

相关研究

《底部渐明，曙光初现》2015.12.31
《铜套期保值策略研究》2015.12.31
《供需宽松 稳步调整》2015.12.30

一张图看清沪胶 2017 走势

投资要点:

● **一张图看清沪胶 2017 年趋势。**主要从天然橡胶六大利多、二大利空、三大不确定性入手，通过对供求、风险点的研究，结论：第一，发达经济体通胀率在 2017 年有望提高到 2%，这将是 2012 年来的最高水平；第二，美元指数被动的升值导致加息进程的延缓，短期之内压制了大宗商品的上涨，但中长期看美元上涨趋势仍是大概率事件；第三，最终决定趋势的是需求方面的变化，而非供给方面的扰动。因此，2017 年商品价格和长期利率走势的背离最终有可能以商品价格的反转来结束背离走势；后市利用市场调整之际，低吸，跌下来的机会更诱人。

● **天然橡胶供应下降和需求上升。**供给下降：2016 年 8 月中旬泰国、印尼和马来西亚三国达成新的橡胶出口削减计划，9 月—12 月泰国削减出口 75750 吨橡胶，印尼削减 9350 吨橡胶，利多因素在逐渐积累，一旦供应下降被市场认可，胶价会有较好表现。**需求增加：**中国 7 月乘用车销量增速创 17 个月以来最高，7 月重型销售同比大增 33.51%，8 月以来轮胎企业开工率基本维持在 70% 左右，好于去年同期；与此同时，全球汽车产销量都在大幅上升，需求端支撑转强。随着玲珑、三角等大型轮胎企业上市，资本纷纷投资新项目，轮胎厂开工率继续维持高位，有利于下降需求上升。

● **大宗商品底部已经形成了。**一是基本面支撑。国内大宗商品普遍面临供给过剩而需求不旺的局面正在改善，基本面支持大宗商品价格持续上涨；二是美元利多大宗商品价格。美联储释放加息对于金融市场的冲击，大宗商品对美联储货币政策已经产生免疫力，不加息利多大宗商品，加息利空出尽；三是大宗商品上涨逻辑依旧成立。这一轮商品反弹的驱动因素供给收缩，而需求在美联储没有加息的宽松环境下并没有受到负面冲击，这一现象还会持续，大宗商品上涨逻辑依旧成立。

【风险提示】汇市、股市、债市、楼市、银行信贷风险等引发大宗商品市场价格波动风险。

分析师:高上

Tel:(021)23154132

Email:gs10373@htsec.com

证书:S0850515090002

联系人:毛建平

Tel:(021)23154134

Email:mjp10376@htsec.com

目 录

投资要点.....	4
1、 一张图看清沪胶 2017 年趋势.....	5
1.1 红色箭头部分：沪胶的六大利多.....	5
1.2 合成胶价格支持沪胶价格.....	6
1.3 汽车和轮胎需求超预期支撑沪胶价格.....	7
1.4 金融属性在沪胶走势中占据主导支撑沪胶价格.....	8
1.5 现货价格坚挺支撑沪胶价格.....	9
2. 绿色箭头部分：沪胶利空因素弱化.....	10
2.1 1 月合约大量老胶出库压制需求.....	10
2.2 中日比价压制 1 月合约.....	11
3. 蓝色箭头部分：沪胶三大不确定性决定慢牛行情持续.....	12
3.1 1 月合约涨幅太快会导致现货重新入库.....	12
3.2 加息、天气、黑天鹅事件会成为行情涨跌的导火索.....	13
3.3 35 万吨库存解决后将出现：胶价将有较好表现.....	15
3.4 2017 年沪胶：珍惜每次大跌后的配置机会.....	16

图目录

图 1	一张图看清沪胶 2017 年趋势	5
图 2	青岛保税库天然橡胶库存大幅度下降支持沪胶价格	6
图 3	合成胶价格支持沪胶价格	6
图 4	中国 1-10 月汽车产销比上年同期均增长 13.8%	7
图 5	中国全钢、半钢轮胎开工率维持高位--供给下降和需求增加	7
图 6	沪胶的商品、金融属性--胶价重心上移	8
图 7	沪胶与国内现货脱离底部	9
图 8	新加坡与日胶底部确认，涨幅大于国内	9
图 9	期货库存与沪胶--大库存有三大亮点和二个不足之处	10
图 10	中日价差压制沪胶	11
图 11	世界主要产胶国新种植面积--2017 年以后产量将会下降	12
图 12	美元、胶价同步上涨	13
图 13	欧元兑美元----意大利公投压制胶价	14
图 14	热带风暴对胶价有支撑作用	15
图 15	沪胶月 K 线图	15

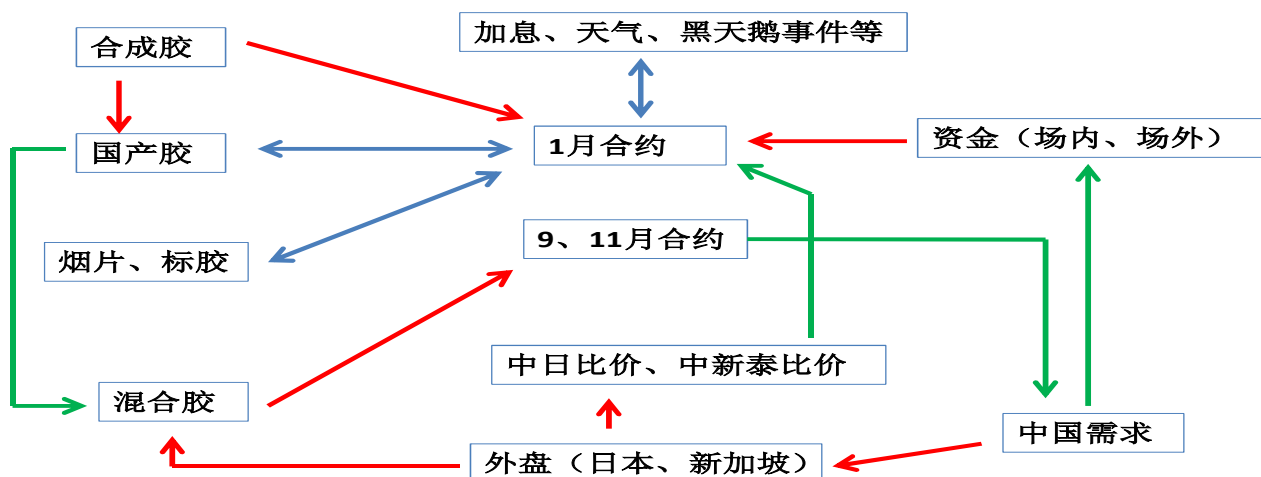
投资要点

沪胶有望迎来最好时刻

从2011年2月开始的下跌行情已经持续了67个月，一旦行情启动，上涨时间、空间力度会更大。1、短期看，股市反弹对沪胶价格起到间接支撑作用；2、中期看，1亿非户籍人口落户方案对品牌、高端汽车、轮胎需求将增加；3、长期看，地产、汽车和基建，对大宗商品价格形成利多。

1、一张图看清沪胶 2017 年趋势

图1 一张图看清沪胶 2017 年趋势



一张图看清沪胶未来走势

资料来源：海通证券研究所

如图所示，一张图看清沪胶 2017 年趋势，主要从天然橡胶六大利多、二大利空、三大不确定性入手，通过对供求、风险点的研究，结论：第一，发达经济体通胀率在 2017 年有望提高到 2%，这将是 2012 年来的最高水平；第二，美元指数被动的升值导致加息进程的延缓，短期之内压制了大宗商品的上涨，但中长期看美元上涨趋势仍是大概率事件；第三，最终决定趋势的是需求方面的变化，而非供给方面的扰动。因此，2017 年商品价格和长期利率走势的背离最终有可能以商品价格的反转来结束背离走势；后市利用市场调整之际，低吸，跌下来的机会更诱人。

天然橡胶价格受到六大利多（中国需求好转、外盘价格支持混合胶价格、外盘比价支持国内比价、混合胶价格支持 9 月合约、合成胶价格支持国内现货、合成胶价格支持 1 月合约价格、场外资金紧盯 1 月合约）；

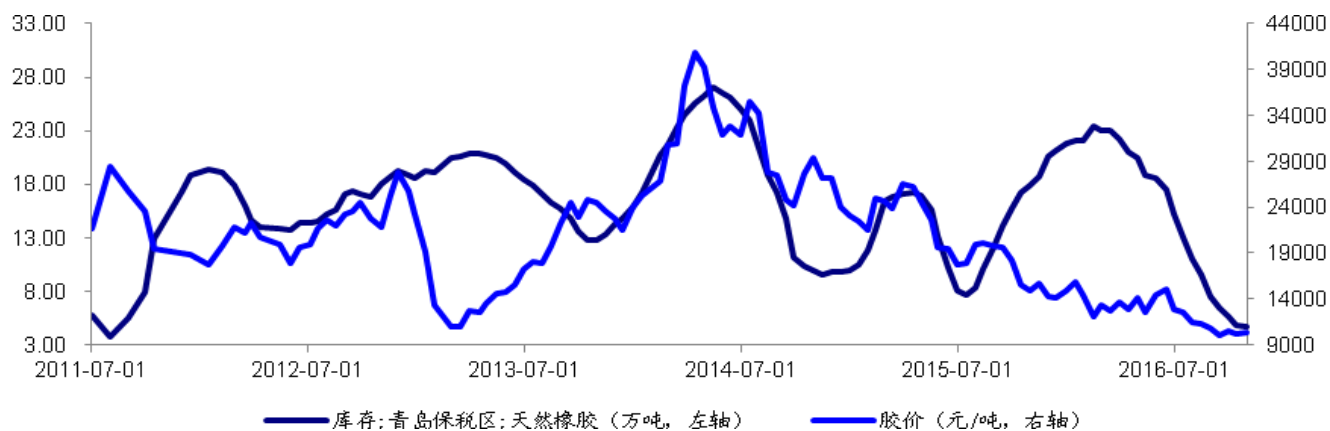
二大利空（11 月合约大量老胶出库压制需求，需求会影响场外资金运作、中日比价压制 1 月合约、国产胶压制混合胶价格）；

三大不确定性（1 月合约涨幅太快会导致现货重新入库、1 月合约涨幅太快会导致 3#烟片大量入库、加息天气黑天鹅事件会成为行情涨跌的导火索）。

1.1 红色箭头部分：沪胶的六大利多

上海期货交易所天然橡胶价格受到六大利多（中国需求好转、外盘价格支持混合胶价格、外盘比价支持国内比价、混合胶价格支持 9 月合约、合成胶价格支持国内现货、合成胶价格支持 1 月合约价格、场外资金紧盯 1 月合约）。

图2 青岛保税库天然橡胶库存大幅度下降支持沪胶价格



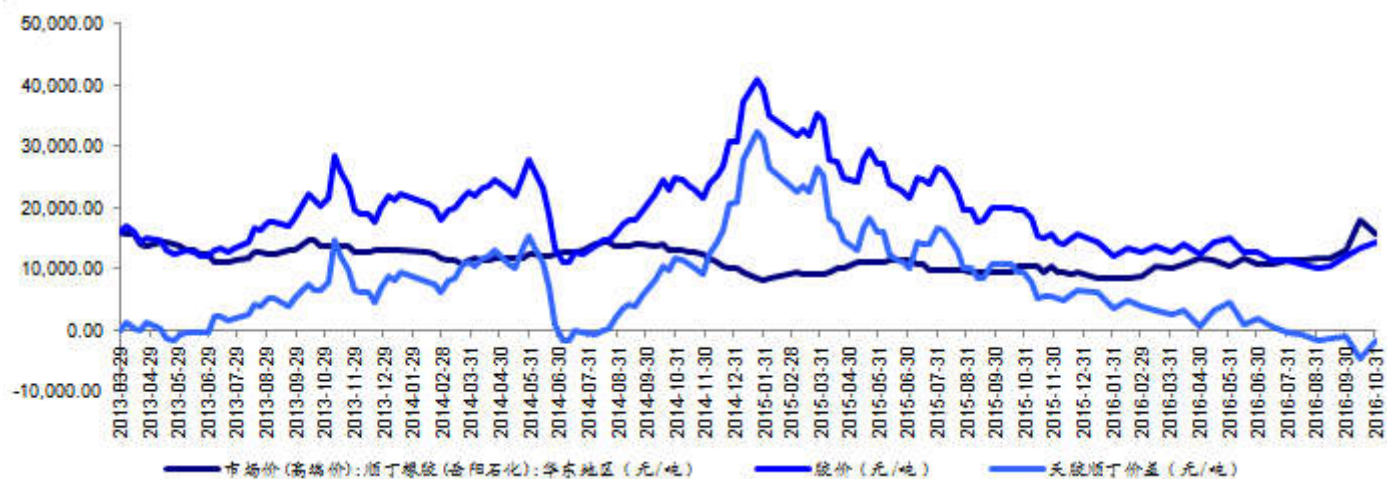
资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，青岛保税库库存 2016 年 10 月 31 日显示，天然橡胶库存下降到 4.76 万吨，2016 年 2 月 16 日最高库存是 23.42 万吨，目前青岛保税库库存已经下降 79.68%。

沪胶 2001 年、2008 年牛市，青岛保税库库存都在 3-5 万吨，目前青岛保税库库存对沪胶胶价形成利多作用。

1.2 合成胶价格支持沪胶价格

图3 合成胶价格支持沪胶价格

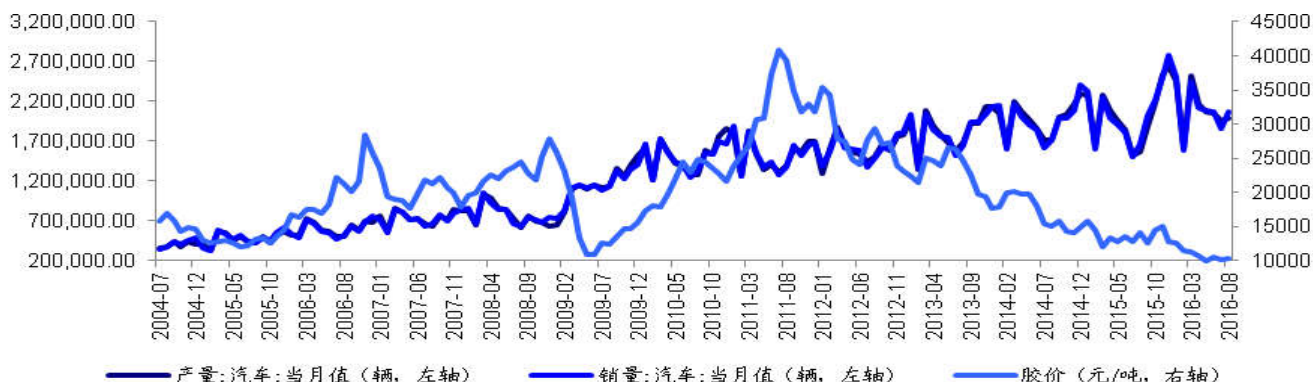


资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，第一，沪胶 2001 年、2008 年牛市初期，每次大行情前，沪胶价格低于合成胶，就会形成大机会；第二，一般情况下，沪胶价格比合成胶高 1500 元/吨，目前顺丁价格在 15000 元/吨以上，沪胶价格在 15000 元/吨左右，合成胶对沪胶价格形成利多支持。

1.3 汽车和轮胎需求超预期支撑沪胶价格

图4 中国 1-10 月汽车产销比上年同期均增长 13.8%

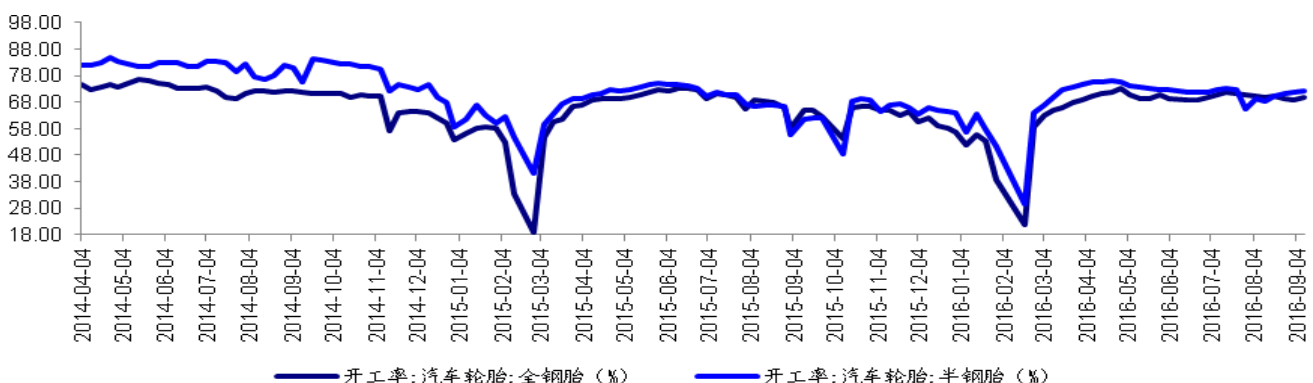


资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，2016年10月，汽车产销分别完成258.6万辆和265.0万辆，比上月分别增长2.2%和3.4%，比上年同期分别增长17.6%和18.7%，高于上年同期10.6和6.9个百分点。1-10月汽车产销分别完成2201.6万辆和2201.7万辆，比上年同期均增长13.8%，高于上年同期13.8和12.3个百分点。

汽车需求增加对沪胶价格形成利多支持。

图5 中国全钢、半钢轮胎开工率维持高位--供给下降和需求增加



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，从季节性规律来看，轮胎开工率高峰期一般在4月、5月，后期开始逐步走弱，在9月、10月反弹后再次走弱。但今年高峰期过后，轮胎开工率走弱幅度极为平缓。

中国全钢轮胎开工率维持在高位，2016年9月9日数据显示69.81%，依然维持在70%高开工率附近；中国半钢轮胎开工率创出2016年7月22日以来的新高，达到72.1%，支撑胶价。

供给下降和需求增加

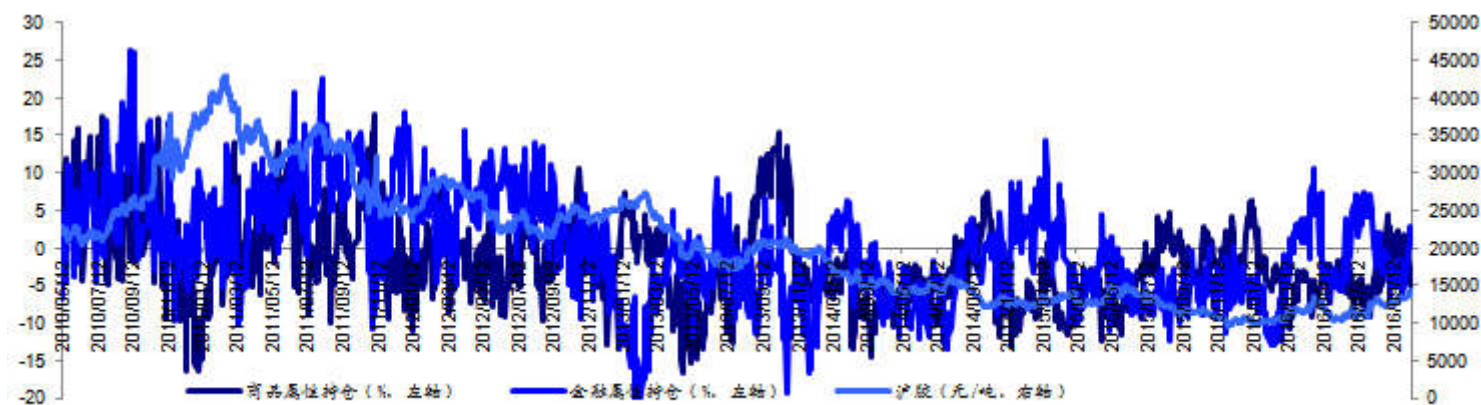
(1) **供给下降**：2016 年 8 月中旬泰国、印尼和马来西亚三国达成新的橡胶出口削减计划，9 月—12 月泰国削减出口 75750 吨橡胶，印尼削减 9350 吨橡胶，利多因素在逐渐积累，一旦供应下降被市场认可，胶价会有较好表现。

(2) **需求增加**：工信部 11 月 14 日发布的数据显示，10 月份，汽车产销比上月略增，同比保持快速增长。数据显示，10 月份，汽车生产 258.6 万辆，环比增长 2.2%，同比增长 17.6%；销售 265.0 万辆，环比增长 3.6%，同比增长 18.7%。1-10 月汽车产销分别完成 2201.6 万辆和 2201.7 万辆，同比均增长 13.8%；轮胎企业开工率基本维持在 70%左右，好于去年同期；与此同时，全球汽车产销量都在大幅上升，需求端支撑转强。

随着玲珑、三角等大型轮胎企业上市，资本纷纷投资新项目，轮胎厂开工率继续维持高位，有利于需求上升。

1.4 金融属性在沪胶走势中占据主导支撑沪胶价格

图6 沪胶的商品、金融属性--胶价重心上移



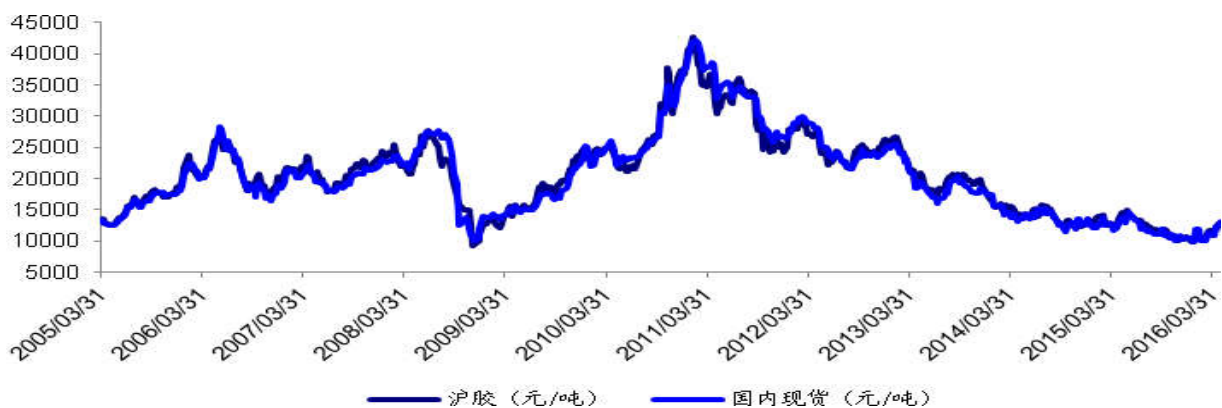
资料来源：WIND，海通证券研究所

2016 年初的大宗商品价格上升基于房价大涨和去产能概念下的报复性反弹，那么本轮大宗商品未来行情就是基于去产能概念引发的供应紧缩预期，供应紧缩预期正在成为现实，引发资金关注，胶价重心上移。

如图所示，金融属性在沪胶走势中占据主导，其背后原因就是美联储在 2015 年 12 月份加息之后美联储的货币政策再度成为影响金融市场的关键。如果美联储货币政策再度回归，对已经下跌 5 年，下跌 80% 的沪胶价格，加息对沪胶价格而言是利空出尽。

1.5 现货价格坚挺支撑沪胶价格

图7 沪胶与国内现货脱离底部



资料来源：WIND，海通证券研究所

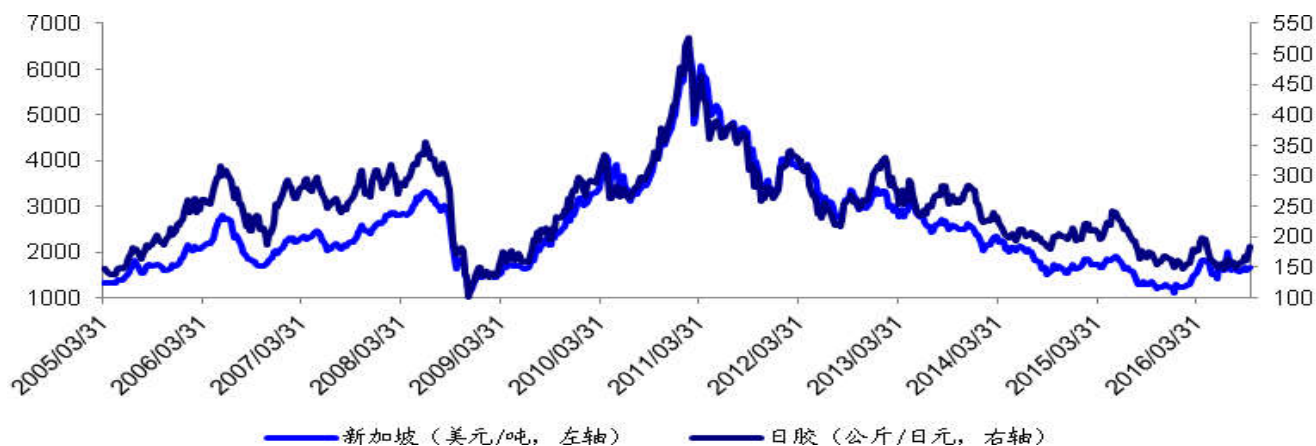
如图所示， 现货橡胶价格上涨的逻辑：

（1）虽然价格趋于好转，但胶农未享受到价格上涨收益，冗长的橡胶贸易体制，使得仅橡胶收集和商贩享受价格上涨的利益，影响橡胶种植的积极性；

（2）8月，国内天胶产量为9.6万吨，同比下降2.04%，但环比上升2.5%。1—8月，国内天胶产量为40.99，较去年同期大幅下降9.07%。10月底，青岛保税区天然橡胶库存为4.76万吨，逼近2009年以来的低点。除去3万—5万吨的僵尸库存，可流通库存基本在零库存，部分胶种断货；

（3）全球天然橡胶平均产量从2012年1353千克/公顷，下降到2015年1263千克/公顷，2016年预计会降到1258千克/公顷，支撑现货价格。

图8 新加坡与日胶底部确认，涨幅大于国内



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，外盘胶价走势强于国内。

长期以来，国际市场橡胶价格持续不振，每公斤介于 1.2-1.3 美元，最近价格升至每公斤 1.6-1.8 美元，市场显现外强内弱，此次国际橡胶价格上涨逻辑：

(1) 中国青岛保税库存货大幅度下降；

(2) ITRC 政策支持。第一，橡胶生产国收紧储存量；所有橡胶生产国都在收紧橡胶储存，直至橡胶价格趋于稳定；第二，天然橡胶生产国协会主要成员印尼、马来西亚、泰国、越南等国在印度举行会议，主要议题是为产胶国应设法使橡胶产业向下游转移政策，目前大部分产胶国从非产胶国进口橡胶成品和半成品；

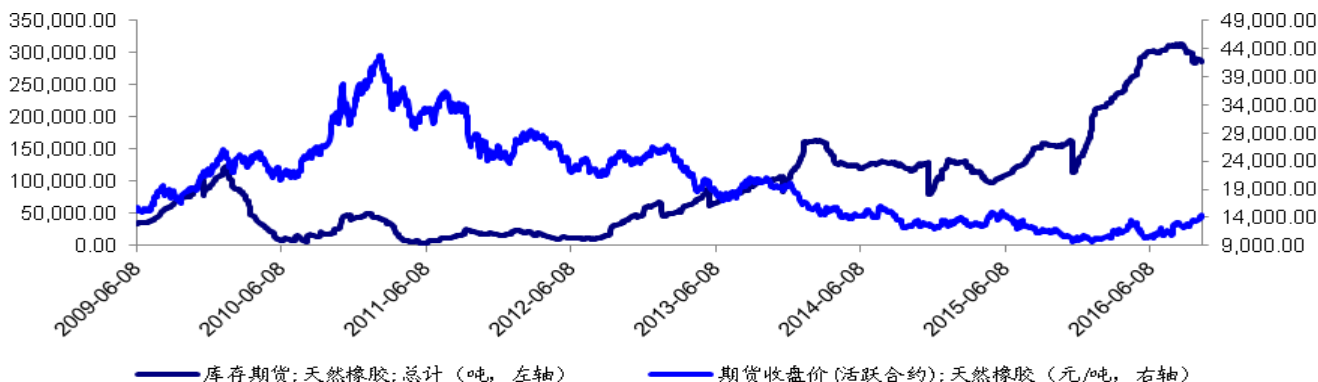
(3) 2016 年 3-8 月，ITRC 共消减 61.5 万吨出口量，9-12 月，泰国、印尼将消减 7.575 万吨、0.935 万吨，支撑外盘价格。

2. 绿色箭头部分：沪胶利空因素弱化

二大利空分别是大库存和老胶出库：11 月合约大量老胶出库压制需求，需求会影响场外资金运作、中日比价压制 1 月合约、国产胶压制混合胶价格。

2.1 1 月合约大量老胶出库压制需求

图9 期货库存与沪胶--大库存有三大亮点和二一个不足之处



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，通常过去大宗商品价格低迷一般会保持 7 年左右，目前已经 67 个月了，2016 年和往年的情况相同，后市大库存有三大亮点和二一个不足之处：

三大亮点

(1) 十几年来，橡胶价格和库存数量呈负相关，是市场一直以来遵循的规律，当库存达到历史峰值，橡胶价格在洼地。

(2) 市场“吃定”美联储不敢加息，不加息，市场是否跟以前一样，依然持续有恃无恐地推高大宗商品价格；加息，胶价利空出尽。

(3) 原油等大宗商品进口量增加提振进口数据，但 8 月进出口数据同时好转，超预期，表明内外部需求均有所改善，第二波大宗商品上涨依赖于需求增长，不管是汽车，还是轮胎，橡胶需求强劲，有利于大库存消化。

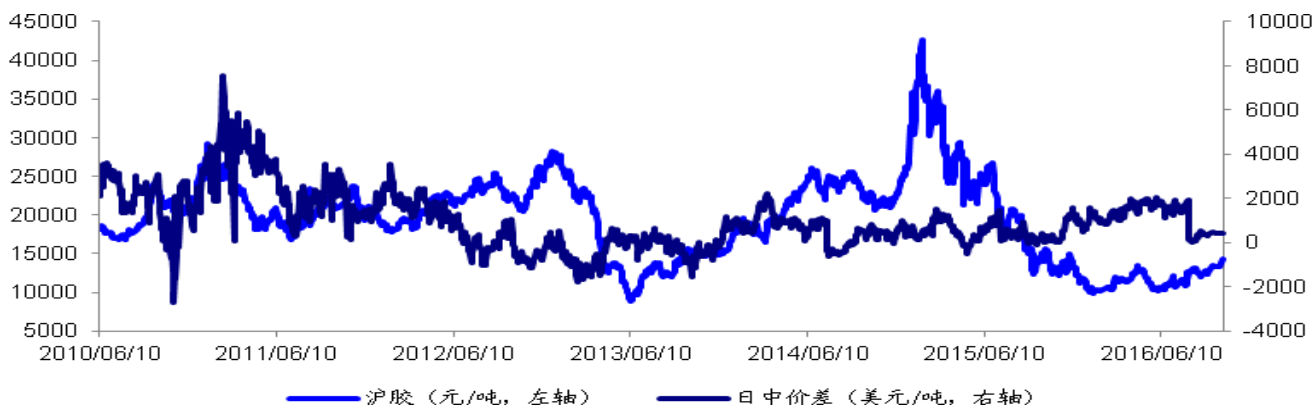
二个不足之处

(1) 加息+经济增长疲软可能会导致像 70 年代一样的滞胀情况，滞胀是所有情景中对大宗商品打击最大，大库存消化时间将被拉长。

(2) 投资者操作思路普遍是：控制风险，顺势而为，不利于大库存迅速消化。

2.2 中日比价压制 1 月合约

图10 中日价差压制沪胶



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，大库存压制沪胶，等待沪胶库存的大幅度下滑，逻辑有三：

(1) 1609、1611 合约价格低于现货价，现货价格坚挺支持沪胶库存下滑，库存拐点正在形成；

(2) 8 月 31 日，机构买入 21720 吨 1609 合约，当沪胶价格低于万元买入，只要价格足够低，老胶还是有吸引力；

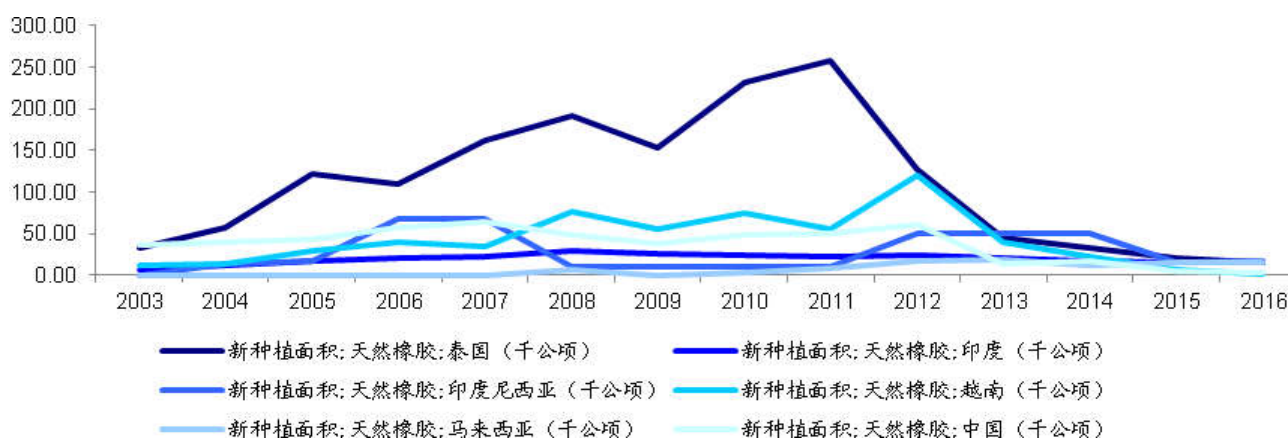
(3) 市场关注度进一步上升，年初至今，焦煤焦炭分别出现翻倍行情，随着库存问题的解决，昔日龙头沪胶的市场关注度进一步上升。

3. 蓝色箭头部分：沪胶三大不确定性决定慢牛行情持续

三大不确定性（1 月合约涨幅太快会导致现货重新入库、1 月合约涨幅太快会导致 3#烟片大量入库、加息天气黑天鹅事件会成为行情涨跌的导火索）。

3.1 1 月合约涨幅太快会导致现货重新入库

图11 世界主要产胶国新种植面积--2017 年以后产量将会下降



资料来源：WIND，海通证券研究所

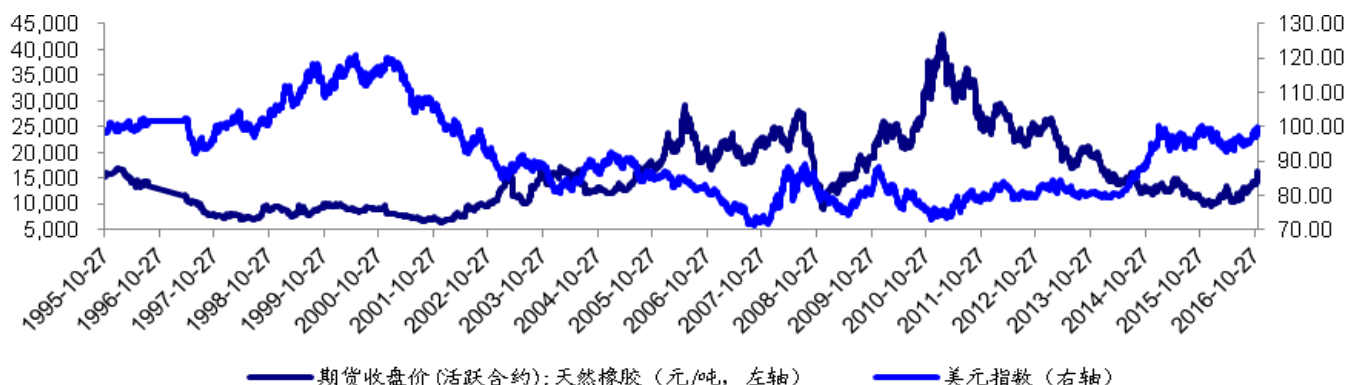
如图所示，2011 年，主要产胶国的新种植面积开始下降，根据 7 年的生长周期，2017 年以后产量将会下降，沪胶 2001 年、2009 年的牛市，都跟供应下滑有关，资本市场是炒作预期的，也就是说，2017 年天胶价格会出现好的表现。逻辑有三：

（1）近期大宗商品几个特点。第一，资金轮动，从前期涨幅大的商品流向涨幅小的商品；第二，大宗商品本身供需关系边际转暖，商品的底部已经形成，再见新低的可能性非常低了，引发投机资金流入。

（2）近期大宗商品虽然有所回调，**底部已经形成**。第一，基本面支撑。国内大宗商品普遍面临供给过剩而需求不旺的局面正在改善，基本面支持大宗商品价格持续上涨；第二，美元利多大宗商品价格。美联储释放加息对于金融市场的冲击，大宗商品对美联储货币政策已经产生免疫力，不加息利多大宗商品，加息利空出尽；第三，大宗商品上涨逻辑依旧成立。这一轮商品反弹的驱动因素供给收缩，而需求在美联储没有加息的宽松环境下并没有受到负面冲击，这一现象还会持续，大宗商品上涨逻辑依旧成立。

3.2 加息、天气、黑天鹅事件会成为行情涨跌的导火索

图12 美元、股价同步上涨



资料来源: WIND, 海通证券研究所

如图所示: 就连强势美元也拦不住大宗商品上涨的心了。今年5月份以来, 美元指数不断攀升, 截至目前徘徊在近7个月来最高点附近。然而, 进入9月份, 一向与美元走势呈负相关的大宗商品却不再听从指挥;

如图所示, 与美元并肩上涨, 有三点原因。

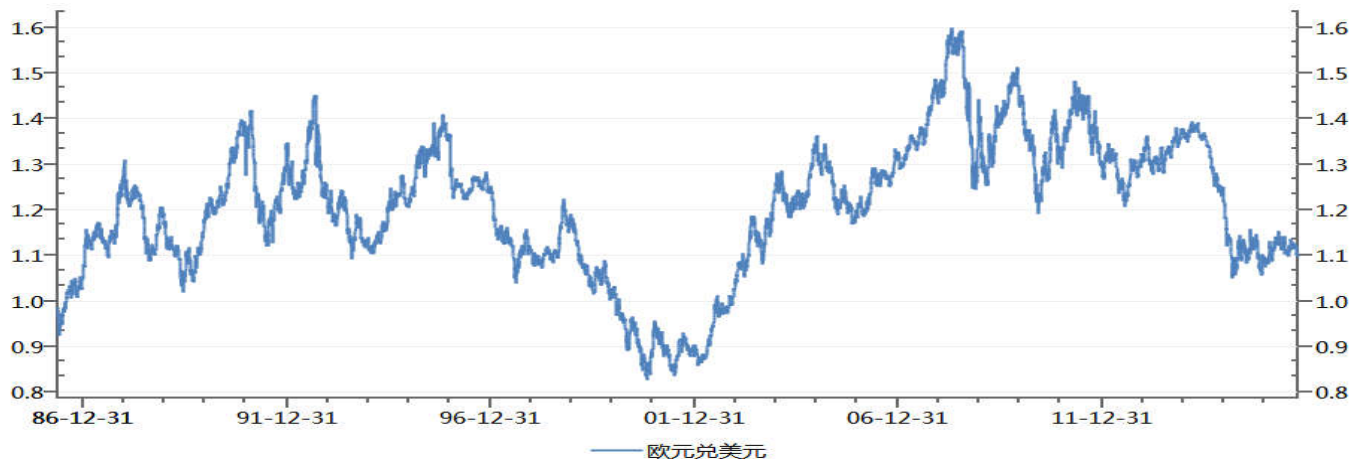
(1) 美元走势一直是解释大宗商品定价机制的重要因素。大宗商品可理解为一种能与美元交换的货币, 每当出现经济下滑、需求萎缩的预期时, 人们通常抛商品而购入美元, 美元升值; 反之, 当人们以美元换商品时, 美元贬值, 商品价格攀升。

(2) 美元近期的强势来源于两方面, 一是美国经济数据好转及加息预期的推升; 二是非美国家经济仍未走出衰退, 导致非美货币疲软。

(3) 从期货市场来看, 虽然大宗商品走势普遍与美元走势呈反向, 但单单是美元因素, 并不足以造就商品“牛市”, 同样地, 美元因素对下半年尤其是2017年一季度商品走势的影响也要综合考量, 故出现橡胶与美元并肩上涨的现象。

2016年12月份, 在美联储加息之前, 预计商品期货整体上仍将维持震荡攀升走势。

图13 欧元兑美元----意大利公投压制胶价



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，欧洲又来一场公投，意大利公投在 12 月 4 日就要就宪法改革进行公投了，其潜在影响力实际上要远远大于英国脱欧公投，意大利公投对大宗商品影响有二点：

（1）大宗商品操作策略是越跌越买

人民币可能会继续兑货币篮子贬值，工业部门产出缺口保持不变，即使意大利公投出现利空因素，大宗商品价格下跌后配置价值显现。

（2）商品底部宽幅震荡稳中有升

美元强势背后说明美国经济探底回升力度较大，美国经济良好复苏支撑全球经济改善，经济改善必然导致需求回升，关键是对需求改善的良好预期起到重要作用，意大利公投致使美元走强，会制约大宗商品反弹高度，长期看商品底部宽幅震荡稳中有升。

图14 热带风暴对股价有支撑作用



资料来源：中国天气网，海通证券研究所

如图所示，热带风暴对股价影响原因有二：

(1) 大宗商品最糟糕的日子已经过去，从煤焦钢到有色、化工、农产品等所有大宗商品的价格都实现复苏，涨幅都大于 30% 以上，天气因素对沪胶股价起到上涨导火索的作用。

(2) 全球经济面临更多不确定因素，但是大宗商品已经下跌 80-90%，所有利空都已消化，基本面转暖，导致大宗商品库存下滑，天气因素导致供应下降是买进大宗商品良机。

3.3 35 万吨库存解决后将出现：股价将有较好表现

图15 沪胶月 K 线图



资料来源：WIND，海通证券研究所

如图所示，沪胶胶价将有较好表现，原因有三：

（1）短期看，股市反弹对沪胶价格起到间接支撑作用

股市 5 月线上穿 10 月线，可以视为 2016 年第三波反弹的开始，前二波也是 5 月线上穿 10 月线后开始反弹的，股市反弹对沪胶价格起到间接支撑作用。

全球经济疲软，外需低迷可以说是中国出口低迷的主因，9 月进出口数据进一步支持中国可能继续偏向于近期让人民币逐渐贬值的观点；后市对人民币计价的大宗商品形成利好，在出口再度放缓情况下，进口稳定并不表明国内经济动力好转又利空大宗商品价格。

（2）中期看，1 亿非户籍人口落户方案对品牌、高端汽车、轮胎需求将增加

国务院发布《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》，方案提到，2018 年对 1 亿非户籍人口在城市落户情况的中期评估，目标是到 2020 年全国户籍人口城镇化率提高到 45%。对大宗商品现阶段至中期内的主要变化与机会：第一，基础设施和基本公共服务需要覆盖更大群体—城市基建投资增加，对公路、汽车、轮胎需求增加；第二，消费升级：存量与增量转移人口在消费倾向、消费模式、消费内容上的变化，消费从数量优势向质量优势转变，对品牌、高端汽车、轮胎需求将增加。

（3）长期看，地产、汽车和基建，对大宗商品价格形成利多

一方面要通过特朗普上台后，加大基建投资等措施改善工业领域需求，另一方面中国要化解过剩产能以实现更高均衡价格；地产、汽车和基建，对大宗商品价格形成利多。

3.4 2017 年沪胶：珍惜每次大跌后的配置机会

大宗商品供需结构的转变是价格上涨的前提，沪胶 2017 年珍惜每次大跌后的配置机会。

（1）通胀上行

发达国家通胀水平摆脱了近期低迷的局面，并有可能在接下来 6-12 个月时间里进一步走高，对 2017 年通胀的预测已经小幅上扬，与之形成对比的是过去几年延续的通缩趋势。我们预期发达经济体通胀率在 2017 年提高到 2%，这将是 2012 年来的最高水平。

短期流动性对大宗商品价格产生了较为直接的影响，投资市场转而持有大类资产如大宗商品等避险资产。

（2）商品和利率的背离恐难持

2004 年 11 月-2006 年 5 月和 2013 年 6 月-2014 年 3 月期间，曾出现过两轮商品和利率的背离，最终均以利率的反转来结束背离态势。第一，2004 年 11 月-2006 年 5 月，南华工业品指数上涨 131%，10 年期国债收益率下跌 44%；第二，2013 年 6 月-2014 年 3 月，南华工业品指数下跌 13%，10 年期国债收益率上涨 31%。04-05 年期间央行在公开市场主动引导利率下行，13 年货币政策紧缩和资金面利率骤升带来的“钱荒”事件对利率走势产生干扰。

最终决定趋势的是需求方面的变化，而非供给方面的扰动。因此，2017 年商品价格和长期利率走势的背离最终有可能以商品价格的反转来结束背离走势。

2017 年沪胶：请珍惜每次大跌后的配置机会。

【风险提示】汇市、股市、债市、楼市、信贷风险等引发大宗商品市场价格波动风险。

信息披露

分析师声明

高上 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)232154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
张凤逸(021)23219816 zfy10791@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370 zxxw6607@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳 dj11195@htsec.com
李雨嘉 (021)23154136 lyj10378@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
联系人
王汉超(021)23154125 whc10335@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

电力设备及新能源行业

周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
牛 品(021)23219390 np6307@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xqb6583@htsec.com
杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
田 源(021)23214119 ty10235@htsec.com
联系人
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
高 岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐 琴(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马 榕 mr11128@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
 联系人
 金 晶

机械行业

耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 联系人
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 联系人
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 叶云开(021)23154138 yyk10380@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 联系人
 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 联系人
 蒋 俊 jj11200@htsec.com
 张恒恒(010)68067998 zhx10170@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 夏庐生(010)50949926 xls10214@htsec.com
 联系人
 彭 虎(010)50949926 ph10267@htsec.com
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 ljl11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹阔 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 联系人
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 唐 宇 ty11049@htsec.com
 刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 马婷婷 mtt11022@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
孟德伟(021)23219989 mdw8578@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com