图: 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, 793.83 美元/吨, +0.02%) PX、石脑油等均在相对成本边际, 来自成本方面的支撑力度较足。

PTA (现货 4980 元/吨, +0.2%) 从已经公布的检修情况来看, 10 月如果都能兑现检修预期的话,PTA 可能会去库 15 万吨以上。

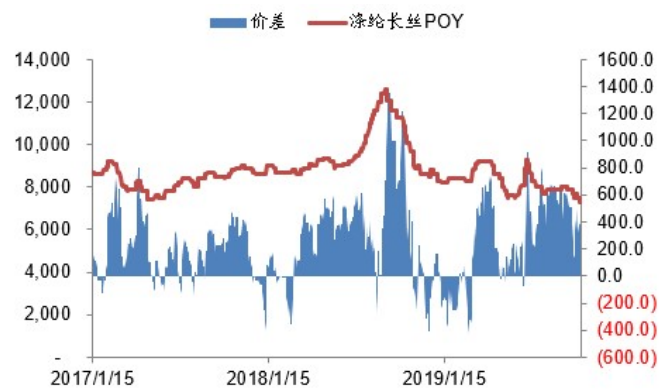
涤纶 (POY, 7100 元/吨, -2.74%) 涤纶长丝开工率 81.2%, 与上周持平; 产销情况有所好转, 江浙主流大厂平均产销在 80-100%左右, 目前 POY 库存在 8-12 天;

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

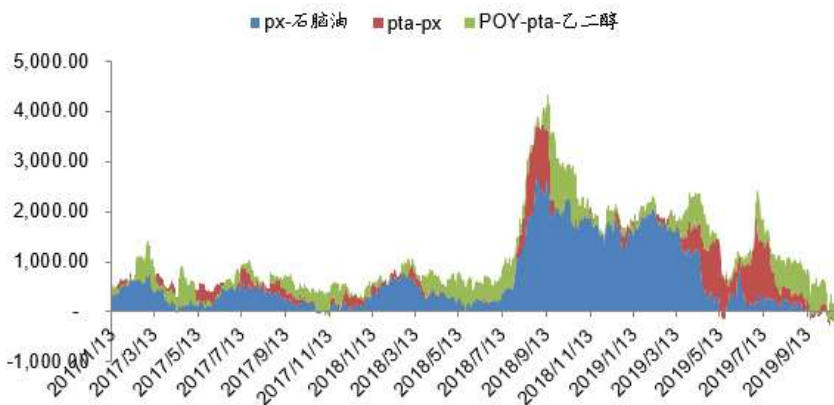
聚酯产业链利润整体看, 本周 POY 平均利润约 290 元/吨, 较上周约 400 元/吨利润继续减少; 而 PX 处于亏损状态, PTA 处于盈亏平衡线。整个产业链利润处于极度压缩状态。

表 4: 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	-129	74	361	307
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

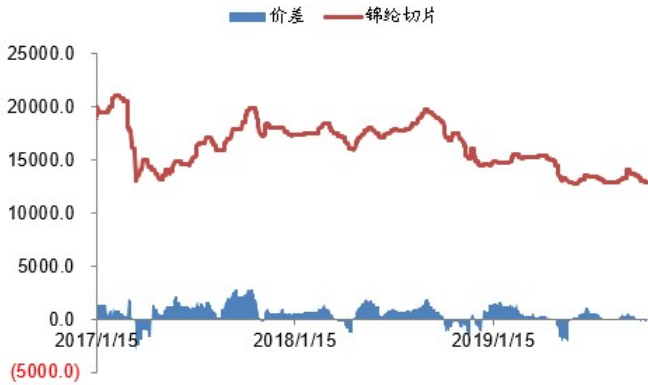
图 19: 聚酯产业链毛利及 PX-石脑油毛利 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

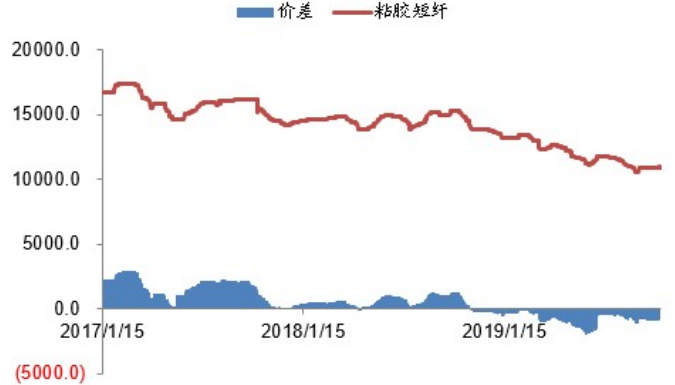
粘胶短纤（10900 元/吨，+0.00%）

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

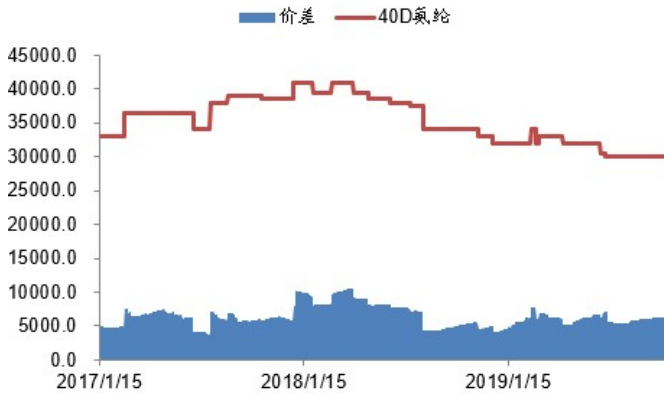


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.4. 氨纶

氨纶（40D、30000 元/吨，0.00%），氨纶开工率 84%，库存 45 天，库存较上周持平；华峰新线小部分已经投产；前端原料 BDO，受前期多家工厂检修影响，本周上涨 2%；如果继续上涨对氨纶压力较大。

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

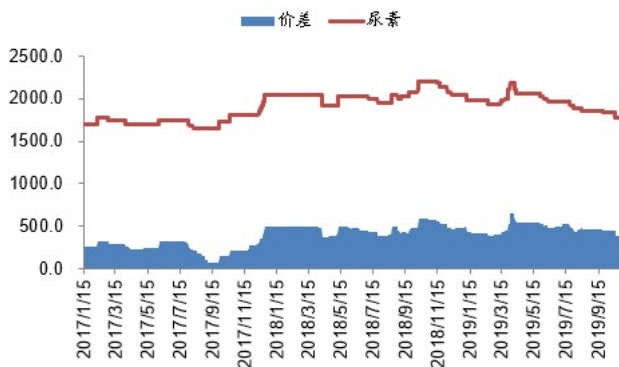
尿素（1687 元/吨，-1.23%）国内尿素市场继续下跌，主产地出厂价格从 1750 元水平降至 1650 元，河南低端价格已破 1600 元，印度招标未能救市反而加剧国内价格快速探底，市场心态较差，屡次降价但收单效果不明显。本周国内日均产量 13.74 万吨，环比减少近两万吨；价格已跌至部分固定床工艺的生产成本附近；煤头开工 57.95%，环比减少 3.78%，气头开工 68.72%，环比持平；

一铵（1895 元/吨，-1.04%）成交压力较大，部分企业选择停产检修或限产保价，国内开工负荷下调至 4 成左右，但因库存高位，加之近期下游采购消化缓慢，因此短期对价格仍无影响。

二铵（2408 元/吨，+0.00%）；

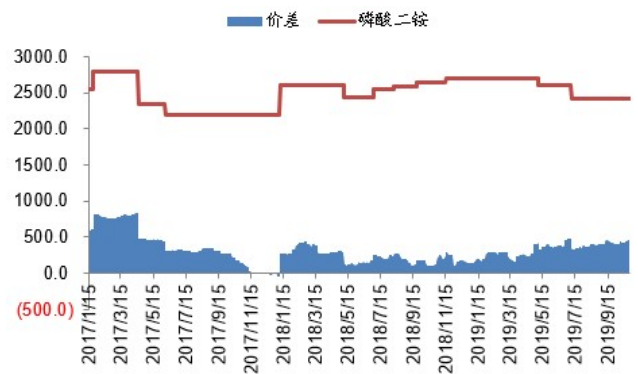
氯化钾 (2184 元/吨, +0.00%)

图 23: 尿素价格及价差走势图: 元/吨



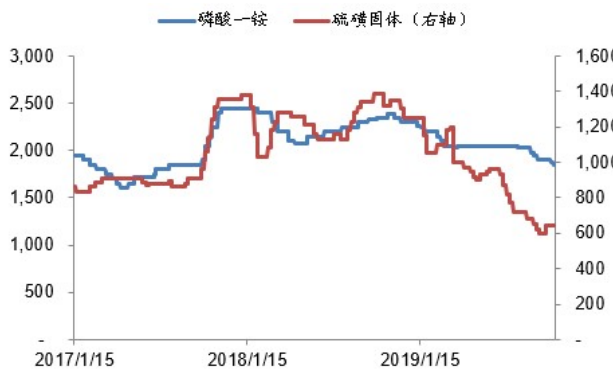
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 24: 磷酸二铵价格走势图: 元/吨



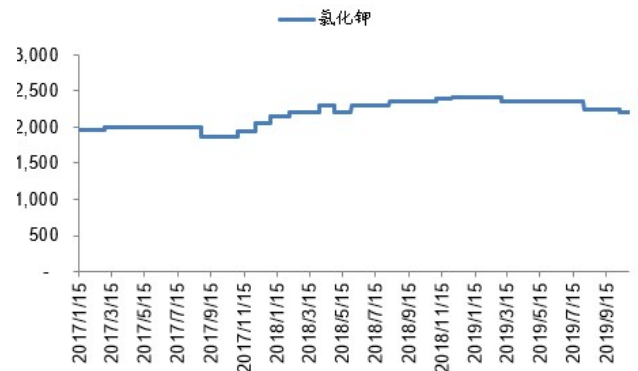
资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

图 25: 磷酸一铵、硫磺价格走势图: 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 (24293 元/吨, +0.00%) 生产商开工维持相对高位, 市场供应充足, 库存较高。

草铵膦 (104000 元/吨, +0.00%);

麦草畏价格稳定。

图 27: 草甘膦 (万元/吨)、草铵膦 (右轴, 元/吨) 价格

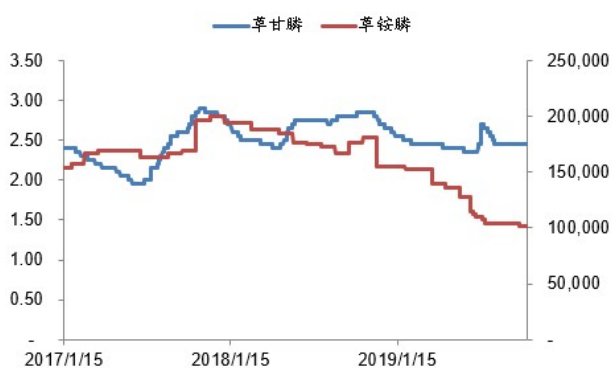
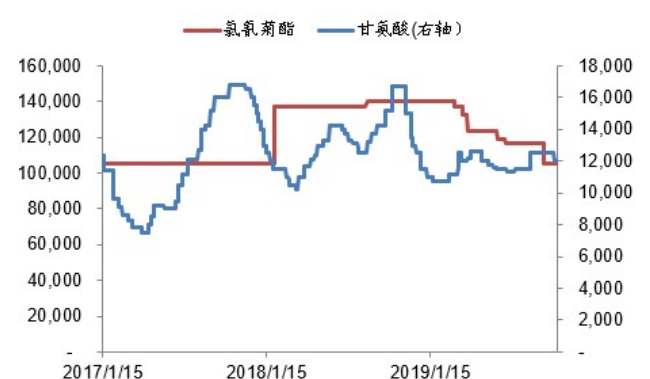


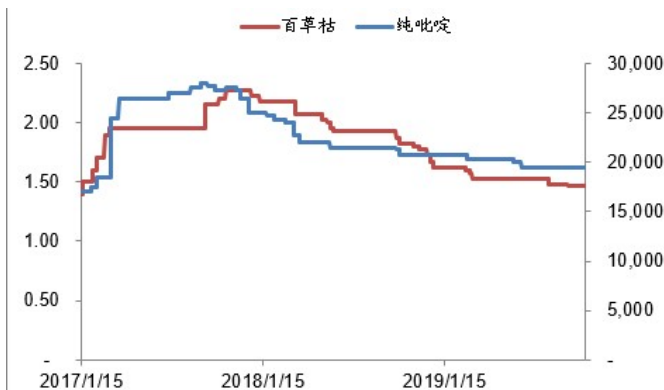
图 28: 氯氰菊酯、甘氨酸价格 (元/吨)



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

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

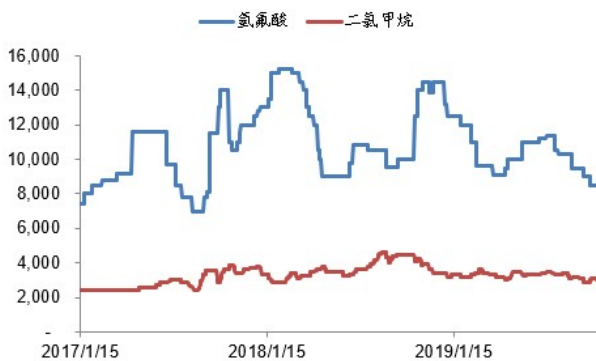
萤石粉（干粉，3145 元/吨，+0.64%）。

氢氟酸（8400 元/吨，+0.00%）；

R22（13000 元/吨，+4%）；R32（14500 元/吨，+0.00%）；

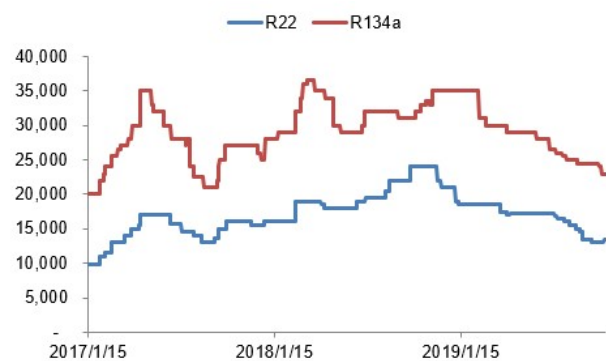
二氯甲烷（2925 元/吨，+0.00%）

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

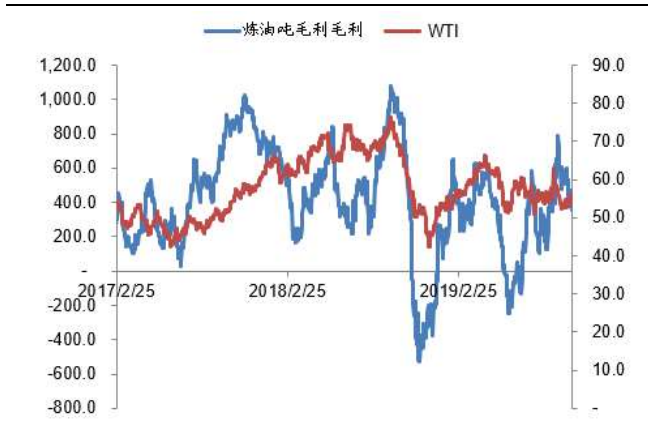


资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3.8. 炼油

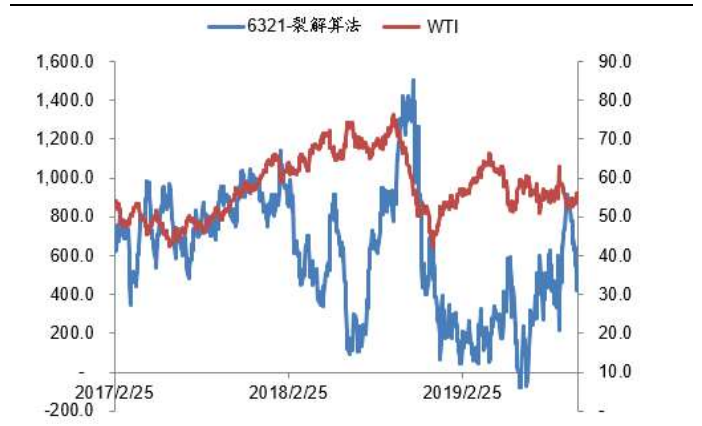
6321-裂解算法下的炼油吨毛估计 487 元/吨，下跌 169 元/吨；采用国内产品结构模型的炼油毛利估计为 405 元/吨，平均下滑 109 元/吨。

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

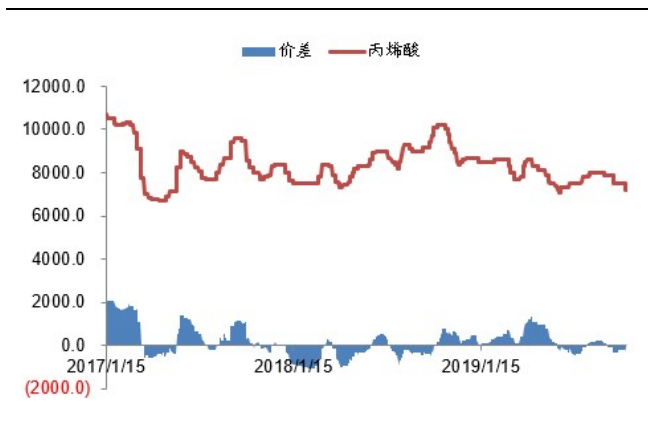
3.9. 其他产品

蛋氨酸：(18700, +0.00%);

赖氨酸 (6790, +0.00%);

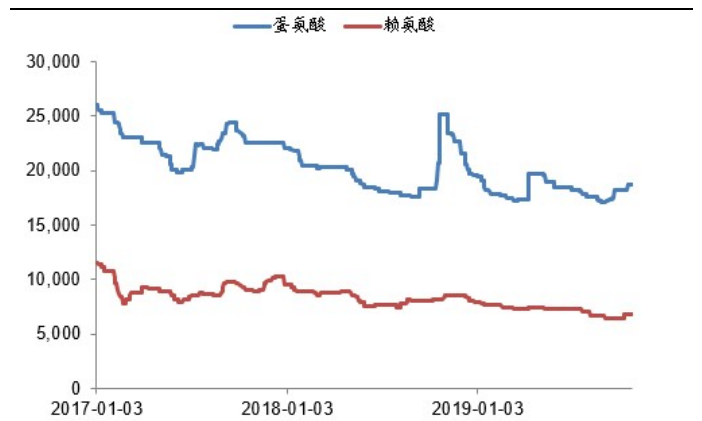
味精 ()

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）

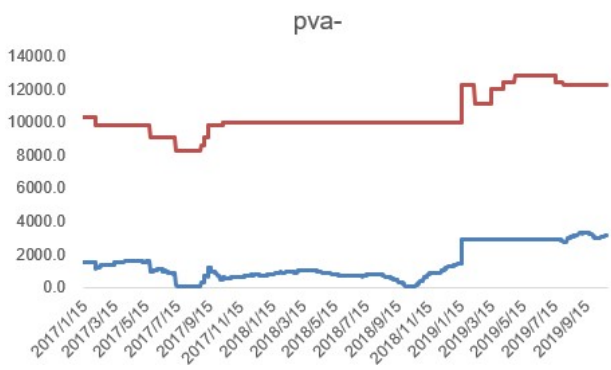


资料来源：Wind、浙商证券研究所

PC (16143, -1.88%) 国内 PC 市场维持下行态势；当前价格下，我们估计 PC 国内生产企业有 1300 元的净亏损；

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>