

鲁商置业 (600223)

齐鲁龙头，潜力非凡

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
	S0880209040413	S0880109074434

本报告导读：

为未来能够快速扩张的难得的优质公司标的，开发品质不错、有资源、也有动力。

投资要点：

- 公司作为山东省国资委下属唯一一家地产上市公司平台，大股东鲁商集团是原山东省商业厅改制而来。在山东背景极为雄厚。
- 公司在山东这个国有经济为支柱的大省话语权相当强，拥有持续的优质资源获取能力。其项目盈利能力不逊于一线城市开发商，在青岛、济南等地拥有大量城市综合体及别墅项目，地价低廉，而售价直逼一线城市。
- 同时山东区域的整个房地产市场目前仍较为分散，公司作为省内核心地产国企，唯一一家省国资委旗下地产上市公司，存在成为一线品牌的机会。
- 城市综合体的开发模式或可持续低价获得核心地段优质储备：鲁置业与银座兄弟公司联手，青岛、济南鲁商广场等综合体项目拿地模式可复制。
- 大股东的战略目标将引领鲁商置业的快速扩张。根据鲁商集团公开资料显示，2009 年集团销售收入 256 亿元，计划 2015 年总销售收入超过 1000 亿元。而地产作为后来居上的支柱之一，鲁商置业的发展值得期待。
- 除资源外，大股东在资金上能够对公司的扩张提供较大的支持。集团业务包括现金流非常充沛的零售业、酒店业，还有制药业、教育业、传媒业等等。其中零售业除了 600585 外，集团还拥有多家未注入的银座商场，这些充沛稳定的现金流都为公司的资源扩张奠定基础。
- 10 年销售额可能超市场预期，下半年 3 大新开盘项目可贡献超过 30 亿销售额。预计今年 9-10 月，公司高盈利项目-青岛鲁商广场、济南国奥村项目、济南御龙湾别墅等将开始销售，以上 3 项目蓄客情况较好，若销售较好的话，以上 3 个项目下半年可贡献销售额超过 30 亿。
- 预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.64 元、0.85、1.17 元。RNAV 11.7 元，目前股价相对 RNAV 折价 27%。公司背景强势、发展潜力大，为非常优质的可持续获得资源型公司；另现有多项盈利能力优异的项目，未来业绩爆发性强。暂时给予公司 12 元目标价，与 RNAV 持平。给予增持评级，建议重点关注。若此次板块调整中有合适的机会，建议配置。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,611	2,500	2452	3445	4535
(+/-)%	101%	-4%	-2%	40%	32%
经营利润 (EBIT)	78	576	911	1353	1935
(+/-)%	151%	640%	58%	48%	43%
净利润	-297	439	641	852	1168
(+/-)%	-1407%	248%	46%	33%	37%
每股净收益 (元)	-0.30	0.44	0.64	0.85	1.17
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	-63%	-31%	-8%	24%	37%
市盈率	-5.9	200.4	-28.6	19.4	13.3
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%

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：12.00

上次预测：12.00

当前价格：8.80

2010.08.05

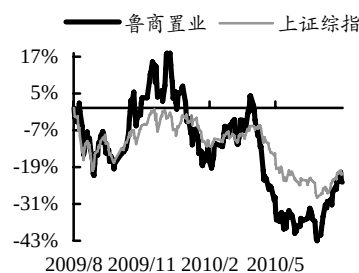
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.46-14.32
总市值 (百万元)	8,809
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,001/339
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	34%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	48

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	652
每股净资产	0.65
市净率	13.5
资产负债率	91%

52 周内股价走势图



相关报告

- 《鲁商置业：山东强势国资经济大省的国企地产领头羊》2010.03.18
- 《房地产 2010 年下半年投资策略——静待水落石出》2010.06.27
- 《三部委二套房认定标准严格，基本符合预期——政策系列研究之四》，2010.6.7
- 《土地增值税政策力度加码，公司影响不一——政策系列研究之三》，2010.6.6
- 《土地增值税清算力度可能超预期——政策系列研究之二》，2010.5.27
- 《房地产：试点征收住宅保有环节房产税传闻点评》，2010.4.9
- 《地产近期观点和一二三线城市调研概况》，2010.5.19
- 《中国商业地产系列研究报告之一：保险资金投资不动产对商业地产影响分析》，2010.3.30

鲁商置业，山东最大的国有地产公司，是一家拥有独特区域资源、也有发展动力的优秀公司，在省内拥有持续获取优质资源能力。

优势之一：在山东省内拥有绝对的资源优势，话语权非常强，直接体现在土地资源的持续获取上：核心地段、低地价、高售价。大股东鲁商集团为原山东省商业厅改制，对于向来以大象经济著称的山东，像鲁商这样的国企在省内拥有相当大的权势。其济南国奥村及鲁商广场项目楼面地价预计仅几百元，售价 11000-15000 元，其中商铺首层售价更达 60000 元。而青岛燕儿岛项目（公寓/写字楼约售 28000 元，商业 70000 元），楼面地价 6500 元，周边远洋拿地楼面价 19500 元，绿城拿地 17800 元。

优势之二：山东区域目前整个房地产市场仍较为分散，公司作为省内核心地产国企，是唯一一家省国资旗下的地产上市公司，存在成为一线品牌的机会。

优势之三：项目盈利能力不逊于一线城市开发商，虽为二三线城市区域公司，拥有大量城市综合体及别墅项目，地价低廉，售价直逼一线城市。除青岛、济南的城市综合体项目售价高昂外；其纯居住项目中，别墅占比也相当大，包括济南御龙湾、青岛一山一墅、重庆云山原筑、北京蓝岸丽舍、临沂凤凰城等都为别墅，据我们实地调研，其别墅开发品质值得赞赏。

优势之四：另外，大股东在资金上能够对公司的扩张提供相当大的支持。作为公司最大主业之一的零售业，银座商场的现金流非常好，集团除银座股份外，还拥有多家未注入 600585 的银座商场，商业稳定的现金流可以给地产业务提供资金支持。

可以说，鲁商是一家相当优质的公司，也有独特的资源优势，未来还有持续获取类似优质低廉资源的能力。同时，大股东鲁商集团对于地产业务的要求是，2015 年收入达到 200 亿，而 09 年鲁商置业仅为 25 亿收入。战略目标的确定，使得鲁商置业不可避免要走向快速发展的道路，从公司不但积极在省内拓展土地，也将适量地全国各地进行一些资源配置。

1. 山东区域龙头地产股

公司为山东区域龙头，项目储备 357 万平米，93%位于山东。公司目前项目储备占地面积 311 万平米，规划建筑面积为 595 万平米，其中未结权益储备约为 357 万平米。项目储备 93%集中于山东，主要位于青岛（占比 26%）、济南（占比 35%）等城市。省外公司还进入北京和重庆。

其重要盈利项目为城市综合体及别墅项目。城市综合体中济南国奥村、济南鲁商广场项目楼面地价预计仅几百元，但写字楼售价分别达到 11000 元和 15000 元，商铺首层售价达 60000 元；而青岛燕儿岛项目，其公寓、写字楼售价约在 28000 元左右，商业售价可能将达 70000 元。

别墅项目中，济南御龙湾、青岛一山一墅、重庆云山原筑、北京蓝岸丽

舍、临沂凤凰城等都为别墅，据我们实地调研，其开发品质值得赞赏。

预计 10 年 9 月-10 月，公司多个高盈利项目将开始销售，包括青岛燕儿岛项目、济南国奥村项目、济南御龙湾别墅等。这些项目的销售将直接奠定公司未来业绩的爆发性增长。

表 1: 权益未结项目储备 357 万平米，其中 93% 位于山东 (单位: 万平米)

项目名称	产品类型	地理位置	占地面积	建筑面积	可售面积	未结面积	权益比例	权益建面
银座数码广场项目	甲级写字楼	济南	1.16	7.34	7.34	0.73	100%	0.73
银座晶都国际	综合	济南	3.40	15.10	15.10	2.00	100%	2.00
鲁商大学城项目	住宅、别墅	济南	70.52	105.00	105.00	87.01	100%	87.01
住宅 (常春藤)	住宅	济南	52.54	85.00	85.00	71.01	100%	71.01
别墅 (御龙湾)	别墅	济南	28.64	20.00	16.00	16.00	100%	16.00
鲁商国奥城项目	写字楼	济南	5.06	42.00	32.00	28.90	100%	28.90
济南鲁商广场	商业、写字楼	济南	8.93	20.60	20.60	4.67	100%	17.50
商业	商业	济南			9.90	1.90	100%	1.90
写字楼	写字楼	济南			2.77	2.77	100%	2.77
青岛鲁商广场	综合	青岛	12.22	74.53	62.81	62.81	75%	47.11
住宅	住宅	青岛		37.13	34.32	34.32	75%	25.74
商业	商业、写字楼	青岛		37.40	28.49	28.49	75%	21.37
河马石四季景园	住宅	青岛	16.19	22.48	22.48	0.00	75%	0.00
动感世代项目	住宅	青岛	12.00	19.06	19.06	16.22	100%	16.22
一山一墅项目	别墅	青岛	18.08	9.59	9.59	7.67	100%	7.67
鲁商蓝岸国际)	住宅	青岛	5.22	26.68	26.68	26.68	85%	22.68
临沂沂龙湾项目	住宅	临沂	60.92	125.00	104.83	95.38	40%	38.15
泰安银座城市广场	综合	泰安	2.62	12.20	12.20	4.06	87%	3.53
东营银座城市广场	综合	东营	16.56	20.00	15.57	12.39	85%	10.53
北京蓝岸丽舍	别墅	北京顺义	32.36	18.70	18.70	18.70	100%	18.70
重庆云山原筑	别墅、洋房	重庆	20.87	12.11	12.11	12.11	50%	6.05
临沂鲁商凤凰城	别墅、住宅	临沂	24.87	65.00	58.55	50.55	100%	50.55
合计			310.98	595.39	542.61	429.88	81%	357.33

数据来源: 国泰君安证券房地产研究

2. 重点高盈利项目具体调研情况

2.1. 青岛鲁商广场 (燕儿岛项目)

青岛鲁商广场，公司 2009 年购入该地块，楼面地价约 6800 元/平米，而周边地块，远洋拿地楼面价 19500 元/平米，绿城拿地 17800 元/平米。

该项目具有非常高的盈利能力，公寓预计售价 26000 元/平米起，写字楼约 28000 元，商铺预计将达 70000 元/平米。该项目将在 2010 年 9 月开盘，目前根据和公司的沟通，蓄客情况较好。预计 1 期将于 12 年结算。

该项目总占地面积 12.2 万平米，总建筑面积 100 万平米，其中地上建筑面积 75 万平米。该项目分为商业和住宅两种业态，各约 50%，其中商业楼面地价约 7500 元/平米，住宅楼面地价 6150 元/平米。位置优异，位于市南区香港中路，属于青岛 CBD 核心区。该项目有 46 条交通线经

停, 周边设有 9 个车站。另外, 该项目有 3 条地铁通过, 紧邻 2 个地铁站, 距青岛地标建筑——五四广场仅 1.2 公里, 距奥帆中心 0.6 公里。

项目共分 2 期, 其中 1 期将于 2010 年 9 月至 2011 年 4 月分业态陆续开盘, 均将于 2012 年竣工交付, 奠定公司 2012 年业绩爆发性增长的基础。其中 1 期商品住宅可售面积 17.5 万平米, 预计售价 26000 元以上 (周边凯悦中心售价 35000 元), 开盘时间预计在 2010 年 9 月; 1 期写字楼可售面积 7.5 万平米, 预计售价 28000 元/平米, 开盘时间约为 2011 年 4 月; 1 期商业部分目前打算散卖的部分为 1.19 万平米, 预计售价 70000 元/平米, 开盘时间约为 2010 年 9 月, 其余商业部分目前租售待定。

拆迁情况: 市政府承诺交付时是净地, 由政府来拆迁, 拆迁速度非常快。目前 1 期土地基本拆迁完毕, 仅写字楼地块部分有极少量的房屋未拆迁; 2 期土地目前仍未拆迁。

表 2: 青岛燕儿岛项目详细业态

(单位: 万平米、元/平米)

业态	项目名称	地上建筑面积	可售面积	未结面积	开工时间	预售时间	预计销售均价
	青岛鲁商广场	74.53	74.53	74.53	2009		
写字楼	1 期 C 写字楼 A 座		3.8	3.8	201010	201104	28000
	1 期 C 写字楼 B 座		3.3	3.3	201010	201104	28000
	2 期 A 写字楼 C 座		5.15	5.15			28000
	2 期 A 写字楼 D 座		4.25	4.25			28000
商业	1 期 A 商业		1.15	1.15	201010	201009	70000
	1 期 C 商业		9.00	9.00	201010		租售未定
	2 期 A 商业		1.84	1.84			70000
公寓	2 期 A 公寓		1.92	1.92			28000
	2 期 A 公寓		3.70	3.7			28000
住宅	1 期 A 住宅	9.10	5.4	5.4	已开工	201009	26000
	1 期 B 住宅	15.50	12.10	12.1	已开工	201104	26000
	2 期 B 住宅		8.20	8.2			26000
	2 期 A 住宅		3.30	3.3			26000
回迁住宅	1 期回迁房		9.10	9.1	已开工		11000
合计			74.53	74.53			

图1 青岛鲁商广场规划效果图



一期: 甲写、商业、住宅

图2 鲁商广场: 距离五四广场1.2公里, 奥帆中心600米



数据来源: soufun、国泰君安证券房地产研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

二期: 甲写、高档公寓、酒店、住宅

2.2. 济南国奥城项目

国奥城项目，属于 09 年的全运会配套项目，拿地地价非常低廉（预计 500 元/平米左右），而售价在 10000-12000 元左右，盈利能力较强。该项目位于济南市奥体片区核心区域，项目正对济南新的市政府大楼（目前已经政府已经搬入），位置相当优异。总用地面积 5 万平米，建筑面积 42 万平米，其中可售面积 32 万平米。建成后，包括 4 栋甲写、1 栋四星级酒店及 1 栋公寓。其中，1#写字楼已售出并于 09 年结算完毕，该楼总建筑面积 4.7 万平米，已卖给国电，售价在 11000 元/平米左右。

该项目将于 2010 年 10 月首次对外开盘，销售 1 栋甲写（4 万平米）及 1 栋公寓（2.6 万平米），预计售价在 10000-12000 元/平米之间，预计 2012 年竣工。

图 3 济南国奥城位于奥体核心区，正对着奥体中心



数据来源：国泰君安证券房地产研究

2.3. 济南鲁商广场项目

济南鲁商广场，位于济南历下区经十路，处于 46 万平米的泉城公园旁边，位置相当优异。该项目同样是作为全运会的配套，楼面地价预计也非常低廉。总占地面积 8.93 万平米，总建筑面积 21 万平米。该项目其中 8 万平米以 9.5 亿元售于银座股份（与鲁置业同一大股东），09 年已结算；剩余商业可售面积约 1.9 万平米，写字楼 2.8 万平米。

该项目于 2009 年 9 月开盘，预计 2010 年交付。目前商业销售均价约 35000 元/平米，首层商铺售价达 60000 元。写字楼销售均价约 1.5 万元/平米。

图 4 济南鲁商广场距离市中心约 1.4 公里



数据来源：国泰君安证券房地产研究

2.4. 济南长清大学城项目

该项目位于济南长清大学城，占面积 70.5 万平米，总建筑面积为 105 万平米，其中住宅 85 万平米，别墅 20 万平米。长清大学城区内目前已拥有 9 所大学，常青藤项目紧挨着山东师范大学，距离济南市中心约 15 公里。

A、常青藤：住宅（多层和小高层），总建筑面积 85 万平米，其中已结算 14 万平米。共 80 多栋楼。一期，9#——28#2009 年结算完毕，销售均价 3000 元/平米，14 万平米；二期 1#——8#，2010 交付，销售均价 3700 元；29#——32#，2012 交付，销售均价 4500 元/平米；33#——41#，712 套，预计将于 201010 开盘。

B、御龙湾：别墅，分为连排和独栋。一期 2010 年竣工交付，二期 2010 年 10 月开始销售，2012 年竣工交付。总建筑面积 20 万平米，总可售面积 16 万平米，均未结算。共 3 期，一期均价 8500 元/平米，120 套，200905 开盘，201010 交付，已售完。二期 201010 开盘，154 套，预计将于 2012 上半年交房，均价预计约 11000 元/平米。

图 5 济南 6 个项目——主要有济南鲁商广场、国奥城、常春藤项目



数据来源：国泰君安证券研究

3. 优秀的区域龙头国企，10-12 年 EPS 0.64、0.85、

1.17 元，给予增持评级

大股东业绩承诺：大股东承诺 2008、2009、2010 年度置入公司按照万杰高科重组完成后的架构模拟计算的归属于母公司所有者的净利润预测值分别为 2.79 亿元、4.3 亿元、4.3 亿元，对应目前 EPS 分别为 0.28 元、0.43 元、0.43 元，不足部分大股东承诺将现金补齐。

业绩预测：预计 10、11、12 年 EPS 分别为 0.64 元、0.85、1.17 元。由于高盈利项目青岛鲁商广场一期商业、住宅，济南国奥城写字楼及公寓，济南高档别墅御龙湾都将于 2010 年 9 月-10 月开始销售，目前蓄客情况良好，因此公司未来的业绩锁定性非常强。

表 3: 鲁商置业项目结算情况

(单位: 万平米、百万元、元/平米)

项目名称	总未结 可售面积	10E 结算			11E 结算			12E 结算		
		结算 面积	结算 均价	结算 收入	结算 面积	结算 均价	结算 收入	结算 面积	结算 均价	结算 收入
济南银座晶都国际	0.5	0.5	9200	46.0						
济南鲁商大学城项目	87.01									
其中: 住宅 (常春藤)	71.01	6	3700	222.0				4.50	4600	207
别墅 (御龙湾)	16.00	3.5	8500	297.5				3.80	11000	418
济南鲁商国奥城	28.90							4.40	11000	484
济南鲁商广场										
其中: 商业	1.90	0.95	36000	342	0.95	36000	342			
写字楼	2.77	1.39	15000	207.7	1.39	15000	207.7			
青岛动感世代	16.22				5.00	4800	240			
青岛一山一墅别墅	7.67	0.5	7000	35.0	3.00	7000	210			
青岛蓝岸国际	26.68	4	7800	312.0	6.00	7800	468			
临沂沂龙湾	95.38	5	4200	210.0	4.00	4200	168			
北京蓝岸丽舍别墅	18.70	3	15000	450.0	4.50	15000	675			
重庆云山原筑别墅	12.11				5.50	9500	522.5			
临沂鲁商凤凰城	50.55	5.5	6000	330.0	6.00	6000	360			
青岛鲁商广场	62.81									
其中: 1 期 C 写字楼 A 座	3.8							1.52	28000	425.6
1 期 C 写字楼 B 座	3.3							1.32	28000	369.6
1 期 A 商业	1.15							0.58	70000	402.5
1 期 A 住宅	5.4				1.2	26000	312	4.20	27000	1092
1 期 B 住宅	11.8							4.37	27000	1136
合计	442.71	30.34		2452	36.54		3445	24.69		4535

注: 2012 年由于可结算竣工项目过多, 我们暂时只测算 2010 年开盘销售的 3 个主要项目。另外未结可售面积, 未按权益折算。

数据来源: 国泰君安证券研究

公司作为山东省最大的国有地产公司, 在省内拥有持续获取优质资源能力。同时, 公司现有部分项目已经盈利能力极强, 未来业绩爆发性值得期待。同时, 与银座联合的城市综合体开发模式, 提升盈利空间及持续

核心地段拿地潜力，我们建议持续重点关注。

公司 RNAV 11.7 元，目前股价相对 RNAV 折价 27%，具有一定安全边际。公司作为山东地产龙头，具有非常强悍的大股东背景，在省内获得优质资源持续性强；现有多个盈利前景优异的项目，业绩爆发性强；暂时给予公司 12 元目标价，对应 10 年 18 倍 PE，与 RNAV 持平。由于公司背景强势、发展潜力大，为非常优质的可持续获得资源型公司，继续给予增持评级，建议重点关注。

附表： 公司业绩预测

(单位：百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1297.2	2610.7	2500.2	2452.3	3445.3	4535.0
营业收入	1297.2	2610.7	2500.2	2452.3	3445.3	4535.0
二、营业总成本	1698.4	2880.8	1923.6	1541.8	2099.1	2605.1
营业成本	1350.8	2221.3	1596.5	1129.7	1478.0	1807.1
营业税金及附加	5.0	94.4	233.8	318.9	484.5	622.0
销售费用	19.1	39.0	56.6	55.5	77.9	102.6
管理费用	74.5	178.2	37.6	36.8	51.7	68.1
财务费用	246.2	260.1	0.9	0.9	6.9	5.3
资产减值损失	2.8	87.9	-1.7	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	71.3	11.6	0.0	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	-401.2	-198.9	588.2	910.5	1346.1	1929.9
加：营业外收入	420.8	1.5	0.8	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	9.1	7.2	3.2	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	10.5	-204.6	585.8	910.5	1346.1	1929.9
减：所得税	0.5	109.2	145.8	227.6	336.5	482.5
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	10.1	-313.8	440.0	682.8	1009.6	1447.4
减：少数股东损益	-12.7	-16.4	0.7	41.6	157.4	279.1
归属于母公司所有者的净利润	22.8	-297.4	439.4	641.2	852.2	1168.3
股本	536.25	1000.97	1000.97	1000.97	1000.97	1000.97
EPS	0.04	-0.30	0.44	0.64	0.85	1.17
主营收入增长率	-8%	101%	-4%	-2%	40%	32%
净利润增长率	-103%	-1407%	-248%	46%	33%	37%
毛利率	-4%	15%	36%	54%	57%	60%
三项费用率	26%	18%	4%	4%	4%	4%
净利润率	2%	-11%	18%	26%	25%	26%

数据来源：国泰君安证券房地产研究

作者简介:

孙建平：经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科：工学硕士，毕业于清华大学土木工程系，2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所，从事地产行业研究。

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		