



林纸产品/原材料

中顺洁柔 (002511)

与行业一同高速增长

——中顺洁柔新股询价定价报告

	王峰	徐琳
	0755-23976228	021-38676644
	wangfeng@gtjas.com	xulin@gtjas.com
	S0880200010288	S0880108023061

本报告导读:

公司产品是一次性消费品,正处于高速增长时期,公司本身通过产能扩张、收购股权等也将快速发展,值得较长时间关注。

投资要点:

- **我国生活用纸行业保持持续高速增长势头。**伴随经济增长和人们生活水平的提高,近十年我国生活用纸产量年复合增长率为 9.80%,消费量年复合增长率 8.98%。在 2008 年发生全球金融危机的情况下,我国生活用纸行业产销量仍保持了 5%以上的增长速度,呈现出我国生活用纸消费刚性需求的特点。
- **生产基地和销售渠道相结合的快速消费品经营模式。**公司自成立以来一直从事中高档生活用纸产品的生产和销售,拥有“洁柔”、“太阳”两大国内生活用纸知名品牌,主要产品为卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。公司拥有广东中山、广东江门、浙江嘉兴、湖北孝感和四川成都五大生产基地,主要营销渠道是经销商和直营卖场。
- **提升产品销量和售价,调整产品结构,实现经营状况持续提升。**近三年,公司营业收入复合增长率为 14.42%,净利润 64.72%。细分产品来看,主导产品卷纸近几年以 15%左右的速度稳定增长,销售占比维持 60%附近。软抽纸和手帕纸毛利率水平相对较高,是未来重点发展的产品系列,销售比例从 2007 年的 23.6%提升至 2010 年中期的 36.2%。
- **募投项目将进一步完善公司的生产基地布局。**公司产能利用率保持 85%以上,10 年上半年产销率 101.87%,处于高位。产能已成为公司进一步成长的瓶颈。本次募集资金全部用于公司的主营业务,三个募投项目将进一步完善公司的生产基地布局,投资项目建成后,公司产能将增加 91.40%。
- **我们预期 2010-2011 年中顺洁柔净利润分别增长 23%、24%,稀释后 EPS 分别为 0.85 元、1.06 元。给予 10 年 36-42 倍的估值,即合理价位在 30.60-35.70 元,建议询价区间为 24.48-28.56 元。我们估计中顺洁柔首日开盘价涨幅在 30%-60%之间,首日价格应在 34.48-42.43 元。**

建议询价区间

24.48-28.56

上市首日定价区间

34.48-42.43

2010.11.11

发行上市资料

总股本(万股)	12,000
发行量(万股)	4,000
发行日期	2010.11.12
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	安信证券
预计上市日期	-

发行前财务数据

每股净资产(元)	4.21
净资产收益率(%)	14.3%
资产负债率(%)	65.1%

主要股东和持股比例

中顺集团	30.06%
香港中顺	21.47%
隆兴投资	7.50%
佳畅贸易	4.15%
中基投资	2.90%
华明光源	2.26%
益嘉贸易	1.98%
亨茂贸易	1.82%
其他机构投资者	2.86%
社会公众股	25.00%

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,446	1,619	1,758	2,125	2,783
(+/-)%	17%	12%	9%	21%	31%
经营利润(EBIT)	102	183	195	218	308
(+/-)%	64%	79%	7%	12%	41%
净利润	51	110	136	170	232
(+/-)%	25%	117%	23%	24%	37%
每股净收益(元)	0.42	0.92	0.85	1.06	1.45
每股股利(元)	0.17	0.00	0.26	0.31	0.35

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

1. 公司概况

公司是经广东省对外贸易经济合作厅批准，由中顺纸业有限整体变更设立的外商投资股份有限公司。公司以生产和销售中高档生活用纸为主，属国内生活用纸行业第一梯队企业。邓氏家族通过中顺集团、香港中顺和中基投资控制公司发行后股份的 54.4%，是公司的实际控制人。

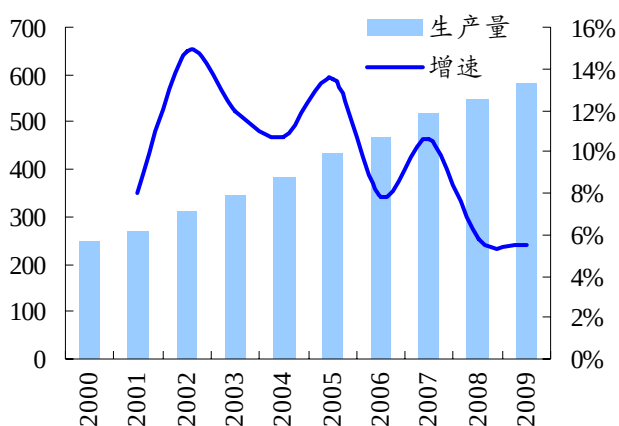
2. 行业发展背景及行业地位

2.1. 行业发展背景：生活用纸行业保持持续高速增长势头

生活用纸是日常生活不可或缺的物品，属于快速消费品。伴随经济增长和人们生活水平的提高，我国生活用纸行业保持了持续高速增长势头。

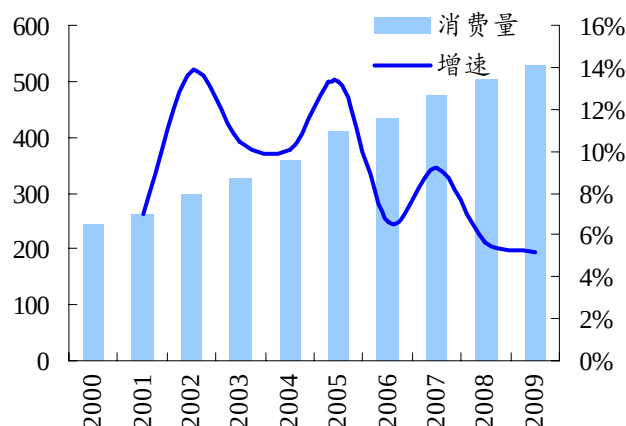
我国是亚洲最大、全球第二大卫生纸生产国及消耗国，仅次于美国。2009 年我国生活用纸产量为 580 万吨，近十年年复合增长率为 9.80%；消费量 529 万吨，年复合增长率 8.98%。在 2008 年发生全球金融危机的情下，我国生活用纸行业产销量仍保持了 5% 以上的增长速度，呈现出我国生活用纸消费刚性需求的特点。

图 1：中国生活用纸行业增长图——产量（万吨）



数据来源：chinappi，国泰君安证券

图 2：中国生活用纸行业增长图——销量（万吨）

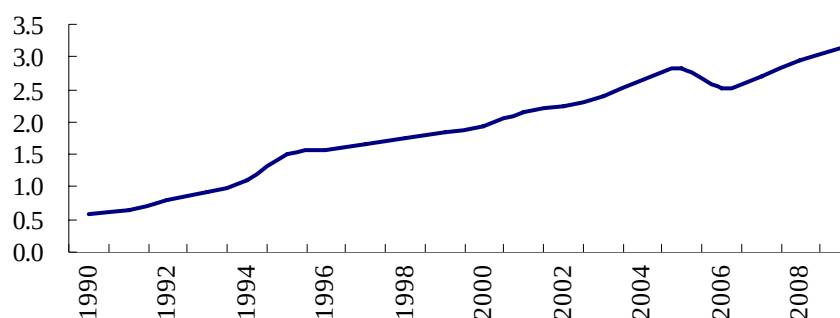


数据来源：chinappi，国泰君安证券

从人均消费量的角度看，我国生活用纸的未来市场空间巨大。随着人们生活质量的不断提高，我国人均生活用纸消费量从 80 年代的 0.4kg 迅速发展发展到 2009 年的 3.14 kg，但与世界平均水平 4.1kg 还有一定差距，与经济发达国家和地区相比差距巨大（发达国家普遍超过 10kg，其中美国、瑞典等甚至超过 20kg）。可见生活用纸的发展仍有很大的潜在市场

和发展空间，持续高速增长势头可继续维持。

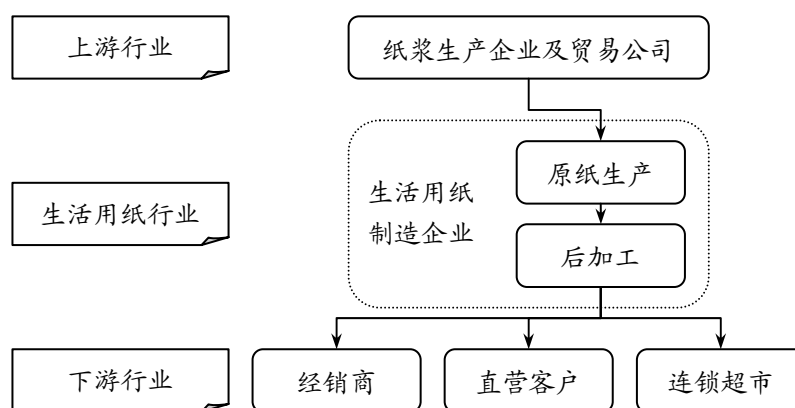
图 3：历年生活用纸人均消费量 (kg/人/年)



数据来源：chinappi，国泰君安证券

2.2. 生活用纸行业产业链

图 4：生活用纸产业链



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

2.3. 行业地位：

我国生活用纸行业呈现多层次竞争格局，众多的生产厂商按其产能规模大小分属三个梯队。公司与维达国际、恒安国际、金红叶纸业属于国内生活用纸行业的第一梯队成员。2007 年-2009 年，按销售金额计算，公司在国内市场的市场占有率分别约为：4.03%、3.86%和 3.89%。

表 1：2009 年综合排序前 15 位的生活用纸制造商（万吨）

企业名称	产能	品牌
恒安纸业	42	心相印、柔影
维达纸业集团	全国	维达、花之韵
金红叶纸业（中国）	品牌	42.2 清风、唯洁雅、真真
中顺纸业集团	18.6	洁柔、C&S、太阳
上海东冠集团	区域	8.6 洁云，丝柔

上海金佰利纸业	品牌	7.3	舒洁, Kleenex
永丰余家品 (昆山)		6.7	五月花
东莞白天鹅纸业		5.0	贝柔
宁夏美洁纸业股份		14.0	美洁, 滩羊, 双喜
广西贵糖 (集团)		8.3	纯点、碧绿湾、蝶恋花、洁宝
宁夏紫荆花纸业		10.0	紫金花, 吉丽, 吉利来
王子制纸妮飘 (苏州)		1.5	妮飘, 得宝
惠州福和纸业		6.6	福和、Conner、Kami、绿仙子
胜达集团江苏双灯纸业		8.8	双灯, 蓝雅, 欧风, 老好
河南省奥博纸业		6.0	奥博

数据来源: 国泰君安证券, 招股意向书

全球排名前四的生活用纸生产厂商金佰利、乔治亚-太平洋、宝洁和 SCA Hygiene Products, 控制着全球大约 45%-46%的生活用纸生产能力。相比较而言, 我国排名前四的生活用纸生产厂商 2009 年按销售额计算的市场占有率为 27.2%, 产业集中度相对偏低。我国生活用纸行业发展将经历一个产业集中度不断提高的过程, 这一过程利于行业整体, 尤其是龙头企业的发展。

3. 公司经营模式及财务状况分析

3.1. 主要经营模式

公司在广东中山、广东江门、浙江嘉兴、湖北孝感和四川成都建有五大生产基地, 在华南区、华东区、华中区和华西区市场完成生产基地布局。

与此同时, 公司先后在北京、上海、杭州、孝感等地设立了销售中心, 逐步在全国范围内建立并完善各销售渠道。截至 2010 年 6 月 30 日, 公司拥有 692 名上规模、信誉好的经销商, 225 家直营卖场客户, 营销网络覆盖全国绝大部分地级 (县级) 城市。

表 2: 主要销售模式

地区	销售模式	主要客户
国内	经销商	
	直营卖场	家乐福、沃尔玛、易初莲花、乐购、好又多、大润发、麦德龙、百佳、华润万家
	商销	中石化、中石油、中国移动、建设银行
港澳	C&S (洁柔国际版)	
其他	OEM 定牌定制	

数据来源: 国泰君安证券, 招股意向书

从销售收入分布来看, 目前公司主要营销渠道是直营卖场和经销商。

表 3: 2010 年 1-6 月销售渠道情况

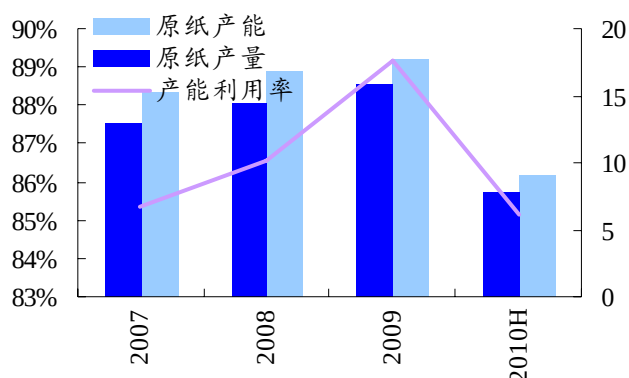
渠道	个数	销售收入 (万元)	比例 (%)
经销商	692	71,423.78	84.61%
直营卖场	225	12,115.59	14.35%
商销	149	521.62	0.62%
其他	87	357.94	0.42%
合计	1,153	84,418.93	100.00%

数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

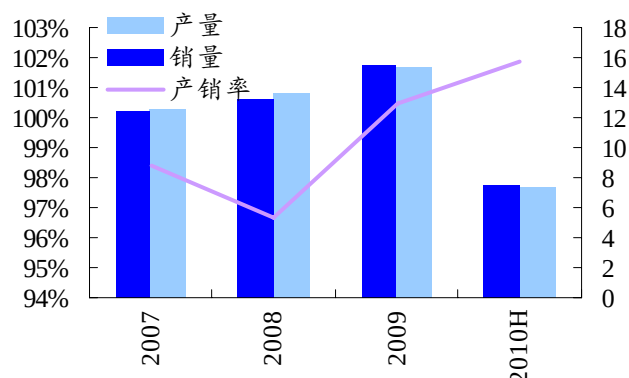
3.2. 主营业务产销状况

公司自成立以来一直从事中高档生活用纸产品的生产和销售, 拥有“洁柔”、“太阳”两大国内生活用纸知名品牌, 主要产品为卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。

近三年一期, 公司产能利用率均保持在 85%以上, 而生活用纸行业设备利用率基本保持在 85%的水平; 2010 年上半年产销率为 101.87%, 处于高位。产能已成为公司进一步成长的瓶颈。

图 5: 近三年一期原纸产能利用率 (万吨)


数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

图 6: 近三年一期产销情况 (万吨)


数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

表 4: 近三年一期细分产品产销状况 (单位: 万吨)

年份	产品	产量	销量	产销率
2010H	卷纸	4.628	4.744	102.51%
	软抽纸	1.575	1.572	99.81%
	手帕纸	0.634	0.643	101.42%
	盒巾纸	0.181	0.179	98.90%
	其他	0.297	0.314	105.72%
2009	卷纸	10.405	10.4	99.95%
	软抽纸	2.999	3.063	102.13%
	手帕纸	1.104	1.111	100.63%
	盒巾纸	0.471	0.473	100.42%
	其他	0.373	0.381	102.14%

2008	卷纸	8.842	8.467	95.76%
	软抽纸	2.152	2.114	98.23%
	手帕纸	1.055	1.046	99.15%
	盒巾纸	0.579	0.566	97.75%
	其他	0.993	0.972	97.89%
2007	卷纸	7.996	7.863	98.34%
	软抽纸	1.881	1.854	98.56%
	手帕纸	0.795	0.777	97.74%
	盒巾纸	0.683	0.671	98.24%
	其他	1.18	1.169	99.07%

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

从 2007 年到 2009 年，公司营业收入的复合增长率为 14.42%，净利润的复合增长率达 64.72%。收入和利润的大幅增长源于主要产品销量的增加以及产品价格的不断上升。

细分产品来看，卷纸是公司的主导产品，近几年以 15% 左右的速度稳定增长，销售占比维持 60% 附近。软抽纸和手帕纸毛利率水平相对较高，是公司未来重点发展的产品系列，销售比例从 2007 年度的 23.6% 提升至 2010 年中期的 36.2%。盒巾纸等其他产品比重则逐步下降。

图 7：近三年一期分业务收入情况（单位：百万元）

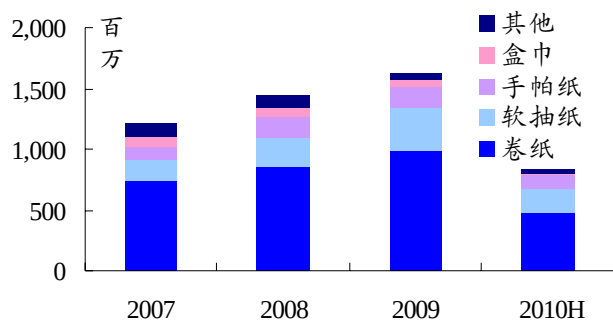
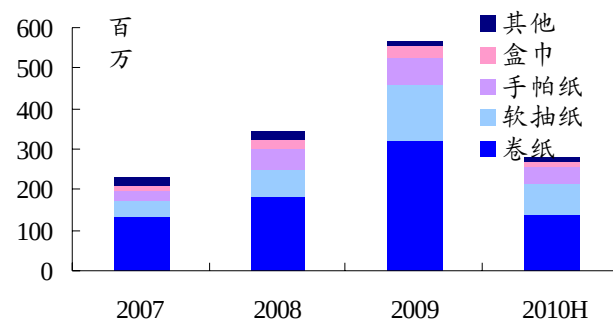


图 8：近三年一期分业务毛利情况（单位：百万元）



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 9：近三年一期利润率情况

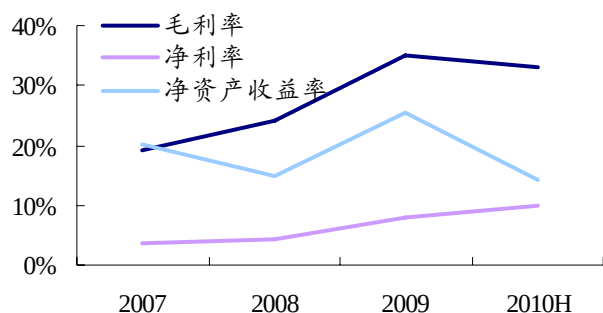
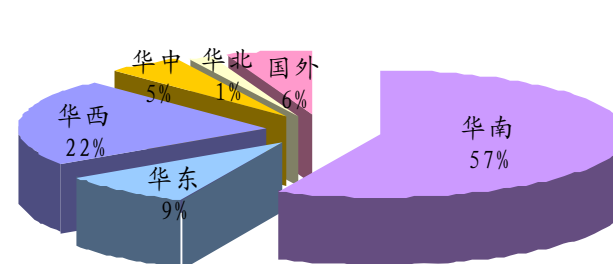


图 10：10 年 1-6 月收入分区域构成



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

2007 年至 2010 年上半年，公司毛利率整体趋势向上。主要是由于公司产品议价能力较强，通过产品提价来保证盈利空间，同时调整产品结构，提升高毛利率的软抽纸和手帕纸产品占比。由于卫生用纸产品带有需求刚性，尽管未来公司乃至行业有新的产能释放，公司综合毛利率仍可维持稳定，或者呈现稳定上升的趋势。

3.3. 财务指标分析

偿债能力方面，由于公司主要采取短期融资方式，流动比率和速动比率总体偏低，但呈现逐年提高的态势，不存在长短期偿债风险。公司近几年在补充主要生产基地产能的情况下，各资产周转率指标仍保持在较好水平，经营效率较高。募集资金到位以后，公司的债务结构将更加合理，募投项目还可进一步提升经营水平和盈利能力。

表 5: 主要财务指标

主要财务指标		2010H	2009 年	2008 年	2007 年
偿债能力	流动比率 (倍)	0.97	0.85	0.82	0.75
	速动比率 (倍)	0.72	0.56	0.52	0.46
	资产负债率 (%)	64.37	59.92	66.55	66.40
	利息保障倍数	7.52	5.77	2.74	2.67
经营效率	存货周转率 (次)	2.12	3.85	4.36	4.97
	应收账款周转率 (次)	3.84	6.43	6.51	8.09
	总资产周转率 (次)	0.52	1.11	1.11	1.18
盈利能力	毛利率 (%)	33.09	35.12	24.08	19.27
	净资产收益率 (%)	15.40	28.29	17.73	19.41
现金流	每股经营性现金流量	0.64	1.83	1.05	0.31
EPS	按发行前股本	0.59	0.90	0.36	0.44

数据来源：国泰君安证券研究所

4. 募集资金项目

本次募集资金将全部用于公司的主营业务。投资项目建成后，公司产能将从 2009 年的 18.60 万吨扩大到 35.60 万吨，增幅为 91.40%。

表 6: 募集资金项目 (单位: 万元)

项目名称	目标市场	建设期	总投资	产能	其中: (吨)	新增收入	新增净利润
唐山新建项目	华北区	2 年	21,034.40	4.73 万吨	卷纸	26,133	52,462.91
					盒巾纸	1,440	
					软抽纸	13,920	
					手帕纸	5,760	

中山新增项目	华南区	2 年	33,000.00	6.61 万吨	卷纸 35,933	75,826.27	4,967.94
					盒巾纸 3,360		
					软抽纸 13,440		
					手帕纸 13,440		
江门新建项目	华南区	2 年	25,000.00	4.66 万吨	卷纸	44,457.24	2,925.83
合计			79,034.4	16.00 万吨		172,746.42	10,791.39

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

表 7：募集资金运用后产能（万吨）

生产基地	覆盖区域	09 产能	新增产能	产能合计	增幅（%）
中山生产基地	华南	4.1	7	11.1	170.73
江门生产基地	华南	4.7	5	9.7	106.38
唐山生产基地			5	5	
浙江生产基地	华东	2.8		2.8	
湖北生产基地	华中	2.5		2.5	
四川生产基地	华西	4.5		4.5	
合计		18.6	17	35.6	91.4

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

公司原有的广东中山和广东江门两个基地主要覆盖珠三角经济圈，四川成都基地主要覆盖四川人口稠密地区，浙江嘉兴基地主要覆盖整个长三角经济圈，湖北孝感基地主要负责华中区的产品供给。三个募投项目将进一步完善公司的生产基地布局，唐山新建项目根据规划将负责华北区域的产品供给，产品主要覆盖环渤海经济圈和东三省，中山新增项目和江门新建项目将加强公司在华南地区的市场竞争优势地位。

5. 盈利预测及投资建议：

5.1. 盈利预测

表 8：盈利预测表摘要（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12.36	14.46	16.19	17.58	21.25	27.83
增长率 (YOY)	-	16.96%	11.95%	8.61%	20.88%	30.94%
营业成本	10.01	10.99	10.51	11.75	14.27	18.57
毛利率	19.04%	24.02%	35.06%	33.19%	32.84%	33.25%
营业税金及附加	0.02	0.03	0.07	0.05	0.08	0.09
营业税金/收入	0.13%	0.23%	0.44%	0.30%	0.37%	0.33%
销售费用	1.26	1.85	2.95	2.88	3.57	4.60
销售费用/收入	10.22%	12.80%	18.25%	16.36%	16.80%	16.54%
管理费用	0.45	0.57	0.82	0.95	1.15	1.47
管理费用/收入	3.65%	3.91%	5.08%	5.41%	5.40%	5.30%
财务费用	0.27	0.41	0.32	0.12	-0.03	0.01
财务费用/收入	2.18%	2.85%	2.00%	0.69%	-0.12%	0.02%

期间费用率	16.05%	19.56%	25.33%	22.46%	22.09%	21.86%
资产减值损失	0.01	0.03	0.01	0.04	0.01	0.08
营业利润	0.41	0.58	1.49	1.80	2.20	3.00
增长率 (YOY)	-	41.69%	158.91%	20.41%	22.33%	36.66%
营业外收支	0.05	0.05	0.05	0.01	0.03	0.04
利润总额	0.46	0.63	1.54	1.81	2.23	3.04
税前利润率	3.72%	4.36%	9.52%	10.30%	10.50%	10.94%
所得税	0.03	0.01	0.26	0.27	0.33	0.46
实际税率	5.92%	1.48%	16.67%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	0.43	0.62	1.28	1.54	1.90	2.59
增长率 (YOY)	-	43.57%	106.69%	19.80%	23.27%	36.41%
净利润率	3.50%	4.30%	7.94%	8.75%	8.93%	9.30%
归属于母公司的净利润	0.41	0.51	1.10	1.36	1.70	2.32
增长率 (YOY)	-	24.89%	117.25%	23.39%	24.49%	36.89%
基本每股收益	0.68	0.42	0.92	0.85	1.06	1.45
稀释每股收益	0.25	0.32	0.69	0.85	1.06	1.45

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值及市场价位判断

我们预期 2010-2011 年中顺洁柔净利润分别增长 23%、24%，稀释后 EPS 分别为 0.85 元、1.06 元，2009 年也按发行后总股本摊薄 EPS0.69 元。由于公司是 A 股市场第一家生活用纸上市公司，目前暂没有同类可比公司，我们选取了 H 股的两个同类公司以及快速消费行业和相关市场的市盈率来做参考。

表 9：市场估值比较

项目	10.11.09	09PE	10PE	11PE
同类公司：				
恒安国际	72.95	38.08	34.45	27.75
维达国际	10.22	22.26	22.71	17.53
相关市场：				
A 股		27.94	19.11	15.88
中小板		62.87	42.57	31.58
造纸		51.18	24.59	19.18
软饮料		77.17	52.94	38.66
家用轻工		107.58	46.37	35.44
均值		65.35	37.12	28.15

数据来源：Wind，国泰君安证券

表 10：近期中小板上市公司发行状况

	发行数量 (万股)	发行价格	发行市盈率 (摊薄)
山西证券	39980	7.80	31.89
利源铝业	2360	35.00	63.64

骅威股份	2200	29.00	69.51
搜于特	2000	75.00	113.64
东光微电	2700	16.00	87.78
大康牧业	2600	24.00	87.01
超日太阳	6600	36.00	58.06
涪陵榨菜	4000	13.99	53.81
老板电器	4000	24.00	47.06
天广消防	2500	20.19	69.12
平均	6894		68.15

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

我们认为已上市同类公司及近期发行上市的中小板公司对中顺洁柔的定价或者说发行价、首日涨幅以及合理的估值水平具有重要的影响。给予中顺洁柔 10 年 36-42 倍的估值, 即合理价位在 30.60-35.70 元, 建议询价区间为 24.48-28.56 元。

新股首日涨幅虽然与行业及公司质地有关, 但也与近期市场行情有关。我们选择近期上市的公司首日表现来做为参考。我们估计中顺洁柔首日开盘价涨幅在 30%-60%之间, 由于询价区间为 24.48-28.56 元, 其平均水平为 26.52 元, 因此我们判断首日价格应在 34.48-42.43 元。

表11: 近期中小板新股上市首日表现

代码	名称	发行数量 (万)	首日涨幅%
002490.SZ	山东墨龙	7000	14.06%
002491.SZ	通鼎光电	6700	31.38%
002492.SZ	恒基达鑫	3000	27.63%
002493.SZ	荣盛石化	5600	17.57%
002494.SZ	华斯股份	2850	28.64%
002495.SZ	佳隆股份	2600	5.66%
002496.SZ	辉丰股份	2500	29.62%
002497.SZ	雅化集团	4000	31.02%
002498.SZ	汉缆股份	5000	22.78%
002499.SZ	科林环保	1900	140%
平均			0.3484%

资料来源: 国泰君安证券

作者简介:**王峰:**

复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2003-2009年连续七届《新财富》造纸印刷行业最佳分析师，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳:

毕业于厦门大学管理学院会计系，香港理工大学金融与会计学院交流生。2007年7月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

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		