

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 韩轶超 (8621) 68751781 hanyu@cjsc.com.cn

集箱业务超预期，地产业务锦上添花

事件描述

- 1 月上港集团集装箱吞吐量 270.9 万 TEU 是历史单月新高，同比增幅 21%。历史上以往从未有出现在相对淡季的 1 月，吞吐量可以创新高的情况。判断外需恢复与今年春节提前因素叠加是原因。虽然需要综合考虑 1-2 月总体的吞吐量，但判断 2011 年吞吐量乐观仍可获双位数增长。1 月单日吞吐量 9 万 TEU；2 月春节期间（初三后），量有所下滑，不过节后将逐步恢复。我们判断 2 月单日平均吞吐量略超过 7 万 TEU，考虑到 2 月只有 28 天，总体 2 月吞吐量在 200 万 TEU 左右，同比增加 6%，1-2 月累计增长 14%。
- 作为全球集装箱和散货吞吐量的第一大港，装卸费率却不仅仅低于国外港口，也远低于深圳盐田和赤湾、妈湾、蛇口等港口。随着上海航运中心建设推荐，随着洋山港航线航班更趋密集，服务、通关效率提升，我们判断上海港在中国沿海港口中，费率上升空间最大。
- 2010 年集装箱运输公司盈利规模达到以往周期高峰水平，这为集装箱港口装卸费率提升创造了条件，临近的宁波港已经公告提价 8%。我们判断上海港会计划保持跟周边港口同步的提价幅度（外高桥港区和洋山港区由于费率基数不同，因此提价幅度预计不同）；若综合提价 8%，测算可带来约 8.44 亿收入，税后 EPS 提升 0.031 元，较提价前的预测业绩增厚 12.23%。
- 收购洋山 2、3 期按照正常时间进度，预计最早也要在 2 季度完成，因此 2011 年折旧和财富费用增加仅体现半年，即总体 2011 年由于收购带来的成本增加约 5 亿左右。这样，即使考虑增发股本增加，2011 年业绩在提价效应下，也可不摊薄。
- 而在十二五期间，公司业绩的弹性将来自于地产业务。公司以往几年已经向政府转让几大地块，目前还拥有汇山地块、宝山地块、军工路地块，都在黄浦江沿线。2011 年开始，汇山地产预计将有部分商业地产开始销售并贡献利润。我们粗略测算汇山商业地产目前出售价格可以达到 8 万/平米，如果按 30% 的销售净利率测算，上港按 50% 的股权整个地块可以盈利 60 亿。如果按照 5 年平均折算的话，年利润贡献基本在 12 亿左右。若宝山地块进入开发或政府收回给予补偿，地产贡献业绩将更高。
- 公司早在几年前开始实施长江战略，随着中国产业内陆转移，长江沿线地区货源增速将加快，公司在沿海港口中最大受益。同时随着上海国家国际航运中心建设的实质性推荐，启运港退税政策有望得以实施。
- 预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.26 元、0.32 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 17.55 倍、14.12 倍和 12.89 倍。若公司在 2 季度完成增发，则 2011-2012 年摊薄后业绩分别为 0.28 元和 0.30 元。而依靠地产业务，公司业绩出现超预期的概率居大。总体判断，公司在本次收购洋山 2、3 期后，未来几年资本开支减少；而 2011 年启运港退税政策实施可能性大。我们维持“推荐”评级，公司将是我们交运集运产业链推荐的重要公司之一。

事件评论

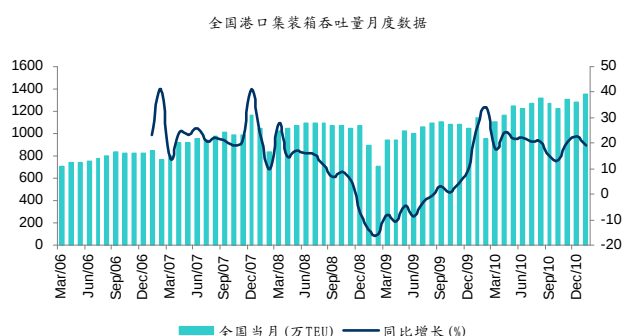
第一，一月吞吐量历史单月新高，预计全年增速可达双位数

1月上港集团集装箱吞吐量270.9万TEU，同比增长21%，吞吐量是自2010年8月以来的又一个历史单月新高。历史上以往从未有出现在相对淡季的1月，吞吐量可以创新高情况。判断外需恢复与今年春节提前因素叠加是原因。虽然需要综合考虑1-2月总体的吞吐量，但判断2011年吞吐量乐观仍可获双位数增长。1月单日吞吐量9万TEU；2月春节期间（初三后），量有所下滑，不过节后将逐步恢复。我们判断2月单日平均吞吐量略超过7万TEU，考虑到2月只有28天，总体2月吞吐量在200万TEU左右，同比增加6%，将创下历史2月单月份的新高。乐观的情况下2月吞吐量可超200万TEU。1-2月累计增长约15%。

2011年1月，在我国外贸进出口总额同比增长43.9%；全国规模以上港口集装箱吞吐量达到1350.47万TEU，同比增长17.6%。上港集团的集装箱吞吐量增速高于全国增速3个百分点。

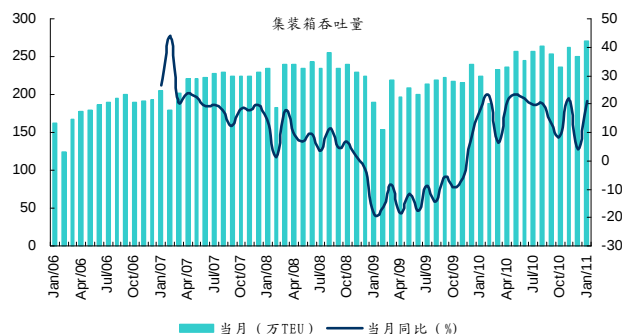
2010年，上港集团吞吐量2906.9万TEU，同比增长16%。全球位列第二的为新家坡，吞吐量为2843万TEU。上海港首次超越新加坡。而上海港总体货物吞吐量已经连续多年居全球第一。

图 1: 全国规模以上港口集装箱吞吐量



资料来源：中贸物流网，长江证券研究部

图 2: 上港集团集装箱吞吐量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1: 2011 年 1 月我国沿海规模以上港口集装箱吞吐量前十名

名次	港名	1月 (万 TEU)	同比 (%)
	全国总计	1,350.47	17.6
	沿海合计	1,221.87	18
1	上海	270.00	20.4
2	深圳	206.20	16.1
3	宁波-舟山	131.03	34.6
	#宁波	130.00	34.6
4	青岛	112.66	20.5
5	广州	102.80	-6.5
6	天津	92.70	21.5
7	厦门	54.71	16.5
8	大连	48.00	13.3
9	营口	39.80	28.7

10 连云港 35.02 12

资料来源：中贸物流，长江证券研究部

表 2：全球 2010 年前 10 大集装箱港口吞吐量

港口名称	所在国家和地区	2010 年		2009 年	
		排名	吞吐量	排名	吞吐量
上海港	中国	1	2907	2	2500
新加坡港	新加坡	2	2843	1	2587
香港港	中国香港	3	2363	3	2098
深圳港	中国	4	2251	4	1825
釜山港	韩国	5	1428	5	1195
宁波-舟山港	中国	6	1314	8	1050
广州港	中国	7	1255	6	1119
青岛港	中国	8	1201	9	1026
迪拜港	阿联酋	9	1160	7	1112
鹿特丹港	荷兰	10	1110	10	974
天津港	中国	11	1008	11	870
高雄港	中国台北	12	918	12	858

资料来源：中贸物流，长江证券研究部

从集装箱航线去向看，公司集装箱吞吐量主要去往 4 大航线：欧洲航线、美国航线、近洋航线（主要是东南亚航线）和非洲南美航线，其中欧美主干航线占比都接近 30%。从增速来看，东南亚等新兴航线增长保持最快速度，1 月预计增速达到 30%以上。

从集装箱货源来源，公司约 60%的货源来自长三角地区（江浙沪），中转货物占 40%（25%左右为长江中转，剩余 15%为国际和沿海中转）。长三角地区的货源，主要通过公路运输至码头，但公路拥挤度已经很高；今后通过水路输送来的货源增速将加快，占比将逐渐增加。

第二，未来港口装卸费率仍有上提空间

集装箱港口装卸费率一般于一年年底与班轮公司进行谈判。而能否提价取决于班轮公司盈利状况、港口成本以及对外贸易进出口的预期。在集装箱运输行业景气上升期，一般也是集装箱港口提价的周期。提价我们又分为名义费率的提升和实际费率的提升：（1）名义费率即港口与班轮公司实际谈判的费率；（2）实际费率，因为平时一般港口对大客户会有些优惠，但在运输行业景气时期，优惠费率也降低，因而实际费率也在提升。比如 2010 年，虽然各港口名义费率没有提升，但实际费率一般都有上涨，因而主要集装箱港口公司的毛利率都有所提升。因为港口公司成本相对固化，因而费率提升带来的就是实际利润的增加。

作为全球集装箱和散货吞吐量的第一大港，装卸费率却不仅仅低于国外港口，也远低于深圳盐田和赤湾、妈湾、蛇口等港口。随着上海航运中心建设推荐，随着洋山港航线航班更趋密集，服务、通关效率提升，我们判断上海港在中国沿海港口中，费率上升空间最大。

1) 从绝对费率来看，上海港目前相对较低，具备提升空间

上海港 2011 年度提价后，外高桥和洋山港两港区基本持平，我们预计重箱装卸费率在 580 元/TEU 左右。即使提价之后，上海港装卸费率一直比深圳港低，盐田港重箱装卸费率约 900 元/TEU，赤湾港区装卸费率约 700 元/TEU。

2) 从产能和周边竞争看, 提价基本无阻力

从产能上看, 长三角港口产能还没形成过剩的局面。在几大区域港口中, 是产能利用率最高的一个地域。同时, 上港集团与宁波港已形成战略合作关系, 在宁波港上市之后, 我们预期两港今后合作提价的意愿增强。

第三, 2011 年度提价增厚 EPS 约 12%

假设条件:

1) 我们保守假定外高桥费率提升 3%, 同时假定洋山提价后费率至与外高桥港区基本持平, 则重箱装卸费率约 580 元/TEU;

2) 2011 年整体集装箱吞吐量较 2010 年增长约 10%至 3200 万 TEU, 其中洋山港因美东航线逐渐迁入和欧线货量稳定增长, 吞吐量增长 20%; 外高桥港区和吴淞港区吞吐量分别增长 2%和 15%。目前欧洲线和美西线在洋山港区运营, 美东线在外高桥运营。

3) 假设吴淞港区经营内贸箱, 占总箱量的 15%左右, 此次提价不涉及, 剩余约 85%为外贸箱, 在洋山和外高桥港区装卸。并进一步假设, 在洋山和外高桥港区的外贸箱中, 按 20%为空箱, 按重箱的 7 折费率收费, 30%为中转重箱, 按重箱的 5 折费率收费, 剩余 50%为标准重箱, 按正常费率收费。所得税税率为 24%。

这样, 根据以上的假设, 我们预计 2011 年集装箱装卸费率提价可以带来 8.44 亿额外收入, 税后 EPS 提升为 0.031 元, 较提价前的预测业绩增厚 12.23%。

表 3: 上港集团 2011 年度提价业绩影响测算

港区	2011 吞吐量预测 (万 TEU)	2011 年占比	原始费率 (元/TEU)	费率提升率	提价带来的额外收入提升 (亿)
洋山港港区	1,213	38.11%	515	13.00%	6.42
外高桥港区	1,514	47.55%	565	3.00%	2.03
吴淞港区	457	14.34%			
合计	3,184	100.00%			8.44

资料来源: 长江证券研究部

第四, 上港集团码头产能还有富裕

从全国来讲, 全国港口总产能略过剩; 但总体上体现为区域性过剩: 过剩区域主要为环渤海区域、东南沿海区域、西南沿海区域, 2009 年产能利用率分别为 82%、63%和 33%; 而长三角区域、珠三角区域港口产能利用率较高, 按照 2009 年数据, 产能利用率都在 100%以上 (2010 年产能利用率提高)。且区域内一些港口码头已经出现饱和并超负荷运行的情况。

上市公司中, 除近年新投产码头泊位之外, 码头利用率普遍达到饱和状态。

我们看到, 上港集团外高桥港区和洋山一期产能利用率都达到 200%以上, 特别外高桥港区单位岸线实际吞吐量达到 30 万 TEU/百米, 在国内港口中居首位。洋山 2-3 期, 若按照实际能力可达到设计吞吐能力 2 倍以上的标准, 洋山港区还有约 1000 万 TEU 以上的容量空间。这是上港集团相对于其它集装箱港口的优势所在。

表 4: 主要上市集装箱港口吞吐能力指标

名义费率 (元/TEU)	实际单箱收入 (元/TEU)	吞吐能力 (万 TEU)	2010 年吞吐量 (万 TEU)	利用率	码头个数	岸线长度 (公里)	单位码头长度(米)	单位岸线设计能力 (TEU/米)	单位岸线实际吞吐量 (TEU/米)
上港集团 565, 洋山 515(提价前)	327	1805	2,907	161%	43	12.90	300	1400	2254
深赤湾 700 左右	315	450	615	137%	9	3.14	349	1434	1959
宁波港 比上港略低		850	1,300	153%	21	7.05	336	1206	1845

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部 (注: 盐田港 2010 年度集装箱吞吐量未公告, 使用 2009 年度数据替代。)

表 5: 上港集团主要码头的产能利用率情况

	设计吞吐 (万 TEU)	泊位(个)	码头长度 (公里)	单位泊位长度 (米)	2010 年吞吐量(万 TEU)	产能利用率 (%)	单位岸线设计能力 (TEU/米)	单位岸线实际吞吐量 (TEU/米)
洋山一期	220	5			575	261.36		
洋山二期	210	4	5.6	350	436	61.41	1482	1805
洋山三期	500	7						
外高桥港区	635	18	5.016	279	1499	236.06	1266	2988
吴淞口港区	240	9	2.28	253	397	165.42	1053	1741
合计	1805	43	12.90	300	2907	161.05	1400	2254

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 6: 2009 年中国港口利用率情况

区域	港口数	2009 年吞吐量 (万 TEU)	通过能力	平均能力利用率	平均每 100 米岸线吞吐量	能力利用率注释
环渤海	11	2993.1	3350	82.00%	11.65(青岛 22.86 万 TEU, 最低的只有 4.6 万 TEU)	大于 1 的港口有 3 个, 低于 70% 的有 4 个
长三角	11	4364	3776	115.58%	15.36 万 TEU(其中上海港达到 21.31 万 TEU)	大于 1 的有 5 个(其中乍浦港区达 269.87%, 上海港为 149.45%); 利用率低于 70% 的港口有 4 个, 最低的只有 29.55%
珠三角	6	3257.9	3070	106.00%	11.95 万 TEU(其中汕头港超过 29 万 TEU, 珠海港只有 3.65 万 TEU)	大于 1 的有 4 个, 低于 70% 的有 1 个
东南沿海	5	716.4	1050	68.03%	5.98 万 TEU	全部小于 1(其中低于 70% 的有 3 个)
西南沿海	4	114	340	33.30%	3.62 万 TEU, 最低的只有 1.32 万 TEU	最大的海口港仅为 65%, 能力利用率最低的只有 8.42
长江(南京以上)	8			69.09%	4.81 万 TEU	大于 1 的有两个, 低于 70% 的有 5 个, 其中大于 1 的有两个, 低于 70% 的有 5 个, 最低的只有 22.78

资料来源: 长江证券研究部

第五，地产业务为盈利锦上添花

2011 年开始，汇山地产（公司与香港方兴地产合资，各占 50% 股权）项目 50 万平米的商业地产中，预计下半年将有部分地块（占总面积的 30%）开始销售并贡献利润，商业地产目前出售价格可以达到 8 万/平米，如果按 30% 的销售净利率测算，上港按 50% 的股权整个地块可以盈利 60 亿，不过并不确定多大比例在 2011 年确认收入。如果按照 5 年平均折算的话，年利润贡献基本在 12 亿左右。汇山地块总计 26 栋楼，主要分 3 种情况：1）整栋出售；2）留下自用，3）做商业中心出租商铺，部分希望借鉴比较好的商业业态（新天地、五角场）。会建成 2 个港池，游艇直接进入。

此外，公司原宝山码头已经闲置，100 多万平米土地将做改性，从工业用地转为商业用地，目前已经规划公示，公司将获取两部分收益：1）2011 年，工业用地转为商业用地的收益，政府将给予一次性补贴，将贡献营业外收入；2）之后该地块可进行地产项目开发。

另外，公司下属的张华浜、军工路老码头，泊位比较小，目前做件杂货和内贸集装箱，远期若装卸功能退化，也可转性最地产项目规划。但目前尚未有计划。

我们总体预计，除了集装箱装卸业务，地产业务在十二五期间可为公司业绩提供高弹性。若地产结算在 2011 年完全体现，则 2011 年业绩超预期概率大。

第六，长江战略带来长期货源

沿海土地和劳动力成本的增加使得中国制造产业缓慢内陆化。同时，内陆区域集装箱化率有提升空间，上港集团早在几年前做好准备，通过参股、控股长江沿线港口，今后长江沿线货源增速将逐步提升。

表 7：上港集团参股控股长江沿线港口情况

被参控公司	参控关系	参股比例(%)	被参控公司主营业务
重庆东港集装箱码头有限公司	子公司	55	国内外货物等
武汉港务集团有限公司	合营企业	55	交通运输
温州金洋集装箱码头有限公司	联营企业	45	港口建设开发
南京港龙潭集装箱有限公司	联营企业	25	交通运输
九江四方港务物流有限公司	合营企业	50	交通运输
江阴苏南国际集装箱码头有限公司	联营企业	20	交通运输
长沙集星集装箱码头有限公司	联营企业	45.7	交通运输

资料来源：公司年报，长江证券研究部

第七，政策预期向好

全球前几大集装箱港口中，新加坡港国际中转比例达到 85% 以上；中国香港港达 60% 以上；韩国釜山港达 45% 以上，而韩国釜山中转箱源中，约一半来自于中国北方。

而未来若政策方面有改变，则可为上海为洋山港区吸引更多的中转量，包括长江中转、沿海中转以及国际中转。

首先是启运港退税政策，以洋山港区为例，即国内货物只要确认离开启运港发往洋山港区中转至境外，即被视同出口并办理退税。此项政策对很多出口加工贸易的企业很具有吸引力，可节省他们的资金成本。启运港退税政策若实施，首先带来长江中转量，其次是沿海中转量，而对吸引国际中转箱量则影响不大。启运港退税政策作为上海国际航运中心的配套政策，在 2009 年已获国务院批准；只要上海市地方政府实施细则出台，则可实际施行。

第一是外轮“沿海捎带”政策。若该政策实施，对上海港将会带来 10-15% 的额外增加量。外轮“沿海捎带”是指外国籍船舶在我国沿海港口之间从事外贸集装箱重箱的国内段运输，性质属于国内沿海运输。若“沿海运输权”政策调整，部

分在境外中转的集装箱可能回流到国内港口口转运，可以争取中国北方发往釜山等境外港口转运的货源。根据相关人士统计，外轮沿海捎带政策若实施，上海港至少可以吸引渤海湾到釜山港中转箱量的 80% - 90%。不过，中国的沿海运输权，目前仍保留给中国航运公司和中国籍船舶，不对外国籍船舶开放；目前交通部依旧禁止外轮“沿海捎带”。这一政策放行没有可预期的时间表。

第八，盈利预测与评级

我们根据以下假设条件进行盈利预测：

- 2011 年整体集装箱吞吐量较 2010 年增长约 10%至 3200 万 TEU，其中洋山港因美东航线逐渐迁入和欧线货量稳定增长，吞吐量增长 20%；外高桥港区 and 吴淞港区吞吐量分别增长 2%和 15%。
- 按贸易方式分，内贸外箱量占比为分别为 15%和 85%。按重空箱分，20%为空箱，按重箱的 7 折费率收费，30%为中转重箱，按重箱的 5 折费率收费，剩余 50%为标准重箱，按正常费率收费。
- 我们保守假定外高桥费率提升 3%，同时假定洋山提价后费率至与外高桥港区基本持平，则重箱装卸费率约 580 元/TEU。
- 2011 年，保守假设地产贡献营业外收入 12 亿（为简化，集装箱装卸之外业务我们都归到营业外收入，而不管是来自于土地转让补偿收入还是地产销售收入），所得税税率 24%。
- 2012 年吞吐量增加 8%，暂不考虑提价，保守假定地产贡献营业外收入 12 亿。

预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.26 元、0.32 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 17.55 倍、14.12 倍和 12.89 倍。若公司在 2 季度完成增发，则 2011-2012 年摊薄后业绩分别为 0.28 元和 0.30 元。而依靠地产业务，公司业绩出现超预期的概率居大。总体判断，公司在本次收购洋山 2、3 期后，未来几年资本开支减少；而 2011 年启运港退税政策实施可能性大。我们维持“推荐”评级，公司将是我们交运集运产业链推荐的的重要公司之一。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	16545	19691	22868	25437	货币资金	6745	10447	13909	21553
营业成本	9284	9732	10109	11130	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7261	9959	12759	14307	应收账款	11923	14183	16472	18322
% 营业收入	43.9%	50.6%	55.8%	56.2%	存货	869	901	929	1022
营业税金及附加	499	594	690	768	预付账款	136	137	141	155
% 营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	其他流动资产	1821	1969	2172	2289
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	21712	27892	33941	43690
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	1767	1767	1767	1767
管理费用	1813	1969	2172	2289	持有至到期投资	3	3	3	3
% 营业收入	11.0%	10.0%	9.5%	9.0%	长期股权投资	3456	3706	3931	4211
财务费用	462	36	-39	-140	投资性房地产	521	521	521	521
% 营业收入	2.8%	0.2%	-0.2%	-0.6%	固定资产合计	26237	25636	24590	23414
资产减值损失	-53	105	108	87	无形资产	5731	5444	5172	4913
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	222	250	250	280	递延所得税资产	79	19	24	21
营业利润	4760	7506	10077	11583	其他非流动资产	3841	3841	3841	3841
% 营业收入	28.8%	38.1%	44.1%	45.5%	资产总计	63347	68829	73790	82382
营业外收支	623	1000	1200	1200	短期贷款	266	0	0	0
利润总额	5383	8506	11277	12783	应付款项	2117	2203	2271	2499
% 营业收入	32.5%	43.2%	49.3%	50.3%	预收账款	207	236	274	305
所得税费用	641	1531	2481	3068	应付职工薪酬	588	612	631	694
净利润	4743	6975	8796	9715	应交税费	1017	1896	2829	3421
归属于母公司所有者					其他流动负债	12812	13428	14014	15296
的净利润	3760.0	5418.0	6732.5	7375.9	流动负债合计	17007	18375	20020	22215
少数股东损益	983	1557	2064	2339	长期借款	3040	3040	3040	3040
EPS（元/股）	0.18	0.26	0.32	0.35	应付债券	2450	2450	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	423	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2262	2262	2262	2262
经营活动现金流净额	1234	7438	9532	11377	负债合计	25181	26127	25321	27517
取得投资收益	150	0	0	0	归属于母公司	32093	35073	38776	42832
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	2	0	0	0	少数股东权益	6073	7630	9693	12033
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	38166	42703	48469	54865
固定资产投资	-1476	-997	-629	-554	负债及股东权益	63347	68829	73790	82382
其他	381	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1093	-997	-629	-554		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	-2450	0	EPS	0.179	0.258	0.321	0.351
股权融资	124	0	0	0	BVPS	1.53	1.67	1.85	2.04
银行贷款增加（减少）	3632	-266	0	0	PE	25.29	17.55	14.12	12.89
筹资成本	3572	-2474	-2991	-3179	PEG	1.00	0.70	0.56	0.51
其他	-7160	0	0	0	PB	2.96	2.71	2.45	2.22
筹资活动现金流净额	169	-2740	-5441	-3179	EV/EBITDA	13.60	9.56	7.03	5.70
现金净流量	310	3702	3462	7644	ROE	11.7%	15.4%	17.4%	17.2%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。