

基础化工/原材料

新凤鸣 (603225)

首次覆盖

需求预期修复、涤纶盈利扩张

评级: 增持

目标价格: 18.60

当前价格: 15.07

2019.04.17

	肖洁 (分析师)	孙羲昱 (分析师)	廖鹏飞 (分析师)
	021-38674660	021-38677369	010-59312753
	xiaojie@gtjas.com	sunxiyu@gtjas.com	liaopengfei@gtjas.com
证书编号	S0880513080002	S0880517090003	S0880518110007

本报告导读:

涤纶下游需求预期修复背景下, 2019-2020 供需紧平衡、集中度提升带来龙头议价能力增强。6 家龙头企业中公司的产能/市值弹性最大, 最为受益于产品盈利扩张。

投资要点:

- 首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 18.6 元。我们测算公司 2019-2021 年归母净利润分别为 18.72 亿元、26 亿元、29.9 亿元, 复合增速 28%, 我们按照可比公司 PE, 给予 2019 年 13 倍 PE, 考虑到 21.5 亿转债待转股, 我们谨慎给予目标价 18.6 元, 距离目前股价仍有 23% 的空间。
- 和市场预期不同, 我们认为上游大炼化投产进程中 PX 原料瓶颈被打破, 中下游龙头更为受益; 公司 PTA-涤纶产能持续扩张, 中下游龙头地位确立。2018-2020 年, 公司规划每年新增涤纶产能近 100 万吨, 达到 570 万吨总产能, 稳居行业第三; 同时新增 500 万吨 PTA 产能实现上游一体化。从 2014-2018 年财务数据来看, 公司单吨净利略高于竞争对手, 体现了良好的产品能力和成本控制能力。
- 下游需求预期修复。我们以 8% 的增速测算, 涤纶供需紧平衡, 是整个产业链 PX-PTA-涤纶中最优势环节。和前两轮资本开支周期不同, 2019-2020 年涤纶的新增产能将维持在 300 万吨左右, 和新增需求匹配。同时, 集中度提升带来龙头议价能力增强, 6 家龙头企业的合计市占率已经从 2014 年的 39% 提升到 2019 年的 53%, 在供需紧平衡的背景下, 涤纶盈利有望进一步提升。
- 涤纶产品价差扩大成为股价的催化剂。我们测算了 6 家龙头企业的涤纶产能/市值弹性, 公司弹性最大, 涤纶价差扩大 100 元/吨, 公司 2019 年的净利润增加 3 亿元。
- 风险提示: 油价下跌带来库存损失; 需求复苏低于预期。

交易数据

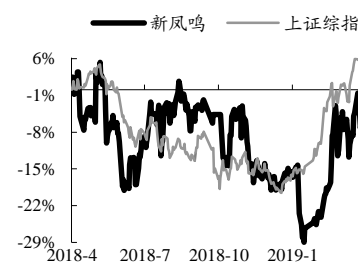
52 周内股价区间 (元)	13.96-24.50
总市值 (百万元)	17,952
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,191/167
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	14%
日均成交量 (百万股)	7.95
日均成交值 (百万元)	146.15

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,242
每股净资产	6.92
市净率	2.2
净负债率	41.07%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.22	0.18
Q2	0.46	0.5
Q3	0.54	0.5
Q4	-0.03	0.39
全年	1.19	1.57

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	10%	-7%
相对指数	-3%	-16%	-13%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,963	32,659	36,347	55,599	74,815
(+/-)%	31%	42%	11%	53%	35%
经营利润 (EBIT)	2,012	1,945	2,701	3,681	4,165
(+/-)%	77%	-3%	39%	36%	13%
净利润 (归母)	1,497	1,423	1,872	2,600	2,990
(+/-)%	105%	-5%	32%	39%	15%
每股净收益 (元)	1.26	1.19	1.57	2.18	2.51
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	8.8%	6.0%	7.4%	6.6%	5.6%
净资产收益率 (%)	22.8%	17.3%	18.5%	20.4%	19.0%
投入资本回报率 (%)	20.0%	13.9%	14.9%	16.1%	15.1%
EV/EBITDA	8.18	6.82	6.50	5.10	4.67
市盈率	28.50	15.70	9.82	7.07	6.15
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2019.04.17

股票研究

原材料
基础化工

新风鸣 (603225)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 18.60

当前价格: 15.07

2019.04.17

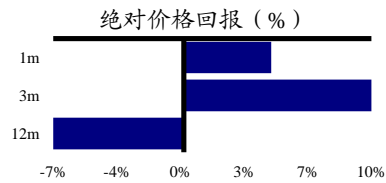
公司网址

www.xfmgrou.com

公司简介

公司创办于2000年,现已发展成为集聚酯、涤纶纺丝、加弹、进出口贸易为一体的现代大型股份制企业,下设中欣化纤、中驰化纤、中辰化纤、进出口公司等多家子公司,拥有省级技术研究院——浙江新风鸣化纤研究院、院士工作站等科研机构。

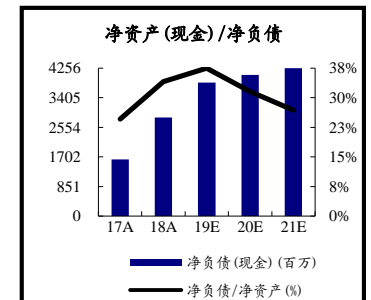
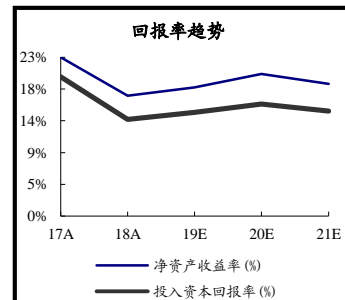
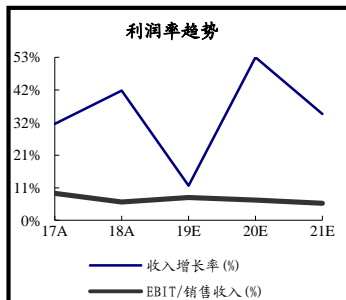
经过多年的努力,公司进一步完善了销售网络,销售区域已覆盖浙江、江苏、上海、广东、福建等十多个省市,另外“凤鸣”牌涤纶长丝还远销土耳其、埃



52周价格范围 13.96-24.50
市值(百万) 17,952

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	22,963	32,659	36,347	55,599	74,815
营业成本	20,132	29,693	32,481	50,208	68,422
税金及附加	50	50	64	93	127
销售费用	67	102	111	172	230
管理费用	185	223	263	334	374
EBIT	2,012	1,945	2,701	3,681	4,165
公允价值变动收益	1	-9	0	0	0
投资收益	31	26	0	0	0
财务费用	158	246	378	448	448
营业利润	1,918	1,693	2,323	3,233	3,717
所得税	422	293	468	650	747
少数股东损益	16	0	0	0	0
归母净利润	1,497	1,423	1,872	2,600	2,990
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,448	2,499	3,466	2,273	1,566
其他流动资产	2,069	3,093	2,773	3,897	5,016
长期投资	42	81	81	81	81
固定资产合计	5,501	7,725	9,725	12,725	15,725
无形及其他资产	1,991	3,771	4,771	5,771	6,771
资产合计	11,051	17,169	20,815	24,747	29,159
流动负债	3,445	6,610	6,383	7,715	9,138
非流动负债	1,046	2,317	4,317	4,317	4,317
股东权益	6,560	8,242	10,115	12,715	15,705
投入资本(IC)	7,850	11,642	14,548	18,341	22,037
现金流量表					
NOPLAT	1573	1613	2161	2945	3332
折旧与摊销	781	895	0	0	0
流动资金增量	494	-239	-94	-207	-304
资本支出	-1,301	-3,630	-2,983	-3,983	-3,980
自由现金流	1,547	-1,361	-916	-1,246	-951
经营现金流	1,826	979	2,327	3,238	3,722
投资现金流	-1,848	-3,376	-2,983	-3,983	-3,980
融资现金流	1,004	3,104	1,623	-448	-448
现金流净增加额	983	707	967	-1,193	-707
财务指标					
成长性					
收入增长率	31.4%	42.2%	11.3%	53.0%	34.6%
EBIT 增长率	76.7%	-3.3%	38.9%	36.3%	13.2%
净利润增长率	104.6%	-4.9%	31.5%	38.9%	15.0%
利润率					
毛利率	12.3%	9.1%	10.6%	9.7%	8.5%
EBIT 率	8.8%	6.0%	7.4%	6.6%	5.6%
归母净利润率	6.5%	4.4%	5.2%	4.7%	4.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	22.8%	17.3%	18.5%	20.4%	19.0%
总资产收益率(ROA)	13.5%	8.3%	9.0%	10.5%	10.3%
投入资本回报率(ROIC)	20.0%	13.9%	14.9%	16.1%	15.1%
运营能力					
存货周转天数	13	14	13	13	13
应收账款周转天数	5	6	6	6	6
总资产周转天数	156	158	191	150	131
净利润现金含量	122.0%	68.8%	124.3%	124.6%	124.5%
资本支出/收入	5.7%	11.1%	8.2%	7.2%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	52.0%	51.4%	48.6%	46.1%
净负债率	24.8%	34.4%	37.9%	31.9%	27.1%
估值比率					
PE	28.50	15.70	9.82	7.07	6.15
PB	6.50	2.71	1.82	1.45	1.17
EV/EBITDA	8.18	6.82	6.50	5.10	4.67
P/S	0.40	0.40	0.36	0.24	0.18
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

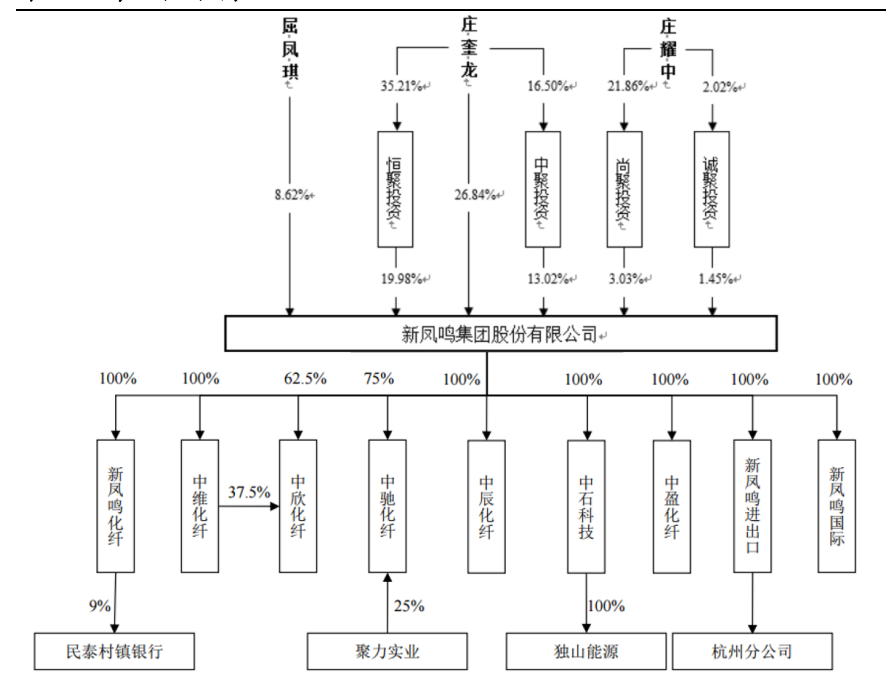
1. PTA-涤纶一体化、产能快速扩张	4
1.1. 2015-2018 年公司实现了产能和单吨盈利的双升	4
1.2. 2019-2020 年公司 PTA-涤纶产能持续扩张	6
2. 涤纶集中度提升、2019-2020 供需紧平衡	6
2.1. 涤纶产能扩张有序、2019-2020 供需紧平衡	6
2.2. PX-PTA 投产较多，涤纶供需最好	7
2.3. 集中度提升、龙头议价能力增强	9
3. 盈利预测与估值	10
3.1. 盈利预测	10
3.2. 估值	10
4. 风险提示	11

2018Q4-2019Q1, 涤纶的下游需求预期极度悲观。我们认为, 涤纶行业经历了 2015-2018 年的周期性的盈利扩张, 2019-2020 涤纶行业新增产能和新增需求规模基本匹配, 周期并未走完, 悲观预期有望修复。公司作为市场上最为纯粹的涤纶长丝标的, 业绩/市值弹性大。

1. PTA-涤纶一体化、产能快速扩张

公司创办于 2000 年, 现已发展成为集聚酯、涤纶纺丝、加弹、进出口贸易为一体的现代大型股份制企业。公司主要采用熔体直纺生产技术, 引进行业先进的聚酯装置和纺丝设备, 主要生产 POY、FDY、DTY 等上百种规格及各类中高档差别化涤纶长丝。经过多年的努力, 公司进一步完善了销售网络, 销售区域已覆盖浙江、江苏、上海、广东、福建等十多个省市, 另外“凤鸣”牌涤纶长丝还远销土耳其、埃及、韩国等多个国家和地区。

图 1 公司股权结构

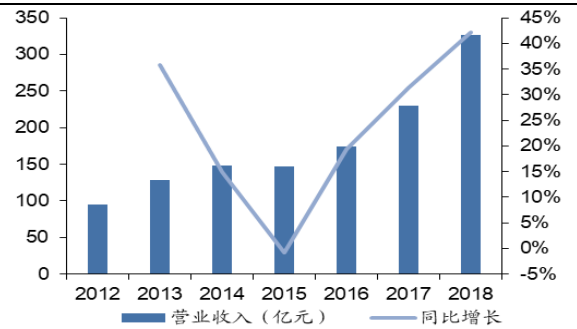


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

1.1. 2015-2018 年公司实现了产能和单吨盈利的双升

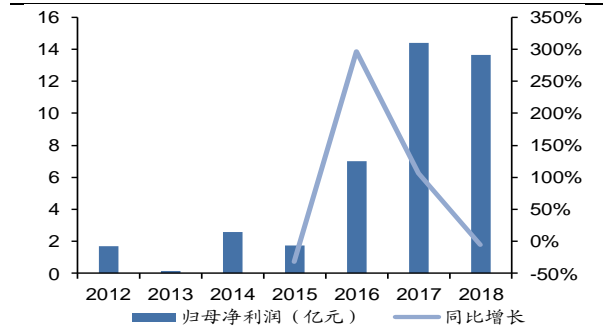
经过 2012-2014 年的涤纶行业低谷之后, 2015-2018, 公司实现了产能和单吨盈利的双升。我们按照 poy 价差减 900 元/吨为行业单吨税前净利水平, 公司的盈利能力显著高于竞争对手和行业水平。

图 2 2012 年以来公司营业收入快速增长



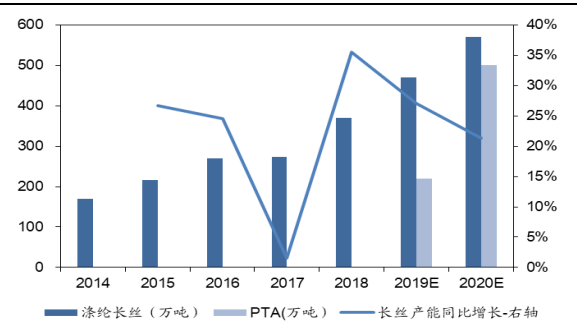
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3 2015-2018 净利润快速增长



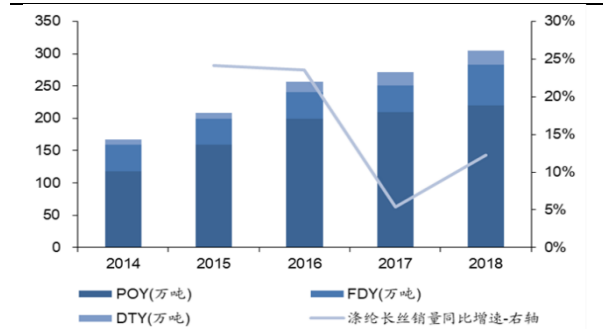
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 4 公司的产能持续扩张



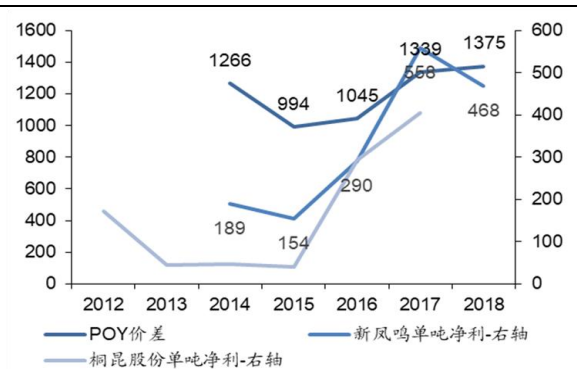
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 5 五年涤纶长丝销量实现翻倍增长



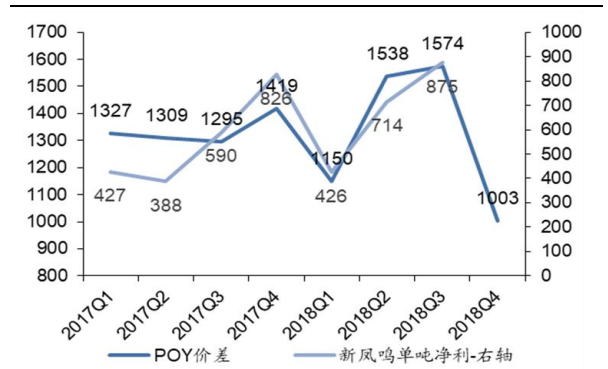
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 6 公司单吨盈利高于竞争对手 (元/吨)



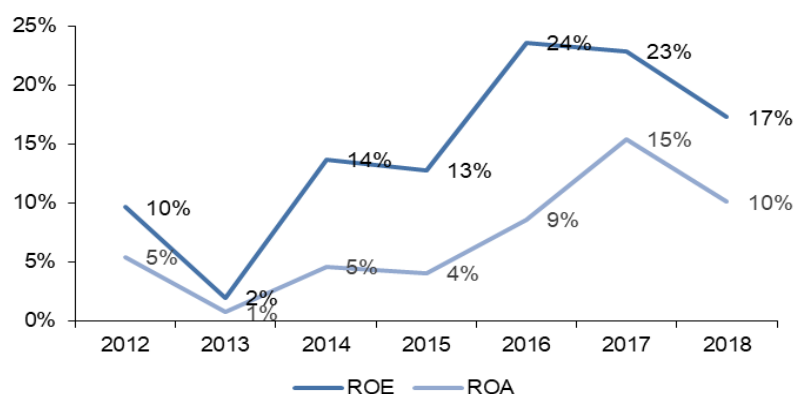
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 7 公司单吨净利高于行业水平 (元/吨)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 8 公司 ROE 及 ROA 提升

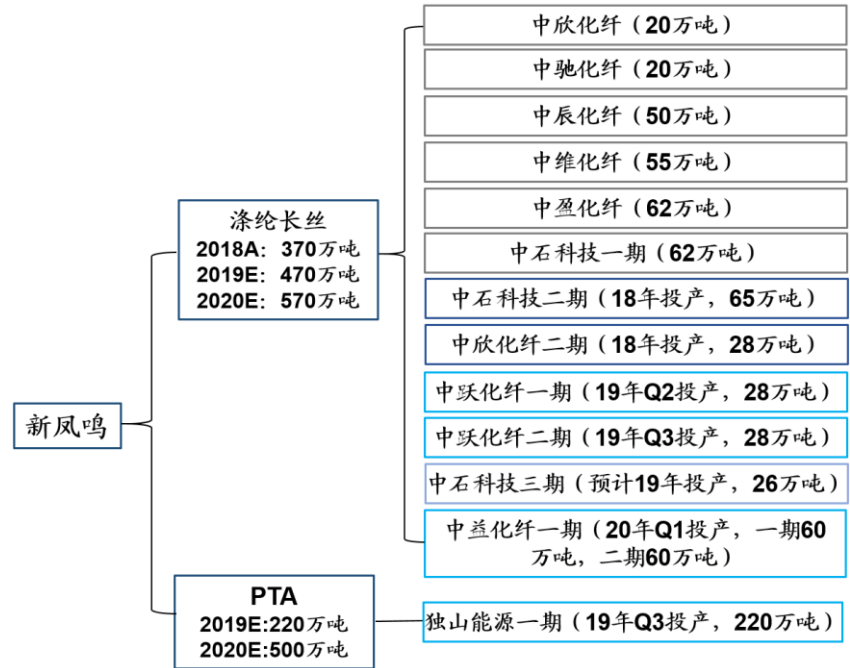


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

1.2. 2019-2020 年公司 PTA-涤纶产能持续扩张

2019-2020 年，按照公司的规划，涤纶产能每年新增 100 万吨，达到 570 万吨，稳居行业第三；同时，新增 500 万吨 PTA 产能，在产业链一体化的进程中迈出了关键的一步。

图 9 2018 年公司投产、在建涤纶及 PTA 项目产能



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2. 涤纶集中度提升、2019-2020 供需紧平衡

2.1. 涤纶产能扩张有序、2019-2020 供需紧平衡

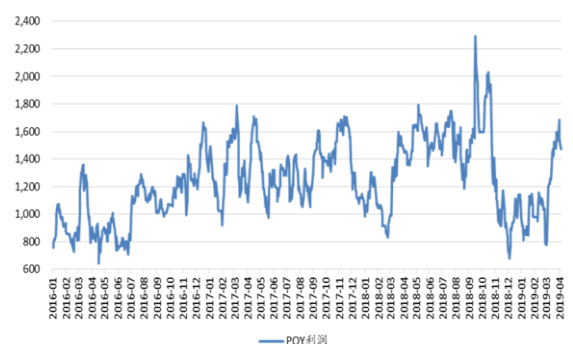
2015-2018 涤纶行业复苏，虽然化纤行业的资本开支从 2017 年开始同向复苏，但远比 2006-2007 和 2010-2011 的资本开支周期弱化，基于核心设备的产能瓶颈，我们认为 2019-2020 年涤纶的新增产能将维持在 300 万吨左右，行业已然处于紧平衡。

图 10 本轮资本开支周期相对弱化（%）



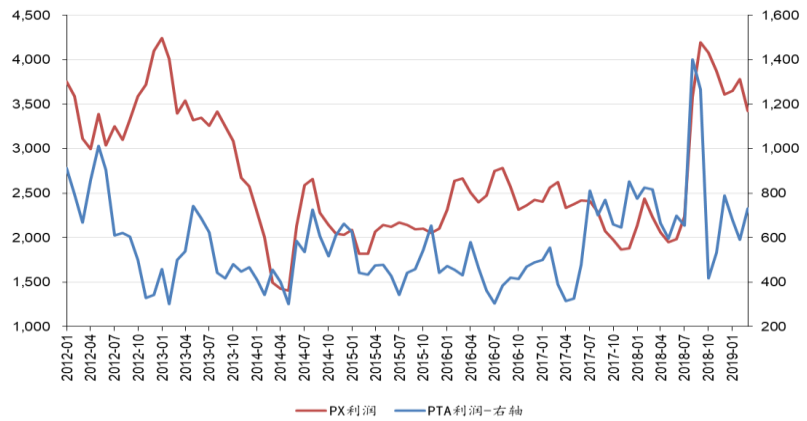
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 11 2015-2018 行业盈利复苏（元/吨）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 12 PTA、PX 价差波动远高于涤纶 (元/吨)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 1 2019 年聚酯装置新投产计划

类别	位置	企业	产能(万吨)	投产时间
长丝	福建	福建经纬	20	2018年底到2019年初
长丝	嘉兴	逸鹏二期	25	2019年3月
长丝	吴江	立新	8	2019年3月
长丝	嘉兴	恒邦四期	30	2019年5月
长丝	常熟	恒意	3	2019年
长丝	嘉兴	桐昆恒优二期	60	2019年6月
长丝	嘉兴	新凤鸣中益	30	2019年
长丝	海宁	恒逸海宁	50	2019年9月
长丝	南通	南通恒科	10	2019年三季度
长丝	山东	华宝	10	2019年底
长丝	长兴	恒腾四期	30	2019年四季度
长丝	湖州	新凤鸣中跃	30	2019年四季度
长丝	总产能		306	
瓶片	大连	逸盛	60	2019年
瓶片	海南	逸盛	50	2019年底
瓶片	涪陵	万凯	60	1期, 计划2019年, 或推迟至2020
瓶片	总产能		170	
聚酯总产能			476	

数据来源: CCF、国泰君安证券研究

表 2 2020 年长丝新装置投放情况

类别	企业	产能(万吨)
长丝	中石化仪征	15
长丝	新凤鸣	100
长丝	恒逸	40
长丝	恒力	60
长丝	盛虹	25
长丝	百宏	25
长丝	桐昆	30
长丝	总产能	295

数据来源: CCF、国泰君安证券研究

2.2. PX-PTA 投产较多, 涤纶供需最好

根据目前公开的聚酯各环节新投产能计划, 我们对聚酯各环节的供需平衡做了测算, 2019 年 PTA 处于供需紧平衡, 2019-2020 涤纶供需最好。

表 3 聚酯产业链供需平衡表

单位: 万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
国内表观消费量	2842	3097	3200	3462	3850	4158	4491
聚酯产能	4418	4515	4585	4800	5477	5843	6248
聚酯产量	3268	3530	3680	4110	4575	4815	5223
聚酯有效产能增量						380	307
聚酯需求增量						377	408
聚酯出口	498	500	548	590	689	758	834
聚酯进口	72	67	67	77	101	101	101
聚酯开工率	74%	78%	80%	86%	84%	82%	84%
PTA表观消费量	2888	3117	3291	3588	4084	4418	4689
PTA产能	4348	4693	4613	4703	4724	5269	6589
PTA产量	2818	3104	3310	3586	4090	4441	4720
PTA有效产能增量						185	652
PTA需求增量						351	279
PTA开工率	65%	66%	72%	76%	87%	84%	72%
PTA进口	115	75	50	54	78	70	70
PTA出口	46	62	69	52	84	92	102
PX需求	1932	2086	2221	2454	2699	2931	3115
PX产能	1270	1440	1440	1463	1463	2903	3068
PX有效产能增量						400	714
表观消费量	1969	2076	2144	2439	2685	2900	3132
涤纶长丝产能	3163	3230	3307	3358	3818	4124	4419
涤纶长丝产量	2118	2234	2330	2630	2900	3138	3394
涤纶长丝有效产能增量						241	307
涤纶长丝需求增量						238	257
产能利用率	67%	69%	70%	78%	76%	76%	77%
进口量	11	11	12	13	12	12	12
出口量	160	169	198	204	227	250	275

数据来源: 国泰君安证券研究

表 4 PTA 新装置产能投放情况

区域	装置	规模	运行变化&计划
四川	蓬威石化	90	2017年2月重启
绍兴	华彬	140	2017年3季度重启
嘉兴	桐昆2#	220	2017年年底投产
厦门	翔鹭	450(225)	2017年底/2018年12月
四川	晟达石化	100	2019年
嘉兴	新风鸣	220	2019年底
大连	恒力石化	250	2020年
宁波	逸盛石化	330	2020年(中金石化1#)
福建	福建百宏	250	2020年8月投产
连云港	虹港二期	220	2020年投产
新疆	中泰化学	120	2020年
福建	佳龙二期	220	尚未动工, 2021年
宁波	逸盛石化	330	2021年(中金石化2#)
嘉兴	新风鸣二期	220	2021年
大连	恒力二期	250	2021年
	四川晟达	100	已经建成, 开工时间未定
	宁夏宝塔	120	建设中, 原料配套滞后
宁波	宁波台化	150	2020年
国外			
美国	M&G	120	2019年
印度	JBF	120	2019年

数据来源: CCF2018年聚酯化纤论坛、国泰君安证券研究

表 5 PX 新装置产能投放计划

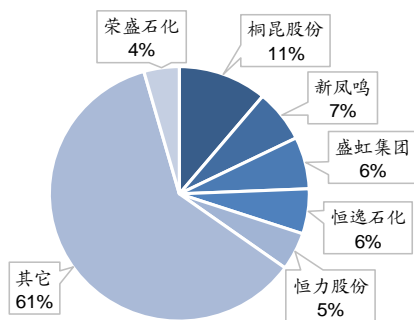
年份	企业	国家	投产时间	产能	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
2014	Sabiric	沙特	Q2	700	500	200					
	成都(中石油)	中国	Q2	650	500	150					
	SKE	韩国	JUL	1300	650	650					
	JX/SKGC	韩国	JUL	1000	500	500					
	三星Total	韩国	JUL	1000	500	500					
	OMPL	印度	SEP	900	300	600					
	JurongAromatics	新加坡	SEP	800	200	600					
2015	Kazakh Atyrau oil	哈萨克斯坦	Q1	500		400	100				
	中金石化	中国	Q3	1600		400	1200				
2016	Reliance	印度	Q2	2200			1200	1000			
2017	Hanwha total	韩国	Q2	200				100	100		
	辽阳石化	中国	Q3	100				30	70		
2018	Aramco/Rabigho. 2	沙特	Q1	1300					800	500	
	Idemitsu/Petovietnam	越南	Q2	700					300	400	
2019	恒力石化一期	中国	2019Q2	4500						2500	2000
	海南炼化二期	中国	2019Q3	800						200	600
	中海惠州	中国	2019Q4	1000						200	800
	浙江石化一期	中国	2019Q4	4000						1000	3000
	Hengyi	文莱	2019Q3	1500						500	1000
	弘润石化	中国	2019	600						200	400
	东营联合	中国	2019	2000						500	1500
2020	洛阳石化	中国	2020	650							300
	中金石化二期	中国	2020	1000							500
	卡塔尔石化	卡塔尔	2021(规划)	800							
	Chemaweyatt	阿联酋	2021(规划)	1500							
Total				31300	3150	4000	2500	1130	1270	6000	10100

数据来源：CCF2018 年聚酯化纤论坛、国泰君安证券研究

2.3. 集中度提升、龙头议价能力增强

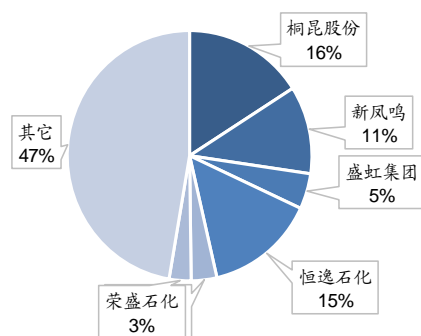
2017 年开始的本轮资本扩产周期主要以龙头企业为主，2019 年的产能分布相比上轮周期（2014 年），行业的集中度已经实现了大幅提升，6 家龙头企业的合计市占率已经从 2014 年的 39% 提升到 2019 年的 53%，龙头企业的话语权增强，2019-2020 新增供给和新增需求基本匹配的背景下，我们认为行业盈利仍有可能继续提升。

图 13 2014 年涤纶长丝产量分布



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 14 2019E 年涤纶长丝产能分布



数据来源：wind，国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

2019-2020 年涤纶行业供需偏紧、行业龙头溢价能力增强的行业，我们认为涤纶价差小幅扩大；公司在 2019-2020 新增 100 万吨产能，我们认为基本全部转化为产销。根据我们的测算，公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 18.72 亿元、26 亿元、29.9 亿元，eps 分别为 1.57 元、2.18 元、2.51 元，增速分别为 32%、39%、15%。

基于供需偏紧和行业龙头议价能力增强，我们看好 2019-2020 年涤纶产品的盈利提升，我们测算了 6 家龙头企业的涤纶产能/市值弹性（参见表 7），公司的市值弹性最大，涤纶价差扩大 100 元/吨，公司 2019 年的净利润增加 3 亿元。

表 6: 主要涤纶产品盈利拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
POY								
收入 (亿元)	94.86	98.91	123.09	155.62	185.92	222.87	297.15	334.30
成本	90.34	94.17	112.56	137.26	166.48	194.37	257.15	289.30
毛利	4.53	4.74	10.53	18.37	19.44	28.50	40.00	45.00
销量 (万吨)	118.31	159.54	199.71	209.48	219.34	300	400	450
单价	8018	6200	6163	7429	8476	7429	7429	7429
单位毛利	383	297	527	877	886	950	1000	1000
FDY								
收入	35.42	27.91	28.22	34.72	56.90	57.68	63.44	69.79
成本	33.42	25.50	24.94	29.26	51.46	51.43	56.19	61.80
毛利	2.00	2.41	3.28	5.46	5.44	6.25	7.26	7.98
销量 (万吨)	41.19	40.15	41.24	41.81	63.14	69.45	76.40	84.04
单价	8599	6951	6843	8304	9012	8304	8304	8304
单位毛利	486	600	795	1306	862	900	950	950
DTY								
收入	7.73	6.70	13.01	18.92	22.81	22.93	25.22	33.68
成本	6.99	5.79	11.26	15.58	19.38	19.02	20.77	27.73
毛利	0.74	0.91	1.75	3.34	3.43	3.91	4.46	5.95
销量 (万吨)	8.04	8.32	16.08	19.66	21.66	23.83	26.21	35.00
单价	9614	8053	8091	9624	10531	9624	9624	9624
单位毛利	920	1094	1088	1699	1584	1641	1700	1700

数据来源：国泰君安证券研究。

3.2. 估值

我们分别采取 PE 和 PS 两种估值方式，采取相对保守的 PE 估值方式，考虑到公司 2018 年发行 21.5 亿转债待转股，我们谨慎给与公司目标市值 221.5 亿元，对应目标价 18.6 元，距离目前股价仍有 23% 的空间。

- 1、按照可比公司 2019 年平均 PE13 倍 PE，给予公司市值 243 亿市值；
- 2、按照可比公司平均 1 倍 PS (TTM)，给与公司 362 亿市值。

表 7: 可比公司估值 (4 月 15 日收盘价)

公司代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	2019 涤纶长丝权益 产能 (万吨)	涤纶产能的市值弹 性 (万吨/亿元)	PE			PB	PS
						2018	2019E	2020E		
601233.SH	桐昆股份	16.55	301.53	660	2.19	14	11	8	2.0	0.7
000703.SZ	恒逸石化	15.88	451.27	400	0.89	18	10	8	2.1	0.6
002493.SZ	荣盛石化	13.07	822.25	120	0.15	50	16	11	3.9	0.9
600346.SH	恒力股份	16.62	839.77	140	0.17	25	10	7	3.0	1.4
000301.SZ	东方盛虹	6.43	259.07	190	0.73	31	16	14	2.0	1.4
	平均					28	13	10	2.6	1.0
603225.SH	新凤鸣	14.91	177.61	470	2.65					

数据来源: wind 一致预期、国泰君安证券研究。

4. 风险提示

- 1、油价大幅下跌带来的原料 PTA 的库存损失风险。2018 年以来油价大幅波动带来了涤纶产业链库存波动剧烈,比如 2018Q3 的库存升值和 2018Q4 的库存减值都给公司的短期业绩带来的巨大波动,但长期业绩受供需影响,油价波动影响较弱。
- 2、下游纺织服装行业需求的预期波动。2018 年 Q4 以来,市场对于整个经济的悲观情绪,以及对贸易战影响出口的预期,影响了市场对于 2019 年整个纺织服装行业的需求预期。我们认为,涤纶行业在 20 年的历史上,行业增速相对稳定,预期的短期波动对行业长期的供需关系影响不大。

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
1.投资建议的比较标准

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。

2.投资建议的评级标准

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 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		