



运输设备业/可选消费品

福田汽车 (600166)

从规模到效益的转变

——公司调研报告



陈锡伟

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

本报告导读:

公司目前正处于从追求份额到份额与效益并重的战略转型期,随着公司高端产品占比提升,盈利能力有望进一步提升。

投资要点:

- **中重卡: 产能和技术双提升。**欧曼在重卡市场占有率为 9.5%, 由 08 年的第五上升至第四。目前产能偏紧, 定向增发项目怀柔二工厂明年投产后可增加产能 8 万辆, 与戴姆勒合资项目预计上半年能运营。今年销量目标为 10.65 万辆。
- **轻卡: 巩固中低端市场份额, 争夺高端市场。**公司在中低端市场占有率较高, 但在高端轻卡市场, 欧马克只占 17%。未来将借助于福田康明斯发动机以提升欧马克和奥铃在高端轻卡市场的竞争优势。
- **轻客: 改善蒙派克销售。**轻客市场结构稳定, 风景面临竞争压力较小。MPV 市场竞争较为激烈, 蒙派克与客户需求还存在差异, 分销渠道较弱, 今后将逐渐改进产品, 加大渠道建设。2010 年计划销售轻客 (含 MPV) 3.4 万辆, 同比增加 22%。
- **大中客: 新能源汽车的领头羊。**目前北京基地产能已经接近饱和, 南海基地预计明年上半年投产。2009 年公司新能源客车销售收入逾 10 亿元。尽管利润贡献不大, 但作为我国首个新能源汽车产业基地及产业联盟的主要参与者, 公司的新能源业务发展前景广阔。
- **福田康明斯发动机: 短期亏损不影响长期发展潜力。**由于我国对国 3 排放标准实施不严格, 项目销售不达预期, 2010 年, 计划销售 3.1 万台, 预计仍然亏损。但节能减排是大势所趋, 项目发展空间较大。
- **维持增持。**公司目前正处于从追求份额到份额与效益并重的战略转型期, 预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.32、1.52 元, 考虑到公司为国内商用车的领头羊, 以及新能源客车的发展前景, 维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,070	44,840	53,322	61,311	69,763
(+/-)%	8%	49%	19%	15%	14%
经营利润 (EBIT)	387	1,461	1,657	1,854	2,109
(+/-)%	-27%	278%	13%	12%	14%
净利润	346	1,037	1,208	1,394	1,637
(+/-)%	-11%	200%	16%	15%	17%
每股净收益 (元)	0.38	1.13	1.32	1.52	1.79
每股股利 (元)	0.20	0.18	0.26	0.30	0.36

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	1.3%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%
净资产收益率 (%)	11.5%	25.5%	24.0%	22.7%	21.9%
投入资本回报率 (%)	10.9%	79.2%	31.9%	25.3%	24.0%
EV/EBITDA	22.5	8.4	7.0	6.2	5.5
市盈率	55.8	18.6	16.0	13.8	11.8
股息率 (%)	1.0%	0.9%	1.3%	1.4%	1.7%

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: 23.84

上次预测: 23.84

当前价格: 20.58

2010.03.09

交易数据

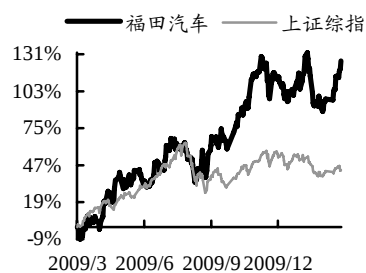
52 周内股价区间 (元)	8.28-22.26
总市值 (百万元)	19,290
总股本/流通 A 股 (百万股)	916/603
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	66%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	233

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,074
每股净资产	4.45
市净率	4.7
净负债率	51%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.20	0.35
Q2	0.29	0.34
Q3	0.27	0.32
Q4	0.37	0.31
全年	1.13	1.32

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	18%	4%	119%
相对指数	15%	13%	81%

相关报告

- 《商用车龙头地位进一步巩固》
2010.03.01
- 《轻型汽车龙头 业绩充分释放》
2009.08.27
- 《补贴收入对业绩影响巨大》
2009.03.31
- 《规模达到相当水平后增速放缓是必然趋势》
2008.10.31
- 《福田汽车: 降价虽拉高产率水平却压低盈利能力》
2008.08.25

模型更新时间: 2010.03.09

股票研究

可选消费品

运输设备业

福田汽车 (600166)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.84

上次预测: 23.84

当前价格: 20.58

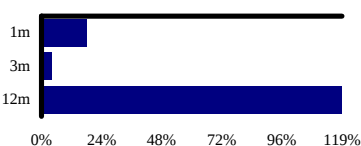
公司网址

www.foton.com.cn

公司简介

公司是国内最重要的商用车生产企业之一, 产品覆盖全系列的载货车和客车, 包括中重型卡车、轻型卡车, 以及大中型和轻型客车, 同时在乘用车方面有 SUV 和皮卡产品。公司目前拥有欧曼、欧 V、奥铃、欧马可、风景、传奇和萨普共八个品牌。公司在京、津、鲁、冀、湘、鄂、辽、粤等 8 个省市区拥有整车和零部件事业部。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.28-22.26

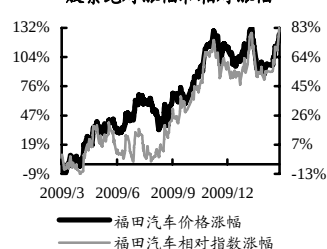
市值 (百万)

19,290

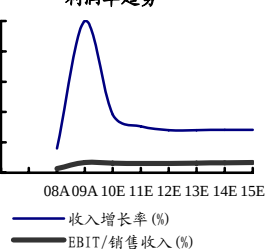
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表								
营业收入	30,070	44,840	53,322	61,311	69,763	79,405	90,404	102,955
营业成本	27,632	39,828	47,437	54,620	62,150	70,609	80,315	91,332
税金及附加	87	206	245	281	320	364	415	472
营业费用	991	1,673	1,994	2,269	2,581	3,017	3,435	3,912
管理费用	974	1,673	1,989	2,287	2,603	2,963	3,373	3,841
EBIT	387	1,461	1,657	1,854	2,109	2,451	2,866	3,398
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-12	-38	-78	-39	12	15	19	25
财务费用	131	54	60	66	73	80	88	97
营业利润	156	1,219	1,429	1,659	1,958	2,297	2,708	3,236
所得税	-34	242	282	326	382	446	524	624
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	346	1,037	1,208	1,394	1,637	1,911	2,245	2,673
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	510	4,131	2,322	2,452	2,791	3,176	3,616	4,118
其他流动资产	4,280	7,053	8,396	9,663	10,994	12,777	14,538	16,539
长期投资	543	597	519	481	492	508	527	552
固定资产合计	3,535	3,963	5,673	6,326	6,974	7,715	8,562	9,531
无形及其他资产	694	1,489	1,262	1,073	916	787	679	590
资产合计	9,833	17,657	18,596	20,419	22,592	25,387	28,347	31,754
流动负债	6,632	11,485	11,457	12,165	13,029	14,295	15,459	16,729
长期负债	190	2,087	2,087	2,087	2,087	2,087	2,087	2,087
股东权益	3,008	4,074	5,041	6,156	7,465	8,994	10,790	12,928
投入资本(IC)	3,871	1,539	4,312	6,051	7,185	8,125	9,594	10,478
现金流量表								
NOPLAT	420	1,218	1,375	1,528	1,727	2,005	2,342	2,773
折旧与摊销	306	385	565	657	695	742	805	883
流动资金增量	(594)	3,555	(1,290)	(1,274)	(642)	(329)	(730)	(5)
资本支出	(1,089)	(1,609)	(2,047)	(1,121)	(1,186)	(1,353)	(1,544)	(1,762)
自由现金流	(957)	3,551	(1,397)	(211)	593	1,065	873	1,889
经营现金流	(417)	4,088	710	971	1,840	2,479	2,478	3,712
投资现金流	(816)	(713)	(2,137)	(1,211)	(1,276)	(1,443)	(1,634)	(1,852)
融资现金流	1,315	(277)	(381)	370	(225)	(650)	(404)	(1,358)
现金流净增加额	82	3,099	(1,808)	130	338	386	440	502
财务指标								
成长性								
收入增长率	7.9%	49.1%	18.9%	15.0%	13.8%	13.8%	13.9%	13.9%
EBIT 增长率	-27.0%	277.9%	13.4%	11.9%	13.8%	16.2%	16.9%	18.5%
净利润增长率	-10.9%	199.9%	16.4%	15.5%	17.4%	16.8%	17.5%	19.1%
利润率								
毛利率	8.1%	11.2%	11.0%	10.9%	10.9%	11.1%	11.2%	11.3%
EBIT 率	1.3%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%
净利润率	1.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
收益率								
净资产收益率(ROE)	11.5%	25.5%	24.0%	22.7%	21.9%	21.2%	20.8%	20.7%
总资产收益率(ROA)	3.5%	5.9%	6.5%	6.8%	7.2%	7.5%	7.9%	8.4%
投入资本回报率(ROIC)	10.9%	79.2%	31.9%	25.3%	24.0%	24.7%	24.4%	26.5%
运营能力								
存货周转天数	35	35	41	42	42	42	42	42
应收账款周转天数	5.8	5.5	5.5	5.6	5.6	6.3	6.9	6.9
总资产周转天数	106.6	111.9	124.1	116.1	112.5	110.3	108.5	106.5
净利润现金含量	(1.21)	3.94	0.59	0.70	1.12	1.30	1.10	1.39
资本支出/收入	4%	4%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
偿债能力								
资产负债率	69.4%	76.9%	72.9%	69.9%	67.0%	64.6%	61.9%	59.3%
净负债率	45.3%	-74.2%	-25.7%	-11.5%	-11.7%	-16.1%	-16.2%	-23.1%
估值比率								
PE	55.8	18.6	16.0	13.8	11.8	10.1	8.6	7.2
PB	6.4	4.7	3.8	3.1	2.6	2.1	1.8	1.5
P/S	0.64	0.43	0.36	0.31	0.28	0.24	0.21	0.19
EV/EBITDA	22.5	8.4	7.0	6.2	5.5	4.9	4.2	3.6
股息率	1.0%	0.9%	1.3%	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%	2.8%

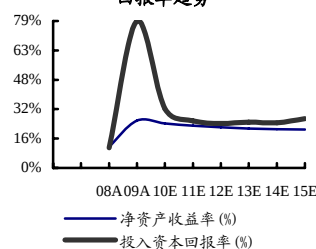
股票绝对涨幅和相对涨幅



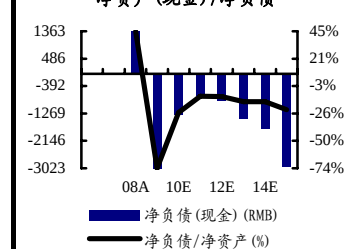
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

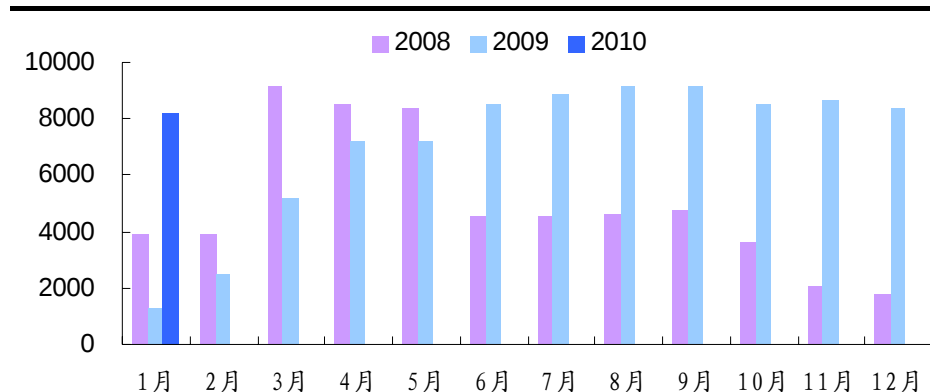


我们于3月2日参加公司的投资者见面会，会上公司介绍了中重卡、轻型车、大中客车等各业务分部的具体情况。

1. 中重卡业务：产能和技术双提升

09年市场占有率提升。受益于投资拉动带来的物流需求提升，公司中重卡业务09年获得了较好的增长，09年销售8.5万辆（其中国内销售8.3万辆，出口0.2万辆）。市场占有率为9.5%，由08年的第五位上升至第四位。

图 1：2008-2010 年公司中重卡月度销售情况。（单位：辆）

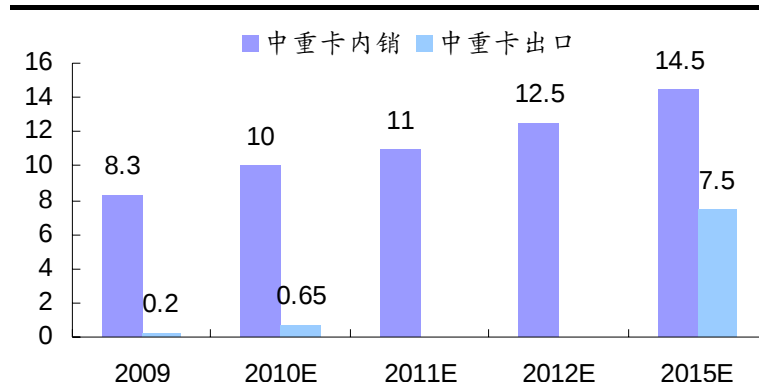


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

09年毛利率提升原因：产品提价+附加值高的产品占比增加。我们测算，09年中重卡单价为21万，同比增加11.4%，提价原因是由于产品供不应求以及配置有所提升。据了解，2010年1月份产品环比亦有所提价（涨幅约3000元/台）。此外，由于公司产能受限，公司逐渐增加了高附加值产品比重。受此影响，公司毛利率由08年的7.2%提升至09年的10.3%。

2010年销售目标：国内10万辆，出口0.65万辆。公司中重卡生产基地在怀柔一工厂，目前产能为10万辆。由于今年上半年重卡行情要远好于去年，公司今年的销量目标是10.65万辆，同比增加25%。由于受到产能限制，公司今年高附加值的产品比重会进一步提升。

图 2：2009-2015 年公司中重卡销售规划。（单位：万辆）



注：2011、2012年出口规划数据尚缺。数据来源：国泰君安证券研究

“十二五”规划：产能和技术双提升。公司此次定向增发的投资项目之一是怀柔中重卡二工厂，设计产能是 8 万辆，常规产能是 6.5 万辆。预计将于 2011 年上半年建成，建成后公司中重卡产能将达到 16-20 万辆，可以支撑公司今后 5-10 年的发展。

在产能扩充的同时，公司也将提升中重卡技术水平。公司将加大 GTL 重卡节能汽车的开发生产，逐步实现 ETX 重卡和 H2 重卡的升级换代。目前公司中重卡产能以中低端产品为主，定向增发项目完成后，高端产品占比将提升至 40% 左右。

合资项目提升公司全球化水平。与戴姆勒成立中重卡合资公司的项目目前进展顺利，预计 3 月份获得发改委批准，4 月份获得商务部批准，今年上半年能运营，总投资 67 亿元，双方各占 50%。引进外资主要是为了提升管理和研发能力，借助于戴姆勒公司的全球销售网络，有助于公司产品进入发达国家市场。

重卡行业：全年销量增速在 10%-15%，2011 年谨慎。重卡行业上半年会延续 09 年下半年的良好态势，但随着宏观调控的预期加强，下半年销量环比将保持稳定或略有下滑（重卡销量的 70% 依靠消费信贷），全年销量增速预计为 10%-15%。2011 年如果宏观调控效果显现，则重卡行业将出现同比下降的情形，但长期来看，我国宏观经济向好，固定资产投资需求稳中有升，与物流直接相关的重卡行业在较长的一段时间内可保持稳定增长。

2. 轻型车业务：巩固中低端市场，提升高端市场份额

公司轻型车业务包括轻卡、皮卡、轻客（含 MPV）等，主要细分品牌、销量情况见下表。

表 1：公司轻型车业务情况。（单位：辆）

	种类	产品定位	品牌	2009 年 销量	2010 年 销售目标
轻卡	平板车	高档	欧马克	8100	
		中档	奥铃	40000	5-6.5 万
		低档	时代	228000	24-28 万
	自卸车	中低档	时代金刚	170000	19-20 万
皮卡			萨普		2-2.5 万
轻客（含 MPV 等）	MPV		风景	21365	3.4 万
			蒙派克	6524	
	SUV		传奇	1006	
			迷迪	6024	

数据来源：国泰君安证券研究

2.1. 轻卡：巩固中低端市场份额，争夺高端市场

轻卡按功能分类，主要分为平板车与自卸车。前者主要用于消费物流，占轻卡数量的 2/3；后者主要用于建筑物流，占轻卡数量的 1/3。

平板车主要受益于城市化，按照我国目前城市化进程，可以保持至少 15 年的稳定增长，增速可保持在 10% 左右。目前平板车发展方向是安全、舒适、高速，产品结构有向中高端化发展的趋势。

自卸车（工程车）销量与固定资产投资、小城镇建设相关，波动要较平板车大一些。

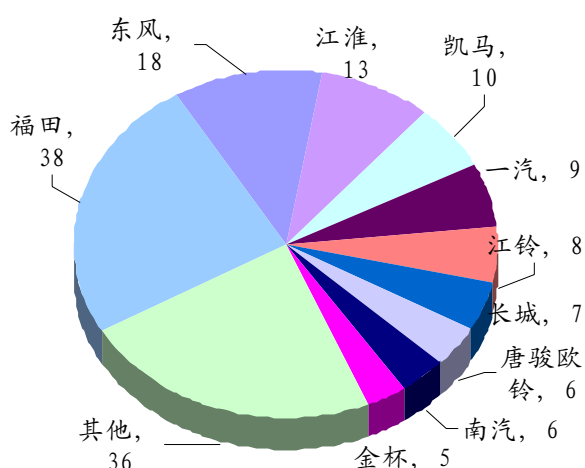
巩固中低端市场，提升高端市场份额。公司平板车在中低端市场占有率较高，但在高端轻卡市场，欧马克约占 17% 的市场份额，与江铃（51%）、庆铃（31%）相差较大。公司希望借助于福田康明斯发动机的优势来提升欧马克和奥铃的竞争优势，增加中高端市场份额。

相对于欧马克在高端轻卡市场面临的竞争压力，提升奥铃在中高端的市场份额要相对容易些，因此提升奥铃的产品和服务将是重头戏，我们认为也更可行。

时代轻卡：目前市场份额较大，销售网络将继续向二、三线城市下沉，以巩固市场地位。

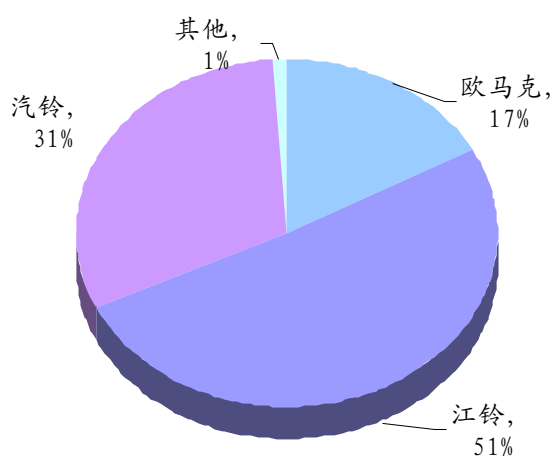
时代金刚：在工程车市场的份额较大（约占 40%），虽然两头在外，但凭借较高的市场地位，成本的转嫁能力较强，盈利水平较好。

图 3：轻卡市场份额情况（2009 年）。单位：万辆



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

图 4：高端轻卡市场份额情况。



数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 轻客：改善蒙派克销售

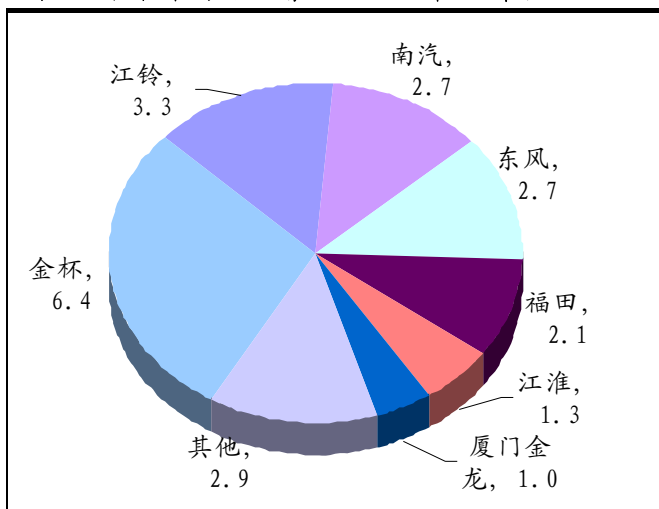
轻客市场不大，竞争结构稳定。09 年轻客市场销量（含底盘）共实现 22.5 万辆，同比增长 3.4%。09 年销量前 5 名分别为金杯、江铃、南汽、东风、福田。在货车限制进城的规定下，轻客承担了部分物流的作用，如公司旗下轻客品牌就分为风景快运（货运型轻客）和风景快客（客运型轻客）两种。未来行业增速预计在 5% 左右，主要市场在中心城市。

2010 年计划销售轻客（含 MPV）3.4 万辆，同比增加 22%。09 年公司销售轻客（含 MPV）2.79 万辆（其中风景销售 2.14 万辆，蒙派克销售 0.65 万辆），2010 年计划共销售 3.4 万辆，同比增长 22%。

风景：市场结构稳定，竞争压力较小。

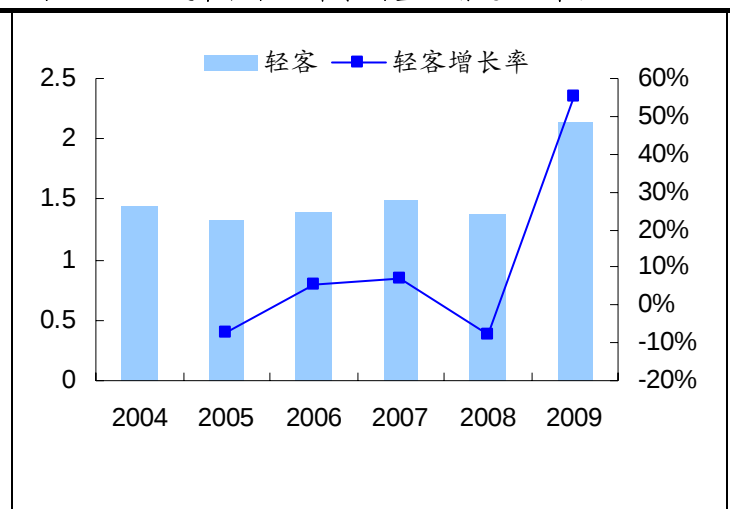
蒙派克：MPV 市场竞争较为激烈，公司目前产品与客户需求还存在差异，而且分销渠道较弱，因此销量不达预期，今后将逐渐改进产品，加大渠道建设。

图 5：轻客市场份额情况（2009 年）。单位：万辆



数据来源：中汽协、国泰君安证券研究

图 6：福田汽车轻客近年来销量及增速。（单位：万辆）



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

2.3. 皮卡：前景良好，2010 年计划销售 2-2.5 万辆

皮卡在 2003 年之前是市场导入期，2003-2008 年为稳定发展期，目前市场上中高端皮卡占 2/3（7 万元以上），低端皮卡占 1/3（7 万元以下）。皮卡市场主要在县级城市，随着城镇化程度提高以及农村居民收入增加，皮卡可保持 15%-20% 的增速。

萨普：原先公司皮卡业务是委托南海福田汽车公司生产，2009 年 2 月，公司收购了南海福田汽车有限公司拥有的萨普业务。2010 年公司计划销售萨普皮卡 2-2.5 万辆。

3. 大中客业务：新能源汽车的领头羊

2010 年公司计划销售 4300 辆，同比增长 7%。公司欧 V 客车生产基地为北京客车分公司，目前产能为 5000 辆/年。09 年实现销售 4002 辆，实现销售收入 16.8 亿元，分别同比增长 57% 和 87%，主要得益于新能源车销量的增长。2010 年公司计划销售 4300 辆，同比增长 7%。

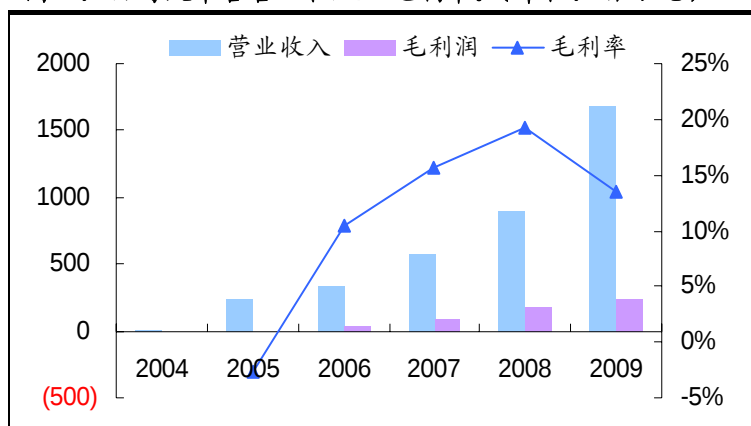
产能扩张：明年南海基地可投产。目前北京基地产能已经接近饱和，公司将在南海基地进行大中客车的扩产，预计将于今年一季度动工，明年上半年争取投产，南海基地一期产能为 5000 辆，二期 10000 辆。公司远景规划是 2015 年实现销售大中客车 1.5 万辆，其中新能源车 5000 辆。

新能源车是亮点。2009 年，公司共销售福田欧 V 新能源客车 925 辆，收入超过 10 亿元，是国内新能源汽车收入额最高的企业，成为中国新能源领域的领头羊。08 年底，我国首个新能源汽车基地以福田汽车为依托成立；09 年 3 月，由北汽控股、北京公交集团、北京理工大学等共同发起的我国首家新能源汽车产业联盟成立。这将有助于确立福田汽车在新能源汽车领域的龙头地位。

新能源客车毛利率略高于普通大客车。新能源车目前售价在 100-120 万元/台，但由于电池、电机等主要零部件外购，因此毛利率只是略高于普通大中客车，预计在 15% 左右。今年新能源试点城市将由 09 年的 13 个增加到 20 个，公司产品凭借良好的性价比，有望在新能源汽车市场取得更多份额。

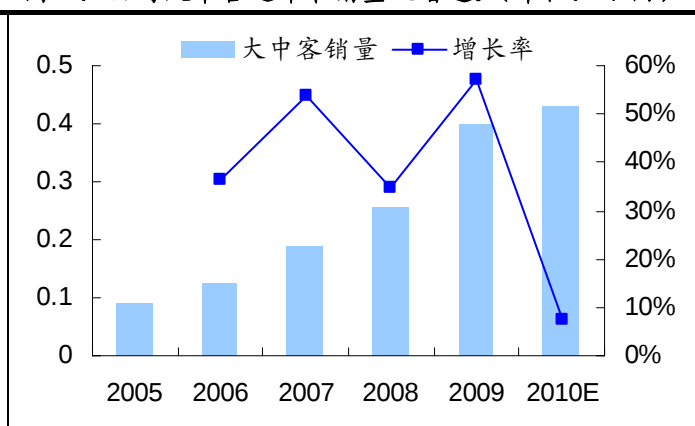
目前盈利贡献不大，发展前景看好。目前大中客车业务利润贡献不大，09 年中大客业务仅实现营业利润 0.27 亿元，同比增长 52.9%，但作为我国首个新能源汽车产业基地及产业联盟的主要参与者，公司的新能源业务或将成为我国新能源领域的风向标，我们将给予密切关注。

图 7：公司大中客营业收入、毛利率。(单位：百万元)



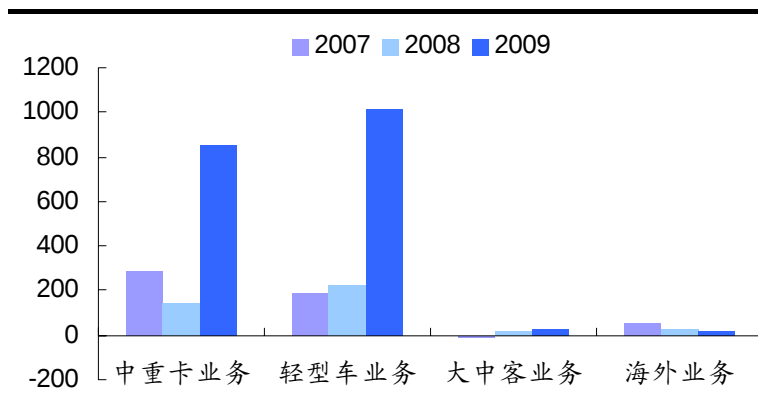
数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

图 8：公司大中客近年来销量及增速。(单位：万辆)



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

图 9: 2007-2009 年公司各业务分部营业利润。(单位: 百万元)



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

4. 福田康明斯发动机: 短期亏损不影响长期发展潜力

福田康明斯发动机项目是公司与全球最大的独立发动机厂康明斯按 50%: 50% 比例合资组建而成, 主要生产 ISF 系列 2.8 升和 3.8 升轻型直列四缸高压直喷式柴油发动机。项目共投资 18.3 亿元, 已投入 17 亿元, 总产能 40 万台/年。目前 3.8 升产品已经投产, 2.8 升产品将于今年 6 月投产。

由于目前我国对国 3 排放标准实施不严格, 因此福田康明斯发动机市场需求不旺, 09 年实现收入 5027 万元, 亏损 3971 万元。2010 年, 福田康明斯发动机计划销售 3.1 万台, 其中内销给福田 2.8 万台, 外销 0.3 万台。内销给福田的发动机主要配备在轻卡欧马克、奥铃上, 以增强其中高端轻卡市场的竞争力。但由于销量严重低于设计产能, 预计 2010 年福田康明斯发动机项目仍然亏损, 亏损在 5000-10000 万元。

尽管目前福田康明斯发动机由于市场原因, 销量没有达到预期, 但在节能减排的背景下, 严格执行排放标准是大势所趋, 具备高性能、低排放特点的福田康明斯发动机发展前景看好。

表 2: 福田康明斯发动机 2010 年计划销量。(单位: 万台)

2010 年计划销量			
内销给福田	2.8	欧马克	1
		奥铃	1
		出口	0.8
外销			0.3

数据来源: 国泰君安证券研究

5. 维持增持评级

公司目前正处于从追求份额到份额与效益并重的战略转型期，毛利率低于同行业水平，业绩弹性较高，随着公司在轻卡、中重卡市场的产能扩张以及高端产品份额提升，公司经营有望迈上新台阶。

我们预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.32、1.52 元，目前股价对应 2010 年 16 倍 PE，考虑到公司是国内商用车的领头羊，以及新能源客车的发展前景，我们维持增持评级。

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

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		