

海兰信 (300065)

国内航海电子单品和集成系统提供商

	魏兴耘	张慧
	0755-23976213	021-38676715
	weixy1@gtjas.com	zhanghui6820@gtjas.

本报告导读:

公司专注于航海电子科技领域,是国内最大的 VDR 制造企业,产品线不断拓宽,并向集成化方向发展,具有三项军工资质,是海军的合格供应商之一

投资要点:

- 公司专注于航海电子科技领域,主要产品包括船载航行数据记录仪 (VDR)、船舶远程监控管理系统 (VMS)、航海电子集成系统 (VEIS)、船舶操舵仪 (SCS) 以及雷达等。新产品电子海图、电罗经、船舶动态定位系统和全球海上遇险与安全系统正处于在研或预研阶段。
- 公司是国内规模最大的 VDR 制造企业,已获得了中国、英国、日本、欧盟、美国、德国、俄罗斯在内的多家国际船级社的产品型式认可证书。09 年公司 VDR 的国内市场占有率达 24%,收入占营收的比重达 61.85%。
- 公司具有稳定的大客户资源,主要客户包括国内大型航运企业集团、国内大型石油企业集团、国内大型船厂、政府部门、国际航运企业。公司已取得武器装备科研生产许可证、二级保密资格单位证书和军工产品质量体系认证证书,是中国海军的合格供应商之一。
- 公司未来业务将以单品、VEIS 和军品三类开展。单品方面,将不断丰富 VDR 之外的新品,并提升其销售比重;发展 VEIS 业务,不断提升单船产值;发展军品业务,获得持续稳定的收入来源。
- 随着造船品质和技术水平的提高,客户对信息化和安全性的需求推动了航海电子市场的发展。新装需求、更换需求、近洋和内河船舶需求以及集成化的发展趋势使得 VDR 等单品和 VEIS 仍有较大的发展空间。全球航海电子市场被欧美日韩厂商主导,但也为国内企业提供进口替代的机遇。
- 募投资金拟投入 VMS 产业化、SCS 生产线建设、研发中心扩建和与主营业务相关的营运资金等四个项目。募投项目实施后,将扩大 VMS 的产能,新增 SCS 产品生产能力,并进一步增强公司研发水平和营运资金,使公司核心竞争力得到进一步提高。
- 我们预期公司 2010、2011 和 2012 年销售收入分别为 2.03 亿元、2.59 亿元和 3.20 亿元,归属于母公司所有者的净利润分别为 4486 万元、5645 万元和 7355 万元,全面摊薄的 EPS 分别为 0.81 元、1.02 元、1.33 元。
- 目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 36 倍。我们建议询价区间为 20.24-24.29 元,对应 10 年 25-30XPE。同时推断市场可能将询价区间上抬 25 至 30 元。上市合理目标价为 25.48-30.57 元,对应 11 年 25-30XPE。

建议询价区间

20.24-24.29

上市首日定价区间

25.48-30.57

2010.03.12

发行上市资料

总股本 (万股)	4,155
发行量 (万股)	1,385
发行日期	2010.03.16
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	海通证券
预计上市日期	2010.03

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.07
净资产收益率 (%)	21.9%
资产负债率 (%)	27.8%

主要股东和持股比例

申万秋	18.5%
魏法军	13.0%
首冶新元	11.7%
深圳力合	6.9%
侯胜尧	7.1%
启迪控股	5.2%
中远集团	4.7%
江苏中舟	3.6%
乳山造船	1.8%
社保基金	2.5%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	112	134	203	259	320
(+/-)%	66.2%	18.9%	51.8%	28.0%	23.3%
经营利润 (EBIT)	15.8	23.7	40.4	50.8	66.9
(+/-)%	15.6%	50.1%	70.5%	25.7%	31.8%
净利润	19.3	28.0	44.9	56.5	73.6
(+/-)%	18.0%	45.3%	60.3%	25.8%	30.3%
每股净收益 (元)	0.35	0.51	0.81	1.02	1.33
每股股利 (元)	-	-	0.08	0.10	0.13

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 国内最大的船用黑匣子（VDR）制造企业

1.1. 历史沿革及股权结构

公司前身系成立于 2001 年 2 月 14 日的北京海兰信数据记录科技有限公司。2008 年，经海兰信有限公司全体股东共同作为发起人，将有限公司整体变更为北京海兰信数据科技股份有限公司。公司发起人为首钢冶金机械厂、中国远洋运输（集团）总公司和启迪控股股份有限公司等 3 名法人股东和申万秋、魏法军、侯胜尧等 3 名自然人股东。

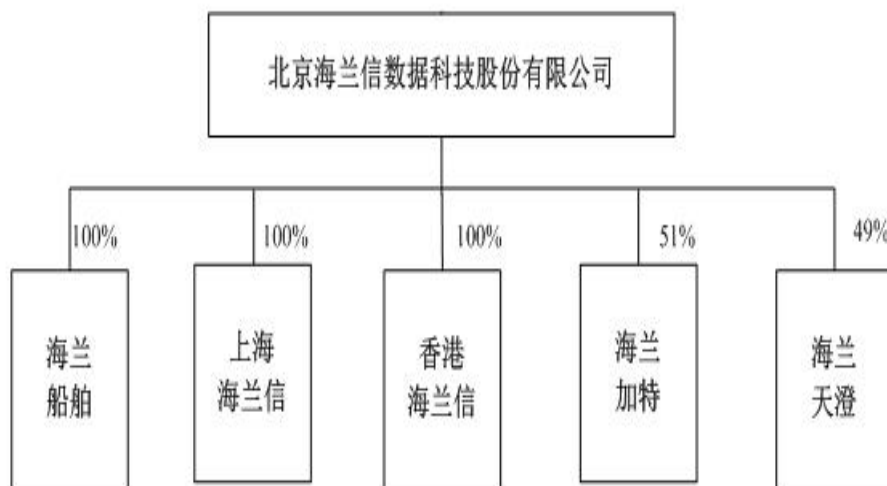
本次计划发行 1385 万股，占发行后股本 5539.63 万股的 25%。

表 1：发行前后股权变化情况

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
一、有限售条件流通股				
申万秋	1023	24.6	1023	18.5
魏法军	721	17.4	721	13.0
首冶新元	706	17.0	649	11.7
深圳力合	416	10.0	382	6.9
侯胜尧	393	9.5	393	7.1
启迪控股	312	7.5	287	5.2
中远集团	284	6.8	262	4.7
江苏中舟	200	4.8	200	3.6
乳山造船	100	2.4	100	1.8
社保基金			139	2.5
二、本次发行流通股			1385	25.0
合计	4155	100.0	5540	100.0

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

图 1：海兰信股权结构



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

1.2. 以 VDR 为主导 新产品占比上升

公司专注于航海电子科技领域，主要从事航海电子科技产品和系统的研发、生产、销售和服务。公司目前生产与研发的主要产品包括：船载航行数据记录仪（VDR，又称“船用黑匣子”）、船舶远程监控管理系统（VMS）、航海电子集成系统（VEIS）、船舶操舵仪（SCS）以及雷达等。

表 2：公司主要产品研发、生产和销售情况

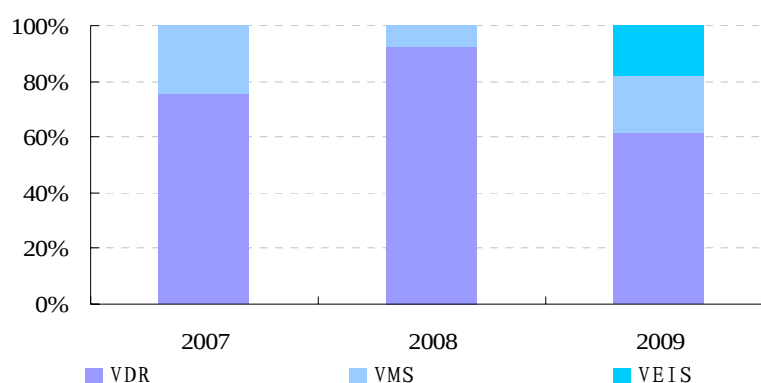
产品	研发、生产及销售情况	是否强制安装
VDR	2001 年 2 月开始研发，2003 年 7 月开始批量生产并实现销售。	SOLAS 公约：3000 总吨以上远洋船舶强制安装；国防部门有强制安装规定
VMS	2003 年 1 月开始研发，2005 年 3 月小批量定制并实现销售。公司拟利用本次募集资金投资“VMS 产业化项目”进行批量生产。	按照客户信息管理需求定制的产品，无强制安装规定
VEIS	2007 年 9 月立项，2008 年 3 月技术方案定型，2009 年起实现销售。公司完成系统总体设计、系统开发、产品组织与提供、物流、安装调试、试航试验、船级社验收、船东验收和售后服务等系列工作。	SOLAS 公约：无强制安装规定；但 VEIS 中主要产品属于强制安装范畴
SCS	2007 年 9 月开始研发，2009 年 5 月产品进行实船试验，2009 年 7 月取得 CCS 型式认可证书。公司拟利用本次募集资金建设生产线进行批量生产。	SOLAS 公约：10000 总吨以上远洋船舶强制安装；国防部门有强制安装规定
雷达	2008 年 10 月开始研发，2009 年 5 月已进行实船试验，2009 年 10 月开始小批量实验试制。	SOLAS 公约：300 总吨以上远洋船舶强制安装；国防部门有强制安装规定

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

注：SOLAS 公约（国际海上人命安全公约）是 IMO（国际海事组织）制定的旨在保护海上人员/货物安全的公约，是世界航运技术的最低标准。各缔约国政府有义务使所管辖的国际航行的商船符合或高于该标准。

公司主导产品为 VDR，已获得了包括中国、英国、日本、欧盟、美国、德国、俄罗斯在内的多家国际船级社的产品型式认可证书。截至 2009 年末，公司 VDR 系列产品的累计销量已超过 2200 套。按产品产量计算，目前公司已成为国内规模最大的 VDR 制造企业。2009 年，公司在国内 VDR 市场占有率为 24%，未来将努力提升至 30-35%。2007-2009 年，公司 VDR 收入占营收的比重分别为 75.28%、92.08%和 61.85%。

图 2：VDR 为公司的主导产品，VMS 和 VEIS 占比逐渐提升



数据来源：国泰君安证券

公司在 VDR 产品成功推出后，及时识别客户对于优化航线、节约能源、改善船舶调度、提高船舶运行效率的需求，研制并推出船舶远程监控系统（VMS）。2007-2009 年，公司 VMS 产品市场占有率分别为 0.11%、0.06% 和 0.16%。

船厂通过从以往与单一的设备商合作逐步转向完整功能模块的系统供应商合作，便可以专注在整船的交付和船体建造、舾装等关键业务上。这种趋势在欧洲、日本和韩国已经较为普遍，在中国一些规模较大的造船企业已经开始尝试，在未来有望发展成为主流商业模式。为顺应这一趋势，公司自 2009 年开始向黄埔船厂、扬子江船厂、招商局重工、武昌船厂等客户销售航海电子集成系统（VEIS），共销售 18 套 VEIS，实现销售收入 2349.65 万元，市场占有率约为 5%。其中，自主研发、自有品牌的产品比重约占 20%，主要是导航系统中的 VDR 产品及 VMS。随着公司自主产品开发力度的加大，自主产品的不断推出，VEIS 中自主产品的占有率也将提高，并逐渐提高到国际标杆企业 70% 左右的标准。

公司还有部分新产品正在研制之中。09 年 9 月，公司开始研发电子海图，预计 10 年 3 月完成第一款产品，计划 10 年 6 月开始认证，12 月进行小批量试制。此外，电罗经、船舶动态定位系统和全球海上遇险与安全系统也正处于预研阶段。

表 3：公司在研项目及研究计划

项目名称	进展情况	拟达到的目标
电子海图（ECDIS）	在研阶段	2009 年 9 月开始研发，预计 2010 年 3 月完成第一款产品，计划 2010 年 6 月开始认证，12 月进行小批量试制。
电罗经（Gyro）	预研阶段	采用自主开发模式，拟定 2010 年立项展开相关研发工作。
船舶动态定位系统（DP）	预研阶段	基于 SCS、电子海图等项目基础上开展研发，拟定 2011 年立项展开相关研发工作。
全球海上遇险与安全系统（GMDSS）	预研阶段	采用自主开发模式，拟定 2011 年立项展开相关研发工作。

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

1.3. 产品线拓展、大客户资源和全球服务网络推动营收增长

2007-2009 年，公司的营业收入和净利润均保持增长。营业收入从 2007 年的 6758.78 万元增长到 2009 年的 13356.19 万元；净利润从 2007 年的 1632.45 万元增长到 2009 年的 2797.94 万元。

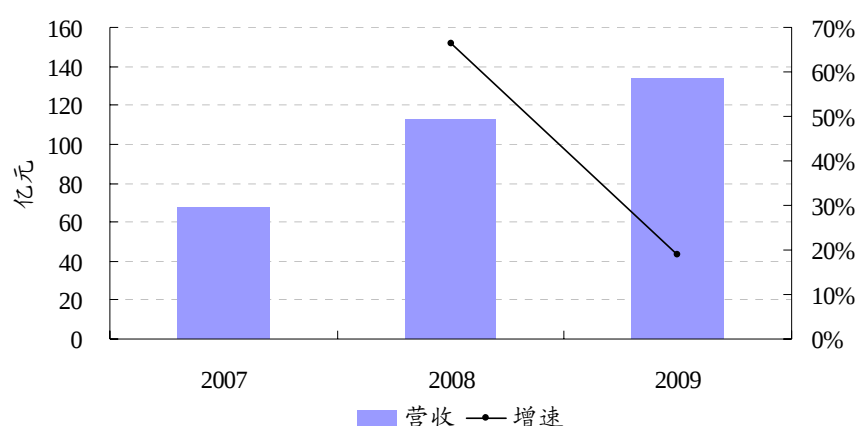
公司主营业务收入增长的动力来自 4 个方面：1. 公司产品线逐渐拓展；2. 公司的品牌逐渐建立；3. 拥有全球性的服务网络；4. 成为造船、航运企业的合格供应商，并取得了武器装备科研生产许可证、二级保密资格单位证书和军工产品质量体系认证证书。

公司具有稳定的客户资源，主要客户有国内大型航运企业集团，包括：中远集团、中海集团、长江航运集团；国内大型石油企业集团，包括中海油、中石油等；国内大型船厂，包括：黄埔船厂、渤海重工船厂、扬子江船厂、武昌船厂等；政府部门，包括：交通部救捞局、国家海事局

等；国际航运企业，包括：台塑集团、地中海海运公司（MSC）等；公司还是中国海军的合格供应商之一。

公司初步建立全球性服务网络，在印度、日本、韩国、新加坡、俄罗斯、比利时、西班牙、法国、加拿大、美国、巴西等 31 个国家和地区拥有授权服务代理商 52 家，拥有备件供应点 9 个以及一支可全球服务的应急服务小组；在国内 12 个城市通过签署售后服务代理协议，拥有授权服务代理商 12 家，拥有备件供应点 8 个。代理商经培训认证后，可为公司已售航海电子设备提供维修、检验等售后服务。完善的产品全球服务网不仅成为后续新产品进入市场的支撑，也是客户愿意选择公司产品的重要原因。

图 3：公司营收情况



数据来源：国泰君安证券

1.4. 盈利能力和资产周转能力分析

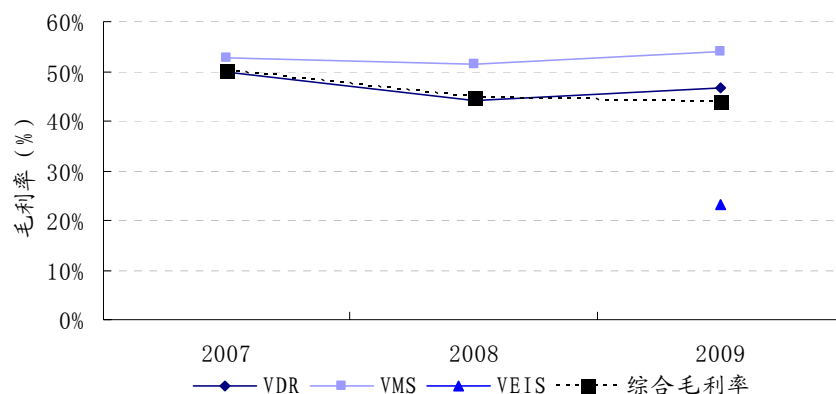
2008-2009 年，公司综合毛利率趋于稳定，分别为 50.16%、44.41% 和 44.30%。其中，VDR 业务毛利率分别为 49.75%、44.16% 和 46.64%，2008 年略低的主要原因是当年并表的全资子公司海兰船舶以及 ODM 产品的平均销售价格较低。

公司 VDR 的直销比例不断上升。VDR 销售分为直销和 ODM 两种模式，其中直销模式作为 VDR 产品主要的销售模式，销售数量逐年增长，分别为 361 台、531 台和 644 台，占总销量的比重分别为 86.36%、54.18% 和 94.43%。

VMS 业务毛利率分别为 52.78%、51.58% 和 54.02%，高于 VDR 业务的毛利率，主要是公司自主研发的 VMS 产品在国内市场竞争度较低。

VEIS 业务毛利率为 23.08%，低于 VDR 和 VMS 产品的毛利率，主要原因是在 VEIS 业务开展初期，自主产品率较低，仅为 20% 左右。

图 4：毛利率变动趋势



数据来源：国泰君安证券

项目交付周期较短加上客户支付能力较强，随着收入的增长，公司存货周转率和应收账款周转率呈上升趋势。

表 1：资产周转能力

	2009	2008	2007
存货周转率	2.6	1.87	1.69
应收账款周转率	4.73	4.93	3.86
总资产周转率	0.89	1.01	0.92

数据来源：国泰君安证券

2. 国内航海电子企业具有进口替代的潜在机遇

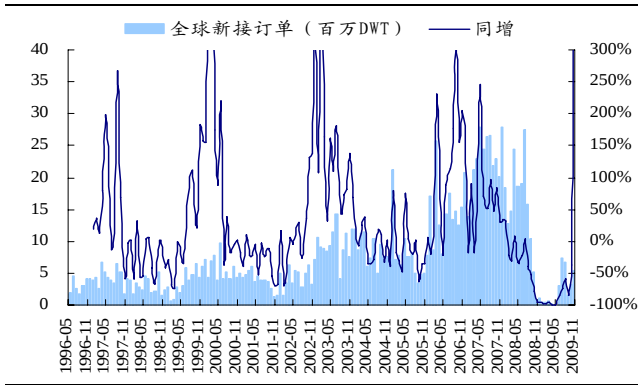
2.1. 信息化和安全性需求推动航海电子市场发展

近年来，随着造船品质和技术水平的提高，客户对各类航海电子产品的需求日益增加和多样化，航运企业对船岸的实时信息化管理存在旺盛需求。同时，海上人命安全与环境保护日益被重视，IMO 不断推出新的规则，要求船舶强制安装相应设备，以便改善航行安全。

VDR 产品的需求主要包含以下四个方面：1. 国际标准 VDR 市场，面对新造远洋船及尚未安装 VDR 产品的在航船；2. VDR 的更换市场，面对因 VDR 使用寿命到期或者船东提出更换需求的船舶；3. 地区标准 VDR 市场，面对近洋及内河船舶；4. 军方及相关政府监管船市场。

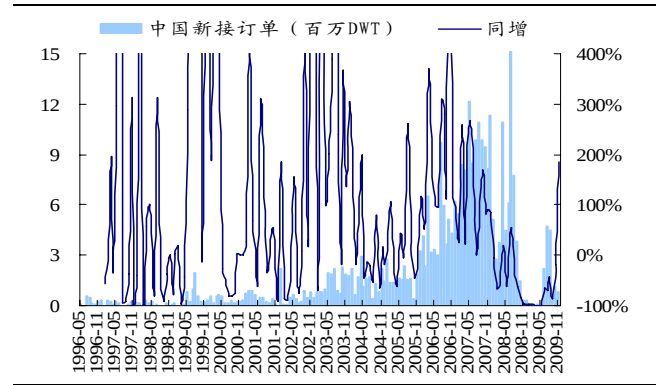
在新装需求方面，根据克拉克松公司统计，截至 2009 年底全球手持新造船订单量为 7998 条左右，中国目前新造船手持订单为 3174 条左右；针对新造远洋船的 VDR 国际市场容量大约在 8000 台左右，中国市场容量为 3200 台左右。据抽样调查结果，全球符合强制安装简易型 VDR 要求但尚未安装的远洋在航船比例在 10%-15%之间，按照全球大约有 3 万条远洋在航船统计，未安装简易型 VDR 的船舶仍有约 3000-4500 条。因此，针对在航船市场，全球强制安装简易型 VDR 产品的市场容量约为 3000-4500 台。

图 5：全球新接造船订单情况



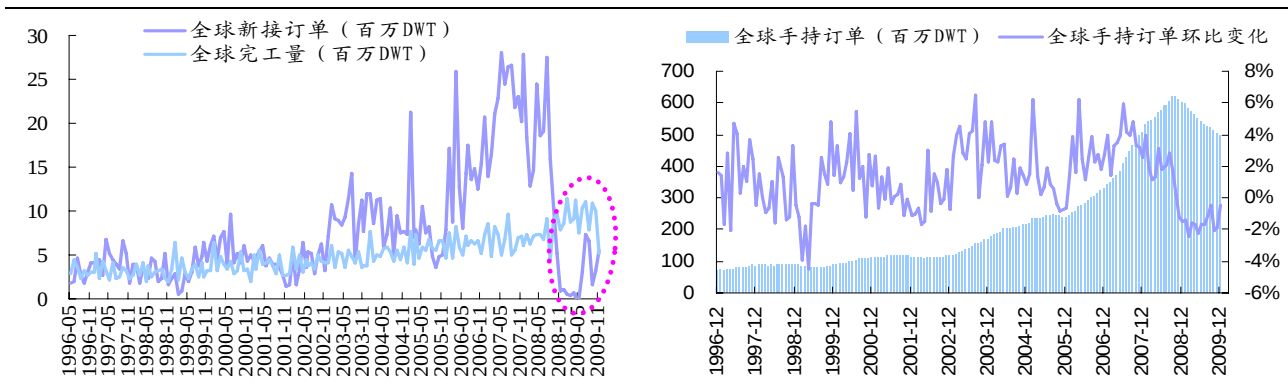
数据来源：克拉克松，国泰君安证券

图 6：中国新接造船订单情况



数据来源：克拉克松，国泰君安证券

图 7：全球完工量高于新接订单，致使手持订单量不断下降



数据来源：克拉克松，国泰君安证券

在更换需求方面，远洋船舶的使用年限一般是 25-30 年，VDR 的使用寿命通常 8 年左右。船东认为维护费用较高，从经济合算的角度在使用寿命未到期前也会提出更换要求。国际远洋船存量为 3 万条左右，因此，每年会有一定数量的 VDR 进行更换。

在国内近洋和内河船舶需求方面，中国海事局曾颁行《船载航行数据记录仪管理规定（试行）》，提出了中国沿海航行船舶安装 VDR 的技术标准。中国沿海船舶有 9300 条左右，内河船舶 18 万多条，这将会成为地区标准 VDR 未来的潜在市场。

随着航运企业对船舶实施信息管理需求的提升，航海电子正在不断向数字化、自动化、集成化、智能化和综合化方向发展，这将不断推动航海电子从单一产品向集成化系统转变，从而推动市场的发展。

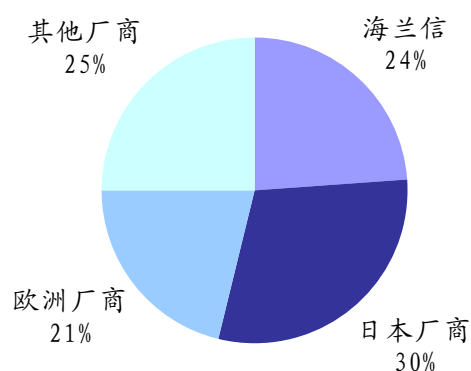
2.2. 航海电子市场被欧美日韩主导

全球航海电子行业的市场份额主要被德国、英国、丹麦、挪威、美国、加拿大等欧美发达国家和亚洲造船大国日本与韩国占据。尽管中国是造船大国，但航海电子产品本土配套率只有 10% 左右，而日本的本土配套率达到 99%，韩国的本土配套率超过 90%。

从国际航海电子科技业的竞争格局来看，国外企业在生产规模、技术水平、产品的多样性方面都存在较大优势，其产品几乎涉及航海电子科技产品的各个方面。国内企业受到国际强势企业的挤压，在国际竞争中处于相对劣势。

国内 VDR 市场的参与厂商包括日本无线株式会社 (Japan Radio Co., Ltd)、日本古野电气株式会社 (Furuno Electric Co., Ltd)、德国 AVECS 公司以及青岛海德威船舶科技有限公司等厂商。

图 8: 国内 VDR 市场份额情况



数据来源: 国泰君安证券

国际上提供 VMS 类似产品或系统的公司，主要包括日本三井造船株式会社、日本寺崎电气产业株式会社等。上述日本厂商类似产品的目标客户是日本的大型航运集团，尚未向我国航运客户提供定制化产品。

目前能为造船企业提供完整功能的航海电子集成系统 (VEIS) 的供应商主要是国外厂商，包括德国 SAM、荷兰 Imtech 公司等。其他厂商销售的 VEIS 产品一般包括船舶通信系统和导航系统两个子系统，海兰信除了提供这两种子系统之外，还增加了 VMS 子系统，满足了客户对船岸信息管理的需要。国内 VEIS 竞争对手中主要包括上海越洋无线电有限公司和广州远洋通信导航有限公司，它们分别是日本 Furuno 公司和 TOKIMCE 公司在中国的销售和服务代理商。

3. 募投项目将提升公司竞争力

公司计划募集资金 9007.15 万元，拟投入 VMS 产业化、SCS 生产线建设、研发中心扩建和与主营业务相关的营运资金等四个项目。

其中，VMS 项目拟对公司目前小批量生产的 VMS 进行批量化生产。项目建成后，将形成年产 350 套 VMS 的生产能力；SCS 生产线建设项目拟对公司已研发成功的 SCS 进行批量化生产。项目建成后，将形成年产 1,000 台的生产能力，进一步延伸产品线；研发中心扩建项目拟围绕主营业务，改善研发环境，重点补充研发中心的测试设备及船舶动态模拟器，提升公司核

心竞争力。所有项目建设期均为 12 个月。

募投项目实施后，将扩大 VMS 的产能，新增 SCS 产品生产能力，并进一步增强公司研发水平和营运资金，使公司核心竞争力得到进一步提高。

表 2：募投项目情况

项目名称	总投资额	募集资金投入	项目建设期
船舶远程监控管理系统（VMS）产业化项目	2478.88	2478.88	12 个月
船舶操舵仪（SCS）生产线建设项目	4734.82	4734.82	12 个月
研发中心扩建项目	1793.45	1793.45	12 个月
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 行业周期性风险

航海电子科技行业受下游造船业的影响，具有一定的周期性特征。公司 VDR 产品用于新造船的比例较高，如果航运业复苏不及预期，导致新船订单撤销或推迟交付，则可能对公司业务产生负面影响。

4.2. 主营产品较为集中的风险

2007-2009 年，公司 VDR 销售收入占当期主营业务收入比重分别为 75.28%、92.08%和 61.85%，主营产品较为集中的风险。

4.3. 汇率波动风险

2007-2009 年，公司的出口额占主营业务收入比重为 46.16%、66.43%和 36.52%。在 2008 年人民币对美元全年汇率升值幅度达 6.1%的情况下，当年汇兑损失为 202.40 万元。如果人民币继续升值，则对出口收入和汇兑损益均可能产生负面影响。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们预期公司 2010、2011 和 2012 年销售收入分别为 2.03 亿元、2.59 亿元和 3.20 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 4486 万元、5645 万元和 7355 万元，全面摊薄的 EPS 分别为 0.81 元、1.02 元、1.33 元。

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	68	112	134	203	259	320
营业成本	34	62	74	117	151	184
税金及附加	0	1	1	2	2	3
营业费用	10	16	16	23	28	34
管理费用	9	15	17	27	32	37
EBIT	14	18	25	34	46	63
财务费用	1	3	0	(7)	(5)	(5)
营业利润	14	16	24	40	51	67
所得税	2	3	4	7	8	11
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	16	19	28	45	56	74

数据来源: 国泰君安证券

表 4: 分业务收入和毛利预测表

单位: 百万元

	2007A	2008A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
VDR 收入	48.7	99.6	80.9	84.1	87.4	90.9	94.4
VMS 收入	16.0	8.6	26.4	31.7	41.2	49.4	59.3
VEIS 收入	0.0	0.0	23.5	60.0	99.0	142.0	179.4
SCS 收入				24.0	28.8	34.6	41.5
其他收入	3.0	4.2	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4
分业务收入合计	67.6	112.4	133.6	202.7	259.5	320.0	378.0
VDR 毛利	24.2	44.0	37.7	42.0	43.7	45.4	47.2
VMS 毛利	8.4	4.4	14.3	16.5	21.0	24.7	29.1
VEIS 毛利	0.0	0.0	5.4	16.2	30.8	49.8	62.8
SCS 毛利	0.0	0.0	0.0	9.6	11.5	13.8	16.6
其他毛利	1.3	1.5	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
分业务毛利合计	33.9	49.9	59.2	86.0	108.7	135.5	157.5

数据来源: 国泰君安证券

5.2. 估值

目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 36 倍。我们建议询价区间为 20.24-24.29 元, 对应 10 年 25-30XPE。同时推断市场可能将询价区间上抬 25 至 30 元。上市合理目标价为 25.48-30.57 元, 对应 11 年 25-30XPE。

表 6: 国内可比上市公司估值比较

公司简称	09PE	10PE	11PE	PB
大华股份	43	31	22	6.71
大立科技	59	47	35	8.35
华胜天成	35	28	22	5.25
东华软件	38	29	22	8.54
行业平均	49	36	29	4.59

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

作者简介:

魏兴耘: 厦门大学经济学博士，国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

张慧: 男，南京大学产业经济学专业硕士，2007 年 7 月加入国泰君安证券研究所，2009 年《新财富》电子行业最佳分析师第三名。

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

	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。	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
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。	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		