



纺织服装业/可选消费品

际华集团 (601718)

军需品供应龙头地位无可撼动

——际华集团新股询价定价报告

	张威	李质仙
	010-59312817	010-59312812
	zhangwei7452@gtjas.com	lizhixian@gtjas.com
	S0880109054290	S0880200010239

本报告导读:

公司军需品供应龙头地位无可撼动，但成长性一般。我们认为公司合理价值 3.2 元，建议询价区间 2.8 元-3.0 元。

投资要点:

- 公司前身是军队和武警部队的军需保障性企业，自我军成立之初就开始从事军需业务，是国内唯一的全系列军需产品供应商，承担了军队和武警部队 75% 的军需被装产品生产任务。
- 公司拥有职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染以及皮革皮鞋五大业务板块。截至 09 年末，公司总资产 103.28 亿元，净资产 41.87 亿元。
- 公司为典型国有企业，发行前总股本 27 亿股，其中新兴铸管集团持股比例为 99%，下属子公司新兴置业持股 1%。
- 中国国防费用支出水平低于美、英等发达国家，未来仍有增长空间。支出结构中装备费占比应有明显提升。
- 公司 07、08 年非经常性收益分别为 2.19 亿元和 1.4 亿元，占当年净利润比重的 53% 和 30%，主要由土地出让收益贡献。
- 公司计划发行不超过 11.57 亿股，募集资金 32.48 亿元用于中高档职业装技改、军警靴项目升级改造等 16 个项目的建设。募投项目建设期为 1-3 年不等。
- 预计公司 10-12 年净利润 6.03 亿、6.74 亿和 7.34 亿元。按增发后总股本 38.57 亿摊薄测算，10-12 年 EPS 分别为 0.16 元、0.17 元和 0.19 元。
- 公司龙头军需品供应商的地位无可撼动。但受制于军品利润空间有限，未来的成长性不高。民品方面，公司也很难同机制更为灵活的民营企业竞争。未来的土地搬迁出让可能成为业绩亮点。
- 我们认为公司合理价格 3.2 元，建议询价区间 2.8 元-3 元。

建议询价区间

2.80-3.00

上市首日定价区间

3.10-3.30

2010.07.30

发行上市资料

总股本 (万股)	270,000
发行量 (万股)	115,700
发行日期	2010.08.03
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	瑞银证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.55
净资产收益率 (%)	10.8%
资产负债率 (%)	59.5%

主要股东和持股比例

新兴铸管集团	99%
新兴置业	1%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8893	11028	11980	13466	15248
(+/-)%	18%	24%	9%	12%	13%
经营利润 (EBIT)	444	601	799	901	989
(+/-)%	-13%	35%	33%	13%	10%
净利润	466	453	603	674	734
(+/-)%	14%	-3%	33%	12%	9%
每股净收益 (元)	0.12	0.12	0.16	0.17	0.19
每股股利 (元)	0.00	0.14			

注：每股净收益按发行后的总股本计算

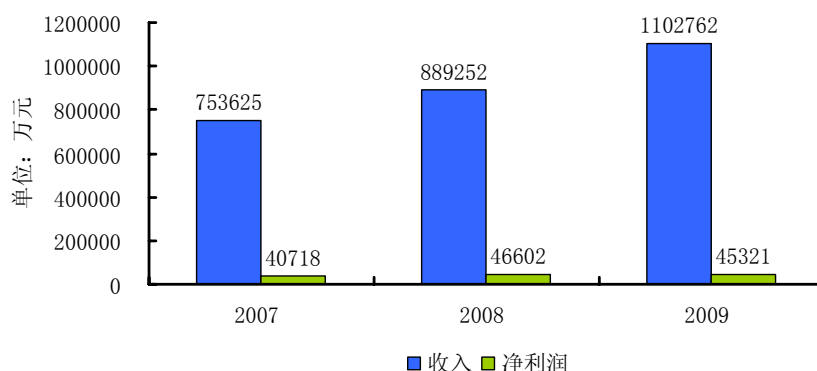
1. 公司基本情况

1.1. 业务概况

际华集团成立于 06 年, 09 年完成股份制改造, 10 年经国资委批准上市。公司前身是军队和武警部队的军需保障性企业, 自我军成立之初就开始从事军需业务, 是国内唯一的全系列军需产品供应商, 承担了军队和武警部队 75% 的军需被装产品生产任务, 被誉为“军需钢铁脊梁”。

公司拥有职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染以及皮革皮鞋五大业务板块。截至 09 年末, 公司总资产 103.28 亿元, 净资产 41.87 亿元。09 年公司收入 110.28 亿元, 净利润 4.53 亿元。07-09 年, 公司收入及净利润复合增长率分别为 20.97 和 5.5%。

图 1 际华集团收入利润变化



数据来源: 公司公告、国泰君安证券

1.2. 股权结构

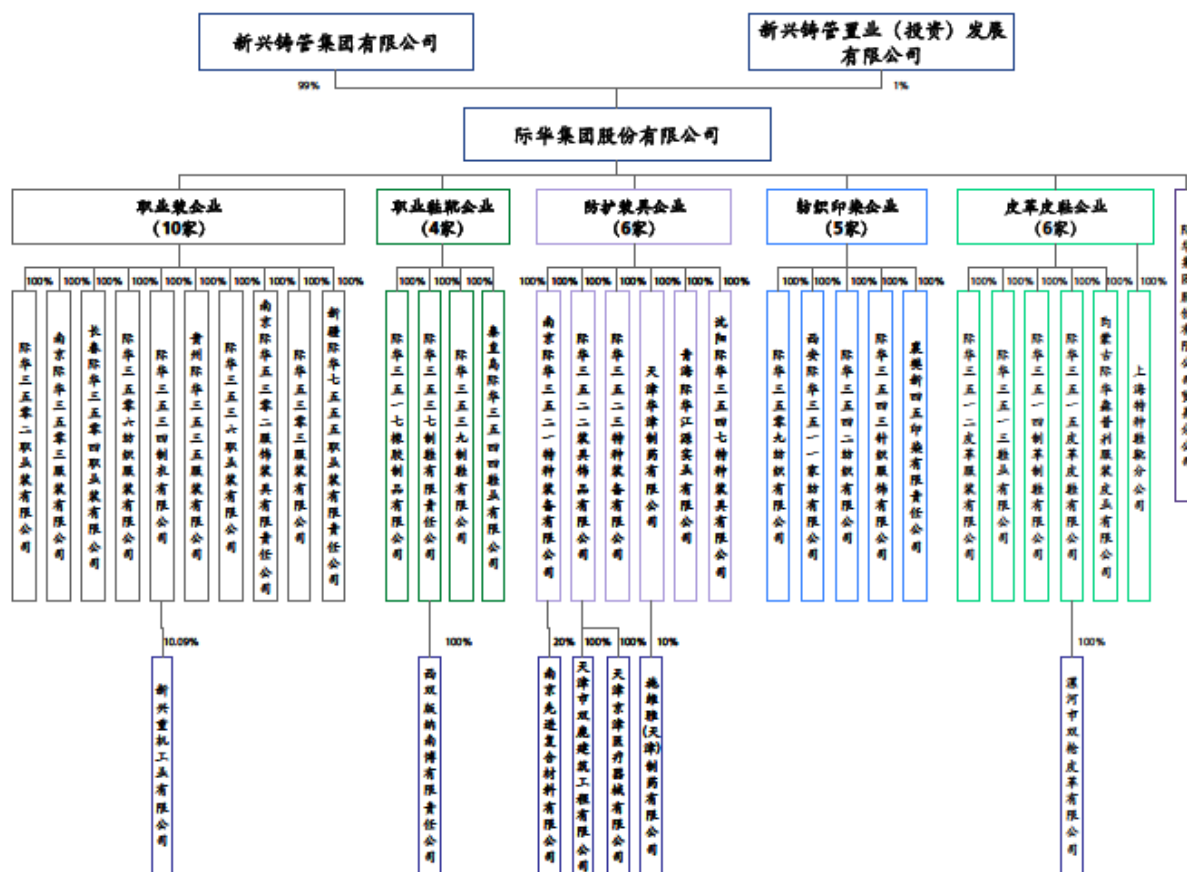
公司为典型国有企业, 发行前总股本 27 亿股, 其中新兴铸管集团持股比例为 99%, 下属子公司新兴置业持股 1%。

此次公司计划发行不超过 11.57 亿股, 发行后公司总股本达到 38.57 亿股。按规定, 国有股东将部分股份转由社保基金理事会持有。转持后公司的股本结构变为: 新兴铸管集团 66.32%; 社保基金理事会 3%; 新兴置业 0.7%; 流通股本 30%。

公司下设分布于全国各地的子公司 30 余家, 包括 10 家职业装生产公司、4 家职业鞋靴生产公司、6 家防护装具生产公司、5 家纺织印染公司和 5 家皮革皮鞋公司。

下属子公司中 09 年 ROE 超过 10% 的 17 家, 占子公司比例 54.84%; 累计贡献净利润 3.54 亿元, 占上市公司净利润的 78%。位于四川绵阳的职业装公司三五三六 ROE 最高, 达到 30.95%。净利润最高的子公司为制鞋公司三五三七, 09 年净利润 5644 万元。

图 2 际华集团股权机构及子公司情况



资料来源: 公司公告

表 1: ROE 超过 10%的子公司列表

公司名称	主营业务	所在地	净利润 (万元)	ROE
三五零二	职业装	河北省井陉县	3643	17.44%
三五零四	职业装	吉林省长春市	1815	25.24%
三五一二	皮革服装	甘肃省兰州市	1623	12.12%
三五一四	制革制鞋	河北省鹿泉市	2780	12.86%
三五一五	皮革皮鞋	河南省漯河市	1927	18.30%
三五一七	橡胶制品	湖南省岳阳市	2298	11.62%
三五二二	装具饰品	天津市	1730	10.11%
三五二三	特种装备	辽宁省沈阳市	1592	23.77%
三五三四	职业服装	山西省	2175	13.40%
三五三五	职业服装	贵州省	1629	17.61%
三五三六	职业服装	四川省绵阳市	2008	30.95%
三五三七	制鞋	贵州省贵阳市	5644	17.22%
三五三九	制鞋	重庆市	1429	10.14%
三五四三	针织服饰	河北省涿州市	2537	17.09%
三五四四	鞋业	河北省秦皇岛	854	14.11%
七五五五	职业装	新疆昌吉市	703	19.22%
森普利	皮装	内蒙古	983	17.11%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

2. 所处行业分析

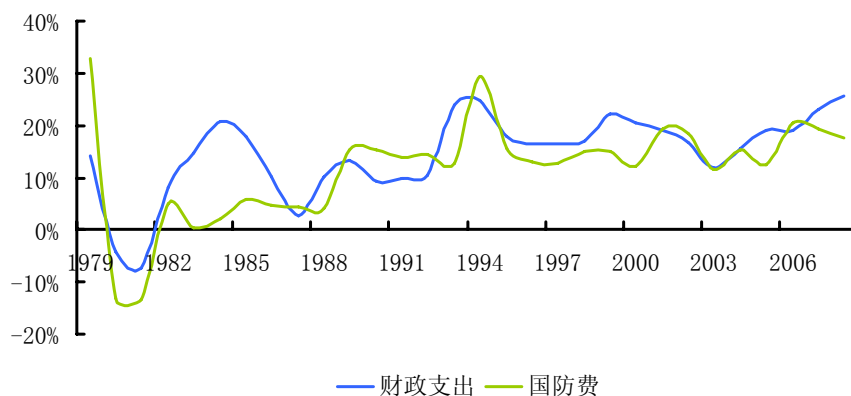
公司作为国内最大军需被装产品供应商，军品经营主要受军队规模、军品采购制度、国防费支出、国际政治环境等因素的影响。

2.1. 国防费占财政支出占比下降

我们考查了 79 年以来国防费支出与财政支出的增长情况，发现二者变动趋势大致相同，但在大多数年份中，国防费支出的增长率要低于财政支出增长率。1979-2008 二十年间，国防费支出复合增长率 15.78%。落后与同期财政支出增速 5.98 个百分点。

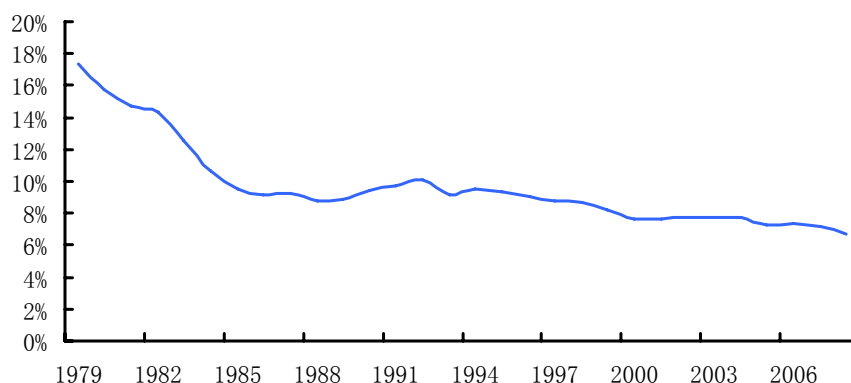
国防费支出复合增长率低于总体财政支出复合增长率，造成国防费在整体财政支出中比重的下降。79 年国防费占财政支出比重为 17.39%、85 年首次降至 10% 以下，2000 年这一比重为 7.6%，08 年进一步降至 6.68%，较 79 年下降了 10.71 个百分点。

图 3 1979 年以来财政支出及国防费支出增长情况



数据来源：CEIC、国泰君安证券

图 4 国防费支出占财政支出比重

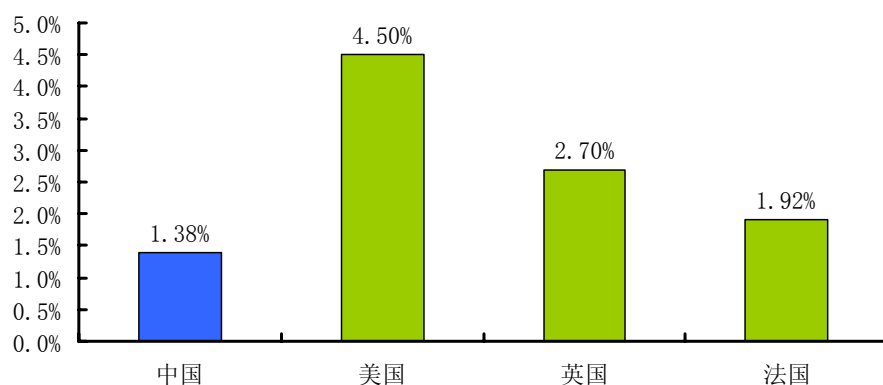


数据来源：CEIC、国泰君安证券

2.2. 预计国防装备投资将加大

08年中国国防费支出4179亿元，为2000年支出额的3.46倍，90年支出额的14.4倍（未剔除通胀因素）。但与发达国家相比，我国在国防方面的投资仍显不足。07年中国年度国防费相当于美国的7.51%、英国的62.43%。军人人均数额是美国的4.49%、日本的11.3%、英国的5.31%、法国的15.76%、德国的14.33%。从国家国防负担的相对比例看，中国国防费仅占GDP1.38%，而美国占4.5%、英国2.7%，法国占1.92%。我们认为未来国防费仍能保持20%左右的增长速度。

图5 各国国防费支出占GDP比重情况

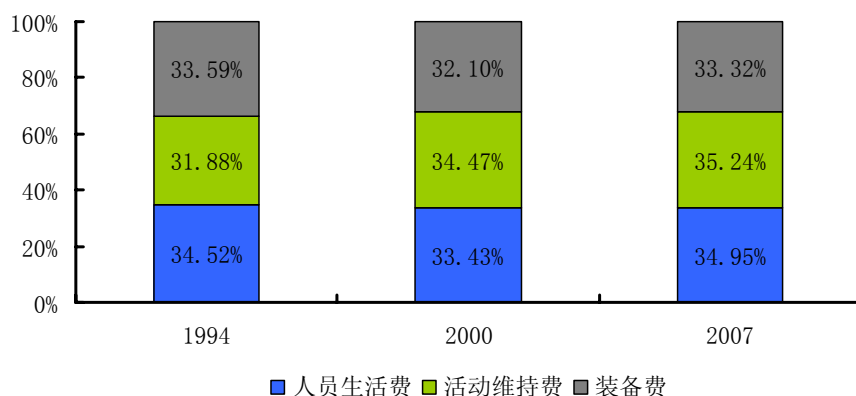


数据来源：中国国防白皮书、国泰君安证券

国防费的保障范围即包括现役部队，又包括民兵、预备役部队，分为人员生活费、活动维持费、装备费。人员生活费主要用于军官、文职干部、士兵和职工的工资、伙食、服装等；活动维持费主要用于部队训练、工程设施建设及维护和日常的消耗性支出；装备费主要用于武器装备的科研、实验、采购、维修、运输和储存等。

目前国防费支出结构中，人员生活费、活动维持费和装备费各占1/3，但我们认为未来装备费占比会有明显提升。

图6 国防费支出结构



数据来源：中国国防白皮书、国泰君安证券

2.3. 军队精简或抑制军服需求

建国以来我国先后经历了 10 次规模不等的裁军活动（具体情况见表 2），目前现役部队数量为 230 万，为 1950 年的 41.82%。军服、军鞋等军需品需求与军队存量以及更迭速度存在明显的正相关性。如果军队进一步精简，会对军服、军鞋需求产生一定抑制作用。

表 2：建国以来裁军情况

	时间	内容
第一次	1950 年 5 月	解放军总兵源 550 万人
第二次	1952 年 1 月	全军定额保持 300 万人左右
第三次	1953 年 8 月	全军总兵力精简 23.3%，陆军精简最大
第四次	1957 年 1 月	集体转业或移交地方 1 个军部、46 个师、30 余所院校， 军队总人数较建国时精简了 61%
第五次	1975 年底	精简 13.6%
第六次	1980 年	-
第七次	1982 年 9 月	51 余万人的铁道兵和基建工程兵转业
第八次	1985 年	裁员 100 万
第九次	1997 年 9 月	裁员 50 万
第十次	2005 年	精简 20 万，裁军后军队数额 230 万

资料来源：国泰君安证券

2.4. 职业装民品市场前景广阔

除军服、武警制服外，公司还从事其他的职业装及工装的生产销售。与军装需求受抑制不同，我们认为职业装民品市场的前景广阔。目前仅国务院批准的国家统一着装部门共有着装人员 500 多万，银行、邮政、航空、铁路等商业性机构，以及学校、医院、体育等公共事业与非营利性机构对职业装也有巨大的市场需求。

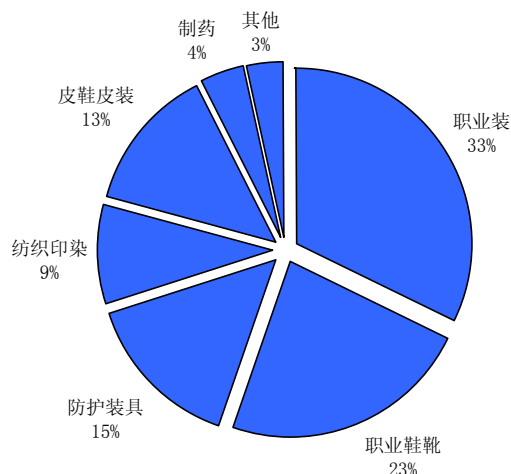
职业工装方面，我国是世界上职工人数最多的国家。其中，建筑业 700 多万人，冶金职工 300 多万、电力职工 200 多万、石油工人 100 多万、地质工人 100 多万人，此外还有制造业等其他行业。工矿企业及各服务行业换装时间一般为 1-2 年，职业工装年需求量在 2000 万套以上。

3. 公司分析要点

3.1. 军品民品收入各半

公司主要业务包括职业装、职业鞋靴、防护装具、纺织印染、皮鞋皮装、制药等。按 09 年年报数据，职业装和职业鞋靴占比较高，分别为 33%和 25%，防护装具、纺织印染、皮鞋皮装和制药占比分别为 15%、9%、13%和 4%。

图 7 公司收入结构



数据来源：公司公告、国泰君安证券

表 3: 公司主要产品销售情况

	2007	2008	2009
职业装（万套件）	1957	2879	3417
职业鞋靴（万双）	13000	12753	13243
帐篷（顶）	64605	90162	18150
无纺滤材（平方米）	439400	788000	1245400
专用改装车（辆）	2725	1758	1599
皮鞋（万双）	507	564	649

数据来源：公司公告、国泰君安证券

公司产品的需求分军用和民用。07-09 年，军品占公司收入比重基本稳定在 45%-50%之间。但不同产品军民用占比有所不同。职业装产品军用比例达到 73.29%；职业鞋靴的军用比例只有 15.49%。

表 4: 公司军品&民品收入占比情况

		2007	2008	2009
总计	收入	753625	889252	1102762
	增长率		18.00%	24.01%
军品	收入	335217	444443	530372
	增长率		32.58%	19.33%
	占比	44.48%	49.98%	48.09%
民品	收入	418408	444809	572390
	增长率		6.31%	28.68%
	占比	55.52%	50.02%	51.91%

数据来源:公司公告、国泰君安证券

3.2. 军需品供应龙头地位稳固

公司长期为全军部队提供军需品研发生产服务，产品覆盖北京、南京、兰州、济南、成都和沈阳全部七个军区和海军、空军、二炮等各军兵种，在军警服市场上占有 75%的市场份额。其中生产

供应了 80%以上的 07 式军服, 100%的三军仪仗队、军乐团、文工团礼服、驻港、驻澳部队军服以及建国以来历次阅兵服。公司形成了适应“军民结合”、“平战结合”的战区保障体系, 每个军区分别由区域内或邻近的子公司重点对口供应, 完全能够满足军队对军需品保障供应的要求。

公司原本就是军队下属企业重组改制而成, 与军队历来保持着密切的联系, 这从公司承担全部阅兵服、三军仪仗队、驻港、驻澳部队军服的生产可以得到印证。加上遍布全国的生产基地, 可以及时有效的为各大军区提供服务, 公司军需品供应龙头的地位难以撼动。但公司面对军方并不具有议价能力, 因此军服的利润率并不高。

3.3. 关注土地出让收益

公司 07、08 年非经常性收益分别为 2.19 亿元和 1.4 亿元, 占当年净利润比重的 53%和 30%。其中出让子公司土地获得的收益分别为 8704 万元和 1.73 亿元, 是非经常性收益的最重要组成部分。

公司下属各子公司全国各地共拥有土地使用权 129 宗, 总面积 357 万平方米。由于设立时间早, 大部分土地的地理位置都比较优越, 未来仍存在搬迁、将土地出让的可能。相关的公告对公司业绩的影响值得关注。

4. 财务数据分析

公司 09 年综合毛利率 13.37%, 较 07 年下降 2.39 个百分点。军品和民品的毛利率均有下滑, 其中军品毛利率由 18.12%降至 15.62%, 民品毛利率由 13.87%降至 11.28%。

分产品看, 09 年职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋毛利率较 07 年分别下降了 2.75、2.39 和 1.36 个百分点, 防护装具、纺织印染及制药业务的毛利率基本维持不变。

公司期间费用率 8.10%, 较 07 年下降 1.58 个百分点。净利润率 4.11%, 较 07 年下降 1.34 个百分点, 主要是 09 年非经常性收益较 07、08 年大幅下降所致。

公司 09 年应收账款周转率 23.42 次/年, 较 08 年提高 6.87 次/年, 与 07 年基本持平。公司主要客户包括解放军总后勤部、武警部队后勤部、武警消防部队后勤部等, 在回款方面没有太大的话语权。但从报表反映的情况看, 公司 09 年末应收帐款占收入比重 5.15%, 一年以内应收账款占比 83.5%, 显示销售回款状况良好。

另一方面, 公司 09 年末应付账款 13.67 亿元, 占成本比重的 14.31%, 体现了公司面对供应商的强势地位。

09 年公司存货周转率 3.27 次/年, 处于合理区间, 但从存货结构来

看, 库存商品占比偏高 (09 年 61.02%、08 年 56.79%), 原材料占比偏低, 值得注意。

09 年末, 公司流动比率 1.41, 速动比率 0.73, 其中速动比率偏低, 主要是存货规模较高所致。资产负债率 59.46%, 较 07 年下降 20.36 个百分点。预计募集资金到位后公司偿债能力会进一步改善。

表 5: 公司主要财务指标

	2007	2008	2009
毛利率	15.76%	14.65%	13.37%
期间费用率	9.68%	9.96%	8.10%
净利率	5.45%	5.24%	4.11%
应收帐款周转率	23.98	16.55	23.42
存货周转率	5.14	2.74	3.27
流动比率	1.22	1.28	1.41
速动比率	0.56	0.57	0.73
资产负债率	79.85%	77.51%	59.46%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

5. 募集资金投向分析

公司此次计划发行不超过 11.57 亿股, 募集资金 32.48 亿元用于中高档职业装技改、军警靴项目升级改造等 16 个项目的建设。募投项目建设期为 1-3 年不等。各募投项目建设期及新增产能情况如表 5 所示。

表 6: 公司募投项目情况

序号	项目名称	募集资金使用量 (万元)	新增产能	建设周期
1	智能化中高档职业装生产线技改项目	33,593	职业装产能 277 万套	1-3 年
2	高档针织面料及制品扩建改造项目	12,149	纬编布 6000 吨 针织服装 150 万套	2 年
3	军警靴、职业鞋靴技升级扩建项目	27,485	220 万双职业鞋	1-2 年
4	功能性职业鞋靴技改项目	7,070	职业鞋靴 80 万双 腰带手套 80 万条 (付)	2 年
5	功能性防护胶靴生产线技改项目	2,700	胶靴 108 万双	0.5 年
6	中高档防寒裘皮制品扩建项目	5,835	裘皮 250 万平方尺 裘皮制品 250 万套	2 年
7	高档职业装面料、功能性面料及家纺制品技改项目	122,059	职业装坯布 2700 万米 职业装面料 3400 万米 高档家纺产品 2400 万米	2-3 年
8	4 万锭特种纱线技改项目	7,535	高档缝纫纱线 2774 吨	1.5 年
9	功能性伪装防护装具生产技改项目	9,870	帐篷 2.5 万顶 军械装具 1.5 万套 特种服装 30 万套 军用配件 75 万件	1.5 年
10	高性能防弹材料及制品技改项目	7,000	防弹材料 200 吨	1 年

制品 5 万套				
11	多功能运输装备舱技改项目	5,000	多用途运输装备车 1600 辆	1 年
12	耐高温、耐腐蚀环保滤材技改项目	32,500	复合滤料 200 万平方米 PTFE 滤袋 6 万平方米 P84 滤袋 12 万平方米 PPS 滤袋 140 万平方米	2 年
13	军警职业服饰件表面处理装备改造项目	3,500	服饰件表面处理年产能 8000 万件	1 年
14	精密模具装备生产线改造项目	3,000	军警服饰件等配套精密模 具 5000 套	1 年
15	功能性桑拿桶和智能化充气睡具扩建项目	8,503	桑拿桶桶身 100 万个 桑拿桶 20 万套 席梦思 20 万床	2 年
16	完善各专业研究院功能建设项目	7,000		1-2 年
17	补充流动资金	30,000		
合计		324,799		

资料来源：公司公告、国泰君安证券

6. 盈利预测

结合招股书披露的信息及公司所处行业情况，我们对公司未来三年的业绩进行预测，分业务收入与盈利假设如表 7、表 8 所示。

预计公司 10-12 年收入分别为 119.8 亿元、134.7 亿元和 152.3 亿元，净利润 6.03 亿、6.74 亿和 7.34 亿元。按增发后总股本 38.57 亿股摊薄测算，10-12 年 EPS 分别为 0.16 元、0.17 元和 0.19 元。

表 7：公司分业务收入预测

单位：万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
职业装	237172	301273	356666	395345	439071	487917
职业鞋靴	155231	176400	253510	303508	363210	428819
防护装具	124425	137421	162839	171357	191843	215045
制药	35689	40352	45519	50071	54077	59484
纺织印染	114059	116945	100770	94103	87000	67962
皮革皮鞋	87050	116789	146667	168570	196405	250572
其他	0	74	36791	15000	15000	15000
合计	753625	889252	1102762	1197954	1346605	1524799

数据来源：国泰君安证券

表 8：公司按需求分类收入盈利情况

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
军品	收入	335217	444443	530372	596509	675665	779802
	增长率		32.58%	19.33%	12.47%	13.27%	15.41%
	毛利率	18.12%	17.02%	15.62%	15.95%	16.45%	16.73%

	收入占比	44.48%	49.98%	48.09%	49.79%	50.18%	51.14%
	收入	418408	444809	572390	601445	670941	744997
民品	增长率		6.31%	28.68%	5.08%	11.55%	11.04%
	毛利率	13.87%	12.28%	11.28%	12.35%	12.03%	11.84%
	收入占比	55.52%	50.02%	51.91%	50.21%	49.82%	48.86%
	收入	753625	889252	1102762	1197954	1346605	1524799
合计	增长率		18.00%	24.01%	8.63%	12.41%	13.23%
	毛利率	15.76%	14.65%	13.37%	14.14%	14.25%	14.34%

数据来源：公司公告、国泰君安证券

表 9：际华集团利润表预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	753625	889252	1102762	1197954	1346605	1524799
营业成本	634863	759015	955365	1028554	1154732	1306183
毛利润	118762	130237	147397	169400	191873	218616
营业税金及附加	2161	2207	2497	2995	3367	3812
销售费用	25835	28092	29810	31147	37705	44219
管理费用	37621	50627	52331	53908	59251	70141
财务费用	9500	9832	7163	5990	6733	7624
资产减值损失	1868	4935	2679	1500	1500	1500
投资收益	498	2002	360	500	500	500
营业利润	42276	36546	53280	74361	83818	91820
营业外收入	31368	24694	8611	7000	7000	7000
营业外支出	911	1457	1644	1000	1000	1000
利润总额	72732	59783	60247	80361	89818	97820
所得税	31688	13181	14927	20090	22455	24455
净利润	41044	46602	45321	60271	67364	73365
少数股东损益	325	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	40718	46602	45321	60271	67364	73365
总股本（万股）	270000	270000	270000	385700	385700	385700
每股收益（元）	0.15	0.17	0.17	0.16	0.17	0.19

数据来源：国泰君安证券

7. 询价建议

公司军需品供应龙头地位无可撼动。但受制于军品利润空间有限，未来的成长性不高。民品方面，公司也很难同机制更为灵活的民营企业竞争。军队换装、国内外政局动荡会加大对公司产品的需求，但后者显然是我们不愿意见到的。未来的土地搬迁出让可能成为业绩亮点。

我们认为公司合理价值 3.2 元，对应 10 年 20 倍 PE，考虑到发行价较上市价有一定的折让，建议询价区间为 2.8 元-3.0 元。

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		