

正邦科技 (002157)

猪价上涨首选标的

秦军
 021-38676768
 qinjun@gtjas.com
 S0880206080312

本报告导读:

正邦科技饲料、养殖主业处于快速规模扩张期,行业景气处于上升通道,估值颇具吸引力,我们将其定位为猪价上涨首选标的,目标价 24.15 元,“增持”评级。

投资要点:

- **行业景气低迷,中报业绩平平。**由于上半年猪价长期低于成本线,且玉米等原材料价格持续上涨,饲料、养殖景气低迷,正邦科技通过规模扩张仍实现净利润增长,已属不易。
- **行业总量巨大,份额快速集中。**饲料、养殖行业近几年都出现了小型企业持续推出市场、大型企业份额上升的格局,具有技术、管理、公司治理优势的企业,实际上处在一个可实现份额持续提升的巨大市场中。
- **规模快速扩张,产业纵向延伸。**正邦科技目前饲料单班产能达到 500 万吨,未来将处于快速释放时期;通过非公开增发进一步扩大养殖、肉制品产能,公司希望通过可溯源肉制品,经由可控的终端网络,通过品牌实现品质溢价。
- **猪价上涨首选标的。**正邦科技主业处于规模快速扩张时期,其所处饲料、养殖产业亦处于景气回升过程中(猪价上涨进程刚刚过半),估值颇具吸引力,因此将其定位为“猪价上涨首选标的”。
- **首次评级“增持”,目标价 24.15 元。**我们对正邦科技 2010-12 年 EPS 业绩预测为 0.45/0.69/0.93 元,三年复合增长率为 56.7%,按 2011 年 EPS 预测 35 倍 PE,目标价 24.15 元,首次评级为“增持”。

评级: **增持**

上次评级: 首次

目标价格: **24.15**

上次预测:

当前价格: 16.40

2010.09.27

交易数据

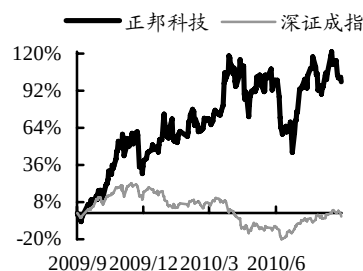
52 周内股价区间 (元)	7.50-18.52
总市值 (百万元)	4,418
总股本/流通 A 股 (百万股)	269/129
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	48%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	65

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	892
每股净资产	3.31
市净率	5.0
净负债率	101%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.046	0.051
Q2	0.065	0.073
Q3	0.068	0.136
Q4	0.021	0.193
全年	0.199	0.452

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	0%	84%
相对指数	2%	-9%	89%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,696	4,459	6,465	8,762	11,619
(+/-)%	65.3%	65.4%	45.0%	35.5%	32.6%
经营利润 (EBIT)	71	95	179	252	313
(+/-)%	24.3%	34.3%	88.5%	40.9%	24.4%
净利润	33	54	122	186	233
(+/-)%	4.8%	62.0%	126.9%	52.5%	25.4%
每股净收益 (元)	0.12	0.20	0.45	0.69	0.87
每股股利 (元)	0.05	0.00	0.09	0.14	0.17

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	2.6%	2.1%	2.8%	2.9%	2.7%
净资产收益率(%)	8.7%	12.8%	12.8%	16.8%	18.1%
投入资本回报率(%)	11.7%	6.0%	9.4%	11.0%	11.6%
EV/EBITDA	14.4	9.2	5.1	3.8	3.1
市盈率	135.3	83.5	36.8	24.1	19.3
股息率 (%)	0.3%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2010.09.27

股票研究

必需消费

农业

正邦科技 (002157)

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 24.15

上次预测:

当前价格: 16.40

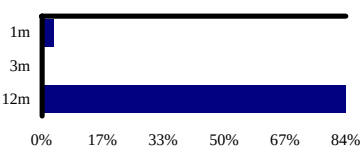
公司网址

www.zhengbang.com

公司简介

公司是一家以农业为基础、在农业产业化领域内不断进行产业拓展经营的农牧企业。公司主营业务是饲料的生产和销售及养殖、良种繁育。饲料以猪禽饲料为主,水产饲料为补充;养殖、良种繁育包括畜禽及水产品育种、养殖。公司主要产品按用途分为猪饲料、禽饲料、水产饲料、其他料等,按成分分为添加剂预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料。公司的销售方式以经销为主,直销为辅,销售网络遍布全国 20 多个省、市、自治区,在饲料行业已形成“正邦”系列品牌。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

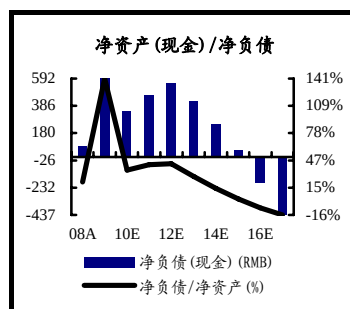
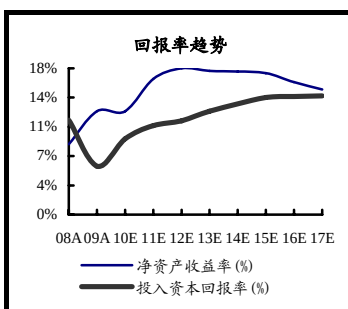
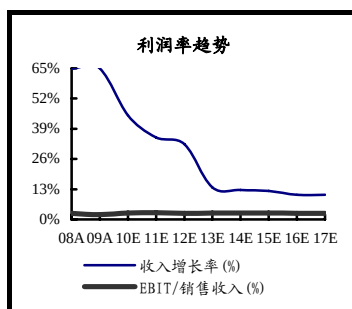
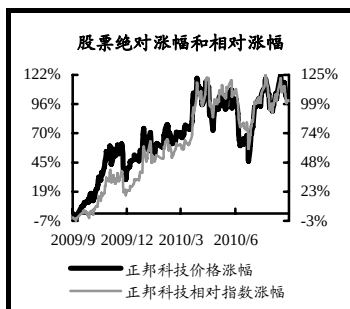
7.50-18.52

市值 (百万)

4,418

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,696	4,459	6,465	8,762	11,619	13,221	14,899	16,727	18,504	20,491
营业成本	2,507	4,134	5,970	8,072	10,718	12,185	13,731	15,414	17,072	18,928
营业税费	0	0	1	1	1	1	1	1	2	2
销售费用	63	120	162	219	290	331	372	418	463	512
管理费用	52	107	155	219	296	337	380	427	472	523
财务费用	19	31	46	45	56	70	69	68	67	65
公允价值变动	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	-1	0	-	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	52	64	132	207	258	297	345	399	429	462
利润总额	54	77	151	232	291	336	389	448	483	521
所得税	5	15	23	35	44	50	58	67	72	78
少数股东损益	16	9	6	12	15	17	19	22	24	26
净利润	33	54	122	186	233	269	311	358	386	417
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	214	137	389	438	581	715	885	1,088	1,325	1,574
其他流动资产	335	890	1,283	1,734	2,300	2,614	2,945	3,306	3,660	4,056
长期投资	0	10	10	10	10	10	10	10	10	10
固定资产合计	321	613	687	747	775	743	703	658	606	549
无形资产及其他资产	35	134	143	149	152	153	154	153	151	148
资产合计	928	1,822	2,577	3,156	3,900	4,318	4,781	5,298	5,837	6,422
流动负债	438	775	964	1,350	1,859	2,010	2,169	2,343	2,513	2,704
非流动负债	44	396	396	396	396	396	396	396	396	396
股东权益	380	420	956	1,105	1,291	1,506	1,755	2,041	2,350	2,684
投入资本(IC)	551	1,283	1,610	1,941	2,291	2,435	2,581	2,735	2,879	3,040
现金流量表										
NOPLAT	64	76	152	214	266	312	352	397	421	448
折旧与摊销	24	54	87	106	121	131	138	144	150	156
营运流动资金增量	-67	326	219	250	314	175	184	200	197	220
资本支出	-183	-466	-175	-158	-126	-72	-71	-71	-71	-71
自由现金流	-161	-10	282	412	575	546	603	671	697	753
营运现金流	133	-223	61	119	135	329	373	413	452	468
投资现金流	-160	-354	-175	-158	-126	-72	-71	-71	-71	-71
融资现金流	66	489	367	88	134	-124	-131	-140	-144	-148
现金流净增加额	39	-88	253	49	143	134	170	203	237	249
财务指标										
成长性										
收入增长率	65.3%	65.4%	45.0%	35.5%	32.6%	13.8%	12.7%	12.3%	10.6%	10.7%
EBIT 增长率	24.3%	34.3%	88.5%	40.9%	24.4%	17.3%	12.9%	12.7%	6.1%	6.3%
净利润增长率	4.8%	62.0%	126.9%	52.5%	25.4%	15.2%	15.8%	15.2%	7.8%	8.0%
利润率										
毛利率	7.0%	7.3%	7.7%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%	7.7%	7.6%
EBIT 率	2.6%	2.1%	2.8%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%
净利润率	1.2%	1.2%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
收益率										
净资产收益率(ROE)	8.7%	12.8%	12.8%	16.8%	18.1%	17.8%	17.7%	17.5%	16.4%	15.5%
总资产收益率(ROA)	3.6%	2.9%	4.7%	5.9%	6.0%	6.2%	6.5%	6.8%	6.6%	6.5%
投入资本回报率(ROIC)	11.7%	6.0%	9.4%	11.0%	11.6%	12.8%	13.7%	14.5%	14.6%	14.7%
运营能力										
存货周转天数	38	34	40	41	41	44	45	45	45	45
应收账款周转天数	5	9	12	13	13	14	14	14	14	14
总资产周转天数	117	113	124	119	111	113	111	110	110	109
净利润现金含量	4.0	-4.1	0.5	0.6	0.6	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
资本支出/收入	6.1%	7.7%	2.7%	1.8%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
偿债能力										
资产负债率	51.9%	64.3%	53.3%	56.4%	59.2%	57.4%	55.5%	53.7%	51.9%	50.4%
净负债率	21.8%	140.9%	35.5%	41.7%	42.9%	27.9%	14.2%	2.3%	-8.1%	-16.3%
估值比率										
PE	141.8	135.3	83.5	36.8	24.1	19.3	16.7	14.4	12.5	11.6
PB	12.9	11.8	10.7	4.7	4.1	3.5	3.0	2.6	2.2	1.9
P/S	0.8	1.4	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	18.6	14.4	9.2	5.1	3.8	3.1	2.7	2.5	2.2	2.1
股息率	0.0%	0.3%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%



1. 投资概要

2009 年这个时候，生猪价格与目前水平相当，却在即将进入消费旺季之时徘徊不前，并且在岁末见到 13 元高点后跌入下降通道长达 5 个多月之久。此时此地，市场关心并且担心的是猪价回购重演去年的走势。我们的判断是此轮猪价上涨还将持续 3-6 个月，高点将超过 15 元/公斤，目前的进程刚刚过半。

正邦科技 2007 年 IPO 之时，是一个以饲料为主，有少量养殖业务的农业企业。这样的情形在 2009 年下半年开始出现一些变化，养殖收入占比从前几年的 5% 以下提高到 7.5%，2010 年上半年达到了 9.5%。未来两年，正邦科技的饲料、养殖将出现收入双双高增长的局面，尤其是养殖，收入、盈利占比都将比前几年有较为明显的提升，从饲料向下游养殖、肉制品的产业链延伸初见雏形。

以上两段文字实际上构成为对本文标题“猪价上涨首选标的”的背景注解。简言之，正邦科技处于规模快速扩张时期，其所处饲料、养殖产业亦处于景气回升过程中，估值也具有吸引力。根据我们的预测，正邦科技 2011 年动态 PE 仅 23.8 倍，不仅显著低于农业股及中小板平均估值水平；按绝对标准看，一个规模、利润快速增长的中小型企业动态估值低于 25 倍，可以称得上低估。

因此在 2010-12 年 EPS 预测 0.45/0.69/0.93 元的基础上，我们按 2011 年 35 倍动态 PE，给予 24.15 元目标价，首次评级为“增持”。

2. 中报回顾：猪价低迷，业绩平平

正邦科技的中期业绩只能算表现平平。由于饲料销量与生猪出栏量的大幅度增加，营业收入同比增长 69.6%，但同期原材料价格明显上涨导致毛利率下降，加之费用率水平也有升高，净利润仅仅增长 11.4%。

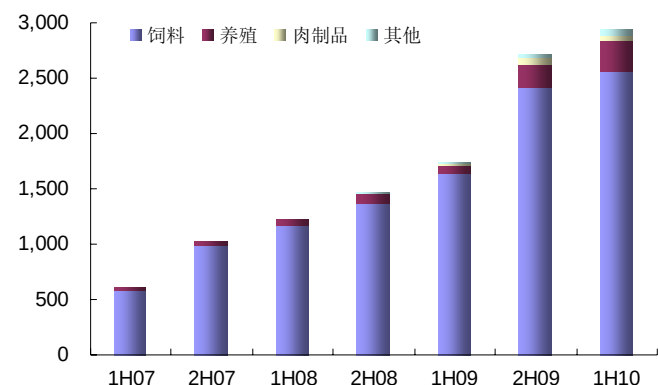
正邦科技季度利润简表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
营业收入	525.0	1,214.2	1,297.8	1,421.5	1,365.9	1,584.1
YoY	7.3%	63.5%	76.0%	95.4%	160.2%	30.5%
营业成本	467.1	1,141.4	1,205.2	1,320.8	1,266.0	1,469.6
毛利率	11.0%	6.0%	7.1%	7.1%	7.3%	7.2%
销售费用	19.8	28.3	34.6	37.0	37.3	41.8
管理费用	14.3	22.6	26.0	43.8	35.4	41.6
财务费用	6.2	4.3	9.0	11.1	12.9	7.4
三项费用率	7.7%	4.5%	5.4%	6.5%	6.3%	5.7%
净利润	12.3	17.5	18.2	5.7	13.7	19.6
YoY	9.4%	6.7%	63.1%	-199.7%	11.3%	11.5%
净利润率	2.3%	1.4%	1.4%	0.4%	1.0%	1.2%

随着近两年饲料产能的布局，以及养殖规模的快速扩张，正邦科技的饲料、养殖收入都出现了快速的增长，今年上半年才猪价跌至平均成本线

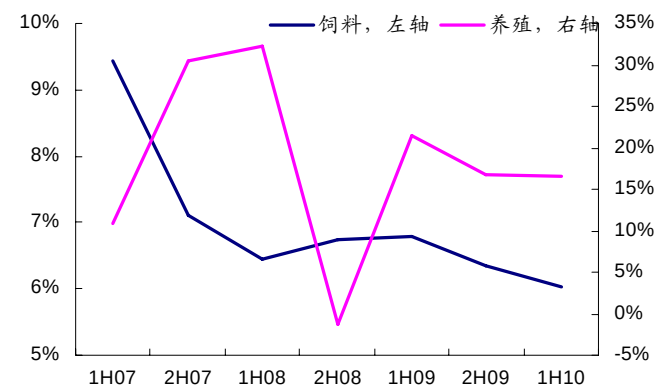
之下，全行业景气低迷的情况下，正邦科技仍然能够实现 11.3% 的净利润的增长已属不易。

图 1: 正邦科技销售收入 (百万)



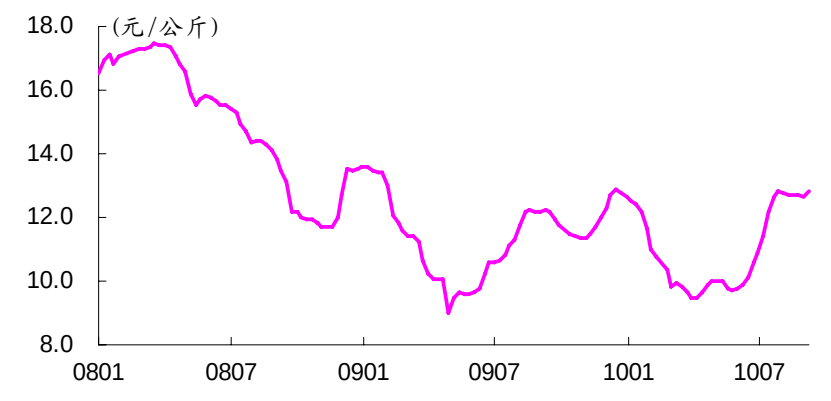
数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

图 2: 正邦科技饲料及养殖毛利率



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

图 3: 全国生猪收购平均价格



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

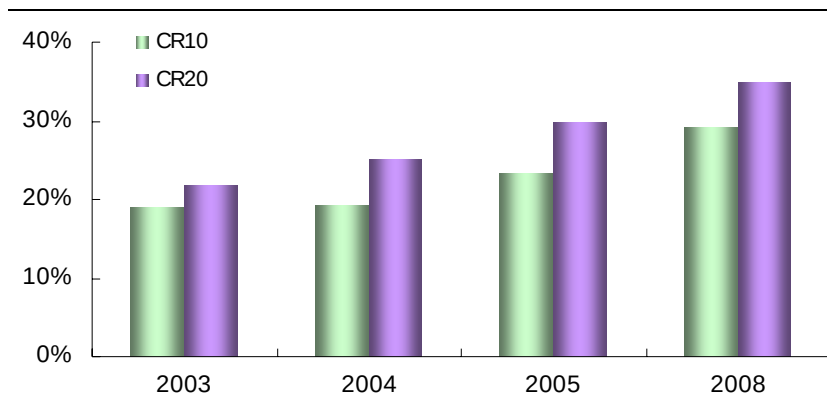
3. 行业背景

3.1. 行业总量巨大，份额快速集中

我国的饲料工业经过 30 多年的发展,到 2009 年已经成为了一个年产 1.4 亿吨、总产值 4500 亿元的行业。饲料工业是一个关系国计民生,联系种植业、养殖业和农副产品加工业的综合性工业门类。饲料产品通过养殖环节,将转化为以肉蛋奶为主的动物蛋白产品。随着人均收入水平的提高、城镇化进程的推进,动物蛋白产品需求的持续增长将拉动饲料行业持续增长。

在微利化的饲料行业,小企业数量减少、大企业提高份额已经成为常态。全国饲料企业的数量 2006 年有 1.55 万家,到 2007 年下降为 1.53 万家。最近两年这个数字下降的速度明显加快,2008 年饲料行业企业数量减少了 1700 家左右,2009 年又减少了 1600 多家,目前企业数量仍然超过 1.2 万家。相对于大中型饲料企业而言,小企业在原料采购、成本控制、核心配方技术等等方均存在劣势,具有核心竞争力、优秀管理团队、规范治理结构的公司,实际上处在一个可实现快速成长的巨大市场中。

图 4: 我国饲料行业集中度提升

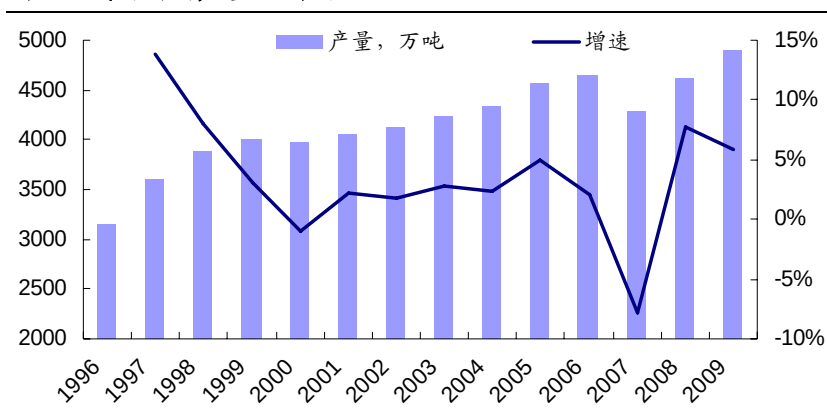


数据来源: 全国饲料工业统计资料, 国泰君安证券

生猪养殖行业也存在类似情形。在我国每年的肉类消费中, 猪肉占比超过 60%, 2009 年产量达到 4889 万吨。与此形成鲜明对比的是, 规模化养殖场的出栏数量占总体供应量中所占比例不高。

2008 年规模养猪专业户和商品猪场出栏生猪占全国出栏总量的比例达 62%, 2007 年这个数字是 48%。在规模化养殖比例快速提升的同时, 我们也应该认识到, 我国规模化养殖的认定标准仅仅是出栏 50 头以上。我国生猪出栏数量在 5 万头以上的企业总生猪出栏量占全国比例仅 1%, 我国生猪养殖行业规模化水平仍处于较低水平。

图 5: 我国猪肉产量及增速



数据来源: 统计年鉴, 国泰君安证券

3.2. 猪价上涨进程刚刚过半

从今年 5 月底生猪收购价低见 9.7 元/公斤开始, 猪价反弹幅度已超过 30%。大约在去年这个时候, 猪价达到这一高度后就没有继续上涨, 盘整 2-3 个月后重新开始下跌。现在投资者普遍关心的问题是, 这一轮生猪价格的上涨能否持续, 持续时间、上涨空间有多少?

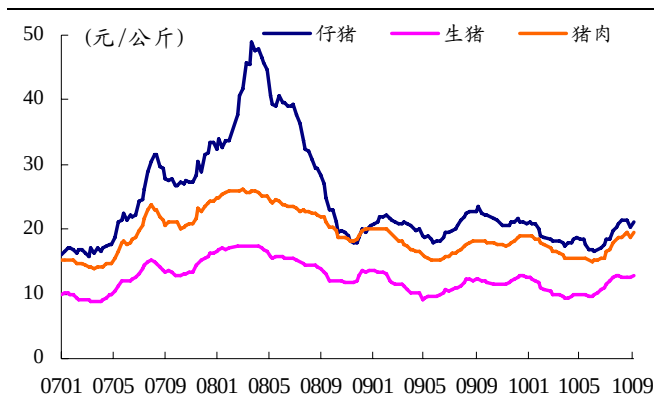
根据目前的生猪生产成本, 能够使猪产业链各环节 (养殖、屠宰加工、渠道、零售) 盈利水平处于可持续状态的猪价为 14 元/公斤, 据此判断, 本轮猪价上涨的高点很可能将达到 15-16 元/公斤的水平。目前的生猪收

购价尚不足 13 元/公斤，如果以 10 元作为本轮涨价的起点，本轮猪价上涨周期的进程刚刚过半。

近几年，由于国家持续对生猪养殖、母猪进行补贴，无论是绝对存栏数、能繁母猪比率均处于较高的水平，因此猪价的上涨速度很可能比 2007-08 年要温和的多。结合历史经验、消费旺季判断，本轮猪价上涨很可能会持续到 2011 年 1-2 月份（春节在 2 月）。

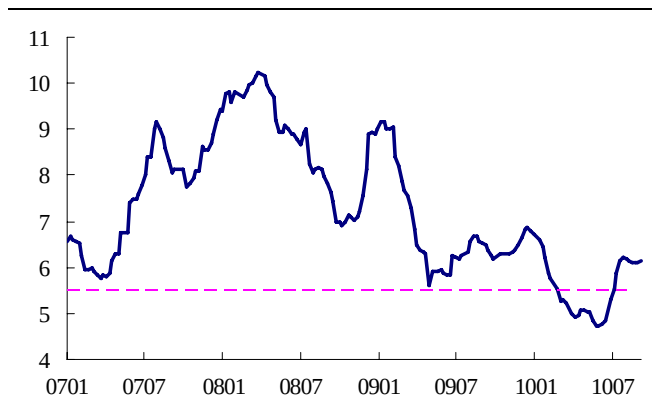
今年猪价的明显反弹从二季度末开始，据我们了解，养殖户对种猪的补栏也在那以后开始有明显增加，根据养殖周期测算，这些种猪形成大量的商品猪供应需要 13-15 个月的时间。据此判断，尽管我们预测猪价可能在春节前后见顶，但由于有效供应不会很快放量，猪价下跌的幅度预期不大，2011 年均价高于 2010 年的概率较大。

图 6：全国生猪、仔猪、猪肉均价（元/公斤）



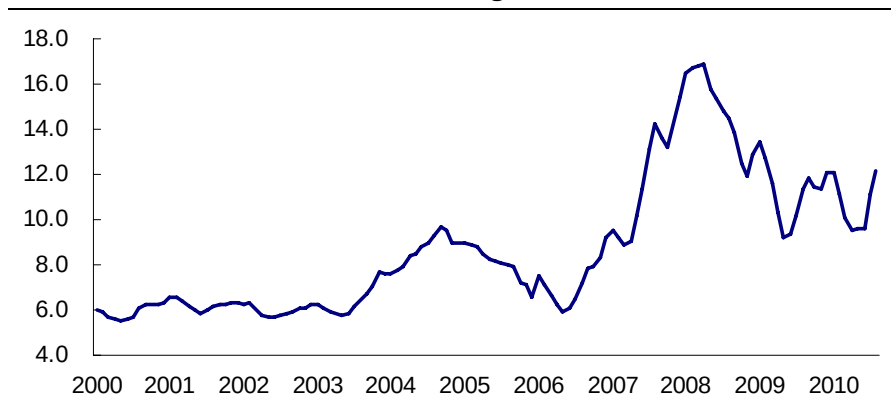
数据来源：农业部，国泰君安证券研究

图 7：全国猪粮比均值



数据来源：农业部，国泰君安证券研究

图 8：全国待宰活猪均价（Jan.2000-Aug.2010，元/公斤）



数据来源：农业部，国泰君安证券研究

4. 主业分析：快速扩张，产业延伸

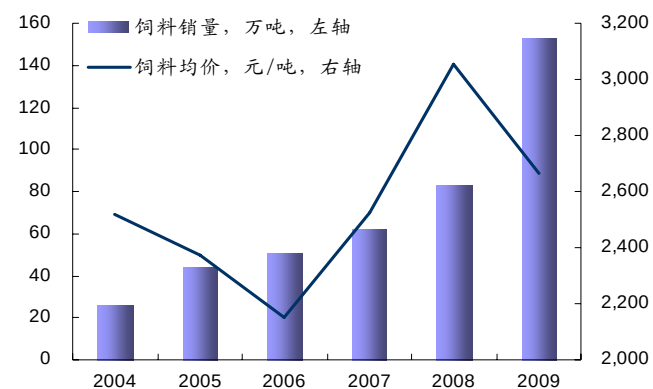
4.1. 主业处于快速规模扩张中

2007 年以前，正邦科技的营业收入 95% 以上来自饲料业务，但公司已经开始做产业链延伸的规划，计划扩大养殖业务的规模。在 2007 年正邦科技 IPO 的募投项目中，除了扩大原有饲料产能之外，还包含了“双肌臀”大白猪良种繁育产业化这样的项目。

上市后的三年，正邦科技实现了饲料销量、收入的快速增长，2007-09 年，饲料销量复合增长率达到 44.8%，收入复合增长率达到 55.4%。与此同时，生猪养殖收入实现更快速的增长，三年复合增长率超过 100%，2009 年商品猪出栏 16.78 万头，2010 年上半年就超过了 17 万头。

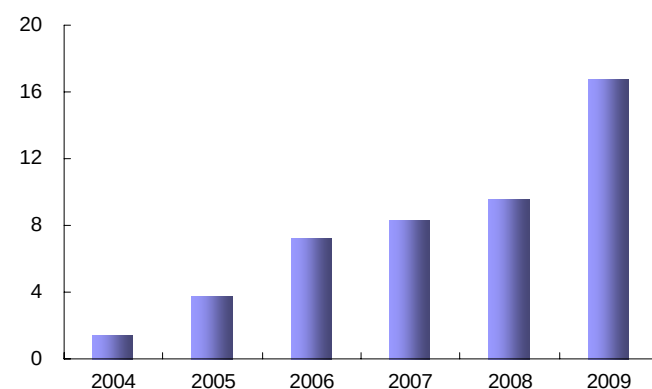
随着饲料产能的布点基本完成，正邦科技目前饲料业务的单班产能已达 500 万吨，双班产能 1000 万吨。对饲料业务而言，未来 2-3 年的重点任务是在现有布局的基础上，提高产能利用率，未来饲料业务的路径很可能是“先上规模、后有利润”，我们预计 2010 年全年饲料产量计划达到 200 万吨以上。

图 9：正邦科技饲料销量及均价



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

图 10：正邦科技生猪出栏量（万头）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

4.2. 非公开发行扩大养殖规模

正邦科技于 2010 年 3 月 8 日以 10.5 元/股的价格非公开发行 4352 万股，10 个募投项目中，仅有 2 个与饲料有关，其他大多与养殖相关，另外还包括一个肉制品加工项目。

募投项目中的重头戏是在湖北沙洋成立正邦现代农业有限公司，其中包括饲料、种猪、商品仔猪等业务。其中五个猪场年均出栏商品仔猪 29 万头，成为正邦科技 2010-11 年生猪养殖增量的重要来源。

在具体经营模式上，公司采取与农户共同构建“公司+农民专业合作社+农户”、“公司+畜牧小区+农户”、“五统二保”（统一仔猪种苗、统一饲料、统一预防治疗药品、统一技术服务、统一定价回收出栏的商品猪、养猪重大风险保险、保证农户基础养猪利润）的产业模式，将商品猪催

肥阶段交由养殖户自己完成。

在募投项目之外，正邦科技 2010 年中报在建工程当中也有多达 23 个猪场的新建、扩建项目，未来 2-3 年公司的养殖规模将呈现快速增长，我们预计 2010-12 年生猪出栏量为 40/60/80 万头。

正邦科技非公开发行募集资金项目（百万元）

序号	项目名称	投资额	收入	净利润
1	年加工 8 万吨可溯源安全猪肉食品项目	111.4	1,178.7	44.1
2	年产 18 万吨饲料厂建设项目	42.3	248.4	5.9
3	江西省原种猪场有限公司金溪琅琚基地	45.2	31.4	12.7
	湖北沙洋正邦现代农业有限公司	239.4	470.4	41.2
4	年产 24 万吨饲料厂建设项目	50.1	332.4	9.1
5	原种猪场	50.2	26.0	14.8
6	第一猪场	28.5	23.2	3.6
7	第二猪场	28.6	23.2	3.6
8	第三猪场	28.5	23.2	3.6
9	第四猪场	28.5	23.2	3.6
10	第五猪场	24.9	19.2	2.8
	合计	438.2	1,928.8	103.9

4.3. 肉制品业务：可溯源、安全放心肉

从历史上看，“种猪、仔猪、商品猪、屠宰、肉制品加工”产业链的各个环节中，商品猪养殖收益波动最大。近几年由于生猪价格、原材料价格的大幅度波动，养殖效益的波动呈现加剧态势，这也直接导致了越来越多的个体养殖户推出这个市场，规模化养猪场的市场份额逐步提高。

相比商品猪的养殖，上游的种猪、仔猪盈利相对稳定，但收入规模较小；下游的屠宰、肉制品环节则兼具收入规模大、盈利相对稳定的特点。我们相信这是很多传统的农业企业希望向下游产业链延伸的初衷。

正邦科技中报显示其肉制品销售收入约 5000 万，增长 220%。未来肉制品将逐步在正邦科技的收入构成中占据更为重要的地位，加之收入规模较小，未来 2-3 年将保持高速增长。

正邦科技希望借助其完整的饲料、养殖、屠宰产业链，打造“可溯源、安全放心”猪肉产品，其对肉制品业务的目前的定位如下。

- 1、区域：以珠三角为中心发展，屠宰场主要分布在在赣中地区；
- 2、品质：定位于屠宰品质较高的猪，在终端销售环节体现品牌溢价；
- 3、渠道：旗舰店带动卫星店模式，由公司自己投资在县城建立旗舰店，再考虑在相对富裕的重点乡镇建卫星店，比例为 1:10。

总体上，目前正邦科技希望通过可溯源的猪肉产品，经由公司自己控制的终端销售网络，销售优质的猪肉产品，通过品牌体现溢价。

5. 盈利预测与投资评级

盈利预测主要假设：

- 1、对 10-12 年饲料销量的预测为 200/262/344 万吨，毛利率水平保持 2008-09 年的平均水平；
- 2、预期生猪价格仍将上涨 3-6 个月，高点将超过 15 元/公斤，2011 年生猪收购均价高于 2010 年；
- 3、2010-12 年生猪出栏数的预测是 40/60/80 万头，2011 年生猪养殖效益平均水平略好于 2010 年。
- 4、肉制品业务的收入保持较快速增长，毛利率水平逐步上升。

本文标题之所以将正邦科技称为“猪价上涨首选标的”，基于生猪产业链仍处于景气上升通道中的假设，同时饲料、养殖业务处于快速扩大规模的时期，有望实现业绩的高增长。

基于以上假设，我们对正邦科技 2010-12 年 EPS 业绩预测分别为 0.45/0.69/0.93 元，三年复合增长率预计为 56.7%，按 2011 年 EPS 预测 35 倍 PE，目标价 24.15 元，增持评级。

（百万）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
饲料	2,534	4,061	5,467	7,315	9,788
养殖	157	281	718	1,109	1,614
肉制品	0	84	200	250	300
其他	5	32	80	88	97
合计	2,696	4,459	6,465	8,762	11,798

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		