



医药/必需消费

九九久 (002411)

发力于医药中间体市场

上市首日定价区间

22.00-25.00

2010.05.19

 **易镜明**
 021-38676779
 yijingming@gtjas.com
 S0880208080357

本报告导读：

医药中间体类市场空间大，产品供不应求；原材料价格波动较大，具备转移价格能力；新的盈利增长点：GCLE 生产项目

投资要点：

- 公司系由江苏海通化工有限责任公司整体变更设立，主营业务为医药中间体类与氮肥类产品的研发、生产和销售，主要产品为头孢中间体 7-ADCA、头孢侧链中间体苯甲醛、医用消毒剂中间体 5,5-二甲基海因、抗癫痫药物中间体氯代环己烷、碳酸氢铵等。本次拟发行 2,180 万股，发行后 8,600 万股。发行前周新基是控股股东和实际控制人。
- 《中国鼓励引进技术目录》将“头孢类药物中间体 7-ACA、7-ADCA、GCLE 高收率、高质量的生产技术”列为鼓励引进技术。目前国内 7-ADCA 市场集中度下降，下游需求旺盛；苯甲醛用途广泛，市场供不应求；5,5-二甲基海因市场起步晚，竞争不充分；GCLE 技术壁垒较高，发展空间更大。
- 公司目前拥有专利 9 项，主营产品 7-ADCA、苯甲醛、5,5-二甲基海因、氯代环己烷均被江苏省科技厅认定为高新技术产品；其中，7-ADCA 被科技部、商务部、质检总局、环保总局联合认定为国家重点新产品。
- 2006~2008 年内营业收入、净利润保持稳定增长，复合增长率分别 51.4%、64.7%；2009 年营业收入同比下降主要是受金融危机的影响，产品跌价所致。2009 年收入构成：7-ADCA、苯甲醛、5,5-二甲基海因分别为 3.28、0.94、0.45 亿元，占总收入比重为 48.36%、13.81%、6.65%；占毛利比重为 34.67%、20.91%、6.45%。
- 公司毛利受到原材料价格波动的影响：1、7-ADCA 等产品价格走势基本和原材料一致，转嫁上游价格波动风险较强；2、由于市场相对供不应求，苯甲醛的调整价格能力较强，毛利水平相对更高。
- 募集资金将分别用于 7-ADCA 项目二期工程（扩产 1 倍，达到年产 2,000 吨）、年产 500 吨 GCLE 项目。1 年达产后将新增销售约 5.5 亿元。
- 风险提示：原材料价格波动风险、销售客户集中风险、市场竞争风险
- 预计公司 10~11 年 EPS 分别为 0.62 元、0.82 元，公司发行价格 25.8 元，对应 10 年 PE 41 倍，目前行业平均估值 10 年 31 倍，发行价已经估值不低，我们认为合理价格区间为 20-25 元。

发行上市资料

总股本（万股）	8,600
发行量（万股）	2,180
发行日期	2010.05.10
发行方式	网下询价，上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.75
净资产收益率（%）	26.7%
资产负债率（%）	57.3%

主要股东和持股比例

周新基	21.58%
王邦明	4.54%
秦宝林	4.47%
杨德新	4.47%
高继业等 34 人	39.60%
A 股流通股	25.35%

财务摘要（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	732	678	847	1,146	1,532
(+/-)%	64.4%	-7.3%	24.9%	35.3%	33.7%
经营利润（EBIT）	66	54	72	91	122
(+/-)%	47.4%	-18.0%	34.0%	26.2%	33.5%
净利润	39	40	53	71	93
(+/-)%	18.0%	2.8%	32.2%	33.3%	31.8%
每股净收益（元）	0.46	0.47	0.62	0.82	1.09
每股股利（元）	-	-	0.06	0.08	0.11

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

公司简介

2007年,公司系由江苏海通化工有限责任公司整体变更设立的股份有限公司。公司主营业务为医药中间体类产品与氮肥类产品的研发、生产和销售,主营产品为头孢中间体7-ADCA、头孢侧链中间体苯甲醛、医用消毒剂中间体5,5-二甲基海因、抗癫痫药物中间体氯代环己烷、碳酸氢铵等。

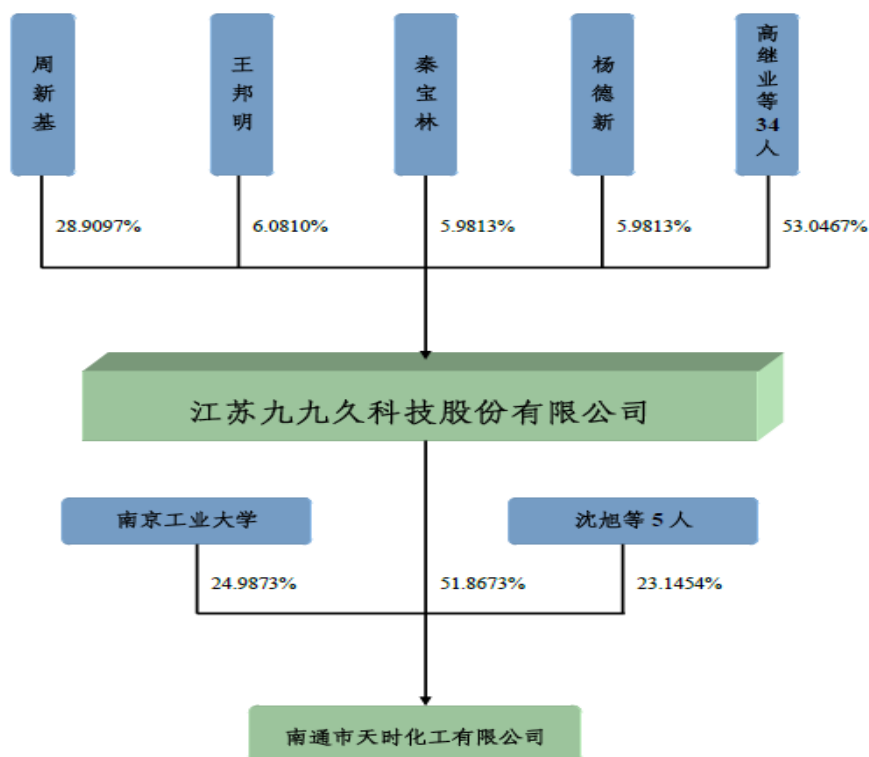
本次拟发行2,180万股,发行前总股本6,420万股,发行后8,600万股。发行前:周新基是公司控股股东和实际控制人,持有1,856万股,占股本总额的28.91%。

表1:本次发行前后股本变化(万股)

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
周新基	1,856	28.91%	1,856	21.58%
王邦明	390.4	6.08%	390.4	4.54%
秦宝林	384	5.98%	384	4.47%
杨德新	384	5.98%	384	4.47%
高继业等 34 人	3,405.6	53.05%	3,405.6	39.60%
A股流通股	—	—	2,180	25.35%
股份总数	6,420	100.00%	8,600	100.00%

数据来源:公司招股说明书,国泰君安证券研究

图1: 发行人股权结构



数据来源:公司招股说明书,国泰君安证券研究

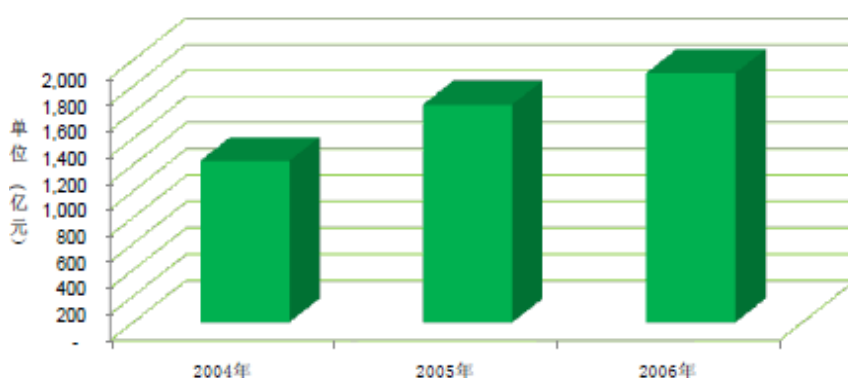
2. 行业分析

2.1. 受益医改政策，医药中间体行业快速发展

医药中间体是医药化工原料至原料药或药品这一生产过程中的一种精细化工产品，医药的合成依赖于高质量的医药中间体。按中国药监局规定，中间体可视为药品原材料，不必按照药品规则生产报批、申请批号。我国医药中间体的生产基本可以满足我国医药生产需求，只有少部分需要进口，譬如急需引进的GCLE等合成技术复杂的高端中间体。据国家统计局统计，2006年我国医药中间体产量达450万吨、产值约为1,900亿元。

在政策层面，《中国鼓励引进技术目录》将“头孢类药物中间体7-ACA、7-ADCA、GCLE高收率、高质量的生产技术”列为鼓励引进的技术之一。在国内市场层面，得益于医疗体制改革的实质性推进，头孢类药物头孢氨苄、头孢拉定和头孢克罗在国内医药抗生素销售排行榜上一直位居前列，7-ADCA等头孢中间体的市场需求迅速增长。在国际市场方面，中国有望取代印度成为7-ADCA等头孢中间体的全球最大出口国。

图2：我国医药中间体产值情况

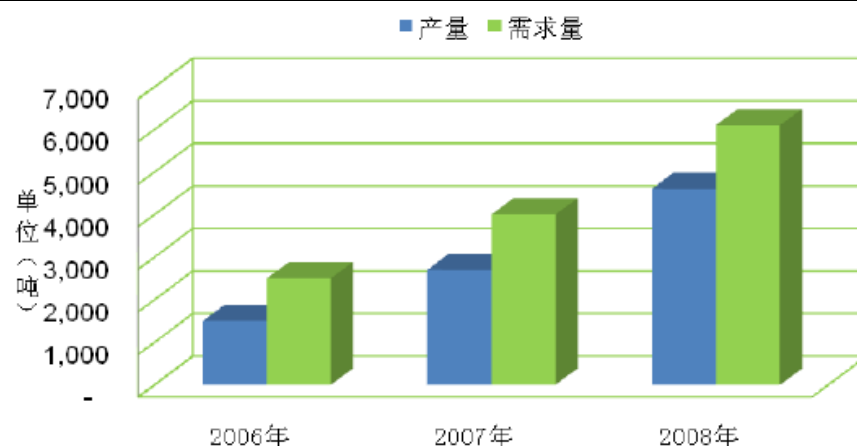


数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

2.2 7-ADCA市场分析：集中度下降，下游需求旺盛

7-ADCA属第三代头孢中间体，能用于合成的头孢菌素药物有十多个品种，但目前我国只拥有头孢氨苄、头孢羟氨苄、头孢拉定、头孢克罗、头孢他美酯等5个品种的合成技术。随着国外新型头孢菌素合成技术的专利逐步到期，7-ADCA下游市场将被深度开发，进而加大对7-ADCA的需求。

图3: 我国7-ADCA产量及表观消费量情况



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

表2: 7-ADCA市场情况

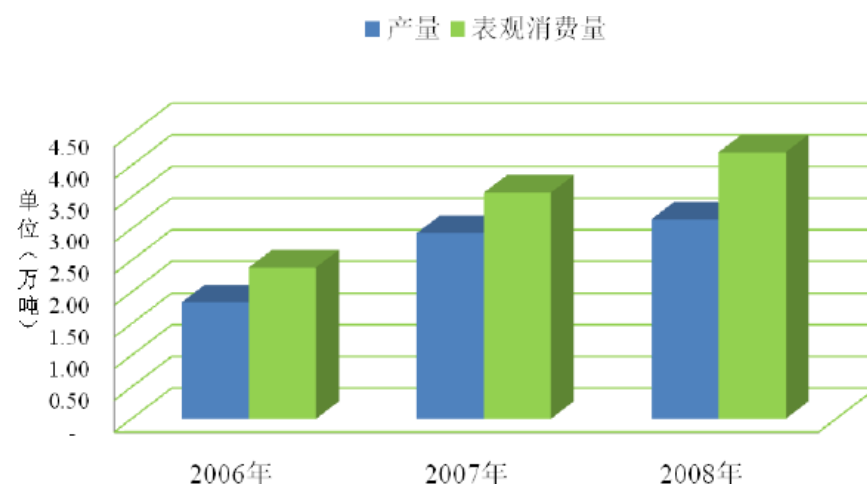
主要生产企业	年产能 (吨)	08 年市场占有率
江苏九九久科技股份有限公司	1,000	21.74%
山东新时代药业有限公司	1,000	21.74%
华北制药集团倍达有限公司	900	19.57%
浙江新东海医药化工有限公司	800	17.39%
上海怀德新先锋药业有限公司	500	10.87%
市场总产能	4,600	100%

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

2.3 苯甲醛市场分析: 用途广泛, 市场供不应求

苯甲醛不仅可以作为医药中间体, 还可以作为染料、香料等行业的中间体, 用途十分广泛。医药、染料、香料等行业的持续、快速发展对苯甲醛产品的需求产生较大的促进作用。

图4: 我国苯甲醛产量及表观消费量情况



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

全球苯甲醛消费地区大致分布为: 欧洲占52%, 美洲占22%, 亚洲及世界其他地区约占26%。国际苯甲醛行业集中度很高, 主要集中在美国、

荷兰和比利时等欧美国家的一些生产企业,企业的技术垄断和生产垄断性较强。我国苯甲醛生产企业不多,规模普遍较小,只能依赖进口满足市场需要,苯甲醛市场呈不完全竞争状态。

表3: 苯甲醛市场情况

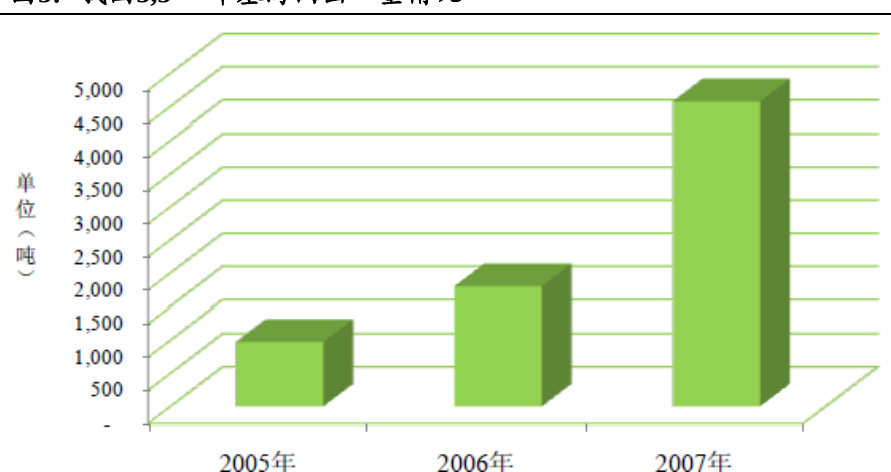
主要生产企业	年产能(吨)	08年市场占有率
江苏九九久科技股份有限公司	7,000	22.22%
石家庄化工化纤有限公司	6,000	19.05%
连云港泰乐化学工业有限公司	2,400	7.62%
南昌市兴赣科技实业有限公司	1,200	3.81%
仙桃市中楚化工有限公司	1,000	3.17%
市场总产能	31,500	100%

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

2.4 5,5-二甲基海因市场分析: 市场起步晚, 竞争不充分

我国5,5-二甲基海因产品的研发、生产起步较晚, 目前仍没有达到一定的发展规模, 但由于其用途广泛、环保性强, 因而市场需求呈不断提高的发展态势。目前我国5,5-二甲基海因的产能约在1万吨左右, 产量逐年增长, 但仍不能满足国内外市场需求。目前, 国内表观消费量约为4,500至5,500吨, 约50%的5,5-二甲基海因产品出口到国际市场。

图5: 我国5,5-二甲基海因出口量情况



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

国外主要生产国中美国规模最大, 年产量已过万吨, 主要生产厂家有美国Giyco化学公司、Great Lakes化学公司、Merck公司、英国Fisons公司、日本日东化学公司、日宝化学公司、瑞士Ciba-Geigy公司等。据统计, 国际市场5,5-二甲基海因需求量在10万吨以上, 国外生产能力在5万吨以上, 产品供不应求, 市场前景看好。国内5,5-二甲基海因市场起步较晚, 行业内企业数量不超过20家, 市场处于供不应求, 行业竞争尚不激烈。

表4: 5,5-二甲基海因市场情况

主要生产企业	年产能 (吨)
江苏九九久科技股份有限公司	4,000
无锡美华康爱特化工有限公司	2,400
龙口科达化工有限公司	2,000
吉林市美林化工有限公司	2,000
河北亚光精细化工有限公司	1,200

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

2.5 GCLE市场分析: 技术壁垒高, 发展空间大

GCLE为第四代头孢中间体, 属紧缺医药中间体, 生产技术复杂。《中国鼓励引进技术目录》将“头孢类药物中间体GCLE高收率、高质量的生产技术”列为鼓励引进的技术之一。该技术具有较高的壁垒, 国内掌握并形成规模化生产的企业目前只有天津信汇制药有限公司等几家大型企业, 受制于较高的技术壁垒, 国内GCLE产能较为集中, 且总体规模较小, 远远不能满足国内市场需求。

国际上只有少数企业掌握。国内目前GCLE产能只有800吨左右, 而市场需求约2,500吨。根据《中国7-氨基脱氧头孢烷酸行业竞争态势预测报告》统计, 2010年、2011年的GCLE市场需求分别为4,500吨、5,900吨, 保持30%的年均复合增长率。

表5: GCLE市场情况

主要生产企业	年产能 (吨)
天津信汇制药有限公司	300
江苏海慈生物药业有限公司	250
山东菏泽睿鹰制药集团	100
常州康丽制药有限公司	30

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

3. 九九久分析

3.1 产品储备: 医药中间体为主, 生产有环保优势

表6: 公司具体产品介绍

产品名称	主要用途
7-ADCA	重要的头孢类抗菌素半合成中间体, 主要用于合成头孢氨苄、头孢拉定、头孢克罗、头孢他美酯和头孢羟氨苄等药物。
苯甲醛	可作为有机合成的原料, 用于制造肉桂醛、肉桂酸及其酯类, 还可用于制取苯甲醇和安息酸的混合物以及除草剂; 也是合成氯霉素、DL-苯基甘氨酸、麻黄素、2-硝基苯甲醛的中间体。
5,5-二甲基树脂和氨基酸的原料。	具有一定刚性骨架的杂环化合物, 主要用作杀菌消毒剂、环氧海因
溴化剂; 用作甲基丙烯酸聚合时的催化剂和稳定剂; 也可用作医药原料, 制备治疗癫痫病的药物等。	
碳酸氢铵	农业化学肥料。

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

- 1、技术优势：公司目前拥有专利9项；申报专利8项，其中3项专利申请已被国家知识产权局正式受理。7-ADCA、苯甲醛、5,5-二甲基海因、氯代环己烷均被江苏省科技厅认定为高新技术产品；其中，7-ADCA被科技部、商务部、质检总局、环保总局联合认定为国家重点新产品。
- 2、环保优势：采用循环经济生产模式组织生产，显著降低生产成本，减少废气废液的排放；具有较强的清洁生产、节能生产优势。

3.2 历年利润表分析

2006~2008年内营业收入、净利润保持稳定增长，复合增长率分别51.4%、64.7%；2009年营业收入同比下降主要是受金融危机的影响，产品跌价所致。2009年报：主营收入、营业利润分别为6.78、0.45亿元，净利润0.40 亿元，实际税率16.42%，摊薄后EPS 0.47元。

表7：利润表分析（万元）

	2009	2008	2007
主营收入	67,821.24	73,186.53	44,513.42
同比 %	-7.33%	64.41%	39.45%
毛利率	16.03%	17.67%	16.46%
主营毛利	10,874.54	12,935.02	7,325.04
同比 %	-15.93%	76.59%	54.89%
主营税金/收入	0.29%	0.41%	0.38%
销售费用	1,539.51	1,601.85	1,183.66
销售费用/收入	2.27%	2.19%	2.66%
管理费用	3,574.46	3,486.53	1,745.33
管理费用/收入	5.27%	4.76%	3.92%
财务费用/收入	1.36%	1.56%	1.03%
期间费用率	8.90%	8.52%	7.61%
营业利润	4,484.15	5,455.62	4,020.26
营业利润率	6.61%	7.45%	9.03%
同比 %	-17.81%	35.70%	122.69%
公允价值变动	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	76.38
营业外收支净额	1,107.92	221.72	213.48
（公允价值 + 投资收益 + 营业外收支）/利润总额	19.81%	3.91%	6.85%
利润总额	5,592.07	5,677.34	4,233.74
税前利润率	8.25%	7.76%	9.51%
同比 %	-1.50%	34.10%	128.17%
实际税率	16.42%	19.47%	16.01%
少数股东损益/利润总额	11.60%	11.57%	5.65%
归属于母公司净利润	4,025.69	3,914.88	3,316.43
同比 %	2.83%	18.05%	129.77%
EPS（摊薄后）	0.47	0.46	0.39

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

3.3 收入和利润构成

2009年收入构成：7-ADCA、苯甲醛、5,5-二甲基海因、碳酸氢铵、其他分别为3.28、0.94、0.45、1.00、1.11亿元，分别占总收入比重为48.36%、13.81%、6.65%、14.75%、23.82%；毛利率分别为11.49%、24.28%、15.54%、15.39%、23.25%；7-ADCA、苯甲醛、5,5-二甲基海因、碳酸氢铵、其他分别占毛利比重为34.67%、20.91%、6.44%、12.85%、45.16%。

图6：公司业务收入及构成

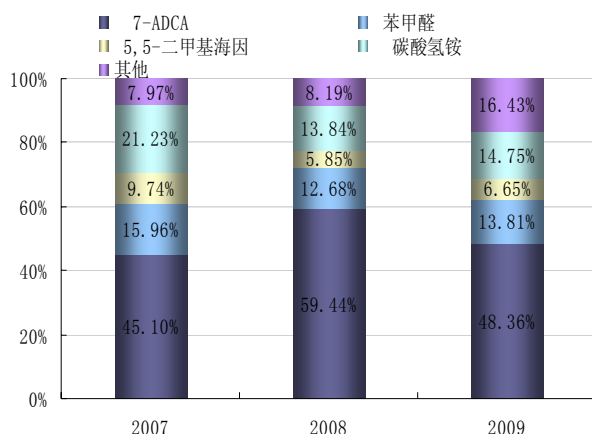
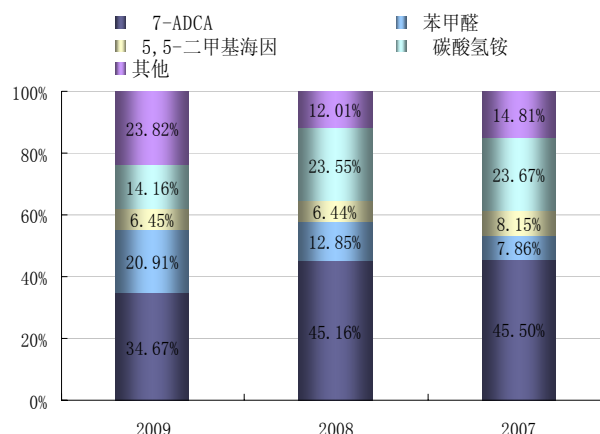


图7：公司毛利润及构成



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

医药中间体类产品作为公司的核心产品，自2007年以来，其占总收入中60%以上的比重。2007年、2008年和2009年，其增减幅度为48.23%、79.72%和-21.08%，是公司营业总收入变动的主要原因。其中，7-ADCA是主导产品，2007~2009年销售达到2.01、4.35、3.28亿元，占医药中间体类产品收入的比例分别为60.19%、72.56%和69.32%。

3.4 价格和毛利率分析

公司原材料占产品成本比例较高，毛利受到原材料价格波动的影响：

- 1、7-ADCA等产品价格走势基本和原材料一致，说明转嫁上游价格波动风险较强；
- 2、由于市场相对供不应求，苯甲醛的调整价格能力较强，因此毛利水平相对更高。

图8：7-ADCA毛利及原材料价格变动趋势

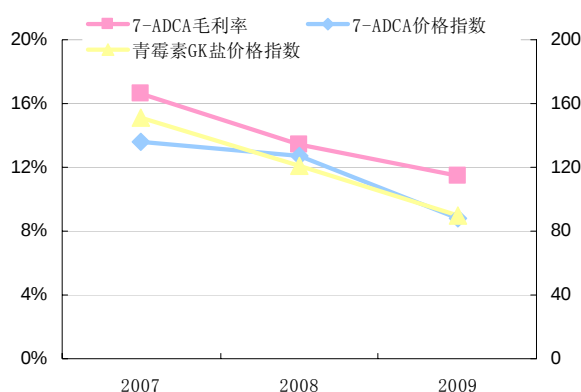
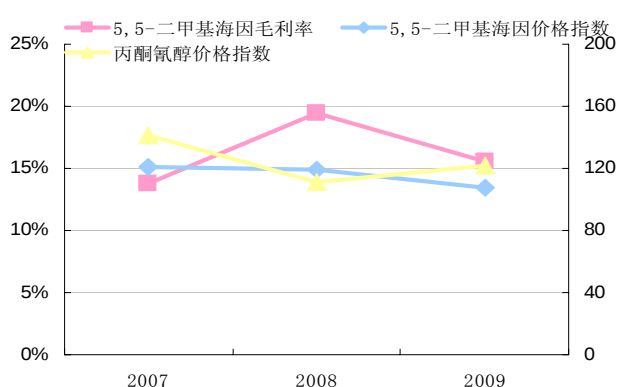


图9：5,5-二甲基海因毛利及原材料价格变动趋势



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

图10: 苯甲醛毛利及原材料价格变动趋势

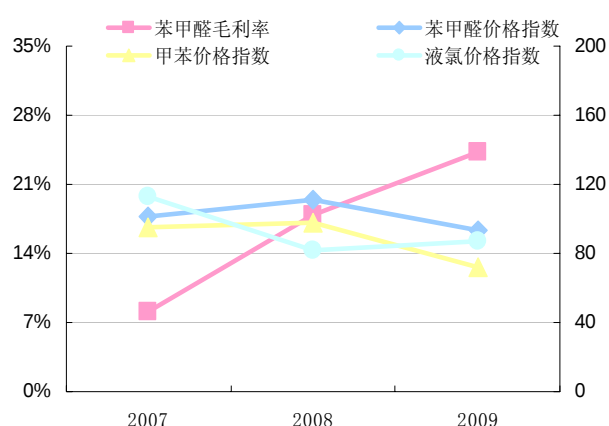
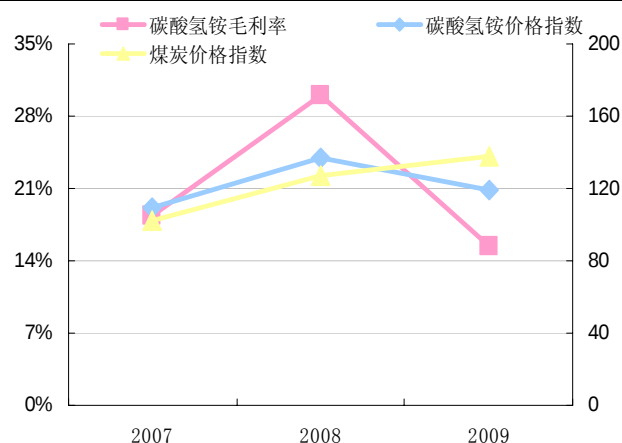


图11: 碳酸氢铵毛利及原材料价格变动趋势



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

3.5 财务数据分析

资产负债表: 资产结构良好, 资产质量优良。2009年年报总资产3.97亿, 其中货币资金0.09亿, 固定资产1.58亿元, 应收账款 + 其他应收款 + 应收票据1.20亿, 应付票据 + 应付账款 + 其他应付款0.49亿。

表8: 公司资产负债表 (万元)

指标名称	09年	08年	07年
货币资金	855.27	1,694.30	2,411.98
短期借款	14,560.00	10,250.00	4,900.00
长期借款	0.00	0.00	0.00
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	12,001.86	6,760.07	4,394.39
存货	6,641.63	6,656.69	4,288.79
固定资产	15,792.73	11,789.22	8,304.78
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	4,946.29	6,676.16	3,542.03
股东权益	16,959.80	12,351.87	7,780.08
资产合计	39,736.11	32,639.48	22,788.33

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

财务指标: 公司存货周转率与应收账款周转率均保持较高水平; 由于存货比重较大, 流动比率和速度比率较低。由于公司存货中主要为周转率较高的青霉素GK盐等原材料, 因此不会对短期偿债能力构成负面影响。

表9: 九九久主要财务指标

指标名称	09年	08年	07年
资产负债率(%)	57.32	62.16	65.86
流动比率 (倍)	0.93	0.80	0.79
速动比率 (倍)	0.63	0.47	0.50
存货周转率	8.56	11.01	11.06
应收账款周转率	13.5	27.75	14.75

总资产周转率	1.87	2.64	2.19
净资产收益率(平均)(%)	30.87	43.16	54.93
净利润率(%)	6.89	6.25	7.99
每股净现金流量(元)	(0.1)	0.58	0.95

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

4. 募集资金投向

2008年1月，7-ADCA生产线搬迁扩建项目一期工程（即搬迁完成并扩建至1,000吨产能）投入使用并开始生产。募集资金将分别用于7-ADCA项目二期工程、年产500吨GCLE项目。

表10：募集资金投向（万元）

项目名称	总投资额	募集资金投入金额	建设期
年产2,000吨7-ADCA生产线搬迁扩建项目	10,500	5,000	6个月（二期）
年产500吨GCLE生产线项目	10,500	10,500	12个月
合 计	21,000	15,500	

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

表11：盈利能力分析

项目	固定资产投资 (万元)	铺底流动资金 (万元)	投资回收期 (年)	达产新增收入 (万元)	达产新增利润 (万元)
7-ADCA生产线项目（二期）	7,500	3,000	3.78	30,042	3,106.34
GCLE生产线项目	7,500	3,000	2.73	25,000	5,776.45
合计	15,000	6,000	—	55,042	8,882.79

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

5. 风险分析

原材料价格波动风险：过分依赖主要客户也给公司的经营带来一定的风险，一旦主要客户经营出现较大波动将直接影响对公司产品的需求。

销售客户集中的风险：存在受国家药品限价政策调整的风险。

市场竞争风险：由于国内新的潜在竞争企业加入，或者国际厂商加大对中国市场的开拓力度，公司将面临市场竞争引致的风险。

6. 盈利预测及投资建议

关键假设：

- 1 三氯吡啶醇钠、GCLE分别于2010、2012年开始产生收益
- 2 税率为15%

表12: 利润表的关键假设 (百万)

主营收入	2008年	2009年	2010年	2011年
7-ADCA	435.0	328.0	344.4	585.5
增长	116.71%	-24.61%	5.00%	70.00%
毛利	13.43%	11.49%	11.00%	11.50%
5,5-二甲基海因	42.8	45.1	45.6	46.0
增长	-1.16%	5.35%	1.00%	1.00%
毛利	19.44%	15.54%	15.00%	16.00%
苯甲醛	92.8	93.6	117.1	146.3
增长	30.62%	0.90%	25.00%	25.00%
毛利	17.91%	24.28%	24.00%	24.50%
碳酸氢铵	101.3	100.0	101.0	102.0
增长	7.16%	-1.21%	1.00%	1.00%
毛利	30.08%	15.39%	16.00%	17.00%
其他	59.9	111.4	89.1	93.6
增长	68.81%	85.92%	-20.00%	5.00%
毛利	25.92%	23.25%	24.00%	24.00%
三氯吡啶醇钠			150.0	172.5
增长				15.00%
毛利			25.00%	25.00%
总计	731.9	678.2	847.2	1145.9
增长	64.41%	-7.33%	24.92%	35.26%
毛利	17.67%	16.03%	17.45%	16.88%

数据来源: 国泰君安证券研究

表13: 利润表 (百万)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	678	847	1146	1532
营业成本	569	699	952	1258
营业税金及附加	2	3	3	5
营业费用	15	19	26	35
管理费用	36	53	72	112
财务费用	9	3	-2	-2
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	45	70	94	124
营业外收入	12	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	56	71	95	125
所得税	9	11	14	19
净利润	47	60	80	106
少数股东损益	6	7	9	12
归属母公司净利润	40	53	71	93
EBITDA	54	83	107	141
EPS (元)	0.47	0.62	0.82	1.09

数据来源: 国泰君安证券研究

投资建议:

预计公司 10~11 年 EPS 分别为 0.62 元、0.82 元, 公司发行价格 25.8 元, 对应 10 年 PE41 倍, 目前行业平均估值 10 年 31 倍, 发行价已经估值不低, 我们认为合理价格区间为 20~25 元。

作者简介:

易镜明: 医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

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

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		