

三聚环保 (300072)

能源净化高端市场领导者

——新股询价定价分析

	吕娟	康凯
	021-38676139	0755-23976023
	lvjuan@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880209110640	S0880209030388

本报告导读:

公司是能源净化高端市场的领导者,产品主要应用于石油石化领域。随着环保要求的提高,高端市场将更快增长,公司凭借技术优势,市场份额将进一步提升。

投资要点:

- 公司是致力于为基础能源工业的产品清洁化、产品质量提升及生产过程的清洁化提供产品、技术和服务的高新技术企业,主要从事脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化剂(脱氯剂、脱砷剂等)、特种催化材料及催化剂等的研发、生产、销售、技术咨询和技术服务。
- 受益行业旺盛的需求和公司的技术优势,公司近两年收入和盈利保持较高的复合增长率,2009年收入、毛利、净利润分别达到304、151、51百万元,毛利率和净利率分别达到49.49%、16.75%。
- 公司年产能5900吨,产品具有明显的技术优势,主要应用于高端市场,包括石油石化、煤制气等行业,而且公司在石油石化领域一直处于第一的位置。
- 整个能源行业2008年对能源净化产品的需求为18.09万吨,预计2015年将达到69.07万吨,2008-2015年年均复合增长率将达到21.09%。随着天然气、化肥化工、城市与农村沼气等中低端市场对环保的要求越来越高,预计整个能源行业对高端产品的需求将更快增长。公司凭借技术优势和募投项目产能,市场份额将进一步提升。
- 此次IPO,公司计划发行2500万股,募集2.43亿元,用于催化剂及催化新材料二期工程建设。募集资金投向紧紧围绕现有主业,达产后,可以新增产能1.1万吨,加上现有产能内部挖潜,预计最终总产能接近2万吨。募集资金项目除了为公司带来收益外,还可以加大天然气和煤制气市场的拓展力度。
- 预计2010-2012年EPS分别为0.66、0.96、1.27元,建议询价区间为14.50-18.40元,相当于2010年预测业绩22-28倍PE;上市后合理价格为19.7元,相当于2010年预测业绩30倍PE,上下浮动10%,上市首日定价区间为17.80-21.70元。
- 风险因素:主要包括技术替代风险、客户集中风险、季节性波动风险。

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	295	304	365	508	650
(+/-)%	60%	3%	20%	39%	28%
经营利润(EBIT)	48	72	80	114	151
(+/-)%	100%	51%	68%	43%	32%
净利润	27	51	64	93	123
(+/-)%	197%	88%	25%	46%	33%
每股净收益(元)	0.28	0.52	0.66	0.96	1.27
每股股利(元)	-	-	-	-	-

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

建议询价区间

14.50-18.40

上市首日定价区间

17.80-21.70

2010.04.12

发行上市资料

总股本(万股)	7,227
发行量(万股)	2,500
发行日期	2010.04.13
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	宏源证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.22
净资产收益率(%)	21.9%
资产负债率(%)	56.8%

主要股东和持股比例(发行前)

北京海淀科技发展有限公司	28.46%
林科	8.28%
北京中恒天达科技发展有限公司	7.38%
张杰	3.44%
张雪凌	2.47%
丛澜波	2.21%
张淑荣	1.90%
赵郁	1.94%
刘振义	1.44%

1. 公司基本情况及业务分析

1.1. 基本情况

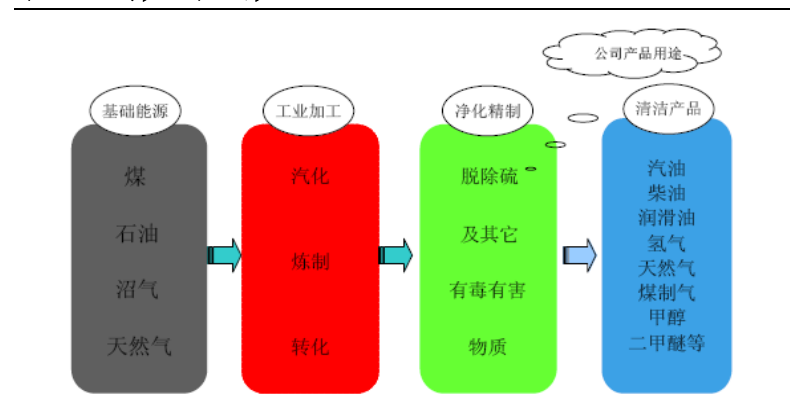
公司是致力于为基础能源工业的产品清洁化、产品质量提升及生产过程的清洁化提供产品、技术和服务的高新技术企业，主要从事脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化剂（脱氯剂、脱砷剂等）、特种催化材料及催化剂等的研发、生产、销售、技术咨询和技术服务。

表 1：公司主要产品类别及用途

分类	名称	用途
脱 硫 净 化 剂	脱硫剂	气、液物料的净化，脱除硫化氢，羰基硫、硫醇等硫化物
	脱臭剂	炼厂尾气净化、恶臭治理
	高效脱硫剂	用于液化气、沼气、煤制气的净化脱除H ₂ S
	固体碱脱硫净化剂	用于轻质油品中硫化氢、硫醇等硫化物净化脱除及脱臭
	降氯硫转移剂	降低催化烟气中硫化物和氯化物，起净化作用
	脱硫活性支撑剂	气、液相物料脱硫专用填充剂
脱 硫 催 化 剂	加氢精制催化剂	汽油、煤油、柴油等的加氢净化，脱除硫等有害物质
	石蜡加氢精制催化剂	石蜡及凡士林的加氢净化
	净化保护剂	脱除硫化物等有毒、有害物质
	汽油选择性加氢脱硫催化剂	用于汽油精脱硫、生产国III、国IV 标准清洁汽油
	有机硫加氢催化剂	用于天然气、油田气、炼厂气和轻油中有机硫的净化及加氢转化
其 它 净 化 产 品	溶剂油脱芳催化剂	脱除白油、润滑油中不饱和脂肪烃和芳香烃的催化剂
	选择性加氢催化剂	使不饱和烃和芳香烃饱和的催化剂
	脱氯剂	对原料进行净化，脱除氯化氢
	脱砷剂	用于净化物料，脱除物料中的砷化氢
	脱氧剂	脱除气相物料中的微量氧
	消泡剂	用于延迟焦化装置，可快速消除焦炭塔的泡沫
特 种 催 化 剂	合成甲醇催化剂	中低压合成甲醇的催化剂
	高效丙烯聚合催化剂	间歇本体法丙烯聚合用催化剂
	气相醛加氢催化剂	用于丁醛、辛烯醛的气相加氢生产丁醇和辛醇
	加氢异构脱蜡催化剂	含蜡原料油中蜡的脱除，生产高档润滑油的基础油和各级别白油

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

图 1：公司产品应用产业链



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

公司下属 4 家全资子公司，与公司在产品生产、销售、售后服务方面形成专业分工，相互协作。

表 2: 公司四家子公司与公司之间的业务联系、专业分工情况

公司名称	主要生产及销售的产品	主要市场	公司业务分工与联系
发行人	脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化产品及特种催化材料及催化剂的研发和销售	全国	决策中心、管理中心、研发中心、运营中心、营销中心
第一分公司	脱硫净化剂及其他净化产品生产，净化剂新产品、新技术的中试及工业放大试验	-	生产基地之一、中试及工业放大试验基地
沈阳凯特	公司销售产品的售后服务，包括各剂种的装卸及配套服务	全国	服务支持中心
三聚凯特	脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化产品、特种催化材料及催化剂的生产；脱硫净化剂、脱硫催化剂的中试及工业放大	-	为公司主要生产基地、中试及工业放大试验基地、未来募集资金投资项目实施主体
苏州恒升	脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化剂（脱氯剂、脱砷剂等）、特种催化材料及催化剂等在华中、华东地区的分销，并提供技术支持	-	华中、华东地区的分销中心及华中、华东地区的技术服务中心
三聚创洁	主要从事新型可循环再生使用高效脱硫剂的销售（非石化行业）及专业技术支持	全国	专注于高效脱硫剂的销售及技术支持

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

公司属于民营企业，主要创始人、技术骨干和管理人员均持有股份，股权结构合理，能够做到有效激励。

表 3: 公司股权结构

序 号	股东名称	发行后股本占比
1	北京海淀科技发展有限公司	28.46%
2	林科	8.28%
3	北京中恒天达科技发展有限公司	7.38%
4	张杰	3.44%
5	张雪凌	2.47%
6	丛澜波	2.21%
7	张淑荣	1.90%
8	赵郁	1.94%
9	刘振义	1.44%
10	胡宗杰	1.38%
	其他	41.10%

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

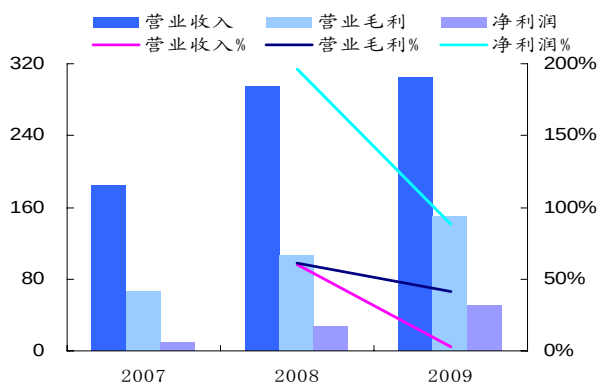
1.2. 主营业务收入和盈利分析

公司近两年收入和盈利保持较高的复合增长率，2009 年收入、毛利、净利润分别达到 304、151、51 百万元，同比增长 3.1%、41.78%、88.10%。收入增速较慢，主要是因为 2008 年公司为客户代购了 44.2 百万元的贵金属原材料铂，这 44.2 百万元同时计入收入和成本，使得 2008 年收入虚高所致。

近三年，公司毛利率和净利率持续增长，2009 年分别达到 49.49%、

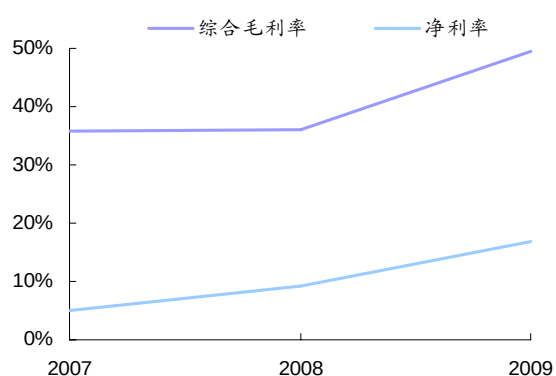
16.75%，这主要得益于公司产品技术水平不断提高，竞争优势日益明显。

图 2: 公司主营业务收入构成



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 3: 公司主营业务毛利率比较

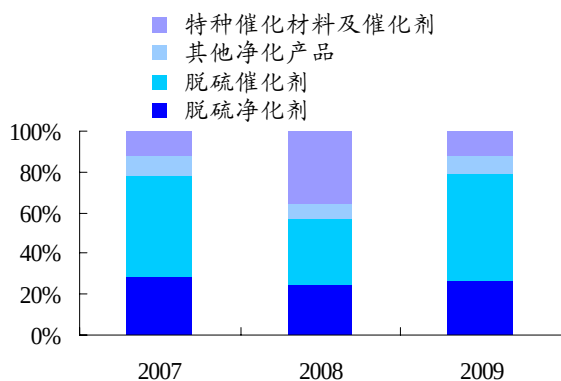


数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

主营业务收入构成中，脱硫净化剂、脱硫催化剂的占比较高，2009 年脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化产品、特种催化材料及催化剂的收入占比分别为 26.99%、51.76%、9.40%、11.86%。

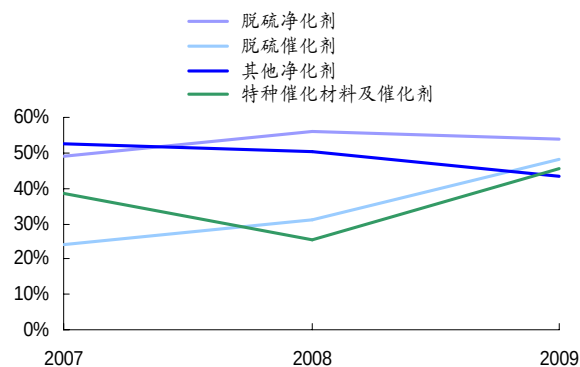
公司各主营业务的毛利率水平均较高，2009 年脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化产品、特种催化材料及催化剂的毛利率分别为 54.05%、48.03%、43.19%、45.75%。

图 4: 公司主营业务收入构成



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 5: 公司主营业务毛利率比较



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

1.3. 主营业务产品单价

从单价情况来看，特种催化材料及催化剂、脱硫催化剂的单价较高，2009 年脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化产品、特种催化材料及催化剂的单价分别为 2.43、11.45、1.85、13.26 万元/吨。

表 4: 公司各产品均价比较 (万元/吨)

	2007	2008	2009
脱硫净化剂	2.4	2.16	2.43
脱硫催化剂	10.12	10.12	11.45
其他净化产品	3.92	2.41	1.85

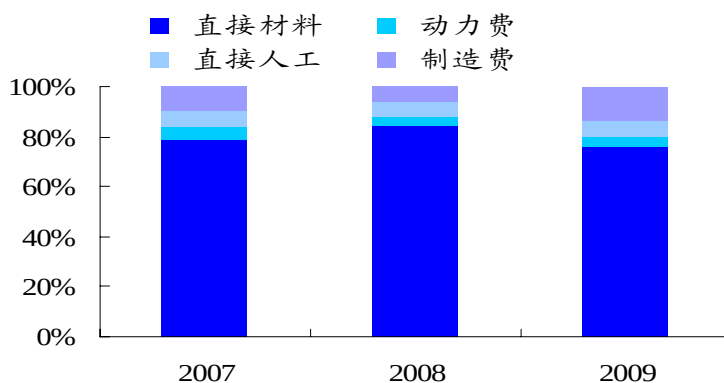
特种催化材料及催化剂	21.7	72.74	13.26
------------	------	-------	-------

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

1.4. 主营业务成本构成

公司主营业务成本构成中，直接材料占比较高。2009 年直接材料、动力费、直接人工、制造费的成本占比分别为 75.81%、3.99%、6.93%、13.27%。

图 6：公司主营业务成本构成



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

脱硫催化剂、特种催化材料及催化剂主要原材料为钼、铂等贵金属，以及活性氧化铝、偏钨酸铵、三氧化钼和钼酸铵等通用原材料；脱硫净化剂主要原材料为铁等贱金属化合物，包括硫酸亚铁、氧化铁红和氢氧化钙等。直接材料价格的波动，会对毛利率产生一定的影响。

表 5：公司主要原材料价格（元/吨）

	2007	2008	2009
活性氧化铝	16,802.33	17,658.24	17,726.80
偏钨酸铵	151,604.91	128,628.33	102,777.78
三氧化钼	285,476.78	259,484.65	144,444.44
钼酸铵	239,341.51	214,013.22	117,226.09
硫酸亚铁	225.62	319.52	292.14
氧化铁红	4,486.88	5,435.41	5,317.04
氢氧化钙	442.22	572.92	503.12

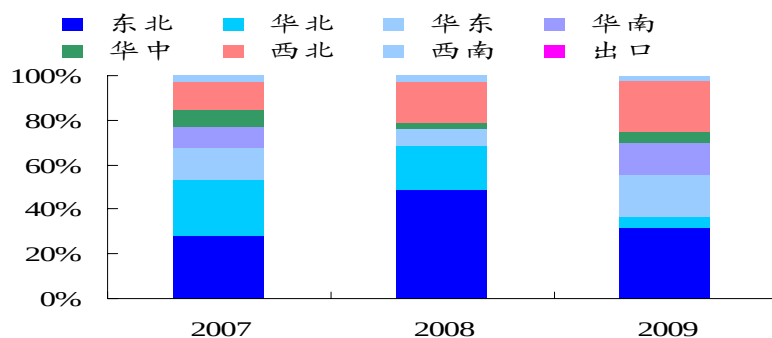
数据来源：招股书、国泰君安证券研究

1.5. 主营业务下游构成

1.5.1. 分地区构成

分地区看，收入基本全部来自国内，其中东北和西北的收入占比一直比较高。2009 年东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南、出口的收入占比分别为 31.35%、5.04%、19.19%、14.24%、4.72%、23.13%、2.22%、0.12%。

图 7: 公司主营业务收入分地区构成

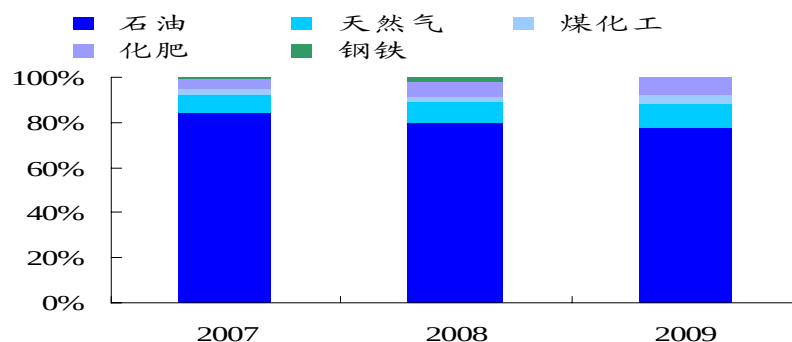


数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

1.5.2. 分行业构成

分行业看, 公司收入主要来自石油行业, 其次是天然气、化肥等行业。2009 年, 来自石油、天然气、煤化工、化肥、钢铁的收入占比分别为 77.70%、10.60%、3.58%、8.11%、0.01%。

图 8: 公司主营业务收入分行业构成

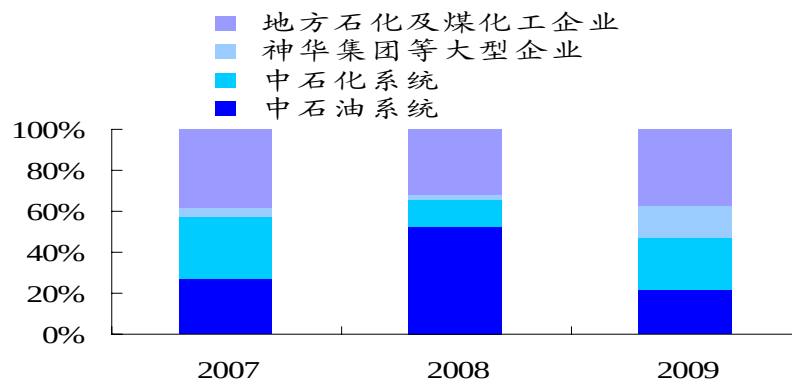


数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

1.5.3. 分客户构成

分具体客户看, 中石油、中石化、神华等大型企业是公司的主要客户, 2009 年中石油系统、中石化系统、神华集团等大型企业、地方石化及煤化工企业贡献的收入比例分别为 22.26%、25.42%、15.03%、37.29%。

图 9: 公司主营业务收入分客户构成



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

2. 能源净化产品行业分析

2.1. 主要下游及需求特点

这里的能源净化产品，主要是指固体脱硫剂。下游主要包括石油化工、煤制气、天然气、化肥化工、城市与农村沼气，其中石油化工和煤制气行业的要求比较高，属于能源净化产品的高端市场，其余属于中低端市场。

随着环保要求的不断提高，原有的中低端市场的要求也开始逐步提高，开始向高端过度，行业将来会呈现高端占比越来越高的趋势。

2.2. 市场容量及发展前景

根据北京理德斯普企业管理咨询有限公司的《2008 年度国内外能源净化产品市场分析及预测报告》，2008 年能源行业对能源净化产品的市场总需求已经达到 18.09 万吨，其中高端市场占比为 39.52%，石油化工细分市场占比为 9.12%。预计 2015 年行业整体需求将达到 69.07 万吨，2008-2015 年年复合增长率达 21.09%。

表 6: 能源净化产品需求预测 (万吨)

	高端市场		中低端市场			合计	高端市场	
	石油 化工	煤制 气	天然 气	化肥 化工	城市与农 村沼气		占比	其中：石油化 工行业占比
2005	1.24	3.00	2.48	2.85	2.20	11.77	36.02%	10.54%
2006	1.37	3.80	2.73	2.88	2.80	13.56	38.13%	10.10%
2007	1.50	4.60	3.00	2.91	3.60	15.61	39.08%	9.61%
2008	1.65	5.50	3.30	2.94	4.70	18.09	39.52%	9.12%
2009	1.80	6.60	3.60	2.97	6.20	21.17	39.68%	8.50%
2010	2.00	8.00	4.00	3.00	8.00	25.00	40.00%	8.00%
2011	2.20	10.40	4.40	3.03	10.40	30.43	41.41%	7.23%
2012	2.40	12.50	5.20	3.06	13.50	36.66	40.64%	6.55%
2013	2.66	15.00	6.50	3.09	17.60	44.85	39.38%	5.93%
2014	2.93	19.40	8.10	3.12	22.80	56.35	39.63%	5.20%
2015	3.22	23.30	9.70	3.15	29.70	69.07	38.40%	4.66%

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

3. 公司的行业地位

3.1. 产品定位与竞争优势

公司产品定位高端市场，与竞争对手相比，公司具有明显的技术优势。比如说，（1）公司发明了高性能无定型羟基氧化铁脱硫材料及相关固体脱硫剂产品，在世界范围内首次实现了固体脱硫剂的无排放循环使用，其大规模工业应用将有效消除固体脱硫剂废剂对环境造成的二次污染。（2）公司在国内首次实现了 SAPO-11、ZSM-22、ZSM-23 特种分子筛的工业化生产，由上述分子筛所制备的润滑油加氢异构化催化剂首次实现了国产化，改变了我国石化行业生产高档润滑油完全依赖进口催化剂的局面，有效提升了中国石油高档润滑油基础油生产技术水平 and 产品档次，为润滑油产品升级换代、结构调整，增强整体市场竞争力提供了技

术支持。其成功应用打破了国际大公司的技术壁垒。公司产品单价比同类公司高，也反映了公司产品的技术优势。

3.2. 市场占有率

目前公司产品主要应用在石油炼制和石油化工行业，根据北京理德斯普企业管理咨询有限公司《2008 年度国内外能源净化产品市场分析及预测报告》，公司在该领域市场占有率为第一位。

表 7：公司在石油石化领域的具体市场占有率统计

	2006 年	2007 年	2008 年
脱硫净化剂	7.74%	8.12%	9.81%
脱硫催化剂	8.25%	6.25%	6.06%
其他净化产品	16.54%	17.68%	20.56%
特种催化材料及催化剂	-	25.17%	60.00%

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

4. 募集资金投向

4.1. 现有产能不足

公司目前年产能为 5900 吨/年，产能利用率已经超过 100%。在行业需求旺盛的情况，产能不足，影响了 2009 年的收入增长速度。

表 8：近三年公司产能及产能利用率情况

	2007 年	2008 年	2009 年
产能 (吨)	3,400.00	5,900.00	5,900.00
产量 (吨)	3,993.51	5,230.52	6,329.00
产能利用率 (%)	117.46	88.65	107.27
销量 (吨)	3,596.47	5,194.68	6,045.20
产销率 (%)	90.01	99.31	95.52

数据来源：招股书、国泰君安证券研究（注：2008 年沈阳三聚凯特生产基地一期投入使用，当年新增 2,500 吨。）

4.2. 募集资金项目

此次 IPO，公司计划发行 2500 万股，募集 2.43 亿元，用于催化剂及催化新材料二期工程建设，具体包括三个细分项目：年产 10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置、年产 500 吨新型分子筛及催化新材料合成装置、年产 500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置。

募集资金投向紧紧围绕现有主业，达产后，可以新增产能 1.1 万吨，加上现有产能内部挖潜，预计最终总产能接近 2 万吨。

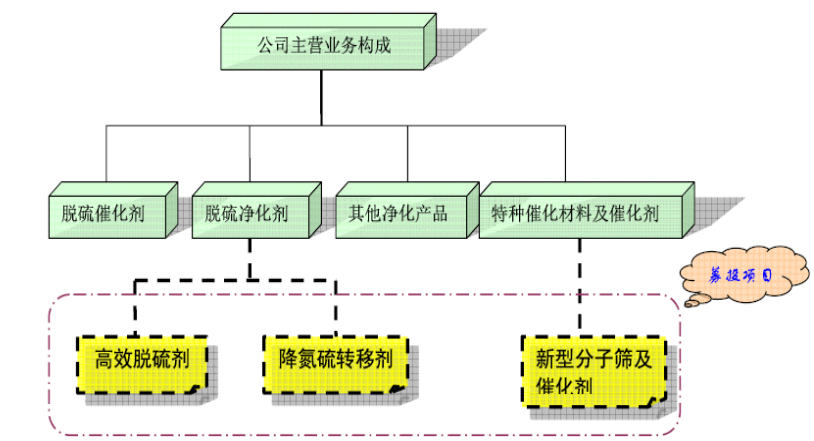
募集资金项目除了为公司带来收益外，还可以拓展市场空间，尤其是年产 10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置项目，下游天然气和煤制气的占比会提升。

表 9: 募集资金投向

投资项目	项目明细	投资预算	构成	
			固定资产	铺底流动资金
催化剂及催化新材料二期工程建设	年产 10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置	14,056.66	9,253.57	4,803.09
	年产 500 吨新型分子筛及催化新材料合成装置	6,426.61	4,299.01	2,127.60
	年产 500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置	3,847.07	2,532.55	1,314.52
其他与主营业务相关的营运资金项目	—	—	—	—

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 10: 募集资金项目紧紧围绕现有主业



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

表 10: 募集资金投资项目效益预测情况 (单位: 万元)

募集资金投资项目	2011年	2012年	2013年
销售额 (万元)	12,500.00	27,375.00	38,750.00
净利润 (万元)	625.33	2,903.74	6,115.39

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

5. 盈利预测及投资建议

我们认为能源行业的环保要求越来越严格,对高端产品的需求会越来越多,公司的竞争优势可以充分发挥,随着募投项目产能的释放,公司未来将保持较快增长,市场份额将进一步提高。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.66、0.96、1.27 元,建议询价区间为 14.50-18.40 元,相当于 2010 年预测业绩 22-28 倍 PE; 上市后合理价格为 19.7 元,相当于 2010 年预测业绩 30 倍 PE, 上下浮动 10%, 上市首日定价区间为 17.80-21.70 元。

表 11: 公司盈利预测

主要财务数据	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	295	304	365	508	650
同比%	60%	3%	20%	39%	28%
经营利润 (百万)	48	72	80	114	151

同比%	100%	51%	68%	43%	32%
净利润 (百万)	27	51	64	93	123
同比%	197%	88%	25%	46%	33%
每股净收益 (元)	0.28	0.52	0.66	0.96	1.27
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

数据来源：国泰君安证券研究

6. 风险因素

6.1. 技术替代风险

环保要求不断提高，推动能源净化产品不断升级换代。公司能否正确把握能源净化技术的发展趋势，能否正确把握客户不断升级的多样化的需求，持续保持公司在产品、技术方面的竞争优势，具有一定的不确定性。

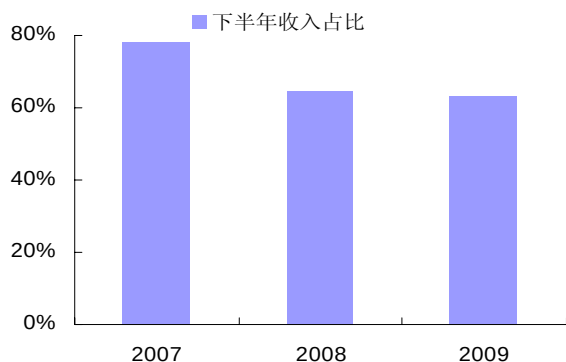
6.2. 客户集中的风险

公司客户主要是中石油、中石化、神华等大型企业，近三年，来自前五大客户的收入占比分别为 36.94%、49.03%和 42.31%，客户集中度较高，这一方面与公司的经营特点相关，但另一方面也导致公司的经营与石油化工行业密切相关，如果这些行业发生重大不利变化，将会给公司造成不利影响。

6.3. 季节性波动风险

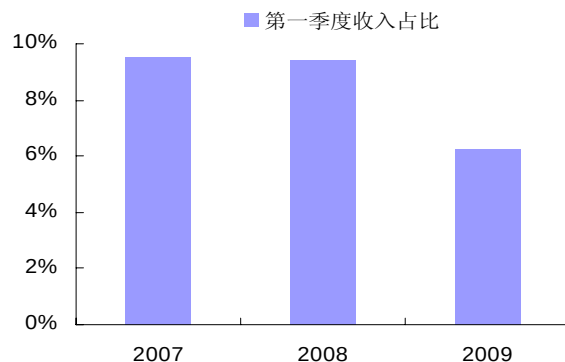
由于公司客户主要是中石油、中石化、神华等大型企业，这些企业通常在年初制定预算计划，下半年集中采购，导致公司收入具有明显的季节性。

图 11：公司收入主要分布在下半年



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

图 12：公司一季度收入占比尤其低



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

作者简介:**吕娟:**

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

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

	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		