

长航油运 (600087)

09 年业绩：运力俱备，只欠运价

2008 年报点评

孙丽萍 林园远
 010-59312823 021-38676654
 sunliping@gtjas.com liyuanyuan@gtjas.com

本报告导读：

- 公司08年净利润增长61.2%，扣除非经常性损益后增长39.9%。09年公司运力投放加速，最大的风险在于油轮市场的运价。

投资要点：

- **收益新增运力及卖船所得，09 年业绩增长迅速：**2008 年公司实现营业收入 31.92 亿元，营业利润 4.58 亿元，归属于母公司的净利润为 5.96 亿元，扣除非经常性损益后的净利为 3.7 亿，分别较上年同期增长 54.3%、2.1%、61.2%、39.9%。其中按最新股本摊薄后的每股收益为 0.37 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.23 元。
- **燃油成本减少及新增 VLCC 运营保证了公司四季度的主营收入及利润：**公司 10 月交付的 VLCC 在四季度运营良好，再加上同期油价的跌幅超过油轮运价，三季度多提的部分燃油成本，使公司四季度成本控制有效，毛利率保持在 20%。
- **09 年运力投放迅速：**预计 09 年公司将新增 5 艘 VLCC、10 艘 MR 油轮，届时公司的油轮运力同比将增长约 155%，是公司运力增长最快的一年。
- **09 年油轮运价下行压力较大：**油品运输需求的放缓，供给的增加使得 09 年油轮运价面临一定的压力。这对于主营海上油品运输，处于扩展期，资金需求较大的长航油运而言，无疑是最大的风险。
- **业绩预测及每股 NAV 预测：**假设 09 年年均 WS 在 50 点，即 VLCC 的 TCE 在 5.1 万美元/天，且 MR 的 TCE 在 2 万美元/天，则公司 09 年的 EPS 为 0.39 元。我们根据最新二手船交易价，并参考公司船队年龄及未来船价下行预期，重估得公司的每股 NAV 值约 3.77（不算期租租赁的船只），4.29 元（算上期租租赁的船只）。
- **中性评级：**公司 09 年的 PE、PB 分别为 13.6、1.9 倍，估值高于国际油轮市场。中短期看，受全球经济的影响，未来油轮运价面临较大的下行压力；长期看，公司成长性较强，管理层也较为务实，且保守估计的每股 NAV 值也在 4 元左右，因此一旦经济有所复苏，那么公司将受益于庞大的油轮船队，未来前景较好。给予 10 年 10 倍 PE，目标价 5 元。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,056	3,192	4,942	6,310	10,647
(+/-)%	-15.8%	61.3%	49.0%	27.7%	68.7%
经营利润 (EBIT)	454	544	973	1,306	2,097
(+/-)%	14.2%	30.6%	64.4%	34.2%	60.6%
净利润	350	596	624	821	1,380
(+/-)%	45.9%	71.2%	4.1%	31.6%	68.1%
每股净收益 (元)	0.22	0.37	0.39	0.51	0.86
每股股利 (元)	0.15	0.10	0.10	0.14	0.23

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	22.1%	17.9%	19.7%	20.7%	19.7%
净资产收益率 (%)	8.7%	13.2%	12.5%	14.5%	19.9%
投入资本回报率 (%)	4.5%	4.8%	4.2%	4.5%	6.3%
EV/EBITDA	11.8	9.9	6.0	5.0	5.2
市盈率	23.6	13.8	13.2	10.0	6.00
股息率 (%)	2.9%	2.0%	2.0%	2.7%	4.5%

评级：

中性

上次评级：中性

目标价格：

¥5.00

上次预测：¥4.60

当前价格：

¥5.52

2009.03.04

交易数据

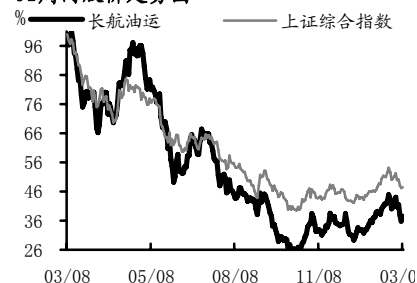
52 周内股价区间 (元)	3.32 ~ 26.00
总市值 (百万元)	8,247
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,611/824
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.51
日均成交量 (百万股)	14.6
日均成交额 (百万元)	103.7

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	4,534.07
每股净资产	2.8
市净率	1.9

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.17	0.08
Q2	0.05	0.08
Q3	0.06	0.11
Q4	0.09	0.12
全年	0.37	0.39

52 周内股价走势图



相关报告

09 年运力扩张迅速，盈利受制市场运价
 (09.01.20)

长航油运：业绩符合预期，09 年面临运价下跌风险

(08.10.31)

模型更新时间: 2009.03.02

股票研究

交通储运业
水上运输业

长航油运(600087)

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: ¥4.60

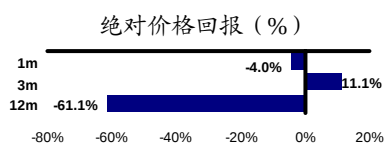
上次预测: ¥4.60

当前价格: ¥5.52

公司网址:

www.nwti.com.cn

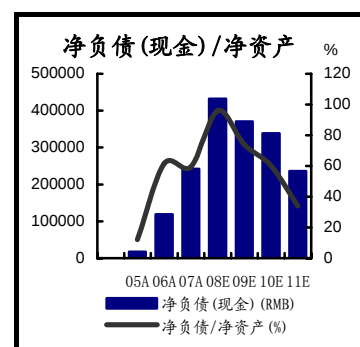
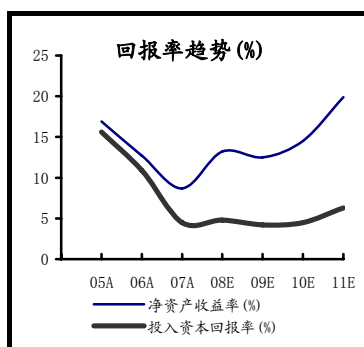
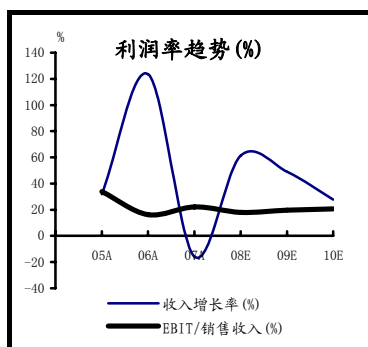
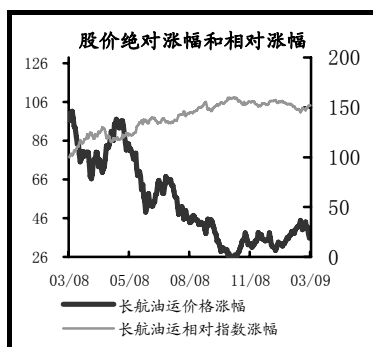
.



52 周价格范围 3.32~26.00
市值 (百万) 8,247

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,091.83	2,440.59	2,056.13	3,192.00	4,941.62	6,309.55	10,646.97
营业成本	654.42	1,976.65	1,524.96	2,462.73	3,706.22	4,669.07	7,985.23
税金及附加	27.39	24.77	28.65	42.39	79.07	100.95	170.35
营业费用	0.00	0.83	1.48	39.64	59.30	75.71	127.76
管理费用	52.85	41.06	47.48	103.34	123.54	157.74	266.17
EBIT	369.29	397.28	453.55	543.90	973.50	1,306.08	2,097.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	11.07	0.46	10.23	6.20	0.00	0.00	0.00
财务费用	20.32	51.64	24.57	90.01	273.10	269.00	352.64
营业利润	348.97	343.58	435.57	457.87	700.40	1,037.08	1,744.81
所得税	109.66	91.10	140.65	105.67	148.16	207.90	349.44
少数股东损益	-1.33	0.62	-2.82	-9.85	7.80	10.39	17.47
净利润	239.74	239.75	349.89	596.06	623.84	821.19	1,380.30
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金、交易性金融资产	258	283	1,577	1,452	1,170	1,493	2,520
其他流动资产	178	429	1,707	2,401	3,763	4,756	7,921
长期投资	51	51	63	58	69	69	69
固定资产合计	1,608	3,328	6,575	7,918	16,819	21,023	22,774
无形及其他资产	3	4	4	4	4	3	3
资产合计	2,099	4,125	9,939	11,836	21,824	27,345	33,288
流动负债	247	1,192	1,375	1,941	12,327	17,150	21,829
长期负债	423	982	4,472	5,351	4,472	4,472	4,472
股东权益	1,428	1,925	4,071	4,523	5,021	5,718	6,982
投入资本(IC)	1,640	2,636	7,300	9,819	18,675	23,392	26,726
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
NOPLAT	256	287	330	469	789	1,045	1,678
折旧与摊销	103	202	245	621	1,183	1,729	2,184
流动资金增量	105	724	(1,417)	(1,163)	(610)	(514)	(1,583)
资本支出	(313)	(1,923)	(3,505)	(1,963)	(6,355)	(5,933)	(3,935)
自由现金流	151	(710)	(4,346)	(2,036)	(4,993)	(3,673)	(1,656)
经营现金流	323	398	(128)	130	1,478	2,316	2,351
投资现金流	(264)	(1,095)	(486)	(1,955)	(6,355)	(5,933)	(3,935)
融资现金流	(15)	538	1,913	1,567	5,806	3,941	2,610
现金流净增加额	44	(160)	1,300	(257)	929	324	1,027
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
成长性							
收入增长率	32.0%	123.5%	-15.8%	61.3%	49.0%	27.7%	68.7%
EBIT 增长率	41.3%	7.6%	14.2%	30.6%	64.4%	34.2%	60.6%
净利润增长率	38.0%	0.0%	45.9%	71.2%	4.1%	31.6%	68.1%
利润率							
毛利率	40.1%	19.0%	25.8%	23.0%	25.0%	26.0%	25.0%
EBIT 率	33.8%	16.3%	22.1%	17.9%	19.7%	20.7%	19.7%
净利润率	22.0%	9.8%	17.0%	18.1%	12.6%	13.0%	13.0%
收益率							
净资产收益率(ROE)	16.9%	12.7%	8.7%	13.2%	12.5%	14.5%	19.9%
总资产收益率(ROA)	11.4%	5.8%	3.5%	5.0%	2.9%	3.0%	4.1%
投入资本回报率(ROIC)	15.6%	10.9%	4.5%	4.8%	4.2%	4.5%	6.3%
运营能力							
存货周转天数	38	13	20	13	14	18	16
应收账款周转天数	22	31	87	56	56	78	69
总资产周转天数	654	465	1248	1245	1243	1422	1039
净利润现金含量	1.35	1.66	(0.36)	0.22	2.37	2.82	1.70
偿债能力							
资产负债率	31.9%	53.3%	59.0%	61.7%	77.0%	79.1%	79.0%
估值比率							
PE	34.4	34.4	23.6	13.8	13.2	10.0	6.0
PB	3.2	2.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	14.9	11.8	9.9	6.0	3.3	2.3	1.6
P/S	2.42	1.08	2.23	1.44	0.93	0.73	0.43
股息率	2.9%	2.0%	2.9%	2.0%	2.0%	2.7%	4.5%



1. 受益新增运力及卖船收益，09 年业绩增长迅速

2008 年，公司共完成货运量 3063.15 万吨，货运周转量 854.06 亿吨千米，分别为年初预算的 109.39%和 102.65%。实现营业收入 31.92 亿元，营业利润 4.58 亿元，归属于母公司的净利润为 5.96 亿元，扣除非经常性损益后的净利为 3.7 亿，分别较上年同期增长 54.3%、2.1%、61.2%、39.9%。其中按最新股本摊薄后的每股收益为 0.37 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.23 元。

1.1. 业绩环比有增

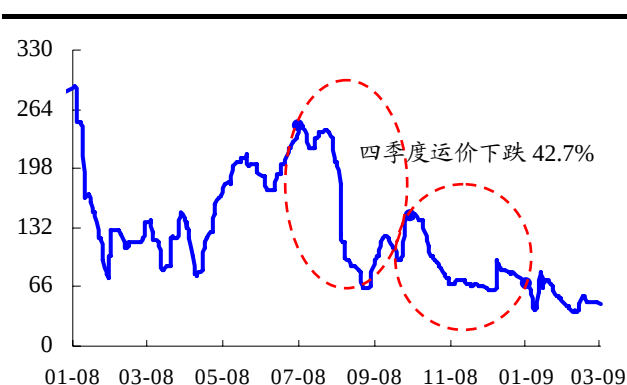
在经济危机的影响下，去年四季度油轮市场出现旺季不旺的现象，其中中东-日本的 WS 指数四季度均值环比下降了 42.7%，TC4 线成品油轮运价指数环比下降 18.2%（据悉，四季度公司经营的成品油航线运价好于 TC4 线），但在四季度成本节约，以及新增 VLCC 的运营的影响下，公司四季度毛利率稳定，再加上公司财务费用及所得税费用的下降，使营业收入、营业利润、净利润环比增速依然有 12.3%、18.7%、35.61%。

表 1：公司四季度环比运营情况

	Q3	Q4	四季度环比
一、营业总收入	853.48	958.29	12.28%
二、营业总成本	747.76	837.19	11.96%
营业成本	674.12	759.41	12.65%
营业税金及附加	11.12	12.17	9.51%
销售费用	12.13	11.34	-6.53%
管理费用	21.68	40.18	85.35%
财务费用	27.73	14.18	-48.85%
三、营业利润	105.71	125.47	18.69%
四、利润总额	122.95	153.05	24.49%
-所得税	24.23	19.18	-20.85%
五、净利润	98.72	133.87	35.62%
归属于母公司所有者的净利润	99.88	137.57	37.73%

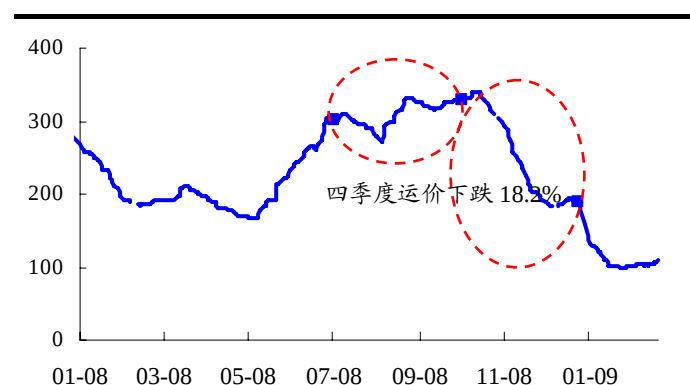
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 1：中东-日本 WS 指数四季度下跌 42.7%



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2：TC4 线成品油轮 WS 指数四季度下降 18.2%



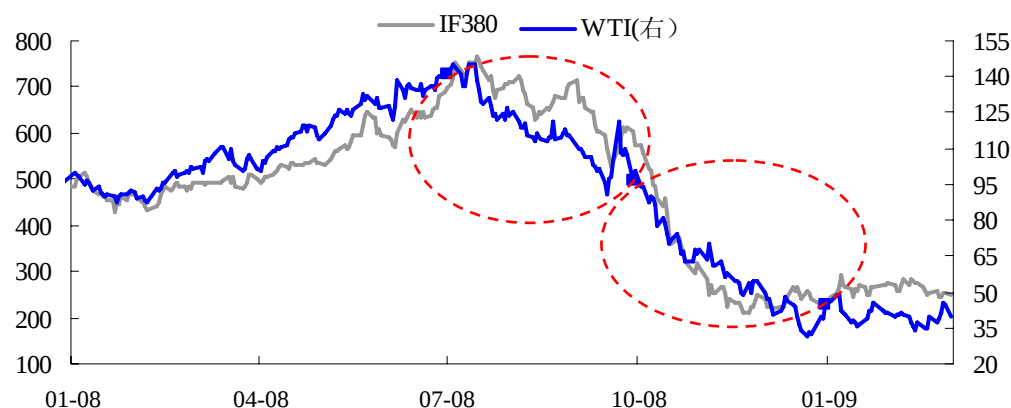
数据来源：公司公告，国泰君安证券

- **四季度毛利率为 20.8%：**按照公司折旧政策，营运的船将与下月开始计提折旧，因此四季度折旧增加。但受成本节约的影响，公司毛利依然保持稳定。

- 1、**油价跌幅大于运价跌幅：**尽管 08 年四季度油轮运价指数反常大跌，但同期油价的跌幅更甚运价，其中 WTI、IF380 四季度环比分别下降 50.4%、55.3%，这在一定程

度上保证了公司的收益水平。据悉，四季度公司营运的 MR 油轮等效期租约 2.2 万美金/天，而 VLCC 两次签约的等效期租，分别约 6.1、5.5 万美金/天。因此，等效期租水平的稳定是保证公司四季度业绩稳定的关键。

图 3：四季度油价跌幅大于运价跌幅



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2、三季度多提的燃料成本使本期成本减少：公司三季度调整了收入确认政策，在决定将收入确认原则变更为完工百分比法的同时，并未在成本上做相应调整，这相当于将部分属于四季度的成本预提到了三季度，造成本期支出的节约。

3、新增 VLCC 的运营：10 月交付的 VLCC（长江之珠），本期营运了 1 个半航次，增加约 400 万美元的租金收入（扣除燃油、港口费）。

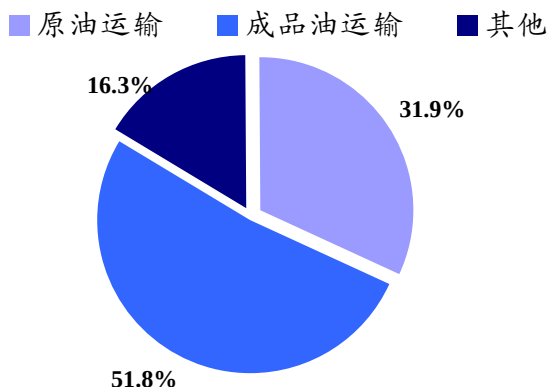
● **所得税环比下降 20.9%：**主要是由于报告期享受免税政策的长航油运（新加坡）有限公司利润比重上升所致。

1.2. 成品油轮运输是主要收入来源

公司运输业务占总收入的 99.1%，主要从事石油及制品运输业务，主要运输货种为原油、成品油和特种品（化工品、沥青、液化气）。报告期内，公司货物运输占总收入的 99.1%，其中成品油运输占收入总额的 51.8%，原油运输占收入总额的 31.9%。未来随着 VLCC 的不断投入，其原油运输的收入将逐渐体现。

截至 08 年底，公司 21 艘 MR 油轮，有 11 艘投放于东北亚市场，3 艘投放于澳洲，4 艘用于沿海油运，2 艘固定期租了 2 年（期租费约 2.1-2.2 万美金/天，截至到 09 年到期），另有 1 艘进了 POLL。

图 4：主业收入构成



数据来源：公司公告，国泰君安证券

1.3. 扩张期资本支出压力较大

目前，公司仍处于跨越式发展阶段。截至 08 年底，公司尚有 31 艘各类船舶（含长期期租）在建或计划开工，其中包括 13 艘 VLCC（长期期租 8 艘）、11 艘 MR（长期期租 1 艘）和 7 艘其他船舶。

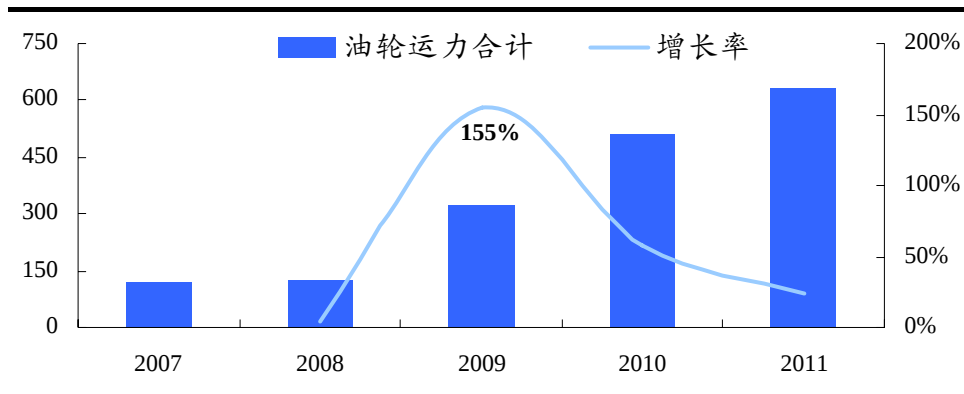
按照船舶的节点计划，09 年将是公司新增运力的集中交付期，我们粗略估算公司今年需要的资金约 40-50 亿。不过国油国运是国家一直倡导的思想，因此身为国有企业的公司信用等级高，银行借款应不是问题，因此扩张期所面临的较大资本支出，会对公司营运产生压力，但应不会对公司未来发展构成实质威胁。

2. 09 年业绩的机遇与挑战

2.1. 09 年机遇：运力投放增速约 155%

按照原预期，08 年公司将有 8 艘 MR 及 3 艘 VLCC 投入运营，但其中有 2 艘 MR、2 艘 VLCC 并未按计划于 11-12 月投入运营。预计 09 年公司将新增 5 艘 VLCC、10 艘 MR 油轮，届时公司的油轮运力同比将增长达 150%以上，是公司运力增长最快的一年。

图 5：四季度油价跌幅大于运价跌幅



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.2. 09 年挑战：油轮运价何去何从

公司主业已全面转海上油品运输，因此运输市场的运价波动，将对公司的业绩产生直接影响。而 09 年国际经济的不景气、油轮供给的投放加速，都使国际油运市场面临较大的下行压力。

1、油品需求放缓：受金融危机影响，今年全球经济衰退几成定局。根据 IEA2 月 11 日的预测，09 年全球石油需求或将减少 1.1%，由此导致全球油品运输需求的下行。

表 2：09 年全球油品需求或将负增 1.1%

	Q107	Q207	Q307	Q407	2007	Q108	Q208	Q308	Q408	2008	Q109	Q209	Q309	Q409	2009
Africa	3.1	3.1	3	3.1	3.1	3.1	3.2	3	3.2	3.1	3.2	3.2	3.1	3.2	3.2
Americas	31.1	31	31.3	31.2	31.1	30.5	30.4	29.7	30	30.2	29.5	29.6	29.8	29.7	29.7
Asia/Pacific	25.5	24.9	24.5	25.7	25.1	26.3	25.4	24.7	24.7	25.3	25.5	25	24.4	24.9	25
Europe	16	15.7	16.1	16.4	16	16	15.7	16.1	16	15.9	15.4	15.1	15.6	15.6	15.5
FSU	4.1	3.9	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1	4.3	4.3	4.2
Middle East	6.4	6.5	6.7	6.4	6.5	6.7	7	7.3	6.8	7	7	7.2	7.6	7.1	7.2
World	86.2	85.1	85.7	87.2	86	86.8	85.7	85.2	85	85.7	84.8	84.2	84.9	84.9	84.7
同比增速	0.4%	1.5%	1.1%	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%	-0.6%	-2.5%	-0.4%	-2.4%	-1.7%	-0.4%	-0.1%	-1.1%

数据来源：IEA11/2/09，国泰君安证券

2、油轮供给增加：在油品需求趋缓的背景下，09 年油轮运的新增运力却达到历史最高峰。公司预计 09 年全球将新增 70 艘 VLCC 和 112 艘 MR 油轮，运力增长达到 8% 左右，而目前营运的单壳 VLCC（115 艘）和 MR 油轮（122 艘）淘汰量将远低于新船投入量。

3、09 年油轮运价是公司最大的风险：油品运输需求的放缓，供给的增加使得 09 年油轮运价面临一定的压力。预计相比于 08 年，今年的原油及成品油运价将有一定幅度的下行，这对于主营海上油品运输，且 09 年运力大增的长航油运而言，无疑是最大的风险。

3. NAV 估值

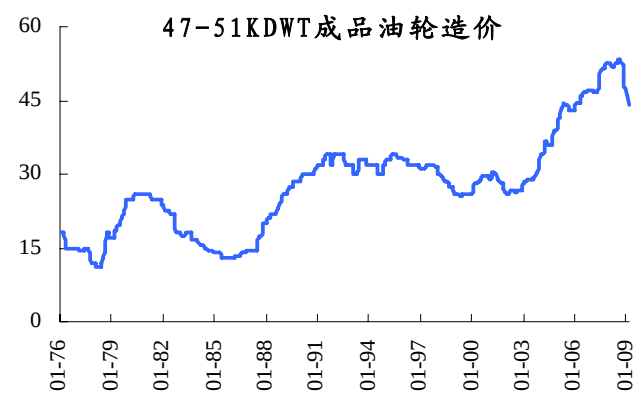
一般来说，新造船价及二手船价将受到市场景气的影响。市场景气度高，则油轮运力紧缺，导致造价及二手价的上扬；而市场景气下行，则运力供给过剩，导致船价及二手价的下跌。

新船造价坚挺：受未来单壳油轮拆解预期的影响，油轮市场的造船价相对较为坚挺。其中 VLCC、4.7-5.2 万载重吨的成品油轮造价目前跌幅在 13%-20%之间。

图 6：VLCC 造价从最高点下跌 12.9%



图 7：成品油轮造价从最高点下跌 17.7%



数据来源：CLARKSONS, 国泰君安证券

二手船交易清淡：近期 VLCC 及成品油轮的交易清淡，根据 CLARKSON 上周的周报，目前有 5 艘 VLCC、13 艘 Handy/Pmax 油轮在二手市场上交易成功。

表 3：最新交易的二手船价

船型	DWT	出厂时间	卖价\$m
Aframax	105,958	2003	42.5
Aframax	115,567	2007	62
Aframax	115,567	2008	62
MR	39,999	2009	37
MR	46,732	2004	36.5

数据来源：CLARKSON 周报，国泰君安证券

根据市场上最新的造船价及二手船价，我们对公司的船队及订单做了重估。其中 VLCC 及新 MR 基本按照新造船价进行估算，而原有油轮则在二手船现有交易的基础上，再考虑船型及年限。由于未来市场依旧具有不确定性，因此我们在估算的订单及已有船队目前市价基础上再打 9 折。此外，由于公司未来有较多的船采用期租方式，尽管公司未来买下这些船只的概率较大，但本次我们重估分为算进期租租赁的船只与不考虑期租租赁船只两部分。计算得两种计算方式下的公司每股 NAV 值为 3.77 与 4.29 元。

表 4:NAV 的计算

	包括期租租赁船只	不包括期租租赁船只
固定资产账面价值	3,998,002,861.16	3,998,002,861.16
在建工程	3,812,435,685.05	3,812,435,685.05
已有船队的市场价值	7,634,088,000.00	7,634,088,000.00
订单的市场价值	2,544,449,688.89	1,721,432,088.89
资产增值	2,368,099,142.68	1,545,081,542.68
净资产	4,534,069,153.86	4,534,069,153.86
NAV	6,902,168,296.54	6,079,150,696.54
NAV/SHARE	4.29	3.77

数据来源：国泰君安证券

4. 估值与评级

业绩预测：我们假设 09 年 WS 在 50 点，即 VLCC 的 TCE 在 5.1 万美元/天，且 MR 的 TCE 在 2 万美元/天，则公司 08-10 年的 EPS 分别为 0.37、0.39、0.51 元。

表 5: WS 对应 TCE 值（油价 270 美元/吨）

WS	46	48	50	52	55	58	60
TCE	45315.12	48406.59	51498.05	54589.51	59226.71	63863.9	66955.37

数据来源：国泰君安证券

表 6: 09 年敏感性分析

MR \ VLCC	45315	48407	51498	54590	59227	63864	66955
17000	0.29	0.30	0.31	0.33	0.35	0.37	0.38
18000	0.31	0.32	0.34	0.35	0.37	0.39	0.40
18400	0.32	0.33	0.34	0.36	0.38	0.40	0.41
19000	0.33	0.35	0.36	0.37	0.39	0.41	0.43
20000	0.36	0.37	0.39	0.40	0.42	0.44	0.45
21000	0.38	0.39	0.41	0.42	0.44	0.46	0.47
21600	0.39	0.41	0.42	0.43	0.45	0.47	0.49
22000	0.40	0.42	0.43	0.44	0.46	0.48	0.50
23000	0.43	0.44	0.45	0.47	0.49	0.51	0.52

数据来源：国泰君安证券

中性评级：目前公司 09 年的 PE、PB 分别为 13.6、1.9 倍，估值高于国际油轮市场。中短期看，全球经济尚未复苏，二季度又为传统淡季，因此油轮运价具有一定下行风险；长期看，公司成长性较强，管理层也较为务实，且保守估计的每股 NAV 值也在 4 元左右，因此一旦经济有所复苏，那么公司将受益于庞大的油轮船队，未来前景较好。给予 10 年 10 倍 PE,目标价 5 元。

表 7: 国际航运估值

油轮	股价	ROE	PB	PE			EPS		
				2007	2008	2009	2007	2008	2009
Frontline Ltd.	16.40				8.78	7.95		1.87	2.06
Teekay Corporation	13.13	6.95	0.34	3.98	3.42	7.38	2.47	3.84	1.78
Overseas Shipholding Group Inc.	22.25	17.94	0.36	1.47	6.17	5.26	10.71	3.61	4.23

Euronav NV	9.01	10.07	0.53	1.42	6.29	5.76	7.97	1.80	1.97
MISC	8.30	13.10	1.56	15.46	16.77	16.02	0.65	0.50	0.52
General Maritime	8.13	8.71	0.74	7.10	6.31	7.25	0.76	1.29	1.12
Tsakos Energy Navigation Ltd.	13.48	22.76	0.54	3.16	2.96	6.77	4.81	4.55	1.99
平均			0.68	5.43	7.24	8.05			
集装箱									
马士基	25400.00	13.34	0.78	4.86	5.88	10.82	4333.06	4323.08	2346.45
韩进	14650.00	5.79	0.43	6.92	#N/A N/A	#N/A N/A	2117.00	-485.58	-1660.58
长荣	12.55	16.35	0.55	3.56	30.46		3.53	0.41	-0.22
阳明	8.83	12.91	0.45	3.74	15.97		2.36	0.55	-0.68
中国远洋	4.25	47.91	0.66	1.17	1.97	6.93	2.18	1.91	0.54
平均			0.57	4.05	13.57	8.88			
干散货									
Diana Shipping Inc.	10.66	28.15	1.02	3.60	6.61	7.18	2.97	1.61	1.48
Eagle Bulk Shipping Inc.	2.96	12.50	0.30	2.06	2.65	4.41	1.32	1.12	0.67
DryShips Inc.	2.79	64.35	0.06	0.18	0.25	1.20	13.29	11.11	2.33
平均			0.46	1.94	3.17	4.26			
综合									
日本邮船	390.00	17.62695	0.69	3.18	5.21	8.19	92.93	59.30	44.70
商船三井	482.00	30.87434	0.77	2.53	4.07	6.88	159.14	107.80	49.70
川崎汽船	300.00	23.70933	0.48	2.12	4.86	8.46	131.36	47.00	23.50
平均			0.65	2.61	4.71	7.84			

数据来源：国泰君安证券

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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

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.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com