

开滦股份(600997)

## 最坏的时刻或已过去

## 公司调研报告

✍ 杨立宏 金润  
 ☎ 010-59132711 021-38676277  
 ✉ yanglihong@gtjas.com jinrun@gtjas.com

## 本报告导读:

- 焦炭业务加大了公司的业绩弹性
- 焦炭业务最差时刻已过
- 估值相对较低, 上调评级

**事件:** 2009年2月5日我们对开滦股份进行了年内的首次调研, 与公司及子公司唐山中润的高管就公司经营情况和发展规划进行了充分的交流。

评级: **谨慎增持**

上次评级: 中性

目标价格: **¥22.00**

上次预测: ¥12.00

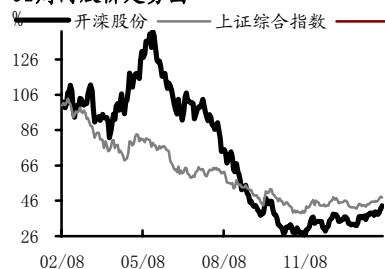
当前价格: ¥16.55

2009.02.09

## 交易数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 52周内股价区间(元)   | 9.20~57.00 |
| 总市值(百万元)      | 9,618      |
| 总股本/流通A股(百万股) | 617/330    |
| 流通B股/H股       |            |
| 流通股比例         | 53.5%      |
| 日均成交量(百万股)    | 8.1        |
| 日均成交值(百万元)    | 154.7      |

52周内股价走势图



## 评论:

- **焦炭成为影响公司盈利的主要业务。**公司2对矿井、原煤产能维持在750万吨, 参控股两个焦化厂, 目前产能330万吨, 在建220万吨, 焦炭业务比重的上升和焦炭业务的强周期性, 公司业绩弹性较大; 公司地处唐山, 该地钢铁产量占河北省的50%以上, 占全国钢材产量的1/10, 公司对下游钢铁行业的情况先知先觉, 较为敏感。
- **公司最坏的时刻或已过去。**首先, 公司高价产品与原料库存已经消化完毕, 目前产能利用率恢复到100%, 轻装上阵, 焦炭价格相比12月低点回升60%左右, 目前实现盈亏平衡; 其次, 公司焦化项目今明两年陆续投产、达产; 第三, 下游钢铁行业在经历前期高库存之殇后出于谨慎和保证现金流的需要, 原料库存维持低位, 一旦其需求恢复会引致价格上涨。最后, 尽管尚无先导行业复苏的明确迹象, 但回到前期需求休克与高价原料库存双面夹击状态的可能性不大; 因此, 我们判断焦炭行业景气低点已现。
- **整体上市朦胧可期。**首先, 当前我国煤炭行业进入存量资源整合阶段, 行业将由散乱的“春秋时代”进入数个大集团割据的“战国时代”, 依靠资产注入获取整合资金是煤炭集团必然的选择; 集团除本部尚有部分优质资产外, 2003年获得河北省最后一块整装煤田-蔚县煤田, 目前上述资产逐步成熟; 河北冀中能源集团成立后, 资产规模逼近开滦集团, 两大集团竞争加剧, 集团加速资源整合别无选择; 此外, 河北省国资委对省内企业整合、整体上市支持力度名列各省前茅, 对开滦集团的整体上市亦不例外。但集团整体上市的方式、时间仍存在很大的不确定性。
- **上调公司评级至谨慎增持。**与煤炭公司相比, 公司因焦炭业务比重较大, 业绩弹性大, 在焦炭行业景气下行阶段相对折价, 目前焦炭业务已经见底, 公司的估值应当回到煤炭平均水平。根据08年煤炭公司的平均PB值计算, 公司煤炭业务合理价值在18.6-21.63元之间, 焦炭业务权益产能的净资产价值3.5元, 公司合理价值在22元以上, 我们上调公司评级至谨慎推荐。
- **公司投资风险。**尽管本轮调整足够深, 但由于持续时间短, 小焦炭得以起死回生, 焦炭供给结构未发生根本变化, 行业散乱、在焦煤和钢铁行业间两头受挤的局面仍未改善。如果煤炭行业限产超过预期、小矿复产进度受阻或钢铁因需求不济产能利用率重新降低, 虽然焦炭业务回到前期低点的可能性不大, 但维持较长时间的盈利水平仍有可能。

## 1. 公司的两大经营特点

### 1.1. 业绩弹性大，焦炭业务是影响公司业绩波动的最大变量

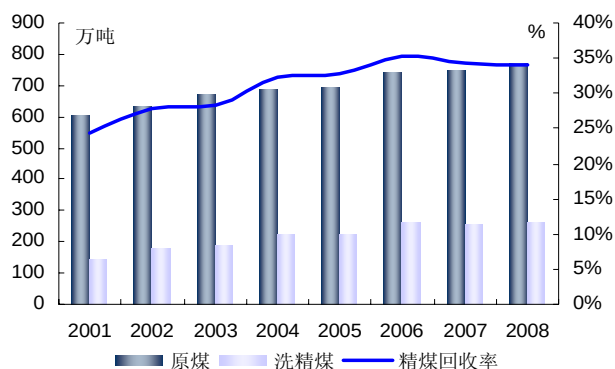
#### 1.1.1. 煤炭业务相对稳定

公司上市时拥有两对矿井——范各庄和吕家坨，主要煤种为肥煤，矿井投产于上个世纪 60 年代，都是比较成熟的矿井，产能稳定，无太大提升潜力。目前两个矿井核定产能为 780 万吨，剩余开采年限 50 年左右。原煤经洗选后，肥精煤产量 260 万吨左右，回收率为 35%左右，此外，还有部分洗块煤和洗混煤，发热量在 4300-5100 大卡左右，作为电煤销售，商品煤的综合回收率在 60%-70%之间。

由于产能稳定，影响煤炭业务业绩的主要变量为价格。由于公司焦煤为稀缺程度较高的肥煤，且具有靠近消费地的区位优势，价格相对稳定。

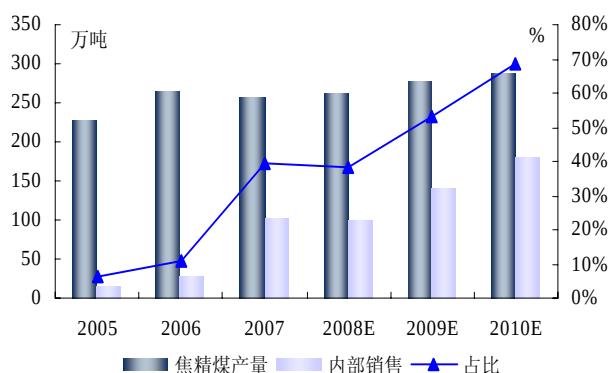
未来公司煤炭业务将逐步演变为焦炭业务的原料保障。2007 年公司肥煤内部销售的比重已经占精煤销量的 40%，未来随着公司焦炭产能的进一步扩大，公司肥精煤对内销售的比重逐步扩大，我们预计到 2010 年将达到 69%左右。

图 1：公司原煤、精煤产量及精煤回收率



数据来源：公司公告，国泰君安

图 2：公司精煤内部销售量及比重

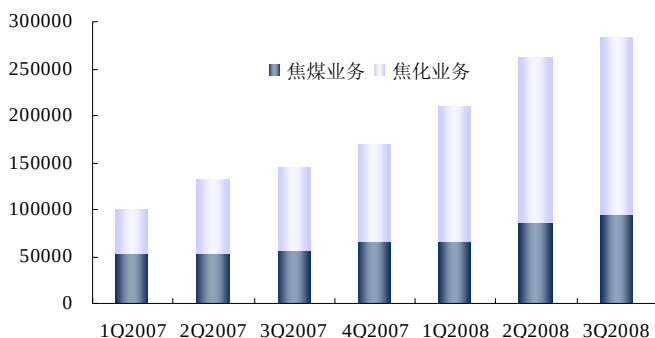


数据来源：公司公告，国泰君安

#### 1.1.2. 焦炭成为影响业绩的主要业务

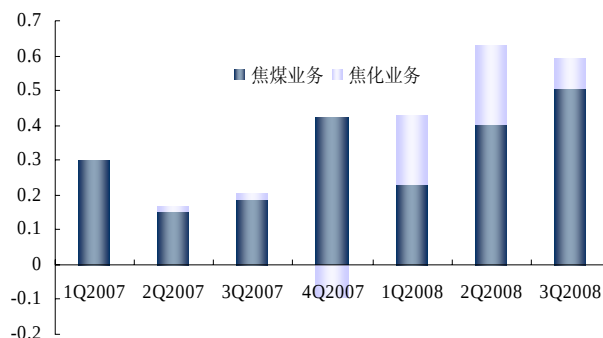
如上所述，由于煤炭业务已经进入成熟稳定期，近年来公司业务的重点在于产业链延伸，拓展焦化业务。2004 年公司收购迁焦公司（即迁安中化），2006 年增资后公司持股 49.68%，目前产能 220 万吨；2006 年设立唐山中润煤化工有限公司，持股比例 94.08%，1 期项目 110 万吨 2007 年 3 月投产。截至 2008 年中期，焦炭业务占公司收入的比重为 69.78%，占毛利的 49.82%，08 年前 3 季度焦炭业务为公司贡献 EPS0.50 元，占比为 30%。

图 3: 公司收入结构



数据来源: 公司公告-, 国泰君安

图 4: 公司煤炭业务与焦化业务对 EPS 的贡献



数据来源: 公司公告, 国泰君安

未来公司的发展重点仍在于焦煤-焦炭-焦化。目前在建项目包括: 中润煤化工 2 期 110 万吨, 预计 09 年 4、5 月份达产; 迁安中化 3 期 110 万吨项目预计 2010 年 3、4 月份达产, 同时煤焦油、20 万吨焦炉煤气制甲醇 2 期项目、30 万煤焦油加工项目以及 10 万吨粗苯加氢精制项目等项目也将陆续投产。

可以说焦炭业务已经成为影响公司业绩成败的“萧何”。由于焦炭行业上受原料的稀缺资源制约, 下受钢铁行业需求制约, 在两头夹击中显示出强周期性特征, 波动较大, 公司业务结构的变化增加了公司的业绩弹性。

## 1.2. 地处全国“钢市”, 对下游需求先知先觉

河北是国内最大的产钢省份, 2008 年河北省粗钢产量 1.16 亿吨, 相当于全国粗钢产量的 5.00 亿吨的 23.16%。而唐山市粗钢产能 5000 万吨左右, 占河北省钢铁产量的 50%以上, 占全国钢材产量的 1/10。公司独特的区位优势, 使其对下游行业的变化较为敏感, 钢市冷暖, 开滦先知。

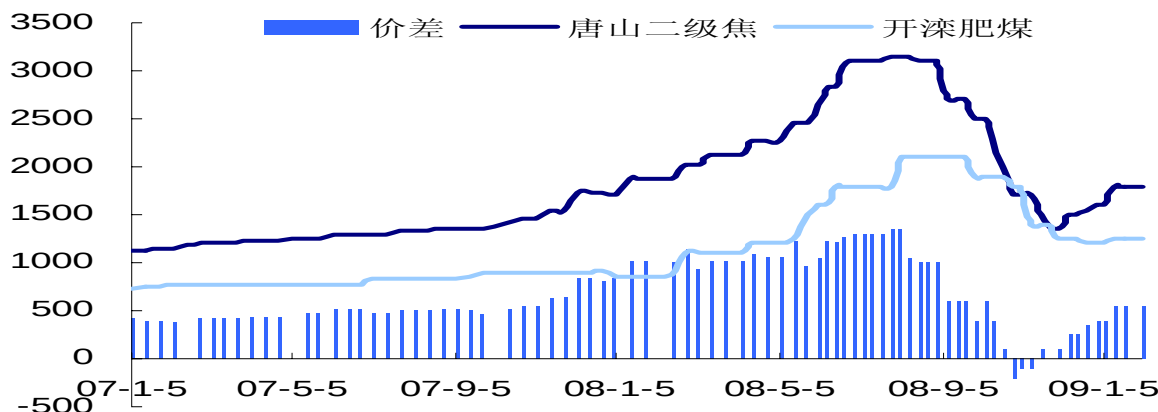
## 2. 最坏的时刻或已过去

### 2.1. 焦炭业务库存消化完毕, 轻装上阵

2008 年焦炭行业经历冰火两重天, 上半年行业价格不断上升, 公司焦炭价格最高达到 3170 元/吨, 9 月份焦炭市场疲态显现, 10、11 月急转直下, 12 月份月上旬严重恶化, 焦炭最低价格跌至 1400 元/吨, 与焦煤价格严重倒挂。由于当时唐山钢厂 60%左右停产, 价格最低时候伴随的是有价无量的市场, 公司焦炭结焦时间一度由 20 小时延长到 48 小时, 产能利用率仅为 50%左右, 唐山部分焦炭公司最长延长到 60 小时。12 月下旬随着钢厂产能的恢复, 焦炭市场逐步回暖, 1 月份产能逐步回归正常, 目前产能利用率已恢复到 100%, 焦炭业务盈亏基本平衡。

4 季度公司计提焦炭存货跌价损失约 9000 万元, 影响 EPS0.11 元。目前高价焦炭和焦煤存货已经全部消化完毕。唐山地区其他焦化、钢铁企业经历前期高价库存惨痛教训后都比较谨慎, 目前的库存也维持在低水平, 一旦需求恢复, 价格上涨的可能性较大; 即使需求情况仍不理想, 由于库存较轻, 也不会造成前期的需求休克和有价无量的局面, 因而这是我们判断公司最差时点已经过去的依据之一。

图 5: 公司焦煤、焦炭价格走势及焦炭与焦煤价差



数据来源: 煤炭资源网, 国泰君安

## 2.2. 焦化产能有序扩张, 在建项目今、明两年陆续投达产

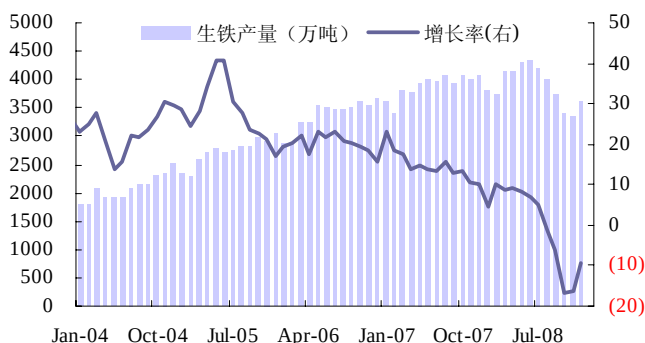
中润 2 期项目设计产能为 110 万吨, 其中 1 号炉 08 年 12 月 31 日点火, 3 月 16 日出焦, 2 号炉 2 月 6 日点火, 预计 4、5 月份试产, 下半年达产。尽管目前焦炭业务仍处盈亏平衡状态, 但公司中润 2 期项目仍将如期投产, 原因在于 1 期与 2 期项目是一次设计, 分期建设, 固定折旧较多, 2 期达产后, 吨焦总成本可下降 30 元左右。

迁安中化 3 期 110 万吨项目年底烘炉, 预计 2010 年 3、4 月份达产, 届时公司控制的焦煤产能将达到 550 万吨, 权益焦炭产能将达到 380 万吨左右。同时煤焦油、20 万吨焦炉煤气制甲醇 2 期项目、30 万吨煤焦油加工项目以及 10 万吨粗苯加氢精制项目等项目将陆续投产, 上述焦化项目属于循环利用, 成本较低, 目前化工产品跟随油价基本处于底部位置, 价格回升的可能性大于下跌, 对盈利的正贡献可期。

## 2.3. 下游需求或有反复, 但再次回到前期状态的可能性不大

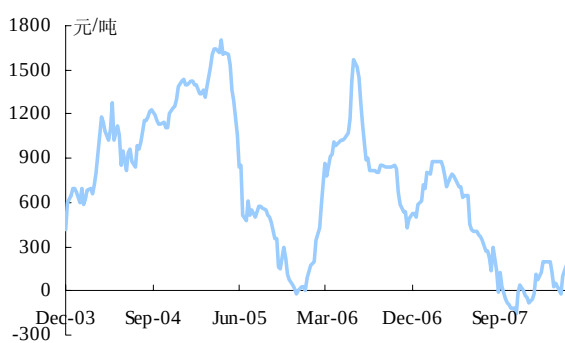
据河北省冶金行业协会统计, 在今年 9、10 月份市场形势最坏之时, 唐山地区 50% 以上的钢厂处于停产状态, 最高时停产产能达到了唐山市钢铁总产能的 58%。12 月生铁、粗钢产量降幅趋缓, 目前钢铁行业已有正盈利。尽管目前尚不能判断先导行业全面复苏, 甚至不排除需求继续阶段性、区域性再次恶化的可能, 但再次回到前期经济、需求“休克”与高价原料库存双重挤压状态的可能性不大。

图 6: 生铁月度产量及增长率



数据来源: 国家统计局, 国泰君安

图 7: 钢铁(热轧)毛利空间变动



数据来源: mysteel, 国泰君安

综上所述, 我们判断 08 年 4 季度成为公司业绩拖累的焦炭业务已经走出低点, 公司 09 年 1 季度盈利环比提升几无悬念。

**表 1: 公司分业务分季度 EPS**

|      | 08Q1 | 08Q2 | 08Q3 | 08Q4E | 2008E | 08Q1E |
|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 煤炭业务 | 0.23 | 0.41 | 0.51 | 0.35  | 1.49  | 0.32  |
| 焦炭业务 | 0.20 | 0.22 | 0.09 | -0.66 | -0.16 | 0.00  |
| 合计   | 0.43 | 0.63 | 0.59 | -0.31 | 1.33  | 0.32  |

数据来源: 公司公告、国泰君安预测

### 3. 整体上市朦胧可期

对于我国当前煤炭行业来说,除了在内蒙古、新疆等部分区域进行“圈煤运动”外,其余区域的增量资源逐渐减少,未来行业发展方向将体现为存量资源的整合,特别在小煤矿关闭卓有成效的背景下,煤炭有望从散乱的“春秋时代”进入数个大型煤炭集团割据的“战国时代”,而整合资源离不开资本市场,集团资产注入上市公司-获得整合资金-再收购仍是煤炭行业发展的主基调之一。在此情形下,除非集团没有成熟资产,否则选择合适的时机注入上市公司进行融资是必然的趋势,开滦集团亦难例外。顺应行业趋势,这是整体上市的动因之一。

包括开滦集团在内的河北省煤炭企业面临最大的问题是资源的老化和枯竭,开滦集团在开平煤田的赵各庄、林西矿已经基本枯竭,但尚有部分优质煤炭资产。此外,2003年开滦集团进入张家口蔚县矿区,该矿区是河北省最后一块整装煤田,地质储量14.93亿吨。开滦集团蔚县矿区总体规划为建设五对矿井,目前崔家寨、老虎头矿、单侯矿井已经陆续投产,产能达到540万吨,北阳庄矿井2010年投产后,将进一步达到720万吨,加上其余矿井,2010年底集团蔚县矿区有望形成1000万吨产能,目前这部分资产逐步成熟,这是整体上市的动因之二。

集团从2004年开始陆续在内蒙古和新疆寻求煤炭资源,目前公司在内蒙获得准格尔煤田红树梁煤矿控股权,拟建产能500万吨的动力煤基地;新疆南台子煤矿和梧桐沟煤矿则进入勘探阶段。

**表 2: 开滦集团煤炭资源情况**

| 矿井名称     | 煤种        | 可采储量  | 可采年限 | 投产时间 | 合计产能 |
|----------|-----------|-------|------|------|------|
| 开平煤田     |           |       |      |      |      |
| 赵各庄矿     | 1/3 焦煤    | 3698  | 接近枯竭 | 1908 | 336  |
| 林西矿      | 焦煤        | 502   | 枯竭   | 1902 | 167  |
| 唐山矿      | 1/3 焦煤    | 13198 | 28   | 1878 | 377  |
| 荆各庄矿     | 气煤        | 4806  | 13   | 1979 | 240  |
| 林南仓矿     | 气煤        | 10585 | 119  | 1985 | 90   |
| 钱家营矿     | 1/3 焦煤    | 17019 | 28   | 1988 | 550  |
| 东欢坨矿     | 气煤        | 11762 | 77   | 2001 | 150  |
| 蔚县煤田     |           |       |      |      |      |
| 崔家寨      | 长焰、不粘、无烟煤 | 21911 | 84   | 2003 | 255  |
| 老虎头      | 长焰、不粘、无烟煤 | -     | -    |      | 100  |
| 单侯矿      |           | 14805 | 68   | 2006 | 180  |
| 北阳庄      |           | 33254 |      | 2010 | 180  |
| 南德胜矿     |           | -     | -    | -    | 90   |
| 沙涧堡矿     |           | -     | -    | -    | 60   |
| 内蒙古准格尔煤田 |           |       |      |      |      |



|        |          |       |    |          |     |
|--------|----------|-------|----|----------|-----|
| 红树梁    | 不粘结煤     | 43000 | 86 | 2009 年开工 | 500 |
| 新疆伊北煤田 |          |       |    |          |     |
| 南台子矿   | 不粘结煤和长焰煤 |       |    | 勘探阶段     |     |
| 梧桐沟矿   | 不粘结煤和长焰煤 |       |    | 勘探阶段     |     |

数据来源：公司公告、国泰君安

从河北省的情况来看，2007 年河北省核定产能 8085 万吨，其中开滦、金能、峰峰三大集团占 73.69%，集中度相对其它省份较高，当时开滦集团为河北省最大的煤炭集团，核定产能占河北省的 35.92%。2008 年 6 月 11 日金能集团与峰峰集团合并后，大集团的力量对比发生变化，新的冀中能源集团在煤炭产能、工业产值能方面接近甚至超过开滦集团。历史上开滦集团隶属煤炭部，金能、峰峰等隶属河北省煤炭工业厅，目前势均力敌，一段时间河北省煤炭“北开滦、南冀中”的格局可能持续，但未来谁将主导河北煤炭产业存在变数，两大集团的竞争必然加剧。而于 2008 年 5 月任开滦集团公司党委书记、董事长的张文学，原任峰峰集团董事长、党委书记，根据张到任后重新修订的《开滦集团 2008 年—2010 年及“十二五”发展战略规划》，2009 年开滦要实现跨越式发展，到“十一五”末，煤炭产量达到 5000 万吨。目前开滦集团产能 3000 万吨左右，要在 2 年内增长 67%，利用资本市场融资是现实的选择，这是整体上市的动因之三。

表 3: 2007 年河北省三大煤炭集团经营情况

|          | 开滦集团   | 金能集团   | 峰峰集团   |
|----------|--------|--------|--------|
| 矿井       | 11     | 21     | 14     |
| 煤炭核定产能   | 2904   | 1712   | 1342   |
| 占河北省产能比例 | 35.92% | 21.18% | 16.60% |
| 工业总产值    | 115.8  | 124    | 67     |
| 河北省百强排名  | 10     | 14     | 22     |
| 全国煤炭百强排名 | 18     | 20     | 29     |

数据来源：河北省煤炭工业协会

此外，河北国资委对省内企业整合、整体上市促进力度位居全国各省前茅。先有冀中能源的成立、后有三大大钢企的整合，推进开滦的整体上市也在河北省国资委的研究范围内，这是动因之四。

尽管从各种情况来分析，公司整体上市存在一定的必然性，但采取何种方式、在什么时间实施都存在很大的不确定性。

## 4. 上调公司评级到谨慎推荐

### 4.1. 09 年盈利区间在 1.3-1.6 之间

我们判断 09 年公司焦煤均价区间在 1000-1300 元/吨、焦炭的均价价格区间在 1700-2000 元/吨的可能性较大，在此假设下，公司的业绩区间在 1.3 元-1.6 元之间。

表 4: 不同焦煤与焦炭价格下公司 EPS 的情景分析

| 焦炭价格 | 焦煤价格     | 1000 | 1100 | 1200 | 1300 | 1400 | 1500 |
|------|----------|------|------|------|------|------|------|
|      | 焦煤业务 EPS | 0.85 | 1.07 | 1.29 | 1.52 | 1.74 | 1.88 |

|      |          |      |      |       |       |       |       |
|------|----------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 1700 | 焦炭业务 EPS | 0.45 | 0.08 | -0.28 | -0.64 | -1.01 | -1.37 |
|      | 合并 EPS   | 1.30 | 1.15 | 1.01  | 0.88  | 0.73  | 0.51  |
| 1800 | 焦炭业务 EPS | 0.72 | 0.36 | 0     | -0.37 | -0.73 | -1.1  |
|      | 合并 EPS   | 1.57 | 1.43 | 1.29  | 1.15  | 1.01  | 0.78  |
| 1900 | 焦炭业务 EPS | 0.93 | 0.56 | 0.2   | -0.16 | -0.53 | -0.89 |
|      | 合并 EPS   | 2.5  | 1.99 | 1.49  | 0.99  | 0.48  | -0.11 |
| 2000 | 焦炭业务 EPS | 1.17 | 0.8  | 0.44  | 0.08  | -0.29 | -0.65 |
|      | 合并 EPS   | 2.02 | 1.87 | 1.73  | 1.60  | 1.45  | 1.23  |
| 2100 | 焦炭业务 EPS | 1.41 | 1.04 | 0.68  | 0.32  | -0.05 | -0.41 |
|      | 合并 EPS   | 2.26 | 2.11 | 1.97  | 1.84  | 1.69  | 1.47  |

数据来源：国泰君安预测

## 4.2. 相对低估，上调公司投资评级至谨慎推荐

按照 2 月 6 日收盘价和 08 年的 PB 计算，我们关注的 4 家重点焦煤公司 08 年动态 PB 为 3.57 倍，我们跟踪的 9 家重点公司（含动力煤公司）PB 为 3.07 倍，我们按照公司焦煤业务部分的每股净资产计算，公司焦煤业务的合理价值在 18.60-21.63 元之间。

前 3 季度公司焦炭业务每股净资产 0.38 元，与其他单纯以焦炭业务为主的公司相比，公司吨焦净资产较低，这与公司在建项目主要依靠贷款以及权益产能比重较低有关（迁安 50% 股权）。随着融资到位、贷款的偿还，以及中润 2 期投产后权益焦炭比重的上升，公司焦炭业务每股净资产有望大幅增加。按照我们预测，4 季度公司焦炭业务亏损，焦炭业务归属股东的每股净资产为负，根据我们对焦炭业务的判断，09 年扭亏为盈的概率较大。按照焦炭类公司吨焦平均净资产计算，中润 2 期投产后，公司 330 万吨权益产能净资产可达到 19.8 亿元，折合每股 3.5 元。

周期性行业的估值水平随行业景气变动，在景气向下阶段相对折价，景气向上时估值水平则可以给予提升。由于公司焦炭业务的强周期性，公司估值水平低于煤炭类公司，目前我们判断焦炭业务已经见底，逐步筑底回升，公司的估值水平应当至少提升至煤炭公司的平均水平，按照煤炭业务与焦炭业务的最低估值水平计算，公司的合理价值在 22 元以上，与目前价格相比仍有 33% 以上的上升空间，我们将公司投资评级由中性上调至谨慎增持。

表 5：公司焦煤业务估值

|                    | 08Q3 每股净资产 | 4 季度盈利 | 08 年每股净资产 | PB   |
|--------------------|------------|--------|-----------|------|
| 西山煤电               | 3.28       | 0.40   | 3.68      | 4.25 |
| 盘江股份               | 3.26       | 0.12   | 3.38      | 4.32 |
| 潞安环能               | 4.71       | 0.87   | 5.58      | 3.39 |
| 平煤股份               | 6.92       | 1.02   | 7.94      | 2.33 |
| 4 家焦煤公司平均          | -          | -      | -         | 3.57 |
| 中国神华               | 7.09       | 0.42   | 7.51      | 2.92 |
| 中煤能源               | 4.57       | 0.18   | 4.75      | 1.79 |
| 大同煤业               | 6.04       | 0.75   | 6.79      | 2.34 |
| 兖州煤业               | 5.13       | -0.17  | 4.96      | 2.22 |
| 国阳新能               | 2.88       | 0.59   | 3.47      | 4.14 |
| 重点公司平均             | -          | -      | -         | 3.07 |
| 公司焦煤业务             | 5.71       | 0.35   | 6.06      | 2.87 |
| 按照市场平均 PB 计算公司合理价值 |            |        |           |      |
| 18.6-21.63         |            |        |           |      |

数据来源：公司公告，收盘价按 2 月 6 日计算

**表 6: 焦炭业务估值**

|      | 现有产能 | 权益产能 | 在建产能 | 08Q3 净资产 | 吨焦净资产 | 总股本   | 每股净资产       |
|------|------|------|------|----------|-------|-------|-------------|
| 山西焦化 | 310  | 310  | -    | 208743   | 673   | 56570 | 3.89        |
| 安泰集团 | 230  | 300  | 65   | 236536   | 788   | 84780 | 2.90        |
| 美锦能源 | 100  | 90   | -    | 37413    | 416   | 13960 | 3.24        |
| 平均   | -    | -    | -    | -        | 626   |       | 3.32        |
| 开滦股份 | 330  | 220  | 220  | 23212    | 106   | 61732 | <b>3.50</b> |

数据来源: 各公司公告

**表 7: 公司历年分红情况**

|             | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 每股派息(税前)(元) | 0.25   | 0.35   | 0.35   | 0.5    |
| 每股派息(税后)(元) | 0.225  | 0.315  | 0.315  | 0.45   |
| 当年 EPS      | 0.54   | 0.82   | 0.81   | 1.1    |
| 分红比例        | 46.30% | 42.68% | 43.21% | 45.45% |

数据来源: 公司公告

### 4.3. 公司主要风险

尽管本轮调整足够深,但由于持续时间短,小焦炭得以起死回生,焦炭供给结构未发生根本变化,行业散乱、在焦煤和钢铁行业间两头受挤的局面仍未改善。在此情况下,如果煤炭行业限产超过预期、小矿复产进度受阻或钢铁行业产能利用率重新降低,则仍可能出现盈利下滑的情况。



## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)