



石油与天然气

2020.11.10

## 中美贸易形势缓和下受益的石化产业环节

**评级: 增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

	孙羲昱(分析师)	黄振华(分析师)
	021-38677369	021-38675853
	sunxiyu@gtjas.com	huangzhenhua@gtjas.com
证书编号	S0880517090003	S0880520080006

### 本报告导读:

拜登胜选预计将使中美贸易关系缓和以及加剧原油价格短期的波动性,短期可能利好纺织服装产业链及轻烃进口。长期来看拜登当选对原油价格形成利空。

### 摘要:

- **投资建议: 维持行业的增持评级。**拜登胜选可能导致贸易出现缓和方向,我们认为主要利好纺织服装产业链及轻烃进口产业环节。我们认为纺织服装产业链环节 2021 年将受益于疫苗落地后的疫情缓解,经济复苏;以及油价上涨和贸易缓和带来的边际改善;推荐桐昆股份(601233)及新凤鸣(603225)。油价上行及贸易缓和有利于进口轻质化原料路线的项目,推荐卫星石化(002648)。
- **拜登胜选预计将使中美贸易关系缓和,对华关税可能取消。**根据国泰君安宏观团队的观点,建制派拜登大概率缓和中美经贸领域矛盾。拜登可能取消对华关税的深层原因在于维护民主党州利益。若取消关税,2000 亿美元关税清单对应的低技术产品最为受益,包括纺服产品。
- **拜登当选对原油价格长期形成利空,但在没有放松伊朗和委内瑞拉制裁的情况下中期将导致原油价格上行。**我们认为拜登胜选将增加原油价格短期的波动率。根据国泰君安宏观团队的判断,拜登就任总统后首先将致力于缓和与盟国的关系等,伊朗和委内瑞拉的制裁放松时间点可能会出现在 2021 年底。我们判断,由于拜登胜选原油价格短期波动率增加,2021 年上半年价格中枢将向上,而拜登 2021 年底对伊朗及委内瑞拉制裁放松的可能性及支持新能源的政策来看对原油价格将是利空。
- **我们预计 2021 年原油价格中枢将较 40 美元/桶布伦特原油抬升,石化板块估值改善。**①我们认为美国总统大选落地后,长期来看政策不确定性下降,财政刺激方案如果通过,流动性将有所改善。②尽管全球疫情二次反弹,但预计我国疫苗批文落地后需求预期将有所改善。③ OPEC+托底原油价格的意愿及④全球流动性偏宽松环境将带动 2021 年原油价格出现温和复苏,从而使石化板块整体估值改善。
- **风险提示:**疫情发展超预期,且疫苗研发无法落地;全球化倒退,贸易形势恶化;原油价格超预期下跌。

### 相关报告

石油与天然气《天然气改革拉开时代序幕,管网出让落地奠定里程碑》

2020.07.27

石油与天然气《原油价格筑底最悲观时期已过,推荐有竞争力的细分领域龙头》

2020.06.03

石油与天然气《最差时期已过,看好二季度行业景气回暖》

2020.05.13

石油与天然气《预计炼化行业利润二季度环比改善》

2020.05.06

石油与天然气《原油价格筑底的核心要素》

2020.04.21

## 目 录

1. 拜登美国总统胜选预计将使中美关系缓和, 对华关税可能被取消	3
2. 拜登当选对原油价格长期形成利空, 但在没有放松伊朗和委内瑞拉制裁的情况下中期将导致原油价格上行	5
3. 投资建议: 贸易出现缓和将利好纺织服装产业链及轻烃进口产业环节	7
3.1. 纺织服装产业链外需好转将有利于涤纶长丝环节, 推荐桐昆股份及新凤鸣	7
3.2. 贸易出现缓和将利好轻烃进口环节, 推荐卫星石化	9
4. 风险提示	11

## 图 目 录

图 1 2000 亿产品清单中主要是低技术产品	5
图 2 2000 亿产品清单涉及产品, 对美出口占行业的总出口 (2019 年)	5
图 3 10 月轻纺城成交活跃	7
图 4 二季度开始纺织服装出口触底回暖	8
图 5 9 月中旬以来纺织服装产业链库存下降	8
图 6 仅考虑物料及运输成本的不同工艺路线成本 (元/吨)	9
图 7 乙烷供给未来预计保持宽松	10

## 表 目 录

表 1 国泰君安宏观团队预测拜登胜选后可能采取的相关政策	3
表 2 美国对华关税加征情况	4
表 3 拜登与特朗普的政策区别	6
表 4 历史上民主党在任期间原油产量增速更高	6
表 5 重点推荐公司 (11 月 9 日收盘价)	7
表 6 乙烷裂解制乙烯产品收率高	10
表 7 连云港石化项目一期预计 2020 年投产	10

## 1. 拜登美国总统胜选预计将使中美关系缓和, 对华关税可能被取消

2020年11月8日, 美联社率先宣布拜登获得2020年总统大选胜利, 随后纽约时报、华盛顿邮报、CNN、FOX、洛杉矶时报等多家外媒纷纷报道。随后, 英国、日本、印度、加拿大、德国等多国领导人已祝贺拜登胜选。

根据国泰君安宏观团队的观点, 建制派拜登大概率缓和中美经贸领域矛盾, 并开展中美在气候等全球问题的合作。同时, 拜登政府将让美国重回正统的政治框架, 重回全球政治经济秩序。在一定程度上, 这些有助于缓解美国及全球的政策不确定性, 提高全球风险偏好。

表 1 国泰君安宏观团队预测拜登胜选后可能采取的相关政策

项目	时间点	内容
中美贸易协定与关税	2021年上半年	对华关税大概率会被取消, 但不会被轻易、主动取消, 将成为拜登对华谈判筹码, 以要求中国继续执行第一阶段协议、提高对外开放程度等。
中美科技摩擦	2021年上半年	拜登或不会推翻对华科技制裁措施, 但或更加灵活实施制裁措施, 如批准部分企业对华高科技产品出口。
中美气候和环保合作	2021年下半年	美国重返《巴黎气候协定》, 或对中国提高环保要求。中美同时发力环保, 利好新能源汽车、光伏、风电等相关行业。
新版TPP	2021年下半年	美国或将联合盟友和贸易伙伴修订国际贸易规则, 构建“拜登版TPP”, 中国或面临更高的国际准入门槛, 但短期内不必过分担忧。
军事外交方面	2021年年底附近	或重新与伊朗、委内瑞拉建立外交联系, 或有利于石油供给。

数据来源: 国泰君安证券研究。

拜登从宣布参选开始, 就表现出对特朗普关税政策的不满。2020年8月6日, 拜登在接受美国全国公共广播电台采访时表示, 他若当选将取消特朗普政府对中国商品加征的关税。而拜登取消对华关税的深层原因在于维护民主党州利益。从2018年至2019年美国各州对华出口变化来看, 沿海各州对华出口下滑程度远大于中部地区。而民主党基本盘主要覆盖沿海各州, 中部地区州主要是传统制造业的工人和农民, 主要是共和党基本盘。2019年对华出口下滑最严重的州, 是民主党基本盘华盛顿州。据USCBC报告, 2018年华盛顿州向中国出售了总计114亿美元的航空航天产品和零部件, 2019年, 这一产品对华出口下滑到28亿美元。

若取消关税, 根据宏观团队的判断, 2000亿美元关税清单对应的低技术产品最为受益, 包括纺服产品。中国受美方关税制裁的产品主要是, 2500亿美元清单, 以及3000亿清单的第一部分(约为1200亿美元)。其中, 500亿清单大部分已经进入豁免, 2020年对应商品对美出口已经回暖; 3000亿清单产品税点低, 加征时间短, 受冲击不大。而2000亿清单商品主要涉及产品为矿产、化工、农林牧渔、纺服等低技术出口产品, 受贸易战冲击大, 豁免少, 2020年出口恢复较慢, 因此也最受益于关税取消。从2000亿美元清单所涉产品的对美出口敞口, 毛革制品、木制品、

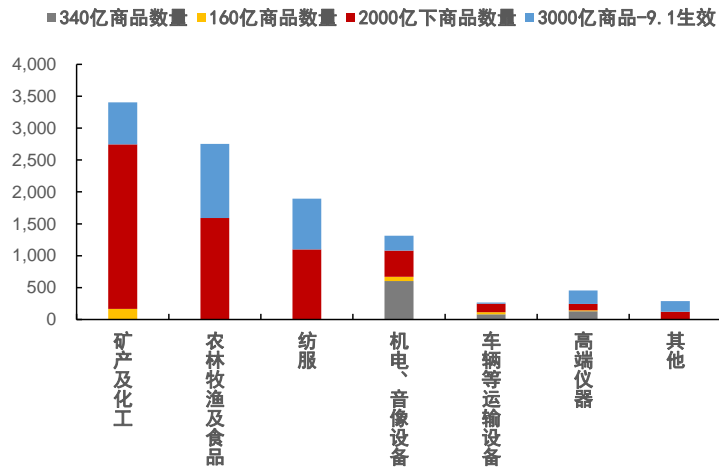
动物产品等农业品对美出口敞口占行业总出口比例最高，也最受益于2000亿关税取消。

**表 2 美国对华关税加征情况**

阶段	时间	加征情况	详情
第一轮关税	2018年6月15日	340亿 25%	美国将对约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自2018年7月6日起实施
	2018年7月10日		美国政府公布2000亿美元清单
	2018年8月6日	160亿 25%	美国对160亿美元产品加征25%关税，自2018年8月23日试试
第二轮关税	2018年9月18日	2000亿 10%	美国对2000亿美元清单加征10%的关税，于9月24日实施，并于2019年1月1日上升到25%关税
	2018年12月1日	阿根廷 G20 峰会	习近平同特朗普共进晚餐，停止升级关税等贸易限制措施
	2019年5月9日	2000亿 25%	美国对2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%，自2019年5月10日实施
	2019年5月13日		美国公布3000亿美元清单，就加征25%关税举行公开听证会
第三轮关税	2019年8月15日	3000亿 10%	美国政府宣布，对从中国进口的约3000亿美元商品加征10%关税，分两批自2019年9月1日（1200亿）、12月15日（1800亿）起实施。
	2019年8月24日	2500亿 30%， 1200亿 15%	美方对2500亿美元加征关税将从25%升至30%。9月1日起对剩余3000亿美元中国进口商品将按15%的税率加征关税
	2019年9月11日		美国已同意将推迟对华2500亿美元关税提升至30%的时间至10月15日
	2019年10月15日		美国已同意暂停对华2500亿美元关税提升至30%
一阶段协议酝酿及执行	2019年12月13日	1800亿元取消	特朗普：美国已与中国达成第一阶段经贸协议，将暂停原定于12月15日对中国进口商品加征的关税，北京扩大对美国农产品的采购。
	2020年1月16日		中美第一阶段协议签订
	2020年1月16日	1200亿下调	美方发布公告，自2020年2月14日起，已于2019年9月1日起加征15%关税的1200亿美元商品，加征关税由15%调整为7.5%；
	2020年2月6日	750亿下调	作为回应，中方自2020年2月14日，2019年9月1日起已加征10%关税的商品，加征税率调整为5%；已加征5%关税的商品，加征税率调整为2.5%。
	2020年1月16日	1800亿正式取消	美国无限期暂停原定于2019年12月对1800亿美元中国商品生效的关税计划
目前尚在执行	美方	2500亿元 25%关税，1200亿元 7.5%，1800亿元取消	
	中方	500亿 25%，600亿 5%-25%，750亿第一部分 2.5%-5%	

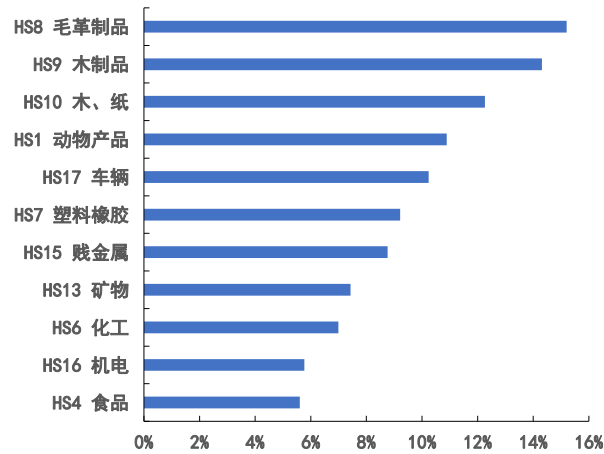
数据来源：USTR，国泰君安证券研究

图 1 2000 亿产品清单中主要是低技术产品



数据来源：USTR，USITC，WIND，国泰君安证券研究

图 2 2000 亿产品清单涉及产品，对美出口占行业的总出口（2019 年）



数据来源：USTR，USITC，WIND，国泰君安证券研究

## 2. 拜登当选对原油价格长期形成利空，但在没有放松伊朗和委内瑞拉制裁的情况下中期将导致原油价格上行

拜登在能源政策方面，将对现有和行政的油气运营进行严格的甲烷污染限制，制定严格的新燃油经济性标准，使汽车制造商靠近欧洲排放标准。拜登将削减美国国内化石燃料补贴，并将相关资源转移到清洁能源基础设施的历史性投资上。但拜登认为化石燃料在美国向清洁能源过渡期间仍有作用。

**表 3 拜登与特朗普的政策区别**

	拜登	特朗普
<b>能源</b>	计划重回巴黎气候协定，大力提倡发展清洁能源，禁止在公共用地进行新的原油开采。	退出巴黎气候协定，支持提升原油产量和出口量，促进能源独立。
<b>贸易</b>	倾向于重回TPP，倡导制造业回流。	退出TPP，威胁退出WTO。对全球掀起贸易争端，倡导制造业回流。
<b>对华态度</b>	相对温和，但也曾对中国知识产权和世贸规则进行指责。	极其强硬，2018-2019年发动贸易争端。
<b>地缘政治</b>	建议重启伊核谈判，回归伊朗核不扩散条约。	退出伊朗核协议，力主对伊朗和委内瑞拉等国实施制裁。

数据来源：隆众石化、国泰君安证券研究。

从二次世界大战后的情况来看，美国民主党在任上的时候原油产量的年均复合增速更高。但是拜登强调禁止在公共用地进行新的原油开采，并且将重返巴黎气候协定，可以预见美国的油气产业的产量增速将出现下降。

**表 4 历史上民主党在任期间原油产量增速更高**

总统	党派	任期	原油产量(万桶/天)	年均复合增长率
杜鲁门	民主党	1945-1953	470-650	4.10%
艾森豪威尔	共和党	1953-1961	650-720	1.30%
肯尼迪	民主党	1961-1963	720-750	2.40%
约翰逊	民主党	1963-1969	750-940	3.70%
尼克松	共和党	1969-1974	940-900	-0.80%
福特	共和党	1974-1977	900-850	-1.70%
卡特	民主党	1977-1981	850-870	0.40%
里根	共和党	1981-1989	870-770	-1.60%
布什	共和党	1989-1993	770-690	-2.50%
克林顿	民主党	1993-2001	690-580	-2.20%
小布什	共和党	2001-2009	580-530	-1.00%
奥巴马	民主党	2009-2017	530-930	7.20%
特朗普	共和党	2017-2020	930-1150	7.10%

数据来源：隆众石化、国泰君安证券研究。

我们认为拜登对原油市场的影响需要分时期来判断。不利的因素在于①拜登可能放松对伊朗以及委内瑞拉的制裁，从而导致原油供给增加。②拜登支持发展新能源汽车及光伏，风电等可再生能源行业；将导致原油的长期需求下降。对原油的有利因素在于①美国大选落地意味着政策不确定性长期将下降，如果通过财政刺激方案则流动性会增加。②拜登的执政方针将导致美国的油气产业的产量增速将出现下降。而页岩油在2008年以来一直是全球原油产量增长的主要部分。

我们认为拜登胜选将增加原油价格短期的波动率。根据国泰君安宏观团队的判断，拜登就任总统后首先将致力于缓和与盟国的关系等，伊朗和委内瑞拉的制裁放松时间点可能会出现在2021年底。我们判断，由于拜登胜选原油价格短期波动率增加，2021年上半年价格中枢将向上，而拜登2021年底对伊朗及委内瑞拉制裁放松的可能性及支持新能源的政策来看对原油价格将是利空。

### 3. 投资建议: 贸易出现缓和将利好纺织服装产业链及轻纺进口产业环节

拜登胜选可能导致贸易出现缓和方向, 我们认为主要利好纺织服装产业链及轻纺进口产业环节。我们认为纺织服装产业链环节 2021 年将受益于疫苗落地后的疫情缓解, 经济复苏; 以及油价上涨和贸易缓和带来的边际改善; 推荐桐昆股份 (601233) 及新凤鸣 (603225)。油价上行及贸易缓和有利于进口轻质化原料路线的项目, 推荐卫星石化(002648)。

表 5 重点推荐公司 (11 月 9 日收盘价)

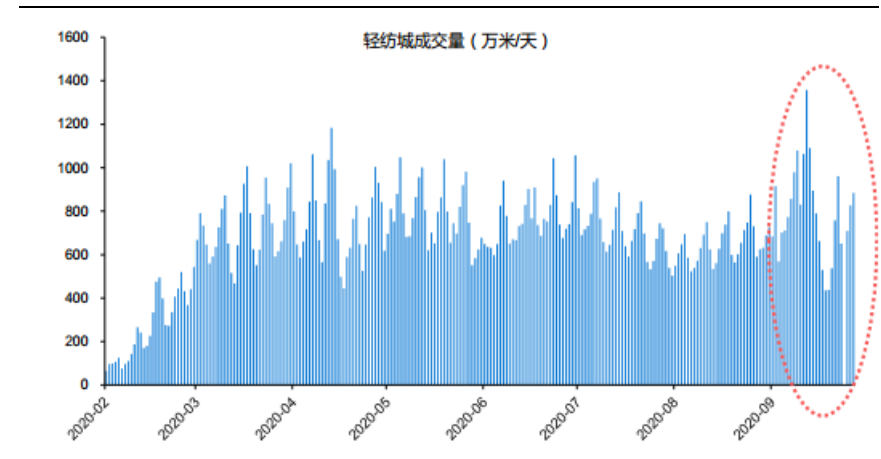
股票代码	股票简称	收盘价	EPS			PE			评级	目标价
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
601233.SH	桐昆股份	16.22	1.56	1.54	2.15	10.4	10.5	7.5	增持	19.44
603225.SH	新凤鸣	10.37	0.97	0.37	1.32	10.7	28.0	7.9	增持	14.65
002648.SZ	卫星石化	25.49	1.19	1.2	2.42	21.4	21.2	10.5	增持	29.04

数据来源: wind、国泰君安证券研究

#### 3.1. 纺织服装产业链外需好转将有利于涤纶长丝环节, 推荐桐昆股份及新凤鸣

9 月下旬及 10 月份织造订单在双 11 驱动以及外需订单好转的共同作用下大幅好转, 10 月份轻纺城成交活跃。同时织造开工提升, 带动坯布库存及涤纶长丝库存下降。

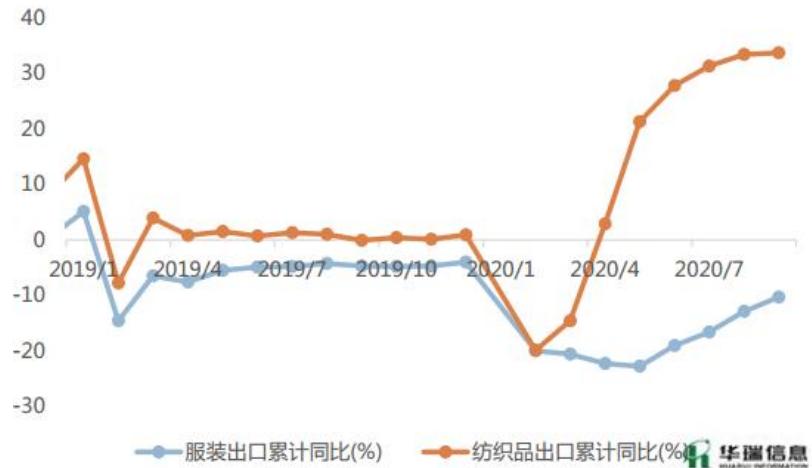
图 3 10 月轻纺城成交活跃



数据来源: CCF、国泰君安证券研究

2020 年初因为疫情影响纺织服装等出口订单无法交付, 二季度海外疫情爆发导致海外订单需求快速下降。服装类的出口订单在二季度触底并缓慢回升, 8 月份服装出口单月同比增速转正。

图 4 二季度开始纺织服装出口触底回暖



数据来源：CCF、国泰君安证券研究

10 月下半月以来涤纶工厂累库，外销市场出口报价局部下调，涤纶长丝产销整体偏清淡。本周 5 个工作日产销约在 6-7 成。本周 POY/FDY/DTY 库存分别上升至 13/15/16 天。织造端开工新高，但新订单下滑，以消化前期备货为主。截止目前终端备货较少，新订单走弱后终端态度偏谨慎。终端原料备货在 5-10 天。较多在半个月至 1 个月附近。同时本周 PTA 厂商加工费下滑至 500 元/吨。

图 5 9 月中旬以来纺织服装产业链库存下降

产品类别	规格	单位	10/23	10/9	变化幅度	变化%	9/23	月变化	月变化%	9/15-10/23 走势
涤纶长丝	涤纶POY工厂产品库存	天	9.8	12.5	-2.7	-22%	17.7	-7.9	-45%	
涤纶长丝	涤纶FDY工厂产品库存	天	13.1	16.3	-3.2	-20%	20.1	-7	-35%	
锦纶	锦纶民用丝工厂产品库存	天	25.3	33	-7.7	-23%	32	-6.7	-21%	
氨纶	氨纶工厂产品库存指数	天	16.8	25.4	-8.6	-34%	28.4	-11.6	-41%	
直纺涤短	涤短工厂产品库存指数	天	-4.2	4.5	-8.7	-193%	7.3	-11.5	-158%	
	再生棉型涤短库存指数	天	0	9	-9	-100%	9.9	-9.9	-100%	
粘胶	粘短工厂产品库存	天	12.5	18	-5.5	-31%	20	-7.5	-38%	
腈纶	腈纶工厂产品库存	天	9	12	-3	-25%	11	-2	-18%	
纯涤纱	纯涤纱工厂产品库存	天	4.2	10	-5.8	-58%	17	-12.8	-75%	
棉纱	棉纱工厂产品库存	天	9.7	21	-11.3	-54%	25.2	-15.5	-62%	
人棉纱	人棉纱工厂产品库存	天	11.5	16.5	-5	-30%	22	-10.5	-48%	
全棉坯布	全棉坯布工厂产品库存	天	18.4	26.6	-8.2	-31%	27.4	-9	-33%	
人棉布	人棉布工厂产品库存	天	20	27	-7	-26%	28.1	-8.1	-29%	

数据来源：CCF、国泰君安证券研究

**桐昆股份：**市占率稳中有升，持续扩产巩固优势。截止 2020 年 6 月底，公司涤纶长丝产能约为 690 万吨，国内市场占有率约 18%，全球占比约 12%。公司未来将不断完善产能布局巩固龙头地位，洋口港石化聚酯一体化项目已经开工建设。同时，公司持有 20%浙石化股权，浙石化项目投产有助于公司构建一体化产业链布局，增强公司盈利能力。浙石化 2020H1 实现净利润 44.88 亿元，三季度炼化项目消耗在库低价原油，油价企稳回暖带来超额收益，盈利能力进一步增强。

**新凤鸣：**精细化降本竞争优势扩大。截止 2020 年 6 月，公司长丝产能 460 万吨，未来产能投放稳步推进（投放速度为每年两套或每两年五套），预计 2020 年底长丝产能将达到 500 万吨，市占率不断提升。PTA



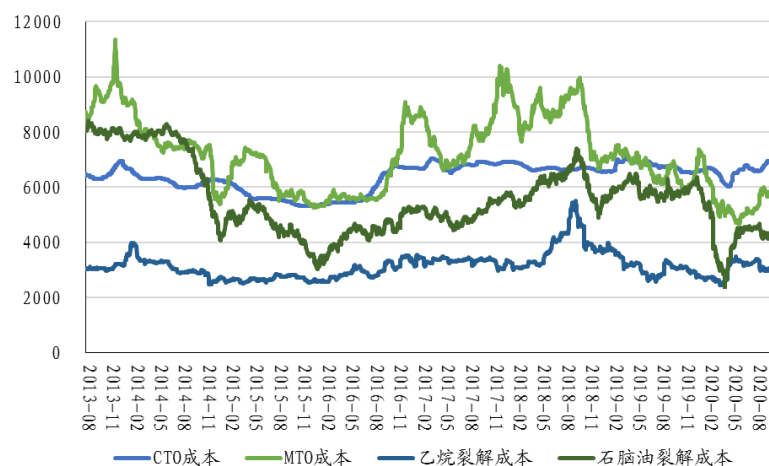
二期于 2020 年 7 月底进行设备中交，预计三季度建成投产，届时公司 PTA 产能将达到 500 万吨，实现 PTA 原料自给自足。公司通过机器换人达到“黑灯车间”等手段进行降本，吨加工费用逐年下降，长丝吨盈利较行业平均水平高约 250 元/吨，企业盈利差距扩大加速行业落后产能出清。PTA 采用 BP 公司最新的 PTA 工艺技术和专利设备，能耗物耗水平进一步改善，设备后发优势明显，我们预计独山能源 PTA 不含税加工费低于 300 元/吨，远低于行业平均成本 500 元/吨。

### 3.2. 贸易出现缓和将利好轻烃进口环节，推荐卫星石化

乙烷主要是美国页岩油气副产的 NGL 的主要组分之一，占比大约接近 50%。在天然气处理过程中可以选择是否将乙烷回注。当乙烷价格高时，生产商倾向于分离出乙烷单独销售，而当乙烷价格低时，生产商选择将乙烷回注，即保留部分乙烷组分作为美国管道天然气运用于燃料用途中。与丙烷可以用于燃料，化工，交通运输等多样化的用途不同，乙烷在作为化工原料的用途被发掘之前，只能进行回注。

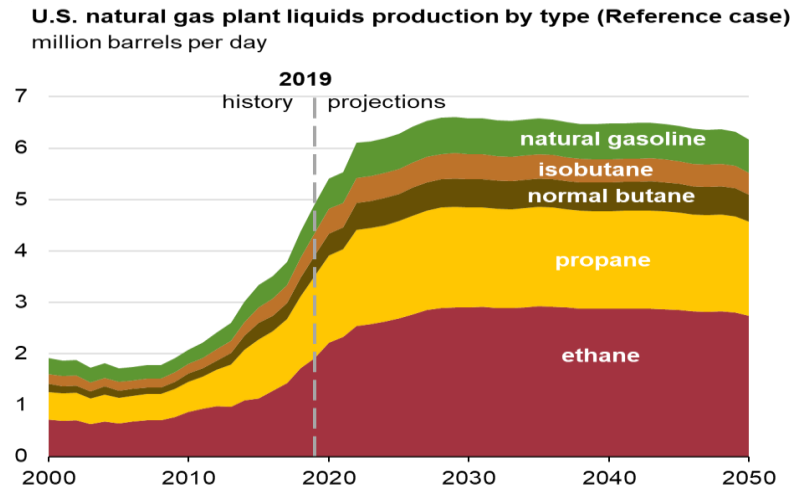
乙烷裂解制乙烯路线具备三点优势，一是投资成本较低，二是原料成本较低，三是乙烷裂解制乙烯的收率更高。与石脑油脱氢的传统制乙烯路线相比，乙烷脱氢制乙烯的收率接近 80%，而石脑油脱氢路线为 31%。乙烷裂解制乙烯主要的风险在于原料价格的波动性。从供需结构来看，未来乙烷的供应整体偏宽松。而中美贸易形势的缓和，将降低乙烷价格的波动性。尽管拜登上台可能降低美国石油开采，尤其是可能限制水力压裂而造成 NGL 供应的减少。但是考虑到这是个长期的过程，且乙烷的产能目前主要是在分离设施端，近年来乙烷产量增速已经超过 NGL 的增速。我们认为总体来看贸易缓和可能带来的边际改善的积极影响会更大。同时，在油价上行的环境下，气头路线相对油头路线的成本优势也将扩大。

图 6 仅考虑物料及运输成本的不同工艺路线成本（元/吨）



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 7 乙烷供给未来预计保持宽松



数据来源：EIA、国泰君安证券研究

表 6 乙烷裂解制乙烯产品收率高。

工艺	乙烷脱氢	石脑油脱氢
乙烯	78%	31%
丙烯	3%	16%
丁二烯	2%	5%
异丁烯	1%	4%
苯	1%	7%
甲苯	-	3%
其他芳烃	1%	9%
甲烷	9%	19%
氢气	6%	2%
燃料油	-	4%

数据来源：CNKI，国泰君安证券研究

卫星石化在完善 C3 产业链布局的同时，积极推进 C2 项目建设。公司的 C2 项目主要分为 2 期建设，一期项目主要包括 40 万吨/年的高密度聚乙烯（HDPE），2 套 72/91 万吨/年的环氧乙烷/乙二醇（EO/EG）装置，以及 125 万吨/年原料加工装置。二期项目包括 40 万吨/年的高密度聚乙烯（HDPE）装置、55 万吨/年的线性低密度聚乙烯（LLDPE）装置、72/91 万吨/年的环氧乙烷/乙二醇（EO/EG）装置和 26/8.6 万吨每年的丙烯腈（ACN）联合装置，125 万吨/年原料加工装置。一期项目于 2018 年 8 月开始建设，预计将于 2020 年四季度投入试生产。根据公司募投项目可研报告测算，项目投产后的第一年，假定生产负荷为 80%的前提下，预计年净利润为 26.7 亿元。

表 7 连云港石化项目一期预计 2020 年投产

石化项目	产品	产能（万吨/年）	投产时间
一期	乙烯	125	2020 年
	环氧乙烷/乙二醇	72/91	
	LLDPE	50	

	HDPE	40	
	乙烯	125	
	环氧乙烷/乙二醇	72/91	
二期	LDPE	50	2022年
	苯乙烯	50	
	丙烯腈	26	

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

#### 4. 风险提示

**疫情发展超预期，且疫苗研发无法落地：**疫情发展超预期且疫苗无法落地的环境下，产业链的下游需求将受到影响。

**全球化倒退，贸易形势恶化：**如果全球化格局发生倒退，贸易形势恶化的环境下将影响到海外的需求。

**原油价格超预期下跌：**原油价格超预期下跌情况下，下游补货需求将趋于谨慎。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		