

亨通光电 (600487)

挑战与机遇并存，公司寻求多方突破

亨通光电 2010 年年报分析

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

S0880511010009

本报告导读:

公司 2010 年主营收入和净利润分别低于预期 8% 和 14%，光纤价格下降和费用率提升为拖累公司业绩主要原因。

投资要点:

- **业绩低于预期。**亨通光电 2010 年实现营业收入 20.85 亿元，同比增长 10.5%；实现净利润 1.63 亿元，同比增长-11.5%，EPS 为 0.98 元（按 1.66 亿股本计算）。营业收入与净利润分别低于预期 8% 和 14%。
- **光纤价格的下降和同期费用率的提升为拖累公司业绩的主要原因。**2010 年下半年运营商集采价格下降至 74 元/芯公里，相比于 2009 年降幅达 14%。管理费用率由 2009 年 6.9% 上升至 2010 年 10.4%，为导致净利润增速远低于收入增速的主要原因。管理费用的提升则主要来自于公司研发费用和管理人员工资福利的快速增长。公司毛利率由 2009 年 27.7% 提升至 2010 年 29.1%，为一大亮点。我们判断毛利率的提升主要来自于光棒的量产。
- **挑战与机遇并存，公司寻求多方突破。**公司未来 1-2 年内仍将面临主要产品（光纤/光缆）价格下降，研发费用和人员成本不断上升的不利局面。但同时，运营商对于“光网城市”、FTTx 建设投入不断加强，三网融合和智能电网投入将保证行业维持温和增长（10-15%）。为减弱主营业务严重受制于运营商定价的不利局面，公司未来主要发展思路为：主营业务产业链的上下游突破、丰富主营业务产品、产品逐渐高端化，和寻求地域突破。
- **下调 11-12 年预测值，维持“谨慎增持”。**我们下调公司 11-12 年主营业务收入 9.6%，分别下调 11-12 年净利润 13.7%、9.8%。考虑资产注入的备考 EPS 分别为 1.30 元、1.65 元。给予公司一年内目标价 40.23 元，对于 2012 年（备考）PE 值 24x，维持谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,438	1,887	2,085	2,353	2,617
(+/-)%	30.7%	31.3%	10.5%	12.9%	11.2%
经营利润 (EBIT)	149	279	266	294	357
(+/-)%	0.0%	87.8%	-4.8%	10.6%	21.7%
净利润	106	184	163	187	241
(+/-)%	33.7%	72.7%	-11.5%	14.9%	28.9%
每股净收益 (元)	0.64	1.11	0.98	1.13	1.45
每股股利 (元)	0.20	0.25	0.25	0.25	0.33

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营利润率 (%)	10.3%	14.8%	12.7%	12.5%	13.7%
净资产收益率 (%)	9.3%	14.2%	11.5%	11.8%	13.5%
投入资本回报率 (%)	13.3%	18.9%	17.3%	17.7%	20.1%
EV/EBITDA	29.2	17.3	15.9	15.7	13.3
市盈率	54.0	31.3	35.3	30.7	23.8
股息率 (%)	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%

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: 谨慎增持

目标价格: 40.23

上次预测: 26.09

当前价格: 34.60

2011.03.14

交易数据

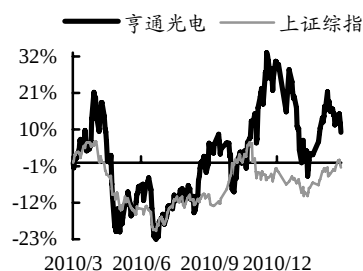
52 周内股价区间 (元)	23.75-43.96
总市值 (百万元)	7,165
总股本/流通 A 股 (百万股)	207/166
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	100

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,412
每股净资产	6.82
市净率	5.1
净负债率	67%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1		
Q2		
Q3		
Q4		
全年	-	1.11

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-13%	4%
相对指数	-5%	-17%	7%

相关报告

- 《二季度收入放缓，下半年业绩变数增大》
2010.08.18
- 《甚为保守的盈利预测，具有后发优势的...》
2009.06.24
- 《业绩超预期，显现细分行业估值洼地》
2009.04.29
- 《增收不增利，且预制棒项目是把双刃剑》
2008.08.26
- 《预制棒若成功量产毛利率将提升 5% 以...》
2008.04.14

模型更新时间: 2011.03.14

股票研究

信息技术
电信运营

亨通光电 (600487)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **40.23**

上次预测: 26.09

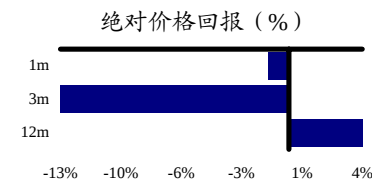
当前价格: 34.60

公司网址

www.htgd.com.cn

公司简介

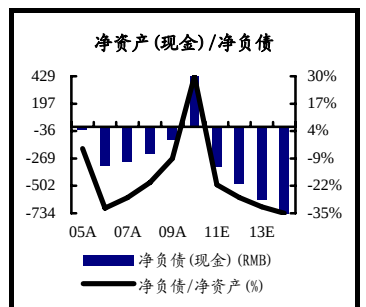
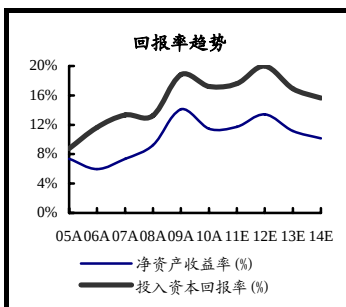
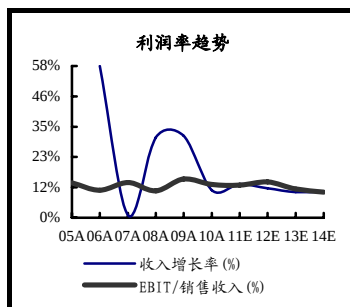
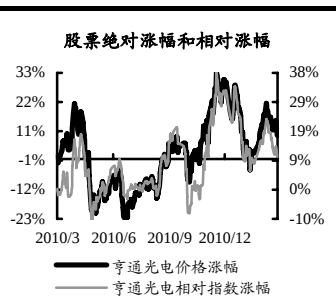
公司的主营业务为光纤光缆的生产与销售, 主要从海外进口预制棒, 并自主拉丝生产光纤, 然后制造成光缆出售。公司目前拥有6条拉丝生产线, 生产光纤、光缆产品直接销售给中国移动、中国联通、中国电信等国内电信、广电系统的客户。公司下属沈阳亨通光通信公司、上海亨通光电科技公司和江苏亨通光纤科技公司三家控股子公司, 其中沈阳亨通光通信及江苏亨通光纤为募投项目, 其生产经营已进入快速发展状态, 业务增长强劲, 并在促进公司整合资源、辐射全国市场和扩大光纤光缆产



52 周价格范围 23.75-43.96
市值 (百万) 7,165

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	689.5	1,089.3	1,100.3	1,437.7	1,887.1	2,085.1	2,353.4	2,617.0	2,873.5	3,160.8
营业成本	530.6	880.7	857.1	1,143.7	1,364.9	1,479.1	1,689.0	1,852.5	2,109.1	2,358.0
税金及附加	1.4	2.1	3.8	4.7	6.1	5.8	6.5	7.2	7.9	8.7
营业费用	37.5	50.4	45.4	67.2	107.4	118.4	133.7	148.7	163.2	179.6
管理费用	32.2	41.8	45.5	73.6	129.8	216.2	230.6	251.2	275.9	303.4
EBIT	91.8	114.3	148.5	148.5	278.9	265.6	293.6	357.4	317.3	311.1
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-2.5	-2.6	-2.6	19.1	-1.0	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	12.2	10.9	17.8	17.5	22.5	42.4	39.6	25.2	21.0	18.0
营业利润	77.1	93.4	126.0	141.2	248.4	216.7	252.5	325.3	289.4	285.5
所得税	21.0	19.5	32.3	21.1	38.2	36.9	39.7	51.2	46.2	45.7
少数股东损益	7.7	15.1	18.1	17.4	36.4	33.6	38.1	49.2	44.3	43.8
净利润	48.8	60.0	79.7	106.5	183.9	162.7	187.1	241.1	217.5	214.9
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	255.0	504.2	593.3	514.2	722.0	510.4	870.8	968.3	1,063.2	1,169.5
其他流动资产	588.1	765.5	848.9	949.8	1,250.9	1,640.5	1,501.8	1,660.5	1,851.0	2,050.1
长期投资	20.5	0.0	0.0	90.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
固定资产合计	399.5	390.8	390.7	534.9	739.4	1,065.0	800.6	835.1	859.3	888.1
无形及其他资产	12.7	42.0	38.7	39.2	92.9	174.5	116.0	124.2	131.6	140.0
资产合计	1,275.9	1,711.4	1,953.4	2,134.7	2,922.5	3,510.3	3,406.4	3,705.5	4,022.4	4,365.1
流动负债	514.2	589.5	741.3	844.0	1,430.0	1,580.3	1,538.4	1,585.7	1,691.8	1,820.8
长期负债	1.7	0.0	11.1	12.7	24.1	320.2	32.8	36.4	40.0	44.0
股东权益	658.0	1,007.6	1,072.8	1,140.6	1,291.3	1,412.5	1,582.7	1,781.6	1,944.6	2,110.4
投入资本(IC)	714.1	786.8	836.8	963.3	1,263.1	1,487.8	1,415.1	1,514.9	1,596.2	1,691.6
现金流量表										
NOPLAT	62.8	92.2	112.1	128.2	238.7	257.8	249.8	304.8	270.8	265.6
折旧与摊销	37.5	42.6	44.5	46.5	50.5	57.8	69.6	72.5	80.7	88.6
流动资金增量	-110.9	-52.1	-53.3	18.1	-41.6	-116.0	48.3	-57.1	-49.8	-58.2
资本支出	-91.3	-63.2	-41.2	-191.1	-308.7	-489.8	-45.3	-115.3	-112.2	-125.7
自由现金流	-101.8	19.6	62.1	1.6	-61.1	-290.1	322.5	205.0	189.5	170.3
经营现金流	3.7	132.3	160.6	215.4	233.6	99.9	384.3	337.8	320.6	314.8
投资现金流	-53.4	-48.9	-141.9	-221.0	-302.5	-556.7	-46.8	-122.2	-119.2	-133.4
融资现金流	-7.6	204.6	82.8	-79.1	271.2	249.3	-307.1	-118.1	-106.6	-75.1
现金流净额	0.0	287.9	101.2	-84.8	202.2	-207.5	30.4	97.5	94.9	106.3
财务指标										
成长性										
收入增长率		58.0%	1.0%	30.7%	31.3%	10.5%	12.9%	11.2%	9.8%	10.0%
EBIT 增长率		24.5%	29.9%	0.0%	87.8%	-4.8%	10.6%	21.7%	-11.2%	-2.0%
净利润增长率		23.0%	32.8%	33.7%	72.7%	-11.5%	14.9%	28.9%	-9.8%	-1.2%
利润率										
毛利率	23.0%	19.2%	22.1%	20.4%	27.7%	29.1%	28.2%	29.2%	26.6%	25.4%
EBIT 率	13.3%	10.5%	13.5%	10.3%	14.8%	12.7%	12.5%	13.7%	11.0%	9.8%
净利润率	7.1%	5.5%	7.2%	7.4%	9.7%	7.8%	7.9%	9.2%	7.6%	6.8%
收益率										
净资产收益率(ROE)	7.4%	6.0%	7.4%	9.3%	14.2%	11.5%	11.8%	13.5%	11.2%	10.2%
总资产收益率(ROA)	3.8%	3.5%	4.1%	5.0%	6.3%	4.6%	5.5%	6.5%	5.4%	4.9%
投入资本回报率(ROIC)	8.8%	11.7%	13.4%	13.3%	18.9%	17.3%	17.7%	20.1%	17.0%	15.7%
运营能力										
存货周转天数		90	127	124	143	176	141	129	127	128
应收账款周转天数		132	140	103	88	98	104	101	101	101
总资产周转天数		500	608	519	489	563	529	496	491	484
净利润现金含量	0.08	2.20	2.02	2.02	1.27	0.61	2.05	1.40	1.47	1.46
资本支出/收入	13%	6%	4%	13%	16%	23%	2%	4%	4%	4%
偿债能力										
资产负债率	40.4%	34.5%	38.6%	40.2%	49.8%	54.1%	46.1%	43.8%	43.1%	42.7%
净负债率	-4.1%	-32.4%	-27.4%	-20.2%	-8.7%	30.4%	-21.2%	-27.4%	-31.7%	-34.8%
估值比率										
PE	117.9	95.8	72.2	54.0	31.3	35.3	30.7	23.8	26.4	26.7
PB	8.7	5.7	5.4	5.0	4.5	4.1	3.6	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	45.5	36.3	29.5	29.2	17.3	15.9	15.7	13.3	14.3	14.3
P/S	6.33	5.28	5.22	4.00	3.05	2.76	2.44	2.20	2.00	1.82
股息率	0.3%	0.3%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%



目 录

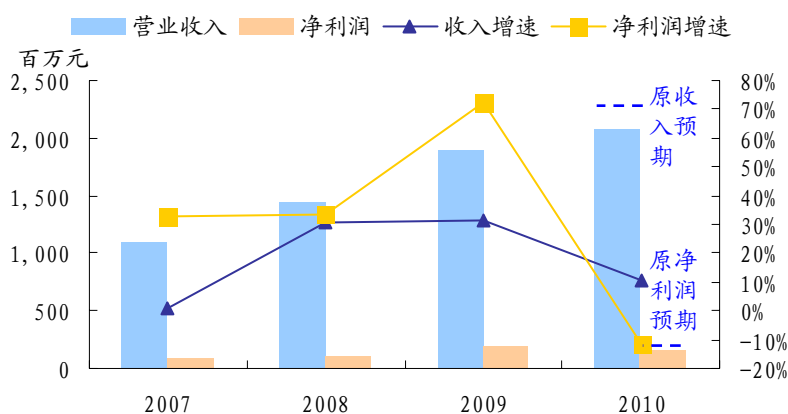
1. 业绩低于预期，源于产品价格下降与管理费用上升	4
1.1. 公司 2010 年业绩低于预期	4
1.2. 光纤价格下跌导致收入增速放缓	4
1.3. 毛利率持续提高为一大亮点，光棒生产保持先发优势	4
1.4. 管理费用上升蚕食利润，主要来自于研发费用和薪酬提高	5
2. 挑战与机遇并存，公司寻求多方突破	6
2.1. 上下游渗透，打造 2000 万芯公里光通信产业链	6
2.2. 丰富主营业务产品，进入新市场空间，增加抗风险能力	6
2.3. 产品升级，着力进行高端产品的研发与推广	6
2.4. 地域扩张，关注海外市场	6
3. 盈利预测与估值	7

1. 业绩低于预期，源于产品价格下降与管理费用上升

1.1. 公司 2010 年业绩低于预期

亨通光电 2010 年实现营业收入 20.85 亿元，同比增长 10.5%；实现归属母公司净利润 1.63 亿元，同比增长-11.5%，EPS 为 0.98 元（按增发前 1.66 亿股本计算）。营业收入与净利润分别低于预期 8%和 14%。光纤价格的下降和同期费用率的提升为拖累公司业绩的主要原因。

图 1：公司 07-10 年营业收入与净利润增长情况



数据来源：公司财报；国泰君安证券研究

1.2. 光纤价格下跌导致收入增速放缓

2009 年 3G 网络建设高峰期过后，光纤产品逐渐供大于求，价格随之下降。2010 年下半年，运营商集采价格下降至 74 元/芯公里，相比于 2009 年最高 86 元/芯公里，降幅达 14%。而某些合同执行价格，甚至达到 65 元/芯公里。由于集采价格基本在下半年执行，因此公司下半年业绩受光纤价格下降最大。2010 年下半年，公司收入同比基本没有增长；全年单季来看，收入增速基本呈持续下降趋势。

图 2：公司半年度营收同比呈下降趋势

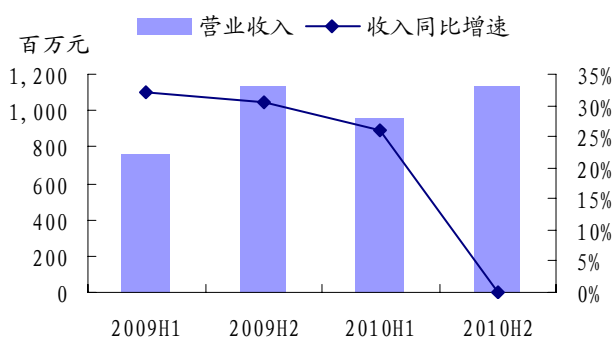
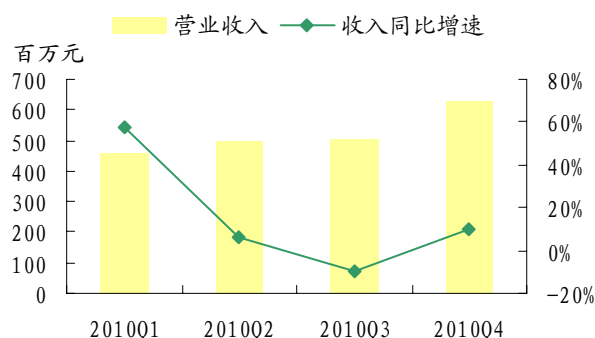


图 3：公司单季收入增长呈下降趋势



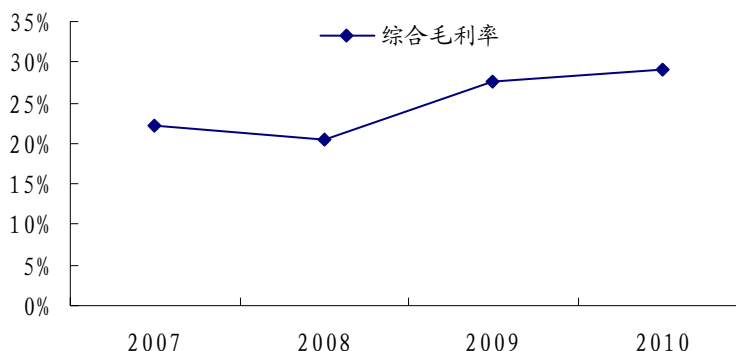
数据来源：公司财报；国泰君安证券研究

随着各厂商 2009 年新建产能逐渐释放，光纤产品市场供大于求局面短期难以改善。因此，我们判断 2011 年光纤价格有进一步下降可能，应在 70 元/芯公里左右。公司今年收入增长仍将受到考验。

1.3. 毛利率持续提高为一大亮点，光棒生产保持先发优势

公司毛利率由 2009 年 27.7% 提升至 2010 年 29.1%，为财报一大亮点。我们估计毛利率的提升主要来自于光棒的量产。光纤成本中 60% 来自于光棒。公司为行业内最早研制和生产光棒的企业之一，2010 年建设产能达到 200 吨，实际产量在 100 吨左右。相比于进口光棒，公司自产光棒每公斤将节省费用 40 美金左右，2010 年则总共节省生产成本 2700 万左右。公司 2011 年将开始光棒二期建设，预计新增产能 300 吨，全年实际产量预计达到 250 吨，将进一步改善公司毛利率水平。

图 4：公司综合毛利率持续提升



数据来源：公司财报；国泰君安证券研究

1.4. 管理费用上升蚕食利润，主要来自于研发费用和薪酬提高

管理费用率由 2009 年 6.9% 上升至 2010 年 10.4%，为提高三率的主要因素，也是导致净利润增速远低于收入增速的主要原因。

管理费用率的提升主要来自于公司研发费用和管理人员工资福利的快速增长。2010 年公司管理费用达到 2.16 亿元，同比增长 66.5%。其中研发费用和工资福利费用占比分别为 43.5%、25%，同比增长分别达到 108.6%、48.5%。

管理费用率一直是近 2-3 年推动公司期间费用率上升的主要因素。对于未来的趋势，我们认为，未来 1-2 年公司仍将在 G567 光纤、光棒，ODN 产品，高端通信电缆等产品进行研发投入，因此研发费用仍将保持一定高水平，但增速将会放缓。

图 5：管理费用率提升公司整体期间费用率

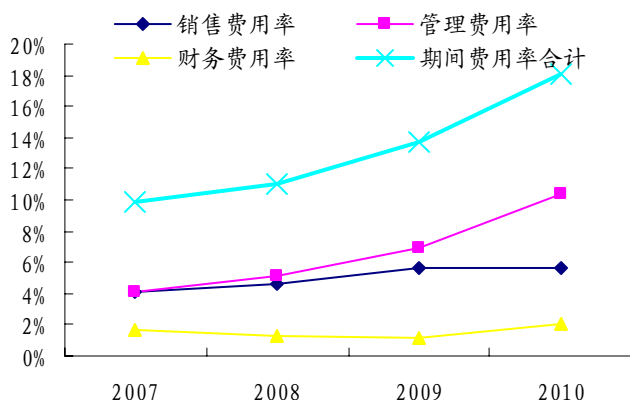
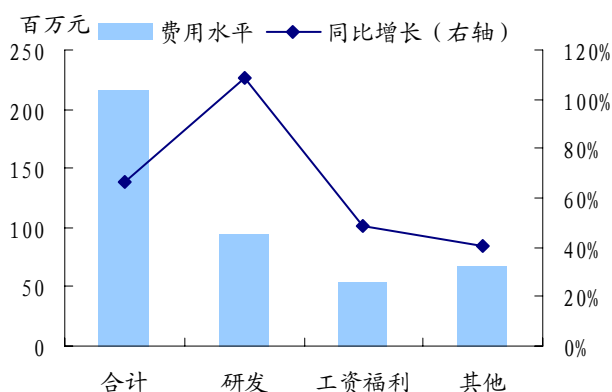


图 6：管理费用增长主要来源于研发与工资福利



2. 挑战与机遇并存，公司寻求多方突破

我们认为，公司未来 1-2 年内仍将面临主要产品（光纤/光缆）价格下降，研发费用和人员成本不断上升的不利局面，对公司收入与净利润的增长不利。但同时，运营商对于“光网城市”、FTTx 建设投入不断加强，三网融合和智能电网投入将带来光纤光缆产品新增需求，因此行业仍将维持温和增长（10-15%）。因此，公司所面临的市场环境将是挑战与机遇并存。

同时，为减弱主营业务严重受制于运营商定价的不利局面，公司未来寻求多方突破。主要方向为：主营业务产业链的上下游突破、丰富主营业务产品、产品逐渐高端化，和寻求地域突破。

2.1. 上下游渗透，打造 2000 万芯公里光通信产业链

公司 2010 年光纤产能达到 1200 万芯公里。2011 年公司将继续投入扩大产能，以期望获取更多市场份额。另外，在原有 200 吨光棒产能基础上，公司计划今年下半年进行光棒二期建设，设计产能 300 吨。未来总产能预计达到 600 吨，将基本满足光棒自给，有效缓解光纤产品价格压力。

对于下游需求，公司将更倾向于运营商投入较大的 FTTx 市场，深入涉及 ODN 产品市场。我们预计 2011-2012 年三大运营商 FTTx 建设投入分别为 310 亿元、444 亿元，同比增长 85.5%、43.9%。ODN 部分投资占整体 FTTx 投资比重 50%以上。公司“室内软光缆”产品竞争实力居行业前列，2010 年销售收入 2 亿元左右。未来公司将加强光器件、保护类产品的研发和推广。

2.2. 丰富主营业务产品，进入新市场空间，增加抗风险能力

公司 2011 年 1 月 20 日完成亨通线缆和亨通力缆的注入。我们预计，亨通线缆和亨通力缆 2010 年合计收入和净利润分别为 22.03 亿元、8361 万元，相当于再造一个亨通光电。新业务的注入，将丰富公司主营业务产品，为公司带来新的市场空间，并且提高公司抗风险能力。

2.3. 产品升级，着力进行高端产品的研发与推广

为摆脱现有产品同质化严重，价格竞争激烈的格局，公司未来着重高端产品的研发与推广。包括适用于 FTTx 室内布线的 G567 光纤产品和预制棒的生产推广、超高压电缆、海缆和装备电缆的推广。

2.4. 地域扩张，关注海外市场

公司 2010 年海外收入占比仅为 6.2%。未来，为抵御国内市场系统性风险，公司将更加关注于海外市场的扩张。国内光纤光缆产品在非洲、东欧和东南亚等地有一定的价格优势，公司将重点在这些地区寻求快速突破，目标未来 3-5 年海外收入占比达到 30%左右。

3. 盈利预测与估值

根据 2010 年财报情况, 我们下调公司 11-12 年主营业务收入 9.6%, 分别下调 11-12 年净利润 13.7%、9.8%。预计公司 2011-2012 年 (不包括注入资产) 主营收入分别为 23.5 亿元、26.2 亿元, EPS 分别为 1.13 元、1.45 元。考虑亨通线缆和亨通力缆的注入, 和股本的变化后, 预计公司 2011-2012 年主营收入分别为 49.5 亿元、56.7 亿元, EPS 分别为 1.30 元、1.65 元。

参考公司历史估值和同行业比较, 我们给予公司一年内目标价 40.23 元, 对于 2012 年 (备考) PE 值 24x。结合目前股价, 维持“谨慎增持”评级。

表 1: 公司各期财务比较 (百万元)

	2009	2010	2009H2	2010H2	2009Q4	2010Q4	09 vs. 10	09H2 vs. 10H2	09Q4 vs. 10Q4
主营业务收入	1,887.1	2,085.1	1,131.2	1,131.5	574.7	629.9	10.5%	0.0%	9.6%
减: 主营业务成本	1,364.9	1,479.1	808.8	816.2	398.7	459.1	8.4%	0.9%	15.1%
-毛利率	27.7%	29.1%	28.5%	27.9%	30.6%	27.1%	-	-	-
减: 营业税金及附加	6.1	5.8	3.7	2.7	2.4	1.8	-5.7%	-25.9%	-23.5%
主营业务利润	516.1	600.2	318.7	312.6	173.6	169.0	16.3%	-1.9%	-2.7%
减: 销售费用	107.4	118.4	64.7	68.6	41.7	39.6	10.3%	6.1%	-5.0%
-销售费用率	5.7%	5.7%	5.7%	6.1%	7.3%	6.3%	-	-	-
减: 管理费用	129.8	216.2	81.2	124.6	49.5	75.5	66.5%	53.4%	52.7%
-管理费用率	6.9%	10.4%	7.2%	11.0%	8.6%	12.0%	-	-	-
减: 财务费用	22.5	42.4	13.9	27.0	6.3	16.0	88.3%	94.6%	154.2%
-财务费用率	1.2%	2.0%	1.2%	2.4%	1.1%	2.5%	-	-	-
减: 资产减值损失	7.0	10.2	-0.1	6.9	-8.2	2.4	46.1%	-	-
营业利润	248.4	216.7	157.8	88.5	83.8	39.2	-12.8%	-43.9%	-53.2%
-营业利润率	13.2%	10.4%	13.9%	7.8%	14.6%	6.2%	-	-	-
利润总额	258.5	233.2	164.1	102.3	88.2	48.5	-9.8%	-37.6%	-45.1%
减: 所得税	38.2	36.9	25.2	17.9	14.0	11.0	-3.4%	-28.9%	-21.9%
净利润	220.3	196.3	138.8	84.4	74.2	37.5	-10.9%	-39.2%	-49.4%
减: 少数股东损益	36.4	33.6	21.8	13.6	13.9	7.8	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	183.9	162.7	117.0	70.7	60.3	29.7	-11.5%	-39.5%	-50.7%
-归属母公司净利率率	9.7%	7.8%	10.3%	6.3%	10.5%	4.7%	-	-	-
每股收益	1.11	0.98	0.70	0.43	0.36	0.18	-	-	-

数据来源: 公司资料; 国泰君安证券研究

表 2: 简明利润表预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2011E 备 考	2012E 备 考
主营收入	1,437.7	1,887.1	2,085.1	2,353.4	2,617.0	4,951.8	5,670.5
减: 主营成本	1,143.7	1,364.9	1,479.1	1,689.0	1,852.5	3,921.8	4,472.2
减: 营业税金及附加	4.7	6.1	5.8	6.5	7.2	10.2	11.7
主营业务利润	289.3	516.1	600.2	657.9	757.3	1,019.8	1,186.6
减: 营业费用	67.2	107.4	118.4	133.7	148.7	269.8	306.6
减: 管理费用	73.6	129.8	216.2	230.6	251.2	290.1	321.8
减: 财务费用	17.5	22.5	42.4	39.6	25.2	84.4	78.3
减: 资产减值损失	8.8	7.0	10.2	1.6	6.9	10.2	17.3
加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加: 投资收益	19.1	-1.0	3.7	0.0	0.0	-0.1	-0.2
营业利润	141.2	248.4	216.7	252.5	325.3	365.2	462.5
加: 营业外收入	6.1	11.3	20.4	15.7	19.6	17.9	22.3
减: 营业外支出	2.3	1.2	3.9	3.2	3.4	4.2	4.5
利润总额	145.0	258.5	233.2	264.9	341.5	378.9	480.3
减: 所得税	21.1	38.2	36.9	39.7	51.2	56.8	72.0
净利润	123.9	220.3	196.3	225.2	290.3	318.7	403.9
减: 少数股东损益	17.4	36.4	33.6	38.1	49.2	49.9	62.5
归属于母公司所有者的净利润	106.5	183.9	162.7	187.1	241.1	268.8	341.4
每股收益	0.64	1.11	0.98	1.13	1.45	1.30	1.65

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**杨昊帆（贡献作者）:**

S0880110030037

021-38676207

yanghaofan008183@gtjas.com

复旦大学经济学硕士。2009 年加入国泰君安证券研究所。之前曾从事两年管理咨询工作。

康凯:

S0880511010009

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

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		