





建材/原材料

海螺水泥 (600585)

边际供求改善累积效应之“临界点”

 鲍雁辛 (分析师)

 0755-23976830

 baoyanxin@gtjas.com

证书编号 S0880513070005

本报告导读:

与以往不同的是, 2013 年华东“旺季更旺”是在产能利用率较高(基本全开)的情况下发生, 而边际供求的改善在 2014-2015 年仍将继续, 盈利能力改善具备可持续性。
投资要点:

- 与以往不同的是, 我们观察到, 2013 年 10-11 月份华东、中南地区在产能利用率较高(近全开)的情况下价格不断创新高且延续时间超越季节性因素, 我们认为价格信号昭示了 2011~2013 年东部地区持续边际供求改善的累积效应突破了临界点, 而 2014-2015 年边际供求依然在明显改善, 因此 2013 年四季度的盈利能力在可预见的 2014~2015 年的旺季时具备持续性。
- 考虑到海螺水泥主要产能分布区域: 华东、中南部区域供求格局的改善, 我们上调 2013-2015 年 EPS 预测至 1.75 元、2.34 元、2.77 元(调整幅度为 0.15 元、0.44 元、0.57 元), 参考可比公司 2014 年估值水平, 上调目标价至 23.40 元(上调 2.40 元), 维持“增持”评级。
- 如果按照国家发布的落后产能淘汰完成数据看, 边际供求格局自 2011 年至今明显改善。我们根据目前开工在建的产能, 测算 2014 年全国各省份的新增产能冲击量, 全国新增新型干法熟料产能在 5000~6000 万吨, 其中大部分分布在西北、西南省份, 而华东、中南地区新增产能增幅进一步回落, 并且沿长江地区, 自上游重庆至下游苏锡常地区, 基本没有新增熟料产能的压力。
- 2013 年 10 月份全国水泥产量环比增长 3.3%, 就 10 月份单月产量环比增速而言, 创 2005 年以来新高, 按照正常施工进度, 我们认为 2013 年 4 季度需求的较高景气度至少可延续未来 2 个季度, 而考虑到 2013 年 1、2 季度盈利状况基数较低, 2014 年上半年同比增幅有望显著。

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	48,654	45,766	53,712	61,912	68,843
(+/-)%	41%	-6%	17%	15%	11%
经营利润 (EBIT)	15,481	8,011	11,911	15,692	18,411
(+/-)%	91%	-48%	49%	32%	17%
净利润	11,590	6,308	9,282	12,377	14,702
(+/-)%	88%	-46%	47%	33%	19%
每股净收益 (元)	2.19	1.19	1.75	2.34	2.77
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营利润率 (%)	31.8%	17.5%	22.2%	25.3%	26.7%
净资产收益率 (%)	25.8%	12.9%	16.2%	18.1%	17.9%
投入资本回报率 (%)	20.3%	10.4%	14.3%	17.8%	20.4%
EV/EBITDA	5.7	9.2	6.5	4.7	3.5
市盈率	7.6	14.0	9.5	7.1	6.0
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.40

上次预测: 21.00

当前价格: 16.93

2013.11.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.88-22.10
总市值 (百万元)	89,717
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,299/4,000
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,300
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	0.21
日均成交值 (百万元)	334.30

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	51,977
每股净资产	9.81
市净率	1.7
净负债率	24.52%

EPS (元)	2012A	2013E
Q1	0.24	0.18
Q2	0.31	0.40
Q3	0.19	0.44
Q4	0.45	0.73
全年	1.19	1.75

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	5%	10%
相对指数	12%	1%	-2%

相关报告

《中报符合预期, 行业龙头加速前行》
2013.08.16

《新增产能减少下盈利水平控制更有力》
2013.06.03

《行业景气度向上, 估值提升概率大》
2013.03.24

《华东 13 年新增供给大幅下滑, 行业首配》
2012.12.09

《3 季度符合预期, 4 季度环比改善》2012.10.24

模型更新时间: 2013.11.28

股票研究

原材料
建材

海螺水泥 (600585)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.40

上次预测: 21.00

当前价格: 16.93

公司网址

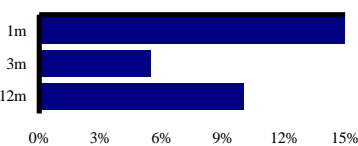
www.conch.cn

公司简介

公司主要从事水泥及商品熟料的生产
和销售, 公司产销量已连续 11 年位居
全国第一, 是目前亚洲最大的水泥、熟
料供应商。

截至 2009 年 12 月 31 日止, 公司已拥
有 76 家控股子公司, 4 家合营公司, 3
家参股公司, 分布在全国 16 个省、市、
自治区。

绝对价格回报 (%)

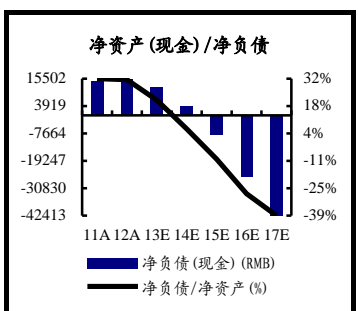
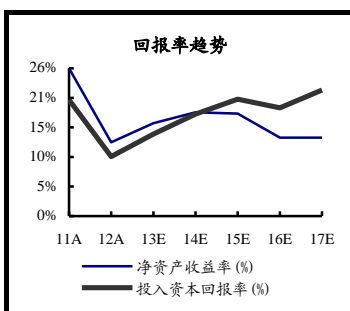
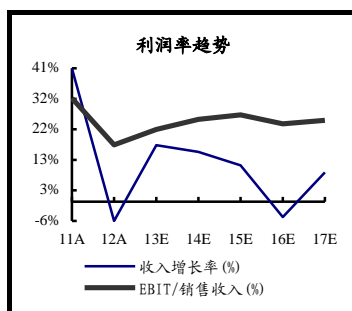


52 周价格范围 11.88-22.10

市值 (百万) 89,717

财务预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
损益表							
营业总收入	48,654	45,766	53,712	61,912	68,843	65,634	71,524
营业成本	29,246	33,062	36,708	40,660	44,663	44,974	48,309
税金及附加	278	241	258	297	330	315	343
销售费用	1,859	2,280	2,417	2,662	2,823	2,494	2,718
管理费用	1,789	2,173	2,417	2,600	2,616	2,166	2,289
EBIT	15,481	8,011	11,911	15,692	18,411	15,685	17,865
公允价值变动收益	-15	3	0	0	0	0	0
投资收益	129	4	100	100	100	100	100
财务费用	629	1,002	990	862	669	370	-8
营业利润	14,960	7,016	10,940	14,856	17,772	15,350	17,908
所得税	3,828	1,626	2,528	3,372	4,005	3,517	4,270
少数股东损益	235	155	230	307	364	320	371
净利润	11,590	6,308	9,282	12,377	14,702	12,912	14,767
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	8,105	8,342	10,858	18,448	30,220	48,347	67,980
其他流动资产	626	1,020	850	850	850	850	850
长期投资	3,978	5,415	6,115	6,118	6,118	6,118	6,118
固定资产合计	49,174	53,100	56,588	58,714	58,541	54,902	51,399
无形及其他资产	4,898	5,720	6,201	6,688	7,162	7,624	8,074
资产合计	84,003	87,524	97,366	109,793	124,169	135,787	155,233
流动负债	16,991	14,521	15,956	16,758	17,127	16,573	21,940
非流动负债	20,170	21,826	21,780	21,780	21,780	21,780	21,780
股东权益	44,840	48,901	57,126	68,443	82,086	93,939	107,646
投入资本(IC)	57,745	61,616	65,813	69,469	71,404	65,450	63,295
现金流量表							
NOPLAT	11,695	6,401	9,410	12,396	14,545	12,391	13,935
折旧与摊销	2,571	3,276	3,673	4,057	4,372	4,553	4,632
流动资金增量	-3,788	1,370	-1,691	-1,044	-1,636	2,779	-900
资本支出	-8,199	-6,788	-6,617	-5,542	-3,442	-42	-142
自由现金流	2,279	4,259	4,775	9,867	13,839	19,680	17,524
经营现金流	10,492	11,509	11,904	15,624	17,627	20,282	18,488
投资现金流	-10,162	-8,470	-7,217	-5,445	-3,342	58	-42
融资现金流	4,728	-2,671	-2,172	-2,588	-2,513	-2,213	1,188
现金流净增加额	5,058	368	2,516	7,590	11,772	18,127	19,633
财务指标							
成长性							
收入增长率	41.0%	-5.9%	17.4%	15.3%	11.2%	-4.7%	9.0%
EBIT 增长率	90.9%	-48.3%	48.7%	31.7%	17.3%	-14.8%	13.9%
净利润增长率	87.8%	-45.6%	47.1%	33.4%	18.8%	-12.2%	14.4%
利润率							
毛利率	39.9%	27.8%	31.7%	34.3%	35.1%	31.5%	32.5%
EBIT 率	31.8%	17.5%	22.2%	25.3%	26.7%	23.9%	25.0%
净利润率	23.8%	13.8%	17.3%	20.0%	21.4%	19.7%	20.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	25.8%	12.9%	16.2%	18.1%	17.9%	13.7%	13.7%
总资产收益率(ROA)	13.8%	7.2%	9.5%	11.3%	11.8%	9.5%	9.5%
投入资本回报率(ROIC)	20.3%	10.4%	14.3%	17.8%	20.4%	18.9%	22.0%
运营能力							
存货周转天数	43	46	46	49	50	50	50
应收账款周转天数	3	2	1	2	2	2	2
总资产周转天数	542	684	628	611	620	723	743
净利润现金含量	0.91	1.82	1.28	1.26	1.20	1.57	1.25
资本支出/收入	17%	15%	12%	9%	5%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	44.2%	41.5%	38.8%	35.1%	31.3%	28.2%	28.2%
净负债率	32.2%	31.7%	21.0%	5.9%	-9.8%	-27.9%	-39.4%
估值比率							
PE	7.6	14.0	9.5	7.1	6.0	6.8	6.0
PB	2.0	1.8	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	9.2	6.5	4.7	3.5	3.1	2.1
P/S	1.8	1.9	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%



目 录

1. “旺季更旺”并非偶然，边际供求改善之临界点	4
1.1. 上调海螺水泥目标价至 23.4 元，维持“增持”评级	4
2. “旺季更旺”——值得重视的价格信号	4
3. 边际供求改善累积效应之临界点	5
3.1. 产能利用率的持续提升	6
3.2. 边际供求改善在 2014-2015 年仍将延续	6
3.3. 2014 年上半年需求或依然景气较高	9
4. 风险提示	9

1. “旺季更旺”并非偶然，边际供求改善之临界点

2013 年四季度华东、华中、华南地区出现大幅超越 2012 年的“旺季更旺”，即提价幅度及延续时间均超预期，我们认为这是值得重视的价格信号，并非偶发现象。

与以往不同的是，2013 年 10-11 月份华东、中南地区在产能利用率较高（近全开）的情况下价格不断创新高，价格信号昭示了 2011~2013 年东部地区持续边际供求改善累积的效应突破了临界点，而 2014-2015 年边际供求依然在明显改善，因此 2013 年四季度的盈利能力在可预见的 2014~2015 年的旺季时具备持续性。

1.1. 上调海螺水泥目标价至 23.4 元，维持“增持”评级

考虑到海螺水泥主要产能分布区域：华东、中南部区域供求格局的改善，我们上调海螺水泥的 2013-2015 年 EPS 预测至 1.75 元、2.34 元、2.77 元（调整幅度为 0.15 元、0.44 元、0.57 元），参考可比公司 2014 年估值水平，上调目标价至 23.40 元（上调 2.40 元），维持“增持”评级。

2013 年 10 月份全国水泥产量环比增长 3.3%，就 10 月份单月产量环比增速而言，创 2005 年以来新高，按照正常施工进度，我们认为 2013 年 4 季度需求的较高景气度至少可延续未来 2 个季度，而 2013 年 1、2 季度盈利基数较低，2014 年上半年同比增幅有望显著。

表 1: 海螺水泥 2014 年逐季度经营假设及业绩测算

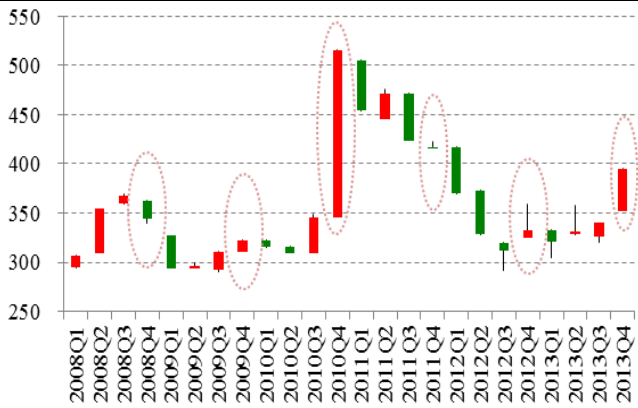
项目	Q1 E	Q1 同比	Q2 E	Q2 同比	H1 E	H1 同比	Q3 E	Q3 同比	Q4 E	Q4 同比	2014E	2014 同比
销量 (万吨)	5,100	10.2%	6,300	10.8%	11,400	10.5%	6,500	10.17%	7,400	10.45%	25,300	10.40%
均价 (元/吨)	227	7.6%	240	4.5%	234	5.8%	230	1.00%	250	0.00%	238	2.76%
吨毛利 (元)	77	49.1%	90	32.4%	84	38.8%	80	8.39%	100	0.00%	88	16.14%
吨费用 (元)	28	0.0%	25	0.0%	26	0.0%	26	8.33%	26	-7.14%	26	-0.27%
吨净利 (元)	38	107.2%	51	47.2%	46	52.6%	42	5.71%	58	0.21%	49	19.17%
归母净利润 (万元)	204,126	113.7%	329,453	56.8%	533,579	74.6%	278,463	18.26%	429,112	11.49%	1,241,154	34.04%
EPS (元)	0.39		0.62		1.01		0.44		0.81		2.34	

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2. “旺季更旺”——值得重视的价格信号

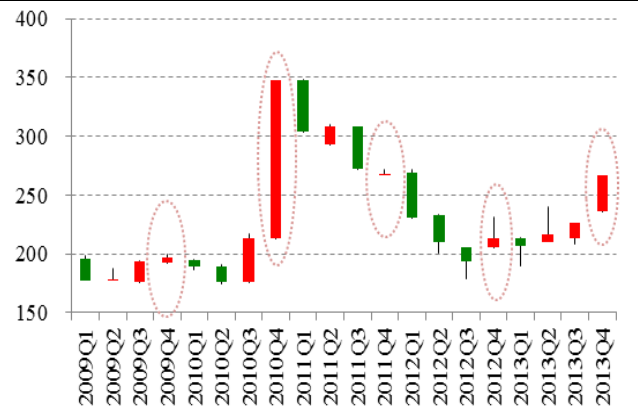
2013 年四季度华东、华中、华南地区出现超预期的“旺季更旺”，我们认为是值得重视的价格信号：水泥价格全面超越 2012 年高位，且提价延续时间超过 2012 年及季节性正常水平（往年在 10 月底价格见顶），我们采用高标号 PO42.5 区域均价的 K 线图来展示华东、中南地区季度水泥价格变化。

图 1 华东地区 PO 42.5 水泥均价



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 2 华东地区 PO 42.5 平均水泥煤炭价格差



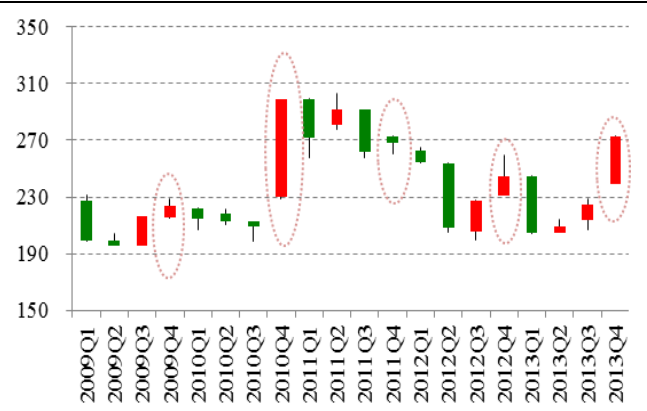
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 3 中南（鄂豫湘粤桂琼）PO 42.5 水泥均价



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

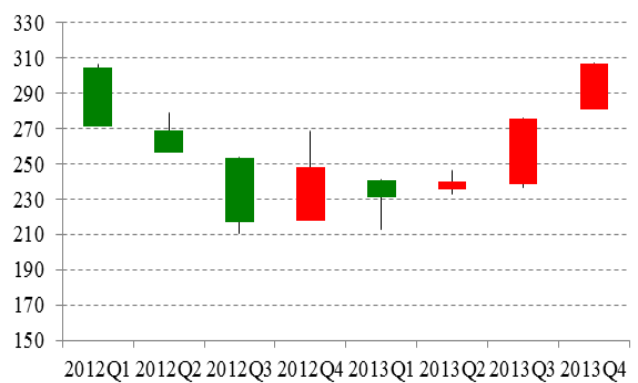
图 4 中南（鄂豫湘粤桂琼）42.5 平均水泥煤炭价差



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

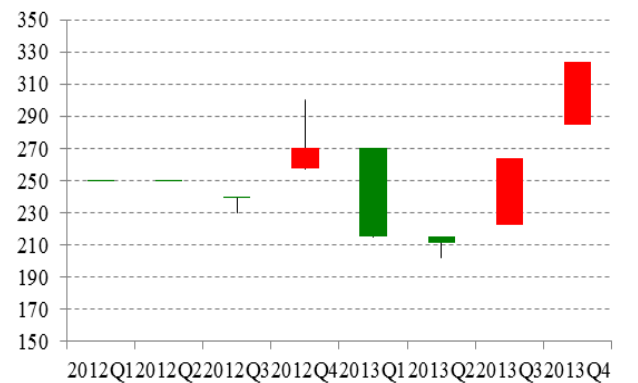
熟料价格可为水泥价格提供支撑，2013 年熟料价格同比提升的幅度明显大于水泥。

图 5 华东熟料均价（江浙皖赣鲁）



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 6 两广熟料均价



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

3. 边际供求改善累积效应之临界点

我们认为，2013 年 4 季度的价格信号并非偶发现象：2011~2013 年东部地区持续边际供求改善累积的效应突破了临界点，令 2013 年 10-11 月份华东地区在产能利用率较高（近全开）的情况下价格不断创新高且延续时间超越 2012 年及历史同期，而 2014-2015 年边际供求依然在明显改善，因此 2013 年四季度的盈利能力在可预见的 2014~2015 年的旺季时具备持续性。

3.1. 产能利用率的持续提升

根据历史规律, 10 月份通常是我国东部地区旺季最旺之月, 也一般是全国及华东地区水泥产量最高之月, 我们采用 10 月份水泥产量和新型干法产能 (假设 31 天产能全开) 进行比照, 推算最旺月的产能利用率。

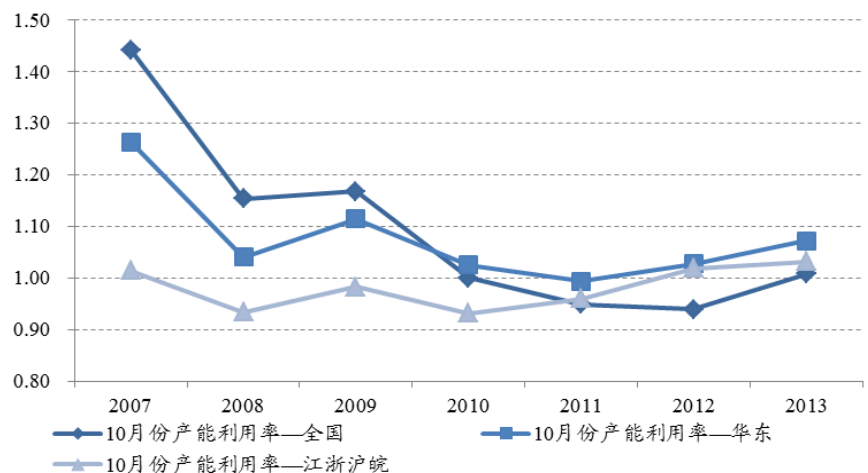
如下表所示, 江浙沪皖 10 月份产能利用率 (产量/月产能) 自 2011 年开始逐步提升, 改善领先于整个华东地区, 而华东地区又领先于全国。

表 2: 10 月份产能利用率 2007-2013 年比较

单位: 万吨	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
全国新干法熟料年产能	61,341.3	76,196.5	95,686.2	121,591.3	143,460.6	159,834.6	164,893.8
华东新干法熟料年产能	26,997.9	31,607.6	34,561.9	38,204.4	42,640.5	46,168.3	47,268.8
江浙沪皖新干法熟料年产能	17,778.5	20,289.5	22,034.8	22,964.8	24,796.9	26,951.4	27,261.4
月水泥产能计算—全国	8,587.8	10,667.5	13,396.1	17,022.8	20,084.5	22,376.8	23,085.1
月水泥产能计算—华东	3,779.7	4,425.1	4,838.7	5,348.6	5,969.7	6,463.6	6,617.6
月水泥产能计算—江浙沪皖	2,489.0	2,840.5	3,084.9	3,215.1	3,471.6	3,773.2	3,816.6
2013 年 10 月产量—全国	12,380.1	12,309.3	15,635.1	17,029.7	19,062.9	21,005.7	23,253.7
2013 年 10 月产量—华东	4,774.3	4,602.4	5,389.4	5,481.7	5,931.1	6,636.7	7,090.7
2013 年 10 月产量—江浙沪皖	2,524.4	2,651.7	3,031.3	2,995.2	3,330.9	3,842.8	3,936.8
10 月产能利用率—全国	1.44	1.15	1.17	1.00	0.95	0.94	1.01
10 月产能利用率—华东	1.26	1.04	1.11	1.02	0.99	1.03	1.07
10 月产能利用率—江浙沪皖	1.01	0.93	0.98	0.93	0.96	1.02	1.03

注: 水泥产能采用水泥协会发布规模以上 (700T/D) 企业数据, 水泥/熟料系数=1.4, 华东地区尤其是江浙沪皖自 2010 年基本淘汰立窑及湿法窑等落后产能, 新干法产能基本可认为是全部产能, 2010 年之前产能利用率数据存在偏高的统计误差
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 7 10 月份产能利用率改善拐点时间排序: 江浙沪皖—华东—全国



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

3.2. 边际供求改善在 2014-2015 年仍将延续

如下表 2、3 所示, 如果按照国家发布的落后产能淘汰完成数据看, 边际供求格局 (产量新增-产能新增) 自 2011 年至今明显改善, 即便考虑到落后产能淘汰有重复计算的因素, 极端假设下剔除全部淘汰的量, 2013 年也出现明显边际供求改善。

表 3: 全国供求测算表 (单位: 万吨)

全国	水泥产量	增速%	新增水泥产量	新增新干法熟料产能	折算新增水泥产能	淘汰水泥产能	产能净新增=新增水泥产能-淘汰水泥产能	产能净增速%	边际供求: 产量增量-产能净新增
2009	165,000	17.86%	25,000	19,490	27,286	7,416	19,870	12.04%	
2010	188,000	13.94%	23,000	25,905	36,267	14,031	22,236	11.83%	764
2011	208,500	10.90%	20,500	21,869	30,617	15,000	15,617	7.49%	4,883
2012	218,405	7.44%	9,905	16,374	22,924	25,829	-2,905	-1.33%	12,810
2013E	238,061	9%	19,656	9,539	13,355	7,345	6,010	2.52%	13,646
2014E	254,725	7%	16,664	5,000	7,000	5,000	2,000	0.79%	14,664
2015E	267,462	5%	12,736	3,000	4,200	5,000	-800	-0.30%	13,536

注: 落后淘汰数据采用工信部发布的完成额数据, 2014-2015 年淘汰量采用国务院 (2013) 41 号文“至 2015 年底再淘汰一亿吨落后水泥产能”

数据来源: 数字水泥网, WIND, 国泰君安证券研究

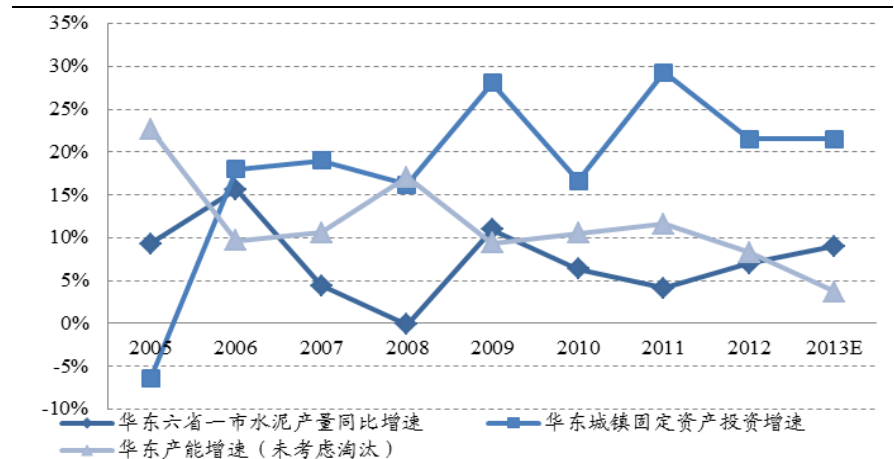
表 4: 华东地区水泥供求测算表 (单位: 万吨) (并未考虑落后产能的淘汰)

年份	熟料产能	折算水泥产能增量	产能增速%	产量	产量增量	产量增速%	产量增量-产能增量	产量增速-产能增速
2005	22270.4	5767.9	22.70%	41803.7	4798.1	12.97%	-969.7	-9.73%
2006	24418.7	3007.6	9.65%	49359.5	7555.8	18.07%	4548.2	8.43%
2007	26997.9	3610.9	10.56%	53194.5	3835	7.77%	224.1	-2.79%
2008	31607.6	6453.6	17.07%	52473.6	-720.9	-1.36%	-7174.4	-18.43%
2009	34561.9	4136	9.35%	57923.1	5449.4	10.39%	1313.4	1.04%
2010	38204.4	5099.5	10.54%	61559.4	3636.3	6.28%	-1463.2	-4.26%
2011	42640.5	6210.5	11.61%	64615.4	3056	4.96%	-3154.6	-6.65%
2012	46168.3	4938.9	8.27%	69189.3	4574	7.08%	-364.9	-1.19%
2013E	47857.8	2365.3	3.66%	75416.4	6227	9.00%	3861.7	5.34%
2014E	48557.8	980	1.46%	80695.5	5279.1	7.00%	4299.1	5.54%
2015E	48857.8	420	0.62%	84730.3	4034.8	5.00%	3614.8	4.38%

数据来源: Wind, 数字水泥网, 国泰君安证券研究

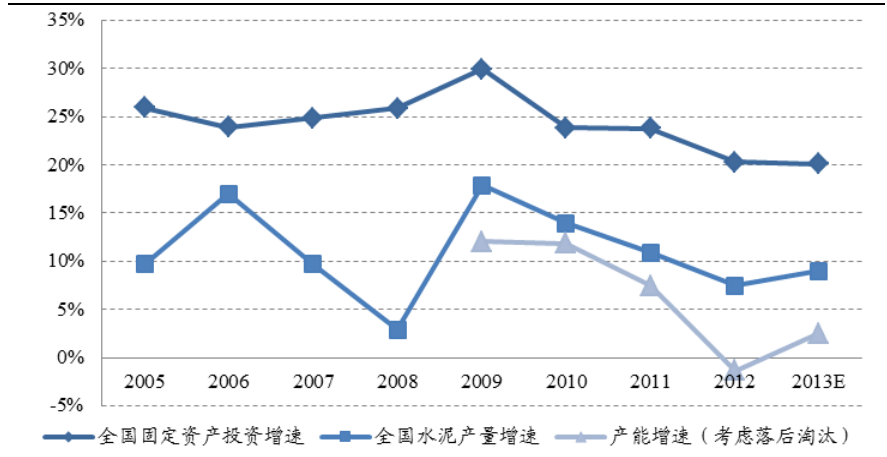
如下图 8、9, 我们比照华东地区及全国的水泥产能及产量 (需求) 增速, 可明显观察到边际改善效应:

图 8 华东地区水泥供求增速 (未考虑落后淘汰) 改善趋势延续



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 9 全国水泥供求改善 (考虑了落后产能淘汰量) 趋势延续



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

我们根据目前开工在建的产能, 测算 2014 年全国各省份的新增产能冲击量, 如下表 4 所示, 全国新增新型干法熟料产能在 5000~6000 万吨, 其中大部分分布在西北、西南省份, 而华东、中南地区新增产能增幅进一步回落, 并且沿长江地区, 自上游重庆至下游苏锡常地区, 基本没有新增熟料产能压力。

表 5: 各省份预计新增熟料产能冲击测算 (单位: 万吨)

省市名称	2013 年预计 新增产能	2013 年熟料产能 增量	2014 年预计 新增产能	2014 年熟料产能 增量
全国	9,539	5.97%	5,571	3.38%
华北地区	1,094	5.11%	654	2.97%
河北省	93	1.06%	155	1.74%
山西省	651	11.77%	279	4.62%
内蒙古	350	5.61%	220	3.53%
东北地区	620	7.23%	205	2.39%
辽宁省		0.00%	155	3.60%
吉林省	155	6.90%		
黑龙江			49.6	2.46%
华东地区	1,690	3.66%	806	1.71%
江苏省	155	2.21%		
浙江省				
安徽省	465	3.68%	155	1.20%
福建省			155	3.19%
江西省	186	3.47%	155	2.78%
山东省	884	9.82%	341	3.56%
中南地区	2,021	5.35%	806	2.07%
河南省	595	6.72%		
湖北省			78	1.26%
湖南省	605	8.59%	140	1.91%
广东省	744	9.84%	295	3.68%
广西区	78	1.15%	295	4.36%
海南省				

西南地区	2,071	7.32%	1,302	4.49%
重庆市			149	2.87%
四川省	564	5.50%	62	0.60%
贵州省	1228	22.15%	177	2.91%
云南省	279	3.94%	915	12.75%
西藏区				
西北地区	2,043	11.57%	1,798	9.36%
陕西省	388	7.19%		
甘肃省	574	20.00%	713	21.20%
青海省			124	10.75%
宁夏区			78	4.21%
新疆区	1082	16.89%	884	12.07%

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

3.3. 2014 年上半年需求或依然景气较高

我们观察到，2013 年 10 月单月全国水泥产量 2.3 亿吨，10 月份产量环比增长 3.3%，就 10 月份单月产量环比增速而言，创 2005 年以来新高。从数据上解读，2013 年 9、10 月份产量环比均保持高位，并且 10 月份放量，我们认为，除地产支撑外，小市政项目 10 月份可能有所提速（大基建疲弱），另外农村需求（占约 1/3）持续较旺，按照正常施工进度，我们认为需求的景气度至少可延续未来 2 个季度，即 2014 年上半年需求依然景气可能仍较高。

4. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要的下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内我们预判煤炭价格上行空间不会很大，但一旦大幅上涨，短期内影响水泥企业的盈利能力。

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为作出投资决策的惟一参考因素，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

	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		