

隧道股份 (600820)

立足长三角拓展业务，期待重组利好

	韩其成	白晓兰
	021-38676162	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026

本报告导读：

隧道股份作为上海城建的下属上市公司，是上海资产证券化中具有重组预期的标的公司之一。2010-11 年 EPS0.65、0.76 元，建议谨慎增持，目标价格 13 元。

投资要点：

9 月 27 日，我们组织了对隧道股份的调研，调研情况如下：

- 9 月 27 日，上海市国资委副主任刘燮在季度新闻例会上表示，将继续支持符合条件的企业实现整体上市或核心资产上市。据上海国资委网站消息，隧道股份大股东上海城建集团曾表示，要积极推进国资国企改革，重点推进主辅分离和企业破产清算工作。目前城建集团的利润是隧道股份的 1.7 倍。隧道股份会根据大股东的安排做出反映。
- 世博会对公司的影响不是特别大，世博会后上海还会有一定的投资项目，比如迪斯尼项目。考虑上海 2012 年以后投资项目下降，公司将执行“立足长三角、面向全国、走入海外”的战略。长三角地区是公司业务拓展的主要区域，因为公司在上海的项目具有示范效应，对长三角市场也更为了解。目前，公司在华中、华南也有一定的布点如昆明、成都，海外业务现在主要在新加坡。
- 公司未来将大力发展投资业务。投资业务目前贡献的利润占总利润的 50%。控制地方融资平台以后，地方政府对 BT、BOT 项目更有需求。公司的施工业务可以带动投资业务，投资项目的内部收益率约 8% 多。总体来说，公司的毛利率会比较稳定，主要在于现在的合同现在是半开口合同，原材料的价格波动也可以部分转嫁。

公司的主要优势在于技术领先。公司在越江隧道方面具有无可比拟的经验与技术优势，越江隧道的毛利率略高。2010-11 年 EPS0.65、0.76 元，建议谨慎增持，目标价格 13 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12,502	15,083	18,059	21,666	26,000
(+/-)%	45.8%	20.7%	19.7%	20.0%	20.0%
经营利润 (EBIT)	252	197	333	469	573
(+/-)%	-6%	-22%	69%	41%	22%
净利润	233	361	478	560	692
(+/-)%	22%	55%	33%	17%	24%
每股净收益 (元)	0.32	0.49	0.65	0.76	0.94
每股股利 (元)	0.10	0.00	0.27	0.31	0.38

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	2%	1%	2%	2%	2%
净资产收益率 (%)	7%	9%	12%	13%	14%
投入资本回报率 (%)	10%	8%	11%	16%	22%
EV/EBITDA	9.6	10.9	17.8	13.1	10.9
市盈率	31.7	20.5	15.4	13.2	10.7
股息率 (%)	1.0%	0.0%	2.6%	3.1%	3.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：增持

目标价格：13.00

上次预测：13.00

当前价格：10.06

2010.09.29

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.01-15.30
总市值 (百万元)	7,379
总股本/流通 A 股 (百万股)	734/734
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	74

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,085
每股净资产	5.57
市净率	1.8
净负债率	117%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.12
Q	0.13	0.23
Q3	0.09	0.12
Q4	0.18	0.18
全年	0.49	0.65

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	12%	-19%
相对指数	-3%	9%	-14%

相关报告

《中报预增 50% 以上，好于预期》	2010.08.09
《看点在地铁高景气度和资产注入预期》	2010.03.29
《业绩符合预期，价值取决于整合进程》	2009.10.29
《中期业绩符合预期，主题投资机会仍在》	2009.08.10
《1 季度净利润同增 20%》	2009.04.29

模型更新时间: 2010.09.29

股票研究

工业
建筑工程业

隧道股份 (600820)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 13.00

上次预测: 13.00

当前价格: 10.06

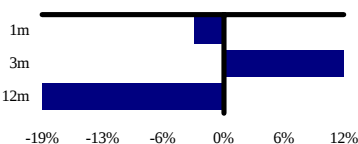
公司网址

www.stec.net

公司简介

公司是一家专门从事软土隧道施工的企业,也是中国施工行业第一家上市的股份制公司和中国第一家设立博士后工作站的施工企业,具有二十余年从事隧道及地下工程的技术优势,始终保持着中国软土隧道事业的领先优势,隧道施工技术水平接近和达到国际先进水平。2004年10月,隧道股份承担的盾构掘进机国产化863计划取得了重大突破,中国第一台具有自主知识产权的地铁盾构掘进机在隧道股份机械厂诞生,并成功地投入到上海轨道交通网的建设。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

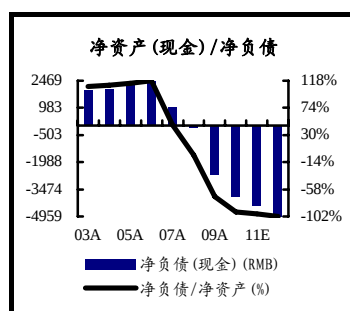
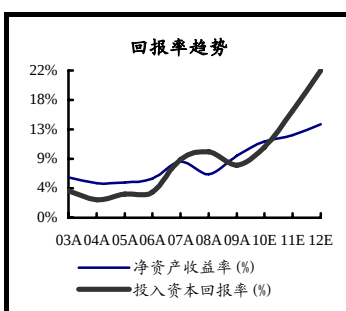
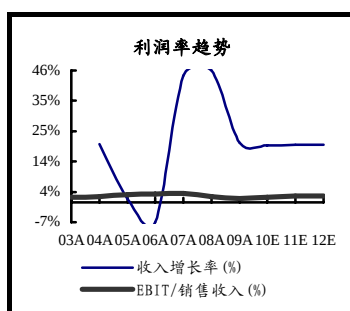
8.01-15.30

市值 (百万)

7,379

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,273	6,334	6,400	5,955	8,577	12,502	15,083	18,059	21,666	26,000
主营业务成本	4,850	5,822	5,813	5,287	7,719	11,478	13,657	16,270	19,516	23,415
税金及附加	117	162	185	186	283	369	457	547	656	787
主营业务利润	306	350	402	481	575	654	969	1,243	1,493	1,797
其他业务利润	11	11	8	32	-5	27	26	27	32	39
营业费用	13	15	21	26	31	35	43	52	61	68
管理费用	208	227	231	264	281	341	703	831	932	1,118
EBIT	95	119	159	159	268	252	197	333	469	573
财务费用	70	97	107	180	213	224	185	203	224	239
营业利润	25	22	51	-21	54	28	12	130	245	334
所得税	18	29	33	40	78	71	105	139	163	202
少数股东损益	3	6	-2	1	2	4	4	5	6	7
净利润	108	96	105	123	190	233	361	478	560	692
资产负债表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	690	846	884	947	1,596	3,349	5,407	6,825	7,522	8,414
其他流动资产	2,865	3,414	3,356	4,122	4,003	5,474	6,419	7,685	9,220	11,064
长期投资	1,844	658	604	2,040	556	549	553	907	1,224	1,591
固定资产合计	919	1,424	2,088	1,599	1,945	2,461	2,727	3,526	3,679	3,848
无形资产及其他资产	613	1,734	1,790	1,245	1,160	1,086	1,003	1,077	1,164	1,272
资产合计	6,930	8,074	8,721	9,972	11,179	14,817	17,841	20,056	22,852	26,240
流动负债	3,611	4,143	4,681	5,706	7,252	8,711	9,278	10,984	13,048	15,532
长期负债	1,499	2,007	2,029	2,118	841	2,372	4,576	4,915	5,311	5,801
股东权益	1,786	1,823	1,935	2,085	2,221	3,547	3,836	4,120	4,452	4,862
投入资本(IC)	1,940	3,308	3,140	3,103	2,143	1,930	1,911	2,426	2,231	1,985
现金流量表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	79	89	112	120	190	194	153	259	364	445
折旧与摊销	318	285	239	317	450	453	426	49	49	49
流动资金增量	408	(257)	(888)	996	(1,221)	(655)	(202)	(359)	(435)	(523)
资本支出	1,851	1,910	960	(717)	711	895	609	923	289	325
自由现金流	(1,861)	(1,279)	280	158	1,150	406	172	(256)	559	691
经营现金流	68	781	97	712	1,736	1,687	2,338	285	460	616
投资现金流	(387)	(433)	(148)	(733)	(805)	(530)	(1,334)	(923)	(289)	(325)
融资现金流	330	(209)	92	24	(295)	572	1,041	(341)	(385)	(439)
现金流净增加额	12	139	42	3	636	1,729	2,045	(979)	(214)	(148)
财务指标	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性										
收入增长率		20.1%	1.0%	-7.0%	44.0%	45.8%	20.7%	19.7%	20.0%	20.0%
EBIT 增长率		25.7%	33.3%	0.4%	68.1%	-5.9%	-21.8%	69.1%	40.6%	22.2%
净利润增长率		-11.4%	10.0%	17.1%	54.4%	22.4%	54.8%	32.6%	17.1%	23.6%
利润率										
毛利率	8.0%	8.1%	9.2%	11.2%	10.0%	8.2%	9.5%	9.9%	9.9%	9.9%
EBIT 率	1.8%	1.9%	2.5%	2.7%	3.1%	2.0%	1.3%	1.8%	2.2%	2.2%
净利润率	2.0%	1.5%	1.6%	2.1%	2.2%	1.9%	2.4%	2.6%	2.6%	2.7%
收益率										
净资产收益率(ROE)	6.1%	5.3%	5.4%	5.9%	8.6%	6.6%	9.4%	11.6%	12.6%	14.2%
总资产收益率(ROA)	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.7%	1.6%	2.0%	2.4%	2.5%	2.6%
投入资本回报率(ROIC)	4.1%	2.7%	3.6%	3.9%	8.9%	10.0%	8.0%	10.7%	16.3%	22.4%
运营能力										
存货周转天数	40.2	75.0	83.6	102.5	80.3	69.5	74.2	72.7	72.6	72.6
应收账款周转天数	108.02	87.78	88.04	120.66	81.27	65.87	66.07	66.07	66.07	66.07
总资产周转天数	479.8	465.3	497.4	611.2	475.7	432.6	431.7	405.4	385.0	368.4
净利润现金含量	0.63	8.16	0.92	5.77	9.12	7.24	6.48	0.60	0.82	0.89
资本支出/收入	35%	30%	15%	-12%	8%	7%	4%	5%	1%	1%
偿债能力										
资产负债率	73.7%	76.2%	76.9%	78.5%	72.4%	74.8%	77.7%	79.3%	80.3%	81.3%
净负债率	109.2%	111.0%	114.4%	118.4%	46.7%	-2.2%	-70.0%	-94.7%	-98.0%	-102.0%
估值比率										
PE	51.2	57.8	52.6	44.9	41.0	41.5	26.8	15.4	13.2	10.7
PB	3.1	3.0	2.9	2.7	3.5	2.7	2.5	1.8	1.7	1.5
P/S	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	17.49	17.91	18.15	15.17	12.68	12.91	14.60	17.79	13.14	10.94
股息率	27.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.8%	0.0%	2.6%	3.1%	3.8%



1. 上海国资证券化的重组预期

1.1. 政策背景

9月27日,上海市国资委副主任刘燮在季度新闻例会上表示,截至目前已完成上海医药、上海建工、锦江股份、锦江酒店、上海电气等上市公司资产重组工作,下一步将继续支持符合条件的企业实现整体上市或核心资产上市。据上海国资委网站消息,隧道股份大股东上海城建集团曾表示,要积极推进国资国企改革,重点推进主辅分离和企业破产清算工作。

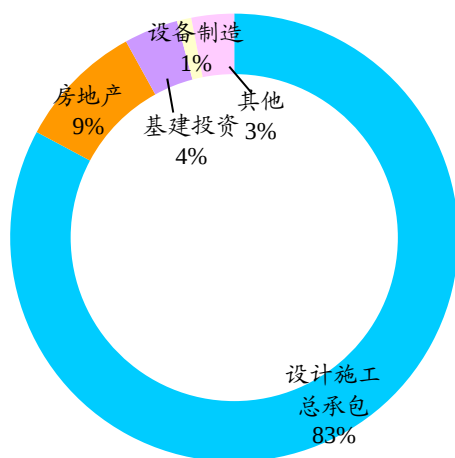
大规模整合后,如何有效监管和激励成为另一核心点。对此,刘燮表示,要让董事会成为公司治理的中枢,目前共有11家企业实行董事会试点,部分企业实行监事会团队化管理,基本覆盖产业类企业集团;经过资格认定委员会资格认定、推荐的外部董事达35名,外派监事6名;董事会还将在经营层的任命、建立中长期激励机制等方面发挥更重要的作用。

1.2. 上海城建净利润为隧道股份的1.7倍

隧道股份大股东上海城建集团2009年总资产355亿、收入193亿、净利润6.4亿,隧道股份总资产178亿、收入150亿、净利润3.6亿。2010年上半年,城建集团总资产373亿元,收入119亿元,净利润4.5亿元,其中归属母公司净利润2亿元。

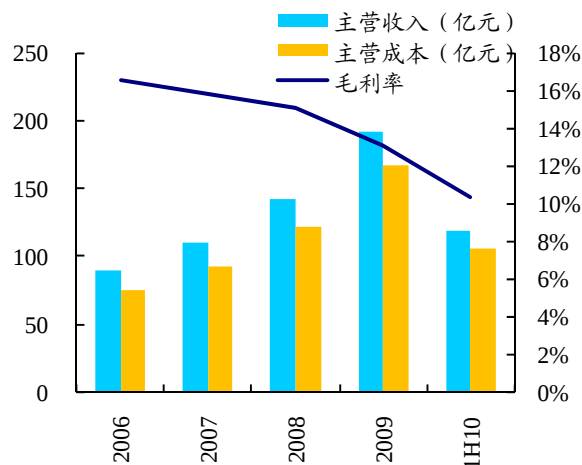
上海城建收入构成施工、房地产开发、基础设施投资、设备制造、其他83%、9%、4%、1%、3%,09年房地产收入18亿。

图1: 上海城建2009收入分类情况



数据来源: 上海城建, 国泰君安证券研究

图2: 上海城建历年收入、成本、毛利率



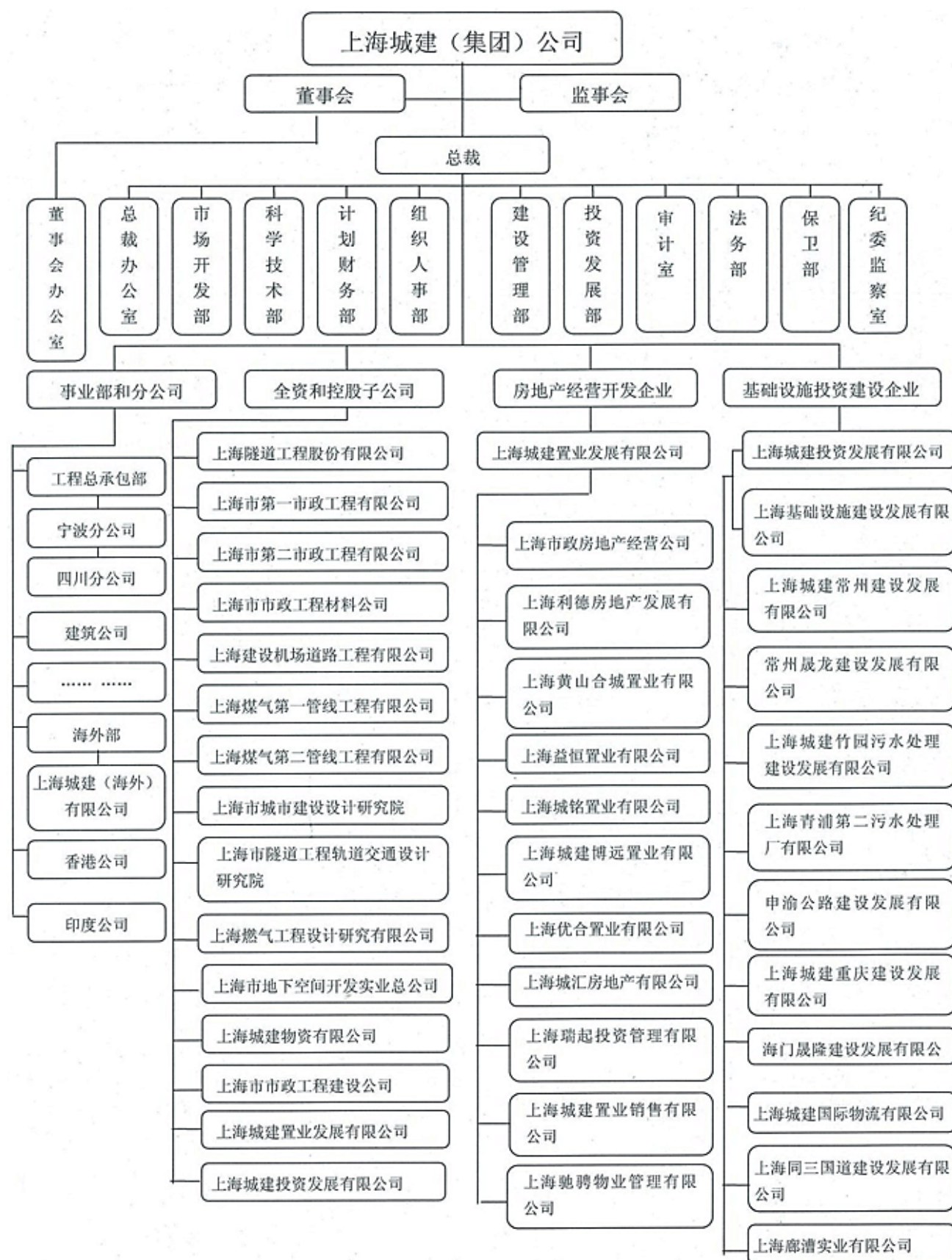
数据来源: 上海城建, 国泰君安证券研究

表1: 城建集团设计施工总承包主要下属企业情况

公司名称	主营业务	年工程量/年收入
隧道股份	越江隧道、轨道交通, 工程量占城建集团的50%	100亿元以上
第一市政	桥梁(传统优势)、高速公路等	15~20亿元
市政建设	代建制企业, 收取工程造价1%的代建费	1200万元
煤气管一煤气管二	原根据浦东、浦西划分业务, 后取消该划分, 二者合计占上海市煤气管线工程的95%	10亿元
场道公司	机场跑道、赛车场跑道建设	10亿元
地空公司	地下空间建设、经营管理、租赁和物业管理	5,000~6,000万元
隧道设计院城建设计院燃气设计院地空设计院	软土隧道和地下工程设计研究城市基础设施勘察设计燃气管网规划设计地下空间设计院	5亿元

数据来源: 上海城建, 国泰君安证券研究

图 3: 上海城建的组织结构



数据来源: 上海城建、国泰君安证券研究

设计施工：在区域布局上，城建集团今后两年的业务量都饱满，2012 年以后，上海的投资规模可能有所下降，城建集团也致力于提高外地与海外业务比重。外地目前以长三角为主，海外有安哥拉体育馆（2.27 亿美元）、印度的 TBM（2.2 亿元）、亚洲开发银行的当地高速公路项目（1.5 亿元）。

房地产：城建集团主要从事商品房和办公用房开发，09 年房地产收入为 17.67 亿元。2009 年城建集团新增 1 块青浦土地项目，拟用于住宅开发。

表 2：城建集团房地产的部分项目

项目名称及类型	类型	竣工时间	总投资（亿元）	建筑面积（万平方米）
瑞和宜山大厦	写字楼	2010 年初	2.7	2.9
瑞和国顺大厦	写字楼	2010 年末	1.64	2.15
安亭瑞仕花园	住宅	2014 年	17	23
大宁瑞仕花园	住宅	2011 年末	23	10

数据来源：上海城建、国泰君安证券研究

1.3. 调研情况

据公司表态，目前公司并不了解上海国资委的这一政策对隧道股份的具体实施，主要还是要根据大股东的安排。但是公司一有整合动向，一定会立即停牌。

2. 世博会后的业务拓展战略：走出上海

世博会前由于大量项目需要建设，上海的投资处于井喷状态。世博会召开对工程影响不大，除非因为交通管制，大部分项目都是正常进行的，上海的工程量减少。公司主要是在地下施工的，所以影响小。上海还是会有项目的，比如虹梅南路 30 个亿的大项目，上海的地铁项目还是不少，10 年左右时间要建成 800-1000 公里左右。地铁只有形成网络化才能形成优势。

世博会后**上海市场**主要在于：1）虹桥枢纽站附近的大型商务区建设，规模相当于小陆家嘴一期；2）世博园后续利用，绝大部分会拆除，以后这块地可能做商业开发；3）迪斯尼项目，基建将以上海的力量为主导。隧道股份在地下结构方面是有竞争优势的。

未来三年的规划没有具体规划，上海工程量降低，外地业务增长会提高。但是，董事会对经营管理层没有具体要求。

目前对上海、外地有规划，但是没有数量上的。**规划特点：上海→长三角→全国。**执行“立足长三角、面向全国、走入海外”的战略。

目前，中南、华南都是布点性质，比如昆明、成都。长三角地区是主要的市场，因为该地区项目竞争相对透明、地方保护主义小，公司在上海做的时间就，业主关系维持得好，也有利于口碑在长三角的拓展。上海地区增速放缓以后，外地业务的增速会增加。上海、外地的毛利差异不多，但是开拓外地市场前期会有其他费用，所以一开始外地的毛利率可能会低一些。

长三角地区的地铁规划大，市场是非常大，但是竞争也是比较激烈的。公司作为上海企业，在上海拿项目比较有优势，但是外地就一定会面临当地企业、中铁、铁建这些企业的竞争。公司最大的优势在穿越类项目和技术难度较高的项目。地铁招标主要分为商务标与技术标。技术标准难度大，商务标就是施工难度比较低的了，比如普通的标（商务标占 70%，技术标占 30%）。公司中标的主要是技术标，比如世纪大道、宜山路等。但是技术难度高不一定说就可以有更高的毛利率，因为会受到行业限制，业主可能也有一定的要求。但技术标做得好，更容易拓展公司的声誉、也可以得到业主的肯定，对业务拓展有好处。

海外业务: 公司在新加坡有业务, 几十个亿的项目, 公司做了新加坡金沙度假村的地下结构、排水管道。新加坡的陆路交通局对公司的业务非常满意。另外, 新加坡业务一般周期长, 大约 4-5 年。

08 年以前都是联体项目中标的, 不并表。08 年以后是独立总承包项目, 才开始合并报表。

新加坡的市场比较好。主要的机会来自新加坡本来的基建已经做得非常好了, 所以以前在新加坡做得好的公司撤离了, 现在开始新一轮的建设, 有点儿供不应求了。

隧道股份下属的二公司去过印度, 承包了一个小段。但是印度政局不稳定, 印度的土地是私有的, 动拆迁难度非常大。

3. 未来业务定位: 大力发展投资业务

施工、投资、机械制造 3 块主业。机械制造和投资是施工带动。

投资是大力发展的, 现在利润的 50% 是来自投资的, 所以大力发展。

机械制造是对主业贡献的, 是新型战略业务, 但是其发展是有时间段的, 每年基本是 2 个亿左右, 一开始的 20 台订单是非市场的作用, 是业主上海市政府的作用。一个公司一年卖 20 台的盾构机在全世界都是罕见的。盾构机业务比较难预测以后的销量是多少, 因为极其是业主有购买意向, 然后根据要求制造的。盾构机年产可以达到 30 台, 6.34 米直径的盾构机, 只有这个有自主知识产权, 11 米的是越江隧道用的。上半年没有盾构机订单。大型盾构机计划今年来验收。

房地产: 沉香房是回迁房, 还没有结算, 政府谈了一个 3-5%, 内部收益率 12.4~12.8% 左右。

订单难以预计。比如地铁的订单, 如果带车站标段的造价就高, 不带就低。地铁车站也是做成毛坯房, 防火、消防等, 换乘车站这些通道的设计等等。现在不能预计 11 年, 也不能说以后的订单就小、时间就短。因为以后还会有越江隧道、井字大通道。

10 年 1H 新签 81 个亿。一般中标上升, 业务收入也有增长。工期来说, 地铁基本是 2 年左右的工期, 越江隧道 3 年左右的工期, 世博会赶工新建路只用了 2 年。项目质保金 5-10%。

4. 公司盈利情况: 预期毛利率会比较稳定

分行业看, 对施工来说, 毛利率变动非常难, 现在原材料变成半开口的, 投资来说内部收益率基本都在 8.*%, 对投资行业变化不大, 机械制造现在不成规模, 现在可以忽略。如果现在有新的投资项目进来, 那么对毛利率影响就会比较大。

5. 运营业务政府回购与业务前景

政府回购的 BT 项目对公司来说是双刃剑, 一方面不会受长期收款的风险, 可以一下子把收益全部收回来, 但是以后每年的收益就没有了, 关键看拿到钱以后怎么投, 只要拿了钱有地方投资, 那还是好的。

政府回购的地方主要是经济区域发达了以后, 一方面政府有钱回购了, 另一方面交通压力大了, 民众要求停止收费。一开始说收费, 因为经济还没有那么发达, 比如大连路一开始也开始收费, 但是现在不收了, 政府通过每年给补贴来给公司收益。目前。宁波长虹项目也在谈回购, 公司希望今年谈完, 现在没有任何进展, 前期做些评估, 目前刚刚进入正轨。

政府的财政是有压力的, 特别是清理地方融资平台以后, 所以 BT、BOT 项目一定是会有的, 比如常州。BT 项目基本都是内部收益率大约都是 8.2-8.3%, 拿到多少利润, 取决于融资成本能够降多少, 公司目前主要通过银行来融资, 基本是基准利率下浮 10%。钱江项目 (BOT) 的内部收益率 7.92%, 8% 左右, 关键看以后的车流量。

BOT 项目: 大连路隧道、常州市健身北路及延伸、常金线、大学城地道工程投资、建设、移交合同。

BT 项目：有昆明三环闭合工程、杭州钱江通道工程、常州中吴大道工程。

资本市场上融资不大可能做，主要还是银行贷款为主。

虽然公司目前是投资运营业务利润占比高，但是不能说公司是一个投资运营类公司，公司的投资运营都是施工带动的，公司还是施工型企业。

6. 竞争情况：优势在技术

竞争对手中主要是：中铁、铁建，葛洲坝现在也有意加入。但是隧道股份在地铁施工领域做了 40 多年，是业内最专业的。中铁、铁建是大型央企，在各地有各个局，因此在当地有一定的优势的。隧道股份的优势主要是技术领先。

7. 出售隧道院的影响

隧道院去年只贡献了 1000 多万。前期上海地铁多，世博会以后地铁建设相对降低，在隧道院发展到最高峰的时候把它卖掉也是好的。现在申通集团提出管理地铁运营压力非常大，需要对运营路线有一个整体了解的部门，所以看中了隧道院。上海市政府组织了 this 交易，现在卖也可以说是将隧道院在高点出售。

8. 政府补贴

政府补助主要为财政扶持金、产业专项财政补贴、境外承包工程投标补贴。2009 年 1-4 季度营业外收入分别为 1046、609、2348、9500 万元，下半年比上半年多、2 季度是个低点，这取决于政府给的时点，其中财政扶持金类似于营业税金返还具有可持续性。这次政府补助大幅增加除于主营业务收入增加外，政府返还时点也是重要原因。

上海是政府对公司有一些营业税返回，2009 年有 1.2 个亿，10 年上半年 0.8 亿元，每年都会有这样的营业税返还，但是不能说这个政策一定会长期持续下去，可以看作是常性的非经常性损益。

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

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		