

嘉宝集团 600622.SH

核电关键耗材提供持久增长动力

◇ 报告起因：公司调研

◇ 潜在催化因素：2020 年核电规划出台/公司核级锆管实现销售

◆ 房地产业务提供安全边际，核电关键耗材打开成长空间，买入评级

上海高泰是目前我国两家具备核级锆管生产能力的厂商之一，背靠中核集团和法国阿海珐两大核电集团，有望成为最早实现核级锆管销售的国内企业，初期市场占有率有望达到 60%。2011-2012 年核电业务将为公司贡献 EPS 为 0.08 元和 0.12 元，未来 5 年复合增速 50%，按照 2012 年 40 倍的市盈率核电业务价值 5 元左右。公司下属金地格林世界和紫提湾项目将在 2011 年进入结算高峰，我们测算 2011 年房地产业务将为公司贡献 EPS1.08 元，给予 10 倍估值，价值 11 元。我们认为公司合理价值 16 元，给予买入评级。

◆ 核级锆管：唯一需求加速增长的核电产品

一般的核电设备将在未来几年将迎来增长高峰，之后增速将趋于稳定。而锆材却不同，作为核电站最重要耗材，核电装机规模的不断上升一方面将产生锆材的新增需求，另一方面每年对锆材的更新需求将不断增加。两方面叠加，决定了核级锆材的高增长将一直延续到 2020 年。我们测算 2010-2015 年核级锆管总需求量将超 2000 吨，复合增速 50%，是核电行业首选标的。

◆ 近似寡头垄断市场，核级锆管维持高毛利

由于锆管的战略属性，各国均维持 2-3 家企业生产，整个市场呈现类似寡头垄断的格局。目前包括法国阿海珐、美国西屋在内的 5 大厂占据了全球锆管市场份额的近 70%，核级锆管的毛利率近 65%。我国目前仅有上海高泰和西北锆管具备核级锆管生产能力，参考国外市场，未来我国核级锆管生产企业不超过 2-3 家。

◆ 借力法国阿海珐和中核集团，上海高泰市场占有率有望突破 50%

上海高泰与法国阿海珐下属欧洲铝业成立合资公司共同生产锆管，对高泰而言意义重大：1) 高泰的锆管技术和生产能力已经得到法国阿海珐的认可；2) 获得法国阿海珐的质量担保，能够快速实现锆管销售；3) 借助欧洲铝业平台，上海高泰有望快速提高锆管加工能力。此外，上海高泰作为中核集团下属唯一核级锆管生产企业，相比西北锆管优势明显，初期市场占有率有望突破 50%。

我们测算，按照目前的持股比例，2011-2013 年核级锆管将为上海高泰贡献 EPS 分别为 0.08、0.12 和 0.18 元。随着我国核电装机规模的上升，高泰盈利将加速增长。

◆ 金地格林世界+紫提湾，地产业务 2011 年贡献 EPS 为 1.08 元

紫提湾项目 4.6 万平米别墅洋房已基本销售完毕，明年全部能够结算，嘉宝集团与金地集团联合开发的金地格林世界，预计明年结算 15 万平米，2011 年两个项目合计将为公司贡献 EPS 为 1.03 元。加上盛创科技园项目和南翔永翔新苑项目，我们测算公司 2011 年房地产业务将为公司贡献 EPS 为 1.08 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	881.95	1,048.45	1,194.70	1,925.94	2,440.90
营业收入增长率	5.09%	18.88%	13.95%	61.21%	26.74%
净利润(百万元)	166.38	279.16	327.59	598.36	885.85
净利润增长率	9.32%	67.78%	17.35%	82.65%	48.05%
EPS(元)	0.32	0.54	0.64	1.16	1.72
ROE(归属母公司)	11.02%	15.87%	16.30%	23.73%	27.23%
P/E	34	20	17	9	6



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

维持

买入

当前价格	10.87 元
目标价格	16.00 元
目标期限	6 个月

电力设备与新能源行业分析师：

王海生（执业证书编号：S0930210070003）

021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

袁 瑶（执业证书编号：S0930210070004）

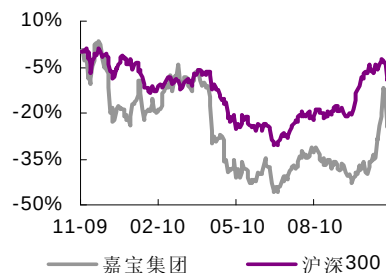
021-22169112

yuan Yao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	514
总市值(百万元)	5,590
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	16.10/7.70
近 3 月日均成交量(百万股)	20.06
主要股东	嘉定建业投资开发公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	25.13	0.45	-12.60
绝对收益	18.41	5.95	-27.06

相关报告：

整体观点：核级锆材是核电领域最关键的耗材，新增需求+更新需求使其成为唯一没有增长瓶颈的核电产品，未来 5-10 年都将维持高增长。相比一般核电设备，锆材是核电行业首选标的。嘉宝集团参股的上海高泰，技术全国领先，而且背靠中核集团和法国阿海珐两大核电集团，有望最早实现锆管销售，市场占有率将在 50% 以上。嘉宝集团房地产储备项目销售情况良好，2011、2012 年将进入结算高峰，房地产业务为公司股价提供了安全边际。

1 核级锆管打开公司成长空间

1.1 锆——核电最关键性耗材

锆有极强的耐腐蚀性、高韧性以及好的加工性能，更重要的是对于核裂变产生的中子，锆的吸收率极低，这使锆成为制作核燃料包壳、格架、端塞和其它堆芯材料的理想材料。由于燃料消耗及辐照，每 12-15 个月要更换三分之一，使锆材成为经常性消耗材料。

图表 1：锆材在核电站中的应用

反应堆名称	堆型	国家	锆材型号	用途
西平港 21 压水反应堆	PWR	美国	Zr-2	燃料包套和基体
印第安区加压水反应堆	PWR	美国	Zr-2	冷却剂管道
卡尔沸水反应堆	BWR	德国	Zr-2	燃料包套、管道、导向装置
敦贺沸水反应堆	BWR	日本	Zr-2 Zr-4	导向装置、燃料包套、槽箱
杨基压水堆	PWR	美国	Zr-2	控制棒导向装置
加拿大重水反应堆	D2O 冷	加拿大	Zr-2	燃料包套、压力管

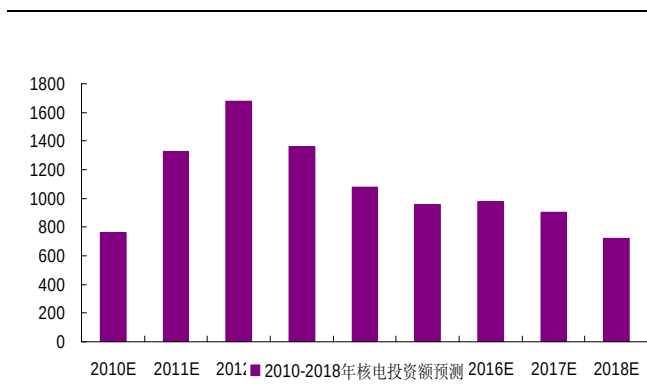
资料来源：光大证券研究所

1.2 我国核电建设提速在即

我们预计，新的核电规划将把 2020 年核电装机目标上调至 8000 万千瓦左右。根据核电站 5 年的建设工期，2010-2015 年，中国将新建核电站 4700 万千瓦左右，未来 10 年核电市场总投资额将达到 9800 亿元，年平均投资额接近 1000 亿元。

图表 2：2018 年前核电年投资额接近 1000 亿元

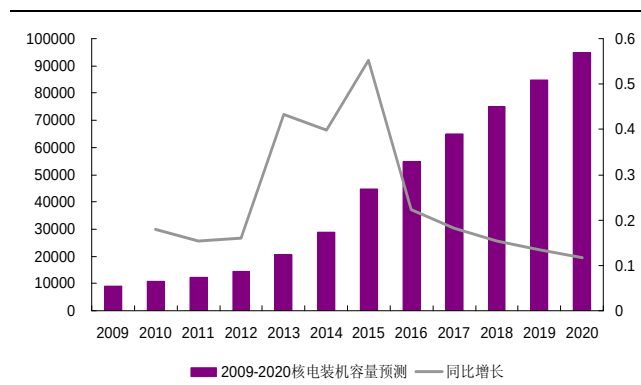
2010-2018 年每年核电投资额预测



资料来源：光大证券研究所

图表 3：2020 年核电总装机容量达到 9500 万千瓦

2010-2020 年核电装机容量预测



资料来源：光大证券研究所

注：我们的基本假设是核电 4000 万千瓦新增规划按年平均，每年新建 700 万千瓦

二代改机型每千瓦成本每年下降 4%，三代机型每千万成本 2014 年前每年下降 2%，之后每年下降 5%。

1.3 锆：唯一需求加速增长的核电产品，未来 3 年复合增速 50%

1.3.1 新增需求+更新需求，核级锆材需求加速增长

由于锆合金在反应堆内受中子辐照，力学性能会发生变化，强度升高，延性下降，最终会导致锆合金变脆、辐照伸长以及扭曲变形等，综合性能下降。因此，包壳材料属于一种高消耗品，需要定期更换。通常换料周期为 12 个月。目前随着锆合金包壳管性能的提高，在有些核电站中已经实现了 15 个月-18 个月的换料周期。

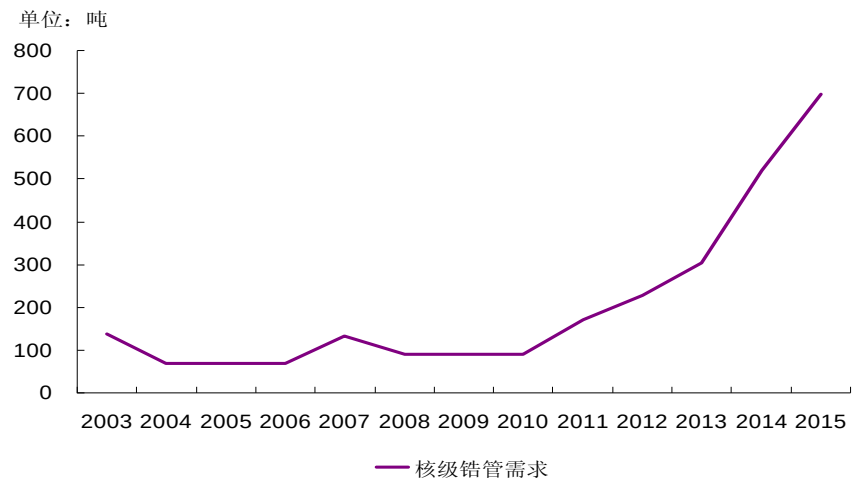
一般的核电设备将在未来几年迎来增长高峰，之后增速将趋于稳定。而锆材却不同，核电装机规模的不断上升一方面带来锆材的新增需求，另一方面每年对锆材的更新需求也不断增加，两方面叠加，决定了核级锆材的高增长将一直延续到 2020 年。相比一般核电设备，锆材是核电行业首选标的。

1.3.2 2010-2015 年，核级锆管总需求超 2000 吨，复合增速 50%

根据已在运行的核电站锆管使用数量，每万千瓦装机的首次填料需要锆管 0.25 吨左右，加上管道、端塞等其他反应堆内构件，每万千瓦核电装机需要 0.30-0.35 吨左右锆材。按照首次填料 0.3 吨/万千瓦，每 12 个月更换 0.10 吨/万千瓦的核级锆管用量测算，未来 5 年，核锆管总需求量将超过 2000 吨，复合增速 51%。

图表 4：未来 5 年我国核级锆管需求将保持 50%复合增速

2010-2015 年核级锆管需求测算



资料来源：光大证券研究所

图表 5：未来 5 年核级锆管需求测算（单位：吨）

核电站	动工时间	投运时间	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
秦山一期	1985.3	1994.4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
秦山二期 #1+#2	1996.6	2002.4	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
秦山三期 #1+#2	1998.6	2003.7	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
大亚湾#1+2#	1987.8	1994.5	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23
岭澳#1+#2	1997.5	2003.1	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23
田湾#1	1999.10	2007.5				37	12	12	12	12	12	12	12	12
田湾#2	2000.9	2007.8				37	12	12	12	12	12	12	12	12
岭澳二期 #1+#2	2006	2011								70	25	25	25	25
秦山二期扩 建#1	2006.4	2010								23	8	8	8	8
秦山二期扩 建#2	2007.1.	2011									23	8	8	8
方家山#1	2008.12	2013										35	12	12
方家山#2	2008.12	2014.10										35	12	12
红沿河一期 #1	2007.8	2012- 2015									35	12	12	12
红沿河一期 #2	2008.4										35	12	12	12
红沿河一期 #3	2009.3												35	12
红沿河一期	2010.7												35	12

#4														
阳江一期#1	2008.5	2013-									35	12	12	12
阳江一期#2	2009.2	2015										35	12	12
宁德一期#1	2007.11	2012-1015									35	12	12	12
宁德一期#2	2008.9											35	12	12
宁德一期#3	2009.7												35	12
宁德一期#4	2010.3													35
三门一期1#+2#	2009.3	2013-2014											88	28
海阳#1	2009.9	2014											44	14
海阳#2		2015												44
台山一期#1	2008.12	2014											61	19
台山一期#2		2015												61
福清一期/惠安一期#1+#2	2008.11	2013										70	25	25
2011 年新建	2011 年	2015												315
合计核级锆管需求			82	82	82	156	106	106	106	199	301	402	560	814

资料来源：光大证券研究所

1.4 近似寡头垄断市场，行业维持高毛利率

锆锆分离、锆材制备工艺非常复杂，技术难度高，操作要求严，目前全球只有美国、法国、日本和俄罗斯等少数国家掌握了锆材的全套生产技术，垄断了国际市场。

目前全球锆管产能约 1800 吨左右，主要分布在法国、美国、俄罗斯、德国，市场基本被 5 大厂商占据：美国西屋、美国通用、法国阿海珐、俄罗斯核电和德国西门，5 大厂占据了全球锆管市场份额的近 70%。

核级锆管的主要原材料核级海绵锆目前价格 50 万元/吨左右，核级海绵锆制成锆管的成材率在 50%-65%，即每吨锆管需要核级海绵锆 100 万元左右。目前核级锆管的售价约 500 万元-600 万元/吨，考虑加工成本，核级锆管的毛利率近 65%。

图表 6：主要锆管生产企业

生产公司	美国西屋	美国通用	法国阿海珐	俄罗斯核电	德国西门	合计
锆管产 ($\times 10^4$ m/a)	272	170	368	208	220	1238
市场份额	15.11%	9.44%	20.44%	11.56%	12.22%	68.78%

资料来源：光大证券研究所

1.5 锆管国产化势在必行

目前，我国在运行的核电站和在建核电站所用包壳材料等堆芯结构材料全部由国外供应商提供。对于我国锆材料产业发展，以及建立中国自主的核工业体系都极为不利。由于锆材料的战略特征，这种情况的存在具有很大的风险性。国家此次将锆列为十大战略收储金属，足见重视程度。

1.6 上海高泰：有望最先实现核级锆管销售的国内企业

1.6.1 核级锆管的战略属性决定了类似寡头垄断的市场格局

上海高泰先后接受了法国阿海珐和加拿大 ZPI 公司的核燃料管生产制造技术转让，是国内第 1 家有资格向重水堆核电站提供核燃料锆管的企业。公司按照 GB/T19001-2000、ISO9001:2000 质量管理体系要求和 HAF003(91)《核电厂质量保证安全规定》，建立了质量管理体系。先后通过了中核集团公司、英国劳氏质量认证有限公司、法国阿海珐公司、加拿大 ZIP 公司的质量体系认证。

目前我国国内仅上海高泰和西北锆管（宝钛集团有限公司和西北有色金属研究院共同组建）两家公司有能力进行核级锆管的生产。由于核级锆管涉及民用和军用两方面，是重要的战略资源，不可能鼓励过分市场竞争。从美国、法国等国家的现状可以清楚看到，各国核级锆材的生产企业都维持在2-3家左右。

1.6.2 获得法国阿海珐质量担保，加速实现核级锆管销售

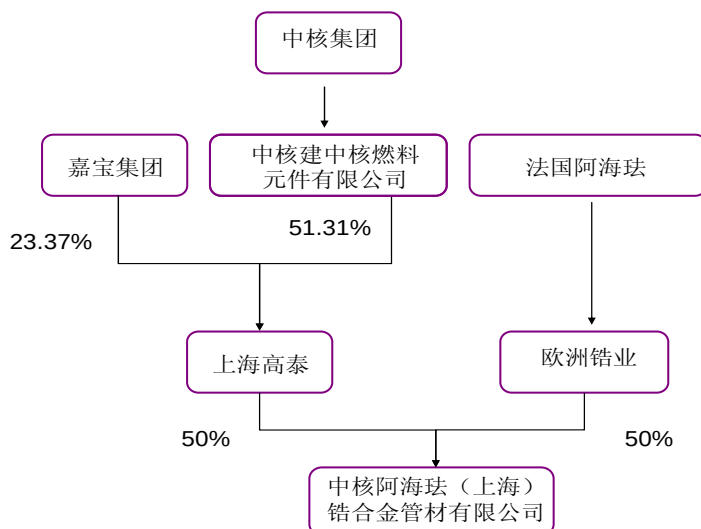
高泰公司与欧洲锆业公司签订协议，共同组建中核阿海珐（上海）锆合金管材有限公司。欧洲锆业公司是法国阿海珐核能集团全资拥有的子公司，主要从事核级锆合金冶炼和管材的生产，是目前世界最大的核级锆合金管材供应商。我们认为，与法国阿海珐公司合作的确定对上海高泰意义重大：

- 1) 高泰的锆管技术和生产能力已经得到法国阿海珐的认可；
- 2) 通过合资公司生产和销售锆管，等同于获得法国阿海珐的质量担保，能够快速实现锆管销售；
- 3) 借助欧洲锆业平台，上海高泰有望快速提高锆管加工能力。

1.6.3 依托中核集团平台，高泰核级锆管市场占有率有望突破 50%

上海高泰的控股股东是中核集团下属的中核建中核燃料元件有限公司，目前我国的核燃料循环全部在中核集团内部，也就是说上海高泰是国内最大的核燃料元件生产企业下属唯一核级锆管生产企业。依托中核集团和法国阿海珐，上海高泰优势明显未来市场份额有望突破 50%。

图表 7：上海高泰的股权和合作模式



资料来源：光大证券研究所

我们测算，2011-2013 年，核级锆材将为公司贡献 EPS 分别为 0.08、0.12 和 0.18 元，未来 5 年复合增速 50%。

图表 8：嘉宝集团核级锆材盈利预测

	2011	2012	2013	2014	2015
需求	198.8	301	402.15	560.35	813.75
市场份额	60%	60%	60%	60%	60%
销售量	119.28	180.6	241.29	336.21	488.25
单价	570.00	615.60	664.85	718.04	775.48
销售收入	6.80	11.12	16.04	24.14	37.86
毛利率	65%	65%	65%	65%	65%
净利润率	45%	45%	45%	45%	45%
净利润	3.06	5.00	7.22	10.86	17.04
嘉宝集团投资收益	0.38	0.60	0.89	1.30	2.04
每股收益	0.08	0.12	0.18	0.25	0.40

资料来源：光大证券研究所

2 金地格林世界+紫提湾，2011 年房地产业务 EPS1.08 元

紫提湾项目总建筑面积为 26.2 万平方米，地上建筑面积为 17.8 万平方米。按地上建筑面积计算，别墅及花园洋房约 4.6 万平方米，公寓约 13.2 万平方米，商业 8.4 万平方米。目前别墅及花园洋房基本销售完毕，4.6 万平方米在 2011 年能够全部结算，均价 25000 元/平方米。该项目楼面地价 2400 元/平方米，毛利率较高。预计紫提湾项目 2011 年将为公司贡献

净利润 2.87 亿元，折合 EPS0.56 元。

金地格林世界项目位于轨道交通 11 号线南翔站旁边，嘉宝集团持有其 30% 股权。项目占地面积 2100 亩，总规划建筑面积达 86.1 万平米，土地成本 32 万元/亩，项目净利润率近 30%。我们预计该项目 2010-2011 年分别结算 8 万和 15 万平方米，将为嘉宝集团贡献投资收益 1.24 和 2.43 亿元，折合 EPS 分别为 0.24 元和 0.47 元。

加上盛创科技园项目和南翔永翔新苑项目，我们预计 2010-2011 年年公司房地产业务将为公司贡献 EPS0.65 元和 1.08 元。

图表 9：嘉宝集团目前主要储备项目

项目名称	权益	建筑面积 (平方米)	可售面积 (平方米)	未结算面积 (平方米)
都市港湾二期	90%	149,600	149,600	10,000
宝菊新家园	100%	170,833	170,833	60,000
盛创科技园	51%	138,000	138,000	138,000
紫提湾项目				
紫提湾别墅及花园洋房	100%	46,000	46,000	46,000
紫提湾高层	100%	133,000	133,000	133,000
紫提湾商业	100%	84,000	84,000	84,000
南翔永翔新苑	100%	210,000	210,000	210,000
菊园新区	100%	166,116	166,116	166,116
金地格林世界项目	30%	861,000	861,000	861,000
合计		1,958,549	1,958,549	1,708,116

资料来源：公司公告，光大证券研究所

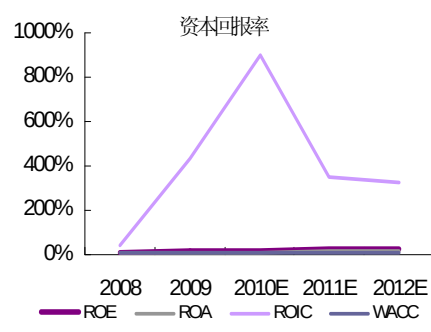
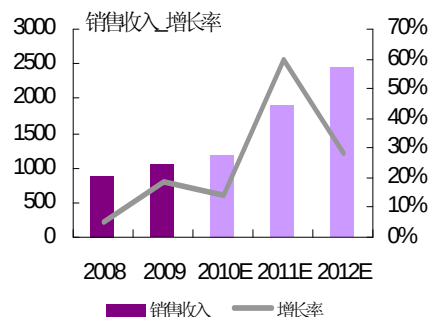
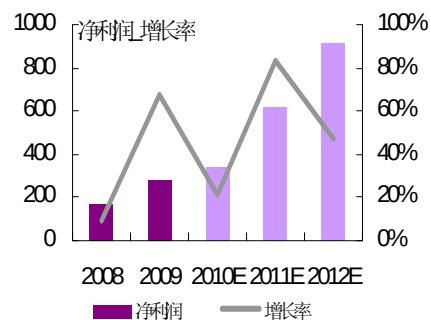
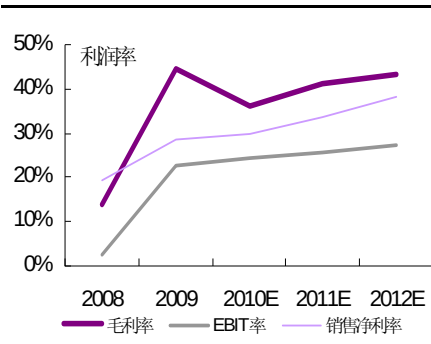
3 盈利预测

我们测算，2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.64 元、1.16 元和 1.72 元。公司房地产业务 2011 年贡献 EPS1.08 元，按照目前房地产行业 10 倍的估值，价值 11 元股价，提供了非常高的安全边际。核级锆管业务 2011-2012 年将为公司贡献 EPS0.08 元和 0.12 元，鉴于核级锆管是唯一需求加速增长的核电产品，未来 5 年复合增速 50%，给予 2012 年 40 倍估值，价值 5 元股价。综合来看，我们认为公司合理股价在 16 元左右，给予买入评级。

4 风险提示

核电建设进度，锆管销售进度低于预期。
房地产板块政策风险，估值中枢下移。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	882	1,048	1,195	1,926	2,441
营业成本	758	584	762	1,163	1,430
折旧和摊销	9	8	13	16	18
营业税费	28	147	72	135	171
销售费用	20	25	29	46	59
管理费用	53	49	60	116	146
财务费用	(2)	(20)	(16)	(23)	(29)
公允价值变动损益	(48)	17	0	0	0
投资收益	157	86	130	280	465
营业利润	133	361	425	769	1,129
利润总额	158	369	428	773	1,132
少数股东损益	4	19	15	20	20
归属母公司净利润	166	279	328	598	886

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,988	3,642	3,329	4,423	5,569
流动资产	2,315	3,112	3,013	4,074	5,208
货币资金	1,177	1,555	2,026	2,551	3,322
交易型金融资产	28	6	0	0	0
应收帐款	29	34	48	77	98
应收票据	3	4	4	6	7
其他应收款	28	134	143	231	293
存货	1,030	1,231	762	1,163	1,430
可供出售投资	43	85	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	392	222	222	222	222
固定资产	49	42	73	101	112
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	1,427	1,813	1,234	1,796	2,191
无息负债	1,269	1,745	1,234	1,796	2,191
有息负债	158	68	0	0	0
股东权益	1,561	1,829	2,095	2,627	3,379
股本	514	514	514	514	514
公积金	739	780	813	873	960
未分配利润	256	464	682	1,135	1,779
少数股东权益	51	70	85	105	125

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	344	272	287	358	462
净利润	166	279	328	598	886
折旧摊销	9	8	13	16	18
净营运资金增加	(266)	(1)	(48)	83	45
其他	435	(15)	(5)	(339)	(487)
投资活动产生现金流	9	263	312	230	435
净资本支出	3	5	50	50	30
长期投资变化	392	222	0	0	0
其他资产变化	(386)	36	262	180	405
融资活动现金流	(118)	(156)	(129)	(63)	(126)
股本变化	119	0	0	0	0
债务净变化	(75)	(90)	(68)	0	0
无息负债变化	569	476	(511)	562	394
净现金流	235	379	470	525	771

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.09%	18.88%	13.95%	61.21%	26.74%
净利润增长率	9.32%	67.78%	17.35%	82.65%	48.05%
EBITDA 增长率	-66.72%	678.39%	18.34%	65.22%	35.25%
EBIT 增长率	-72.94%	938.67%	16.89%	67.36%	35.97%
估值指标					
PE	34	20	17	9	6
PB	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	132	16	13	7	4
EV/EBIT	183	17	13	7	4
EV/NOPLAT	169	20	17	9	5
EV/Sales	5	4	3	2	1
EV/IC	67	89	142	23	13
盈利能力 (%)					
毛利率	14.04%	44.33%	36.19%	39.63%	41.40%
EBITDA 率	3.60%	23.54%	24.45%	25.05%	26.74%
EBIT 率	2.60%	22.75%	23.34%	24.23%	26.00%
税前净利润率	17.94%	35.20%	35.85%	40.13%	46.39%
税后净利润率 (归属母公司)	18.87%	26.63%	27.42%	31.07%	36.29%
ROA	5.71%	8.18%	10.29%	13.98%	16.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.02%	15.87%	16.30%	23.73%	27.23%
经营性 ROIC	39.47%	435.70%	859.47%	260.57%	253.12%
偿债能力					
流动比率	1.66	1.73	2.44	2.27	2.38
速动比率	0.92	1.05	1.82	1.62	1.72
归属母公司权益/有息债务	9.56	25.86	NA	NA	NA
有形资产/有息债务	18.74	53.19	NA	NA	NA
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.32	0.54	0.64	1.16	1.72
每股红利	0.12	0.15	0.17	0.30	0.44
每股经营现金流	0.67	0.53	0.56	0.70	0.90
每股自由现金流(FCFF)	0.58	0.39	0.44	0.50	0.88
每股净资产	2.94	3.42	3.91	4.90	6.33
每股销售收入	1.71	2.04	2.32	3.74	4.75

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，清华大学自动化系工学硕士学位。多年任职于西门子公司、施耐德电气公司。历任大区销售总监、战略市场部经理。2008年加盟光大证券。

袁瑶，上海财经大学硕士学位。2008年加入光大证券研究所，先后从事策略、金融工程和行业研究。现任电力设备及新能源行业分析师。

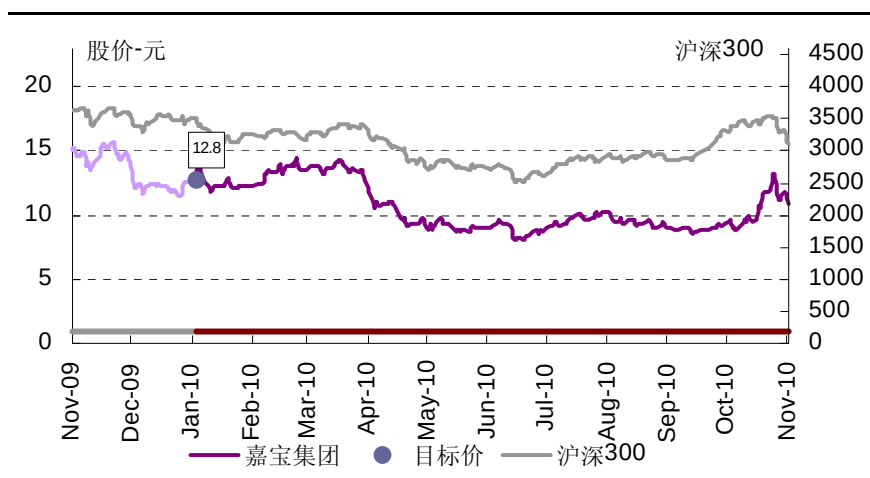
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

嘉宝集团（600622）

分析师：袁瑶



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
Nov-09	15.0	12.8	买入
Dec-09	14.0	12.8	增持
Jan-10	12.8	12.8	中性
Feb-10	13.0	12.8	增持
Mar-10	14.0	12.8	增持
Apr-10	10.0	12.8	减持
May-10	9.0	12.8	减持
Jun-10	9.0	12.8	减持
Jul-10	10.0	12.8	增持
Aug-10	10.0	12.8	增持
Sep-10	10.0	12.8	增持
Oct-10	12.0	12.8	增持
Nov-10	12.0	12.8	增持

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

www.ebscn.com