

元力股份 (300174)

活性炭龙头，向消费品应用市场突破


魏涛
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880209050544

本报告导读：

公司是国内最大的木质活性炭生产厂家，1-2 年内募投新产能带动总产能近翻番，推动公司快速发展，享受活性炭行业高增长。

投资要点：

- 元力股份主要从事木质活性炭的研发、生产和销售，是目前国内规模最大、技术水平最高、自主创新能力最强的木质活性炭龙头企业。公司位处“绿色金库”南平市，原材料资源丰富；多年致力于活性炭技术研究，拥有丰富的产品且性能优势、成本优势突出。每吨成本相比其他木质活性炭厂商，可降低 1000-1500 元/吨。
- 根据 Freedonia 公司预测，2007-2012 年间，全球活性炭市场需求复合增速约 6%。其中我国活性炭行业正由导入期向成长期转变，发展空间仍然十分广阔，复合增速为 15%。
- 我国作为全球最大的活性炭生产国和出口国，出口以低端产品为主，呈现为量高价低的状态，主要是因为我国活性炭产能结构以煤质活性炭为主，木质活性炭尤其是高端专用活性炭产量少，是未来行业发展的主要方向。
- 木质活性炭相比煤质活性炭，具有低灰分、高纯度、孔径大小可设定、原料可再生等优点，在食品饮料、饮用水净化、医药等对吸附性、安全性要求较高的领域，具有较强的不可替代性，属于国家产业政策重点鼓励和扶持的林产化工行业之一。
- 食品饮料行业木质活性炭需求增长稳定，预测 2012 年需求量约 9 万吨。蔗糖用炭、饮用水处理、医药、车用炭等领域成长空间较大，但需要经历一个市场推广的过程。
- 本次发行募集资金拟用于 20,000 吨/年的木质活性炭生产线建设项目，解决公司产能瓶颈。新增生产线成本优势突出，实现盈利提升。
- 风险提示：原材料价格波动；募投产能消化风险。
- 我们预测 2010-2012 年公司摊薄后每股收益分别为 0.38、0.70、1.06 元，公司合理价值区间为 17.4-20.9，对应 2011 年 PE 为 25-30 倍。考虑到一定发行折价，建议询价区间为 16.5-19.8 元。

建议询价区间

16.50-19.80

上市首日定价区间

19.00-22.00

2011.01.20

发行上市资料

总股本（万股）	6,800
发行量（万股）	1,700
发行日期	2011.01.21
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	国金证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.56
净资产收益率（%）	12.2%
资产负债率（%）	34.1%

主要股东和持股比例

王延安	50.31%
卢元健	15.02%
中保创投	4.41%
缪存标	3.00%
林金宝	0.75%
许文显	0.75%
黄涛	0.75%
本次发行流通股	25.00%

财务摘要（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	101	112	145	185	238
(+/-)%	48%	12%	29%	28%	29%
经营利润（EBIT）	12	15	18	32	55
(+/-)%	73%	28%	20%	76%	69%
净利润	17	18	23	37	59
(+/-)%	67%	8%	28%	58%	58%
每股净收益（元）	0.81	0.36	0.46	0.54	0.86
每股股利（元）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

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

1.1. 公司简介

公司主要从事木质活性炭的研发、生产和销售，是目前国内规模最大、技术水平最高、自主创新能力最强的木质活性炭龙头企业。公司位处“绿色金库”南平市，原材料资源丰富；多年致力于活性炭技术研究，拥有丰富的产品且性能优势、成本优势突出。

1.2. 股权结构

公司的实际控制人为卢元健、王延安夫妇，合计持有公司发行后的 65.3% 的股份。另外，实际控制人之一卢元健除了持有发行人股权外，还直接或间接持有嘉联化工、元禾化工、信元投资和赢创嘉联的股份，并任本公司、信元投资和赢创嘉联的董事长职务。元禾化工主要从事硅酸钠的生产和销售；与德国赛合资的赢创嘉联主要从事白炭黑的研发、生产和销售。

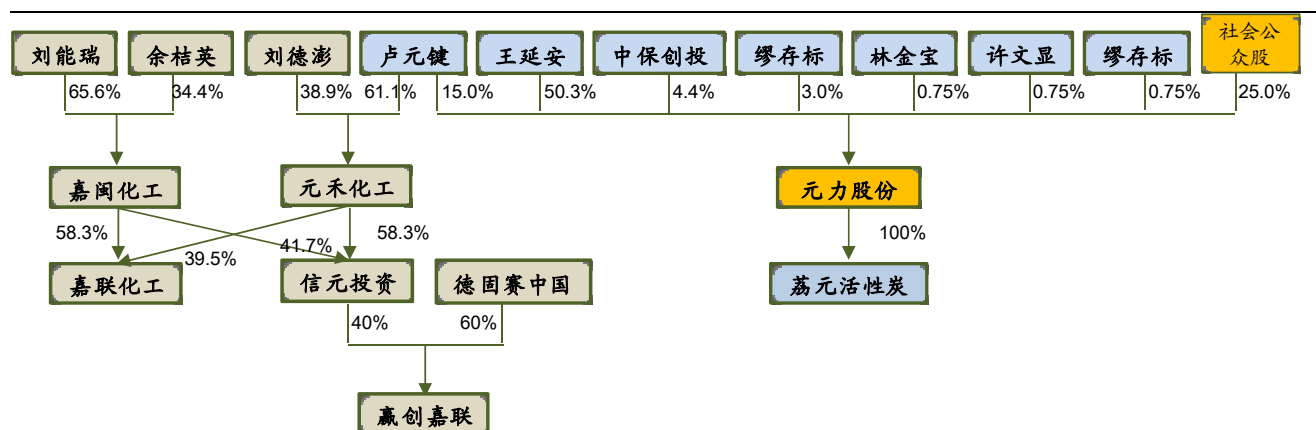
本次发行募集资金拟用于 20,000 吨/年的木质活性炭生产线建设项目，解决公司产能瓶颈。

表 1: 公司股权结构

股东名称	持股数量(万股)	发行前持股比例(%)	发行后持股比例(%)
王延安	3,421.28	67.08%	50.31%
卢元健	1,021.28	20.03%	15.02%
中保创投	300.00	5.88%	4.41%
缪存标	204.25	4.01%	3.00%
林金宝	51.06	1.00%	0.75%
许文显	51.06	1.00%	0.75%
黄涛	51.06	1.00%	0.75%
社会公众股	-	-	25.00%

资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券

图 1: 公司股权结构



资料来源：公司招股书，国泰君安证券

2. 行业分析

2.1. 我国是活性炭生产和出口大国，享受行业高增长

木质活性炭孔隙发达、比表面积大，是一种吸附能力优良的功能性碳材料，可达到脱色精制、消毒除臭和去污提纯的目的。目前已广泛应用于制糖、味精、食品、饮料、医药、水处理、大气污染净化、化工、汽车等领域。

根据 Freedonia 公司预测，2007-2012 年间，全球活性炭市场需求复合增速约 6%。其中我国活性炭行业处于成长初期，复合增速为 15%。我国活性炭下游需求中，水处理、食品饮料、工业需求为增长主动力；医药、汽车、除汞等领域刚起步，短期内基数和影响力较小。

从产能分布来看，我国是全球最大的活性炭生产国和出口国。出口相比欧美国家，以低端产品为主呈现为量高价低的状态，主要是因为我国活性炭产能结构以煤质活性炭为主，木质活性炭尤其是高端专用活性炭产量少，是未来行业发展的主要方向。2007 年，我国活性炭企业约 500 家，总产能余约 50 万吨，总产量 36 万吨，其中煤质活性炭占 69%，木质活性炭占 31%。另外，木质活性炭主要应用于食品饮料、医药、饮用水净化领域，发达国家对这类产品有着严格的认证制度和垄断的市场渠道壁垒，我国较难进入。

图 2：全球活性炭市场需求的预测

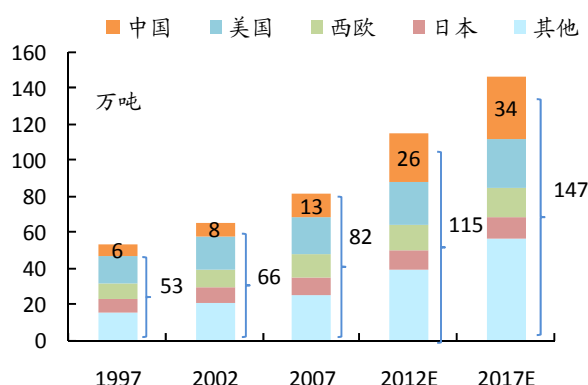


图 3：各国活性炭下游需求结构分析

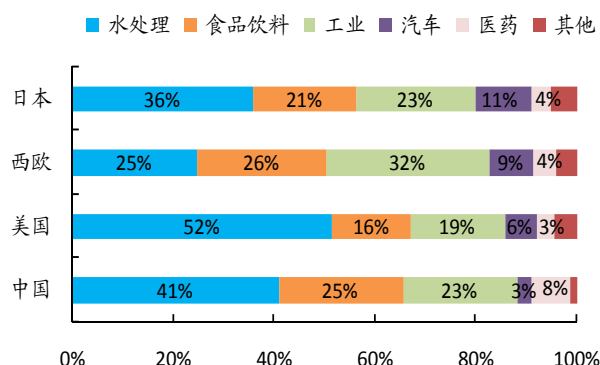


图 4：各国活性炭产能与需求分布

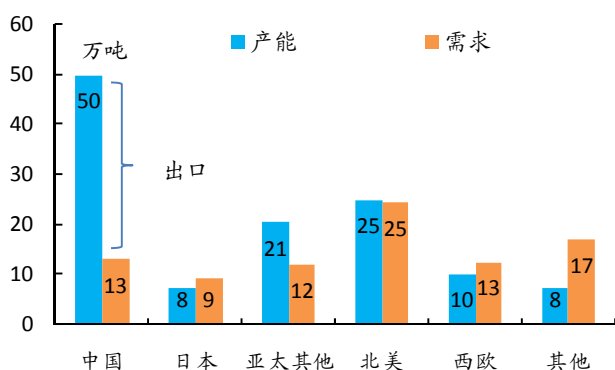


图 5：各国活性炭出口量与出口金额对比



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

2.2. 食品饮料为木质活性炭的主要支撑，增长稳定

现阶段,我国活性炭市场正由导入期向成长期转变,发展空间仍然十分广阔。相比煤质活性炭,木质活性炭具有低灰分、高纯度、内部孔丰富且孔径大小可通过化学法进行调节,原料环保可再生,其在食品饮料、饮用水净化、医药等对吸附性、安全性要求较高的领域,具有较强的不可替代性。此外,木质活性炭的应用领域也逐渐拓展到除汞、油气回收等工业、家用空气净化等领域。

食品饮料: 2009 年食品饮料行业的活性炭消费量约为 4.87 万吨,占全年总消费量的 24.6%,预测 2012 年需求量约 9 万吨。主要用于制糖业(淀粉糖、蔗糖等)、发酵工业(味精、氨基酸、柠檬酸等)、饮料(碳酸饮料、果汁饮品)等的脱色和除味。

一、制糖业。按目前技术估算,每吨淀粉糖精制所需的活性炭为 3 千克左右。根据发酵工业协会预测,未来我国淀粉糖产量将维持 10%左右增速,据此推算 2009 年淀粉糖对活性炭需求为 24,540 吨,2012 年将达到 32,663 吨。我国蔗糖企业绝大多数采用二氧化硫脱色,二氧化硫脱色使蔗糖含有机硫化物,长期食用影响健康。随着我国食品安全标准的不断提高,活性炭脱色将成为食糖脱色主流趋势。我国每年产糖 1,000 万吨以上,按国外蔗糖的活性炭用量占比 0.3%~1.0%计,活性炭脱色的普及将带来 3~10 万吨/年的市场。

二、发酵工业。味精、柠檬酸等食品发酵工业近年稳定增长,味精、柠檬酸我国产量占全球首位,2004-2008 年均增速分别为 10%左右;其他产品如氨基酸、乳酸、高梨酸钾等的产量保持较快增长。2009 年发酵行业对活性炭的需求量约为 19,620 吨,预计到 2012 年需求量将达到 21,500 吨。

三、饮料业。2009 年我国碳酸饮料和果汁行业的活性炭需求量合计约为 3,500 吨,在我国饮料工业迅速增长的背景下,饮料工业对活性炭的需求将保持同步增长,预计到 2012 年将达到 4,000 吨左右。

饮用水处理: 2009 年水处理用活性炭达到 8.1 万吨,占全年总消费量的 40.9%,是活性炭的最大的消费市场。随着我国水资源紧缺和水环境污染问题日渐严峻,水处理行业倍受关注和支持,已成为活性炭下游增长最快的领域。水处理可分为生活饮用水净化和污水处理两类。根据国家统计局数据,2007 年我国居民用水量为 710.4 亿吨。2007 年饮用水的活性炭消耗量仅为 5.05 万吨,使用仅限于北京、上海、天津、广州等少数经济发达地区。随着活性炭净化的普及,预测饮用水的活性炭需求 2012 年将达到 73,000 吨/年。

医药: 活性炭在医药领域的应用包括直接用于药用的专用炭和用于各类针剂提纯用的专用炭。据国家工业与信息化产业部统计,2008 年,我国医药行业实现销售收入 8,253.6 亿元,同比增长 26.5%。根据 Freedonia 统计,2007 年国内药用炭及针剂炭的需求量约为 15,000 吨,预计到 2012 年该领域的市场需求将达到 18,200 吨。

工业: 活性炭的工业应用包括化工催化剂及载体、气体净化、溶剂回收及油脂等的脱色、精制以及油气回收(含车用炭)。2009 年,化工、冶金、印染以及国防工业中活性炭的消费量达 45,000 吨,预计今后几年间化工、冶金等各行业活性炭消费量仍会保持 10%以上的增长率,到 2012 年消费量将达

到 68,000 吨。我国车用活性炭市场需求在未来几年将保持较快增长速度。2009 年汽车用活性炭的消费量为 5,700 吨；到 2012 年，汽车用活性炭消耗量达到 9,600 吨。

综合而言，食品饮料行业需求增长稳定，蔗糖用炭、饮用水处理、医药、车用炭等领域成长空间较大，但需要经历一个市场推广的过程。

2.3. 公司是木质活性炭国内第一，出口受国外政策限制

国外发达国家活性炭行业发展较为成熟，市场集中度高。大型跨国企业以中高端木质活性炭制造为主，包括美国的美德维斯维克，荷兰的诺芮特，法国的 PICA、CECA，日本的可乐丽和大阪瓦斯等。这些公司已经从单一生产商转变成成为结合技术研发、产品生产、技术服务和应用工程建设为一体的新型环保企业。在我国，外企的投资主要集中在煤质活性炭领域。我国活性炭行业处于快速增长阶段，行业集中度低，平均规模小。2007 年我国活性炭企业达到 500 多家。由于活性炭的生产受煤炭、林木等原材料约束，企业呈现出区域分布特征。木质活性炭企业

木质活性炭的生产需要主要分布在福建、江西、浙江、江苏四个林产丰富的省区，这四个省区的产量 2009 年为 9 万吨，占全国总产量 12.5 万吨的 72%。国内木质活性炭的主要生产企业包括本公司（2.2 万吨）、福建邵武鑫森（1 万吨）、溧阳竹溪（1 万吨）、江西怀玉山三达（0.8 万吨）、福建省建瓯芝星（0.8 万吨）和衢州云合（0.5 万吨）等。

国外发达国家以中高端产品为主，价格远高于国内产品。我国活性炭产品向欧盟、美国出口受到反倾销政策限制，欧盟 2008-2013 裁定继续对中国产品征收 323 欧元/吨的反倾销税；美国 2009 年 11 月对原产于中国的物理法活性炭作出反倾销行政复审终裁，裁定原产于中国物理法活性炭企业的倾销幅度为 3.23%~228.11%。目前，公司出口以主要销往日本、墨西哥、巴西以及东南亚地区的泰国、马来西亚等国，这些国家对于从中国进口活性炭产品未设置关税、许可证及配额、反倾销调查或其他贸易保护壁垒。

2.4. 国家政策鼓励

木质活性炭是以林产“三剩物”（锯末、树皮、刨花等）为主要原材料生产的绿色环保产品，属于国家产业政策重点鼓励和扶持的林产化工行业之一。

表 2：国家及地方相关产业政策支持

政策名称	时间	内容
《林业发展“十一五”和中长期规划》	2006	提出将闽粤琼桂地区列为林产化工发展的重点区域，鼓励发展一批基地与产品系列加工一体化的林产化工骨干企业，积极发展深加工产品；将活性炭等优势产品列为林产化工主要发展方向。
《福建省“十一五”加快产业集聚培育产业集群专项规划》	2007	确定南平和三明作为福建省两个林产工业产业集群，鼓励在当地发展一批林产业基地及产品系列加工一体化的林产化工骨干企业，积极发展深加工产品。
《林业产业振兴规划（2010-2012）年》	2009	鼓励产业规模化、集群化发展，凸显了区域林业产业的引领作用
《关于公布资源综合利用企业所得税优惠目录（2008 年版）的通知》、《福建省国家税	2008、 2009	木质活性炭自制产品收入减按 90%计入收入总额的税收优惠政策。

务局关于企业利用锯末生产活性炭享受企业所得税优惠问题的批复》

《关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》

2009

自 2009 年 1 月 1 日起至 2010 年 12 月 31 日以林产“三剩物”为原料自产木质活性炭的业务继续享受增值税即征即退优惠，具体退税比例为 2009 年为 100%，2010 年为 80%。

资料来源：公司招股书，国泰君安证券

3. 公司业务分析

3.1. 公司主营业务分析

图 6：公司主营收入及综合毛利率

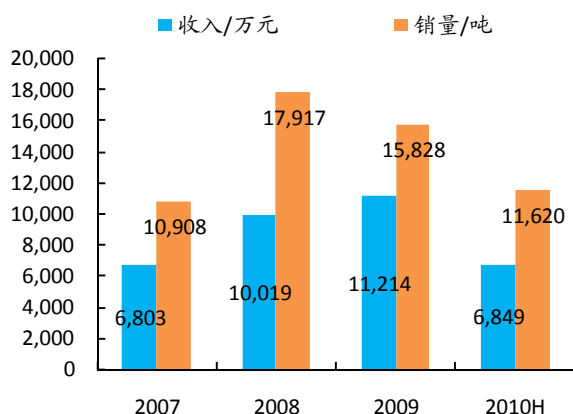


图 7：公司扣非后的净利润增长明显

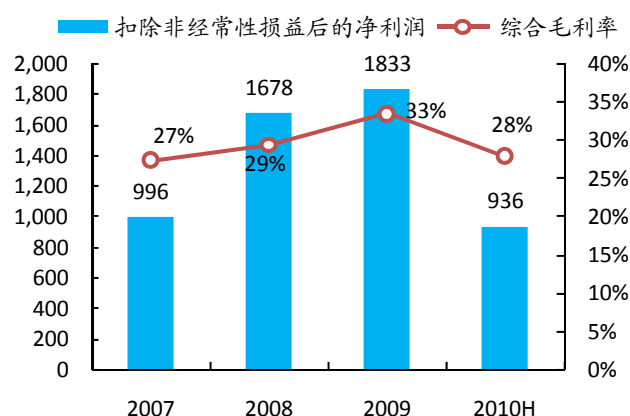


图 8：自制炭与外购炭的收入与毛利率

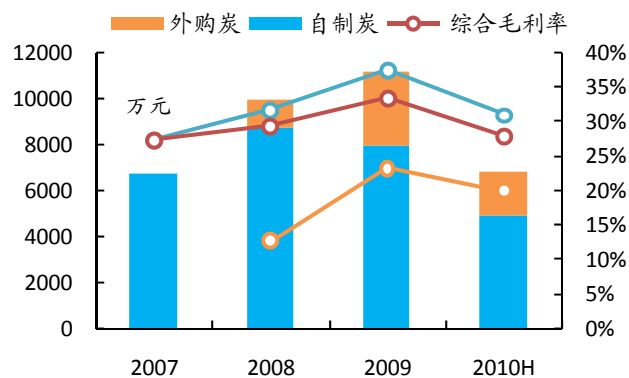


图 9：2009 年收入分类比例分析

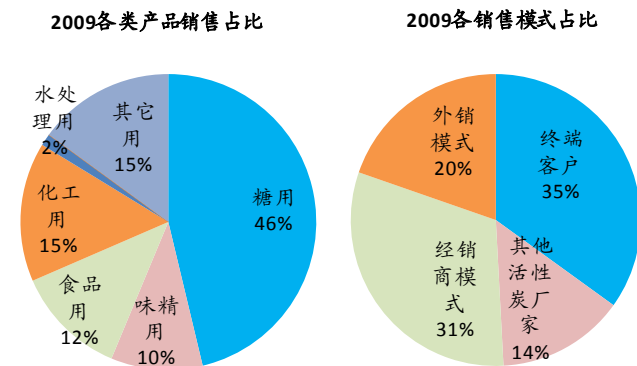


图 10：公司主要产品收入及综合毛利率

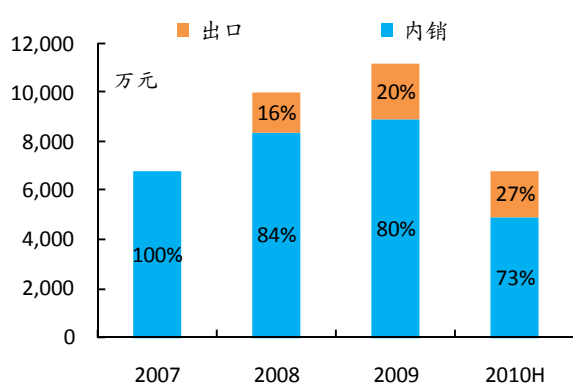
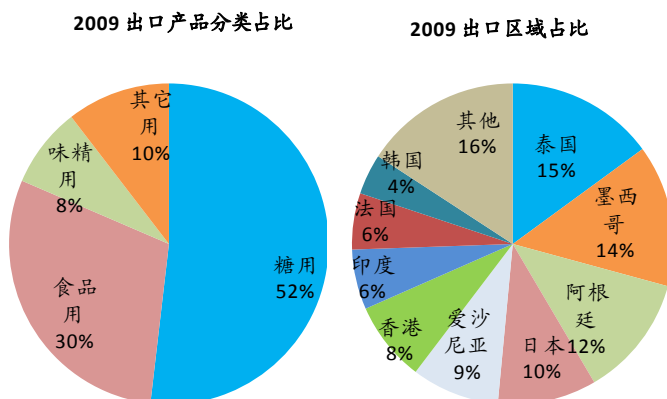


图 11：公司扣非后的净利润增长明显



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

报告期间公司的收入与利润持续稳定增长，主营收入 2007-2009 复合增长率为 28.4%，扣非后的净利润复合增长率为 35.6%。随着公司产品结构升级和生产技术改进，综合毛利率不断攀升。产品与成本优势是公司最重要的竞争力。

公司产品按炭源可分为自制炭和外购炭，自制炭产品的毛利率水平远高于外购炭。公司因自制炭产能受限而订单充足，从而发展了一部分外购炭业务，随着新产能释放和募投项目推进，自制炭产能瓶颈问题将得到解决，综合毛利率也将提高。从下游用途来分，公司产品可分为制糖用、味精用、食品用、化工用、水处理用及其他用途。其中制糖用木质活性炭占总收入比最大为 46%。公司主营收入按销售模式分，终端客户模式与经销商模式占比最大；按销售区域分为内销和外销，2009 年外销占比 20%，且比例逐年提高。出口产品以食品饮料用为主，销售地为非反倾销关税保护的区域。

3.2. 公司技术领先，产品性能优异，成本优势突出

公司多年来致力于木质活性炭的生产技术研究，已优化了生产的炭化、活化、洗涤、干燥、精制以及磷酸回收、热能回收、尾气回收等多个生产技术，一方面降低了生产成本，另一方面提升了产品性能。

公司产品磷酸活化剂的消耗比例仅 0.15，低于国内行业的 0.25。0.3，达到国外 0.15-0.2 的水平；公司充分回收物理法活性炭生产过程的热能，来提供化学法活性炭生产，取代了燃料供热模式，大幅降低产品综合能耗；水耗用量为国内行业水平的 30%，而且消除了生产过程中酸雾、粉尘等有害物质，实现了清洁生产。由公司自主研发的“年产 5,000 吨物理法化学法一体化生产线”于 2009 年 12 月投产，此生产线可实现上述技术的集成利用和整体化实施，劳动效率大大提升，劳动力成本较同行业平均水平降低 60%。综合而言，公司产品每吨成本相比其他木质活性炭厂商，可降低 1000-1500 元/吨。

公司产品不断推陈出新，产品性能已居于同行业领先水平。报告期内，公司产品品种从原来的糖用炭、味精用炭等少数几种发展到包括果汁炭、酿酒炭、食用油炭、柠檬酸炭、乳酸炭、山梨酸炭等在内的多种专用活性炭产品。产品比表面积已达 1,700m²/g，吸附脱色能力超出同行业 20%以上，牢牢占据了市场优势地位。

公司是国内目前唯一一家通过了 ISO9001、ISO14001、OHSAS18001 三项管理体系认证的木质活性炭企业。并且，公司正在积极申请多家跨国公司的采购认证，如可口可乐、味之素、百事可乐等。目前较多大型外企采用的是全球统一采购系统，活性炭通常是从国外口碑较高的经销商处采购，而国外经销商则从我国进口活性炭材料，赚取较高的差价。如果公司可以避开经销商，直接向大型终端客户销售，产品单价有较大的提升空间，还可获得稳定的订单。

公司产品的主要原材料包括磷酸、锯末等林产“三剩物”，占产品成本的 35%左右。相比业内其他公司，公司成本优势明显，毛利率水平较高，抗原材料价格波动能力较强。

4. 募投项目实现新产品产能翻番

公司本次拟发行 1,700 万股, 所募集资金将用本部“年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目”和荔元活性炭“年产 10,000 吨活性炭生产建设项目”共新增 4 条 5,000 吨/年、合计 2 万吨/年的木质活性炭产能扩建项目、公司本部的活性炭技术研发中心扩建项目、以及其他与主营业务相关的营运资金。

表 3: 募集资金投资项目明细

项目名称	总投资额(万元)	建设期
公司本部年产 10,000 吨木质活性炭连续化生产线扩建项目	5,385	1 年
荔元活性炭年产 10,000 吨活性炭生产建设项目	6,940	1 年
公司本部活性炭技术研发中心扩建项目	2,000	1 年
其他与主营业务相关的营运资金	-	-
合计	14,325	-

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券

5. 盈利预测及估值

主要盈利假设:

- 1) 公司仍享受 15% 的所得税优惠税率及其他税收优惠政策。
- 2) 2009 年 12 月投产的 5000 吨产能在 10 年充分释放, 募投项目自 2011 年逐步投产 (2 条 5000 吨生产线 2011 年中期建成投产, 另外 2 条 5000 吨生产 2011 年底投产), 市场可消化新增产能。
- 3) 新增产能成本低, 仅 3500 元/吨。原自产炭成本为 4000 元/吨, 外购炭成本约 5000 元/吨。随着新产能投产, 毛利率提升明显。
- 4) 各类产品平均售价公司未公布, 本预测基于相关出口产品价格进行推测。随着公司专用产品升级和终端客户拓展, 产品平均单价逐年有所提升。

我们预测 2010-2012 年公司摊薄后每股收益分别为 0.38、0.70、1.06 元, 公司合理价值区间为 17.4-20.9, 对应 2011 年 PE 为 25-30 倍。考虑到一定发行折价, 建议询价区间为 16.5-19.8 元。主要盈利预测如下:

表 4: 主要产品盈利预测:

主要产品	2008	2009	2010E	2011E	2012E	主要产品	2010E	2011E	2012E
按产品用途分类						医药用活性炭			
糖用活性炭						销量(吨)	500	2500	4400
销量(吨)	6458	8240	10955	11600	14400	单价(元/吨)	6600	6700	6800
单价(元/吨)	6374	6295	6620	6840	7060	销售收入(百万)	330	1675	2992
销售收入(百万)	4117	5187	7252	7934	10166	毛利率	33.00%	41.50%	43.50%
毛利率	28.37%	33.88%	33.00%	0	46.00%	单位成本(元/吨)	4422	3920	3842
单位成本(元/吨)	4566	4162	4435	3933	3812	其他用活性炭			
味精用活性炭						销量(吨)	3812	4150	5400
销量(吨)	750	1725	3147	4200	6700	单价(元/吨)	6200	6300	6350

单价(元/吨)	6372	6516	6610	6750	6890	销售收入(百万)	2364	2615	3429
销售收入(百万)	478	1124	2080	2835	4616	毛利率	29.00%	37.50%	40.00%
毛利率	32.07%	35.48%	33.00%	41.80%	44.50%	单位成本(元/吨)	4402	3938	3810
单位成本(元/吨)	4329	4204	4429	3929	3824	按碳源分类			
食品用活性炭					自制炭				
销量(吨)	2832	2138	2543	2900	3600	销量(吨)	17144	22530	32950
单价(元/吨)	6306	6404	6450	6550	6600	单价(元/吨)	6506	6663	6798
销售收入(百万)	1786	1369	1640	1900	2376	销售收入(百万)	11153	15011	22400
毛利率	31.07%	34.28%	31.00%	40.00%	42.00%	毛利率	34.64%	44.95%	46.77%
单位成本(元/吨)	4347	4209	4451	3930	3828	单位成本(元/吨)	4252	3668	3619
化工用活性炭					外购炭				
销量(吨)	1992	2729	991	1800	2800	销量(吨)	5200	5200	5200
单价(元/吨)	6330	6259	6300	6400	6500	单价(元/吨)	6506	6663	6798
销售收入(百万)	1261	1708	625	1152	1820	销售收入(百万)	3383	3465	3535
毛利率	29.37%	33.49%	30.00%	39.00%	41.00%	毛利率	23.00%	24.00%	25.00%
单位成本(元/吨)	4471	4163	4410	3904	3835	单位成本(元/吨)	5009	5064	5099
水处理用活性炭									
销量(吨)	489	241	395	580	850				
单价(元/吨)	6300	6100	6200	6300	6300				
销售收入(百万)	308	147	245	365	536				
毛利率	29.27%	30.48%	29.00%	37.50%	39.50%				
单位成本(元/吨)	4456	4241	4402	3938	3812				
合计									
销量(吨)	15717	17825	22344	27730	38150				
单价(元/吨)	6343	6291	6506	6663	6798				
销售收入(百万)	9969	11214	14536	18476	25935				
毛利率	29.37%	33.48%	31.93%	41.02%	43.80%				
单位成本(元/吨)	4480	4185	4428	3930	3821				

数据来源：国泰君安证券

风险提示：

原材料价格波动风险：锯末等林产“三剩物”和磷酸是公司最主要的原、辅材料，在产品成本中占 35%左右。二者的价格波动直接影响木质活性炭生产企业的产品成本波动，从而影响企业盈利水平。如 2010 年上半年受气候灾害引起的林产品价格提升以及磷酸价格上涨，造成了上半年毛利率稍有下降的现象。

新增产能消化风险：公司自 2011 年下半年开始将逐步释放募投新增的 20,000 吨产能，总产能增长近 1 倍。在 1 年左右时间内，公司市场拓展和营销压力较大，存在不能完全消化的风险。

作者简介:**魏涛:**

S0880209050544

0755-23976212

weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。

胡珏 (贡献作者):

S0880110110131

0755-23976112

hujue008738@gtjas.com

清华大学理学硕士, 国泰君安化工研究员助理。

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		