



建筑工程业/工业

上海建工 (600170)

迪斯尼将拉动投资上千亿, 上海建工刚承接六亿


韩其成
 021-38676162
 hanqicheng@gjjas.com
 S0880511010022

本报告导读:

迪斯尼开工仪式即将隆重举行, 迪斯尼大规模建设即将开始, 首推具有施工一体化产业链的上海建工, 兼具保障房主题。11 年 EPS1.23, 增持, 目标价 26 元, PE21。

事件:

- 《华尔街日报》4 月 4 日引述消息人士称, 上周六 (4 月 2 日) 迪士尼公司与上海申迪集团已经发出邀请函, 邀请外界在 4 月 8 日 (本周五) 到上海参与一项特别活动。《华尔街日报》称, 新华社引用政府消息来源证实了即将开工的说法。
- 我们于 2011 年 3 月 29 日撰写上海建工公司深度报告《建筑最佳组合, 保障房刺激, 近 50% 空间》, 阐述上海建工在建筑领域具有施工一体化, 各方面竞争实力突出, 公司目前估值低; 并显著受益于保障房建设与迪斯尼建设; 另外, 公司财务高度稳健, 预计公司的净利润水平在可比口径下可以至少保持同增 20%。预测 2011~2013 年的净利润为 14.2、17.8、22.4 亿元, 对应的 EPS 为 1.23、1.54、1.92 元。给予 21 倍 PE, 增持评级, 目标价 26 元。

评论:

从香港迪斯尼的建设进度看, 从签约到最后开幕历时 6 年。1999 年 11 月 2 日, 香港特区政府与迪斯尼公司经过近一年的磋商, 终于达成协议, 二者组成合营公司, 在大屿山竹篙湾兴建一个具世界水准的国际主题公园、有 1400 个房间的迪斯尼主题度假酒店和购物、饮食和娱乐综合中心 (度假酒店的房间数目在第一期达饱和时, 会有 2100 间)。连同配套规划设施, 港府总投资额 224 亿元, 其中园区建设 141 亿元。2000 年 6 月, 建设迪斯尼的第一步——填海工程开始, 造地 1.26 平方公里, 投资 39.8 亿元。从 2000 年 6 月到 2002 年 12 月的 2 年半时间里, 围绕迪斯尼相关的配套基建展开建设, 其中绝大部分工程又都集中在 2002 年下半年开工建设。2003 年 1 月, 香港迪斯尼园内工程在大屿山正式启动。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 26.00

上次预测: 26.00

当前价格: 18.64

2011.04.06

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.09-18.91
总市值 (百万元)	19,424
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,042/352
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	34%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	131

52 周内股价走势图



相关报告

《建筑最佳组合, 保障房刺激, 近 50% 空间》	2011.03.29
《重组之后续看保障房与迪斯尼建设》	2011.02.21
《迪斯尼、保障房、资产重组三主题投资》	2011.01.07
《迪斯尼与资产注入预期双主题》	2010.11.02
《业绩超预期, 上调目标价至 18 元》	2010.11.01

表 1: 香港迪斯尼建设进度

时间	进度
1999-11-2	香港政府与迪斯尼公司一期签约，成立合资香港国际主题公园公司
2000-06	竹篙湾填海工程动工，造地 126 公顷，投资 39.8 亿元
2001-10	排污、园艺基建开工
2002-07	兴建竹篙湾铁路
2002-08	路面基建开工
2002-12	竹篙湾码头开工
2003-01-12	迪斯尼乐园在大屿山正式开工
2005-09	香港迪斯尼建成开幕

数据来源：国泰君安证券研究

上海迪斯尼的进度看，其先期动作要快于香港迪斯尼，上海政府与华特·迪斯尼公司签署正式合作协议前，相关的动拆迁已经开展并完成。随着双方于 2010 年 11 月 5 日正式签署合作协议，相关配套工程紧锣密鼓展开。浦东建设已经中标部分周边道路建设；上海建工则在 2011 年 1 月 19 日中标了迪斯尼 1.68 平方公里的的场地形成项目，为公司进一步进驻迪斯尼建设项目打好了坚实的基础。根据媒体的公开报道，迪斯尼即将举行启动仪式，我们认为随着迪斯尼启动仪式的举行，迪斯尼相关工程的建设将大范围开展。香港迪斯尼配套基建工程在乐园正式开工的半年前集中开工，目前上海迪斯尼的配套基建也正在逐步开工（10 年 9 月 30 日浦东建设中标道路，11 年 1 月 19 日上海建工中标场地平整，11 年 3 月 15 日浦东建设中标迪斯尼道路与围场河工程），据此我们认为，上海迪斯尼乐园的正式开工必然是在不远处。

表 2: 上海迪斯尼乐园进展表

时间	进度
2002-07	迪士尼公司对外公布了将在上海建立一个主题公园的消息
2002-10	有关部门透露迪士尼已放弃该计划
2005-07	据称，迪士尼已选开设乐园地点
2006-02	迪士尼首次证实在沪建主题公园
2007-12	媒体报道，上海迪士尼项目已重启
2009-01	美国华特迪士尼公司正式宣布，计划在浦东兴建全球第 6 个迪士尼乐园
2009-10	经报请国务院同意，发改委正式批复核准上海迪士尼乐园项目
2009-11	上海市政府新闻办宣布迪士尼项目启动，该项目由中方公司和美方公司共同投资建设，建设地址位于上海市浦东新区川沙新镇
2010-01	动拆迁工程启动
2010-07	完成动拆迁
2010-08-08	上海申迪（集团）有限公司成立
2010-09-30	浦东建设中标浦东航城路、唐黄路 BT 项目，总计 10.36 亿元。
2010-11-05	上海申迪（集团）有限公司、华特·迪士尼公司双方所属子公司在上海正式签署合作协议。
2011-01-19	上海建工中标承建上海申迪建设有限公司发包的包括约 1.68 平方公里的场地形成在内的 6.4 亿工程。
2011-03-15	浦东建设中标迪斯尼配套：上海杨高路-民生路立交工程、川沙 A-1 地块围场河工程五标、中环线浦东段新建 3 标，总额 6.93 亿元。
2011-04-08	迪斯尼将举行开工仪式
2011-09	11 号线将建迪士尼专线，从罗山路站经三站直达迪士尼乐园，该线路全长约 9.2 公里，其中高架段约 7.5 公里，敞开段约 0.265 公里，地下段约 1.43 公里。新设 3 座车站，其中高架站 2 座，分别为康桥站和横

新路站，地下站 1 座，即迪士尼乐园站。建设年限为 2011 年 9 月-2015 年 7 月建成试通车

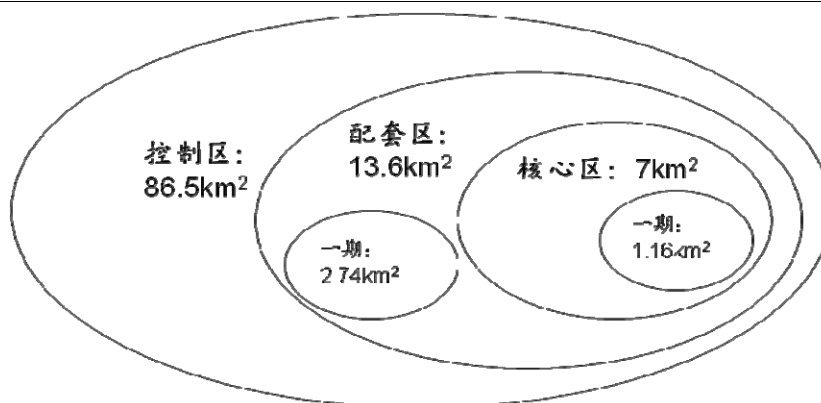
数据来源：媒体公开报道与相关公司公告、国泰君安证券研究

位于浦东的上海迪斯尼项目区域被分为核心区、配套区、控制区三个区域进行统筹建设，核心区占地面积 7 平方公里，配套区占地面积 13.6 平方公里，规划控制区面积 86.5 平方公里，合计 107.1 平方公里，预计耗资约 244.8 亿元人民币。迪斯尼项目一期位于核心区内，一期占地面积是 1.16 平方公里，并包括 2.74 平方公里的配套区。

世博会的主体投资额为 286 亿元（其中建设投资 180 亿元，营运投资 106 亿元，根据《纽约时报》的估算，上海世博会的总投资金额约在 3000 亿元（450 亿美元）左右，那么总投资额是主体投资额的 10 倍左右。

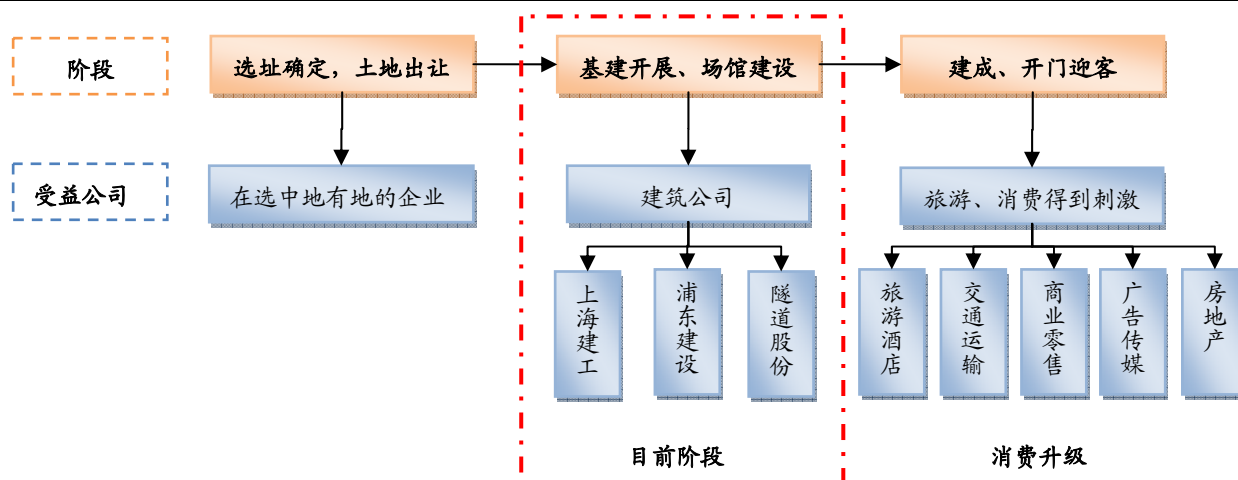
目前业内的共识一般是配套基础设施建设的间接投资为直接投资的 7-10 倍。假设取最低的 7 倍，目前迪斯尼预定的投资额为 245 亿元，那么加上配套工程的投资额应该在 $245 \times 7 = 1715$ 亿元。2010 年，浦东区长姜樑曾经介绍：上海迪士尼主题乐园项目的建设预计将带动上千亿元的投资。

图 1：迪斯尼占地区域情况



数据来源：国泰君安证券研究

图 2：迪斯尼受益链分析



数据来源：国泰君安证券研究

上海建工的商业模式对公司参与迪斯尼是最为有利的：

1) 公司建筑实力强，完成多个区域性地标建筑，这些地标性工程大多为区域第一高楼/高塔。

如上海金茂大厦、环球金融中心，上海中心大厦、广州电视塔，大连绿地广场等。

2) 公司的混凝土公司（材料公司与构件公司）在上海的市场份额约 50%，混凝土搅拌站、搅拌车数量大，可以保证工程的一切需要。一个好的工程对混凝土的要求是非常高的，混凝土使用的最佳时间是进行搅拌的 30 分钟内，超过 30 分钟，混凝土的品质就下降了。而上海建工的混凝土搅拌站与搅拌车数量最大，所以，可以说，要在上海做好工程，要确保混凝土的高质量，以保证工程的高质量，找上海建工进行建设是最优方案。

3) 公司具有建筑施工行业全产业链，具有设计实力全国前六的市政设计院、具有建筑实力强劲的建筑施工能力、具有完成多个国家大型工程的装饰公司（国家大剧院、世博会场馆）、具有全国排名第一的园林公司。全产业链的齐备有助于公司在承接迪斯尼工程的综合能力的最大发挥。

4) 公司具有项目总指挥与总管理经验：浦东机场建设中，公司成立了总承包管理部为业务做了很多统筹管理；世博园建设成立的工程指挥中心大量人员来自上海建工；承建了世博会永久性建筑一轴四馆。

公司于 1 月中标场地平整项目 6.4 亿元，显示公司对迪斯尼项目做了紧密跟踪且取得了良好成效，有望在后续接到更多项目。

上海建工推荐逻辑：

1) 价值显著低估。公司业务板块=东方园林+精工钢构+隧道股份+金螳螂+西部建设：上海建工是上海国资委下属企业，主业为施工，公司具有施工业务全产业链（设计→施工→装饰→园林），且在各环节具有全国领先的实力。

① 园林：上海建工下属的园林集团（上海园林（集团）有限公司）在 2009 年园林绿化企业收入前 20 强排名中名列第一，园林集团几乎包揽了上海市的重大、重点绿化项目，外省市项目涉及北京、浙江、江苏、四川、湖南、西藏等各大省市，完成具有较大影响力的境外项目涉及十多个国家和地区，打响了“上海园林”的品牌。收入 19 亿，占收入 3%，东方园林收入 14.5 亿，市值 151 亿，建工总市值为 194 亿。

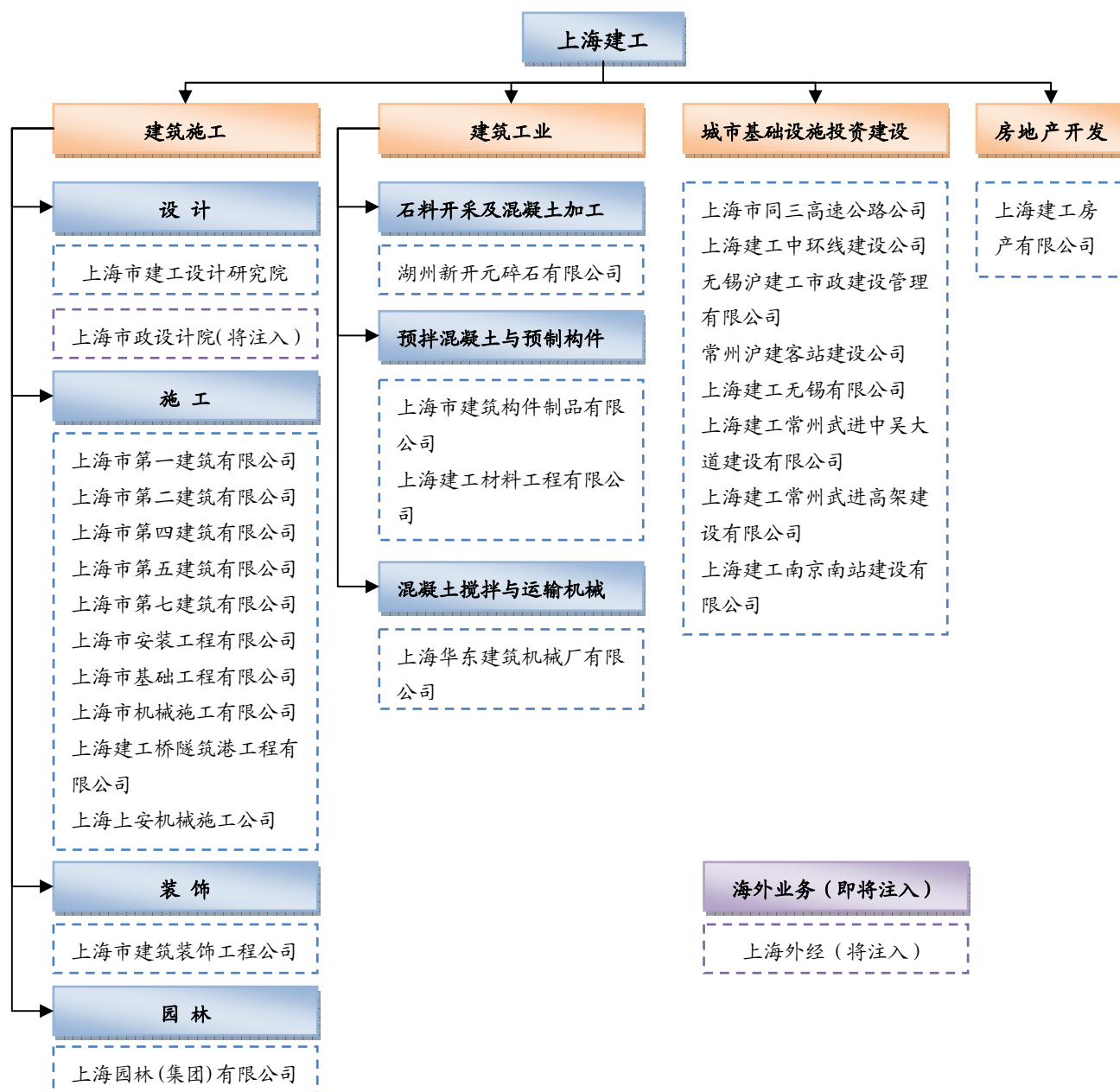
② 工业建筑与高层建筑：上海建工在高层建筑方面具有显著的竞争实力，承接了大量地标性、创记录型的高层建筑。在上海，公司承接了轮流作为中国第一高楼的上海金茂大厦、上海环球金融中心、目前在建的上海中心大厦。在广州，公司作为主要总承包方承建了中国乃至亚洲第一高塔——广州电视塔。在大连总承包了环渤海第一高楼——大连绿地广场项目。公司工业建筑收入同增 45%，受益产业升级带来的需求增长，逻辑与精工钢构相同。2010 年 3 季度以来，厂房仓库的竣工面积同比快速增长，达 23%。办公用房的竣工则保持了稳增的情况，增长率在 5~6% 之间。但是，随着十二五规划的落实，我们认为，上海将进一步发展服务业与高科技产业，与此对应的办公楼建设和相应厂房建设或将有所增长。

③ 轨道交通：公司占据上海 40% 左右的轨道交通市场份额（包括车站、车辆段），与上海隧道股份（主要优势在于隧道建设）的市场份额相当。截至 2009 年，上海共有轨道交通线路 11 条，运营里程长度 355 公里。根据我们 10 年撰写的地体行业深度报告《地铁建设蓬勃开展带来广阔机会》，上海规划到 2020 年建设成 970 里程轨道交通，是目前长度的 2.7 倍。我们估算到 2015，上海建成 722 公里轨道交通，尚有 1 倍的长度需要在未来 5 年完成。

④ 装饰公司全国排名第 22 名，完成国家大剧院等。上海建工下属上海市建筑装饰工程有限公司完成了上海大量的公共建筑的装修工程：上海世博会中国馆、国家大剧院、复旦大学光华路内部装修、首都人民大会堂上海厅、高铁上海站、磁悬浮龙阳路站等等。公司所做工程基本均为国家或地方大型工程，品质要求高。目前，公司在 2009 年度的中国建筑装饰行业百强企业中排名第 22 位。我们认为，公司在装饰方面具有很强的竞争实力：经验丰富、品质卓越，公司在施

工产业链上具有上下游的协同效应，施工项目容易成为公司的装修项目，典型为：世博会工程基本均有公司进行装饰、广州电视塔、国家大剧院。

图 3：上海建工业务分块与子公司



数据来源：上海建工、国泰君安证券研究

③ **市政院**在建筑设计中全国排名第六，这两年公司逐步开展 EPC 项目。2010 年 9 月，上海市政院整建制划拨进入上海建工集团，市政设计院注入建工集团主要是为了创建一个有竞争力的大型建筑集团，这个集团具有良好的设计与施工能力，并且这两方面能力相辅相成。从市政院本身情况看，市政院这几年的发展好，在设计、咨询等方面专业水平能力很强，在国内同行业内处于领先地位。这两年公司正在进行 EPC 业务的拓展与尝试，2010 年，公司施工业务尚处亏损阶段，拉低了整个公司的净利润率，但是 EPC 项目需要一个成长与成熟的过程。我们认为，这类同于中国海诚，在初涉足 EPC 时，收益为负，但是随着 EPC 的成熟，公司的收入与盈利规模迅速扩大。

⑥**公司混凝土业务全国排名第一**，竞争力与盈利能力突出。我国预拌混凝土行业规模最大的为上海建工，旗下的建工材料与建工构件的预拌混凝土产量基本占据上海一半的市场，其他十强的产量与上海建工相差远，排名第二的华润水泥销量仅为上海建工（材料公司+构件公司）的41%。2010年，上海建工混凝土相关业务增速快，混凝土构件的收入同增达91%，混凝土加工设备同增52%，销售商品混凝土材料收入同增30%。从各个城市统计的C35混凝土价格与42.5强度水泥价格的差值中，我们可以看到不同地区盈利状况具有很大的差异。假设1立方米C35混凝土使用320千克42.5强度水泥。根据计算，长春、上海、济南位于价格差前3名。

⑦**BT业务受益于加息周期**。BT业务由于其融资性质，可以带来稳定的收入来源。公司目前的BT的项目金额约77.51个亿。公司的大部分项目的回购期为5年，最长的BOT项目为25年（金额约25.2亿元）。公司项目主要在外地，普遍根据3-5年期贷款利率上下浮动一定比例作为实际利率，目前3-5年期贷款利率为6.45%（2011-2-8调整），我们采用6.45%的实际利率估算BT项目的投资收益，假设所有BT项目将进入回购期，每年贡献的投资收益为5亿元，增发摊薄后EPS0.3元。由于回购利率以央行同期贷款利率为基准，因此，一旦加息，就意味着公司BT项目的回购利率也相应提高，投资收益增加。

采用PS估值方式，我们分别使用相似公司与上海建工进行对比，可以发现上海建工目前的价格非常低估。以园林业务为例，与同样以市政园林为主业的东方园林为基准，公司采用PS估值的理论市值达到201亿元，但是公司目前的总市值仅为194亿元。分块估值加总后，上海建工的市值达到814亿元，与现在194亿元的市值相比有319%的空间。

表 3: 采用 PS 方法分块估值上海建工

	园林			工业建筑			地产			混凝土		
	东方园林	上海建工	标的/建工	精工钢结构	上海建工	标的/建工	地产	上海建工	标的/建工	西部建设	上海建工	标的/建工
总市值 (亿元)	151.27	194.24	78%	81.89	194.24	42%	10,573.10	194.24		47.50	194.24	24%
分块收入	14.54	19.32	75%	53.13	41.44	128%	3,354.16	11.23		13.65	51.20	27%
分块收入占比		3%			6%			2%			7%	
分块市值		5.30			11.36			3.08			14.04	
上海建工理论市值		201.03			63.88			35.40			178.24	
	市政			装饰			施工			加总		
	隧道股份	上海建工	标的/建工	金螳螂	上海建工	标的/建工	建筑施工	上海建工	标的/建工	上海建工	上海建工理论市值	空间
总市值 (亿元)	84.43	194.24	43%	203.87	194.24	105%	8,274.74	194.24				
分块收入	151.74	91.01	167%	66.39	16.08	413%	16,811.35	478.26				
分块收入占比		13%			2%			67%				
分块市值		24.95			4.41			131.11				
上海建工理论市值		50.64			49.38			235.41		194.24	813.97	319%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

注：针对地产与建筑施工业务，我们采用板块 10 年收入，由于 10 年年报尚未全部公布，所以我们在 09 年收入的基础上，同比增长 20% 作为板块收入。

毛利估值：由于 PS 估值方法是相对乐观的估值，只是对公司未来业务盈利能力提升的一个潜在的中长期乐观估值。我们在此基础上，将公司的主营业务盈利能力的差异剔除，使用毛利进行估值（该方法不是已经理论化的估值方式），但是这种估值方式下，上海建工的理論市值仍然达到 397 亿元，与目前的市值相比，仍然有 1 倍的空间。

表 4：采用毛利进行分块估值上海建工

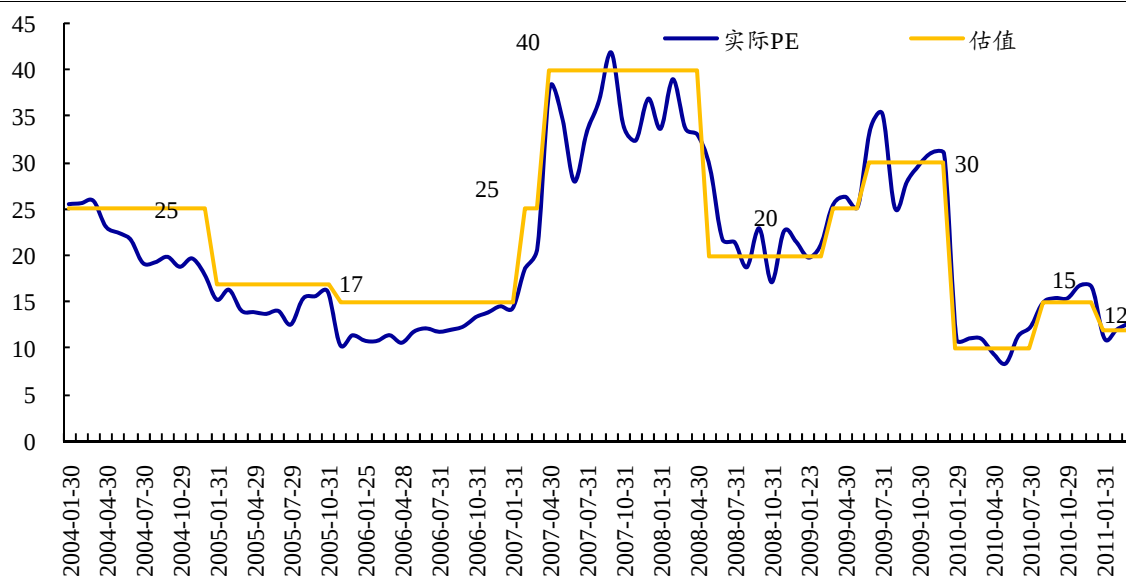
园林			工业建筑			地产			混凝土		
东方园林	上海建工	标的/建工	精工钢构	上海建工	标的/建工	地产	上海建工	标的/建工	西部建设	上海建工	标的/建工
总市值 (亿元)	151.27	194.24	78%	81.89	194.24	42%	10,573.10	194.24	47.50	194.24	24%
分块毛利	4.89	1.21	402%	6.32	2.19	289%	1,166.76	3.93	2.13	5.80	37%
分块毛利占比		3%			0%			1%		1%	
分块市值		5.21			0.60			1.08		1.59	
上海建工理论市值		37.58			28.36			35.58		129.35	
市政			装饰			施工			加总		
隧道股份	上海建工	标的/建工	金螳螂	上海建工	标的/建工	建筑施工	上海建工	标的/建工	上海建工	上海建工理论市值	空间
总市值 (亿元)	84.43	194.24	43%	203.87	194.24	105%	8,274.74	194.24			
分块毛利	17.71	5.38	329%	11.21	1.23	908%	1,796.89	25.54			
分块毛利占比		1%			0%			4%			
分块市值		1.47			0.34			7.00			
上海建工理论市值		25.65			22.45			117.62	194.24	396.59	104%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：采用毛利来进行分块估值并不是目前公认的估值方法，我们在这里采用这个方法主要是为了更清楚的说明上海建工目前估值偏低。

PE 估值：从谨慎角度看，短期 PE 估值是相对最为谨慎的，所以我们用公司的平均 PE 来做出估值。上海建工从 2004 年 1 月以来的平均 PE 为 21 倍，目前，我们预测 2011-2013 年 EPS 为 1.23、1.54、1.92 元，对应 21 倍 PE，公司的目标价为 26 元，给予增持评级。

图 4: 上海建工历史 PE 走势目前处于低位



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2)保障房主题下的切实受益股。①公司保障房业务的净利率约 5%，高于公司 1.3%的净利润率。业务的开展将使公司切实收益。②公司在手保障房项目约 260 万平方米，其中最大的周康航基地 150 万平方米，2010 年下半年到 2011 年新承接的保障房基地面积约 70~80 万平方米。增量显著，在净利率有保障的情况下，建设量的增加将有效增加上海建工的房地产业绩。

2010 年，上海建工房地产收入 11.2 亿元，销售面积 14.4 万平米，单价约 8000 元/平方米。该单价水平远低于上海的平均房屋价格，原因在于销售的 14.4 万平米的房产中有大量的保障性住房，从而拉低了平均价格。

表 5: 上海建工参与保障房建设项目列表

项目名称	用途	开工时间	预计竣工时间	占地 面积 (万 m ²)	建筑面 积 (万 m ²)	预计总 投资 (万元)	10 年底 账面 (元)	结算面积		
								11 年	12 年	13 年
海尚菊苑	动拆迁房		05 年 9 月		16.58		7,752	1.1		
海尚逸苑 (一期)	动拆迁房		07 年 1 月		3.71		9,647	1.4		
海尚逸苑 (二期)	动拆迁房		10 年 4 月		6.64		1,457	1		
海尚康庭	动拆迁房		08 年 11 月		15.80		808	0.8		
周康航大型居住社区	保障房	09 年 7 月	14 年 6 月	236	150.00	838,779	241,402		31	75
康桥 6 号地块-东块	配套商品房	08 年 12 月	10 年 8 月	5.02	11.47	47,458	6,825	5.7	2.3	
曹路二号地块	配套商品房	09 年 5 月	11 年 9 月	8.94	17.86	67,822	56,991	8.9		
康桥 6 号地块-西块	保障房	待定	待定			待定	13,448		3	5
东沟北地块	保障房	11 年 7 月	13 年 10 月	2.85	7.30	待定	297			7.3
新航基地 27-1 号地块	保障房	11 年 10 月	13 年 10 月		50.00	待定	55.65		5	10

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

采用上海建工目前的保障房在手项目测算 (随着上海保障房建设的不断推进，上海建工可能还会获得更多的保障房项目)，2012 年上海建工的保障房项目就将开始大量贡献业绩。根据我们

的测算, 2011 年保障房收入可能将达到 13 亿元, 收入快速提高, 贡献 6400 万元利润。11 年保障房对 EPS 的贡献不大, 12 年以后, 随着周康航大型社区的逐步移交, 业绩增长 110%。

表 6: 上海建工保障房贡献 EPS 情景测算

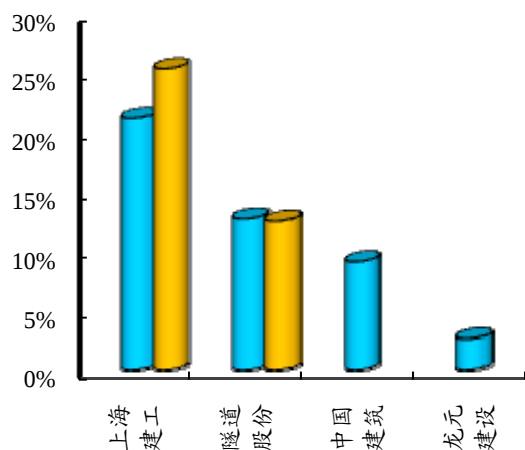
假设			2011E	2012E	2013E
结算面积 (万 m ²)			18.90	41.30	97.30
收入 (亿元)	单价 6800		12.85	28.08	66.16
净利润 (亿元)	净利率	4%	0.51	1.12	2.65
		5%	0.64	1.40	3.31
		6%	0.77	1.69	3.97
EPS (采用增发摊薄后股本)	净利率	4%	0.04	0.10	0.23
		5%	0.06	0.12	0.29
		6%	0.07	0.15	0.34

数据来源: 国泰君安证券研究

由于公司的建筑施工优势突出、资金实力雄厚, 我们认为, 只要市政府有合适的保障房项目推出, 公司是非常具有竞争力的。

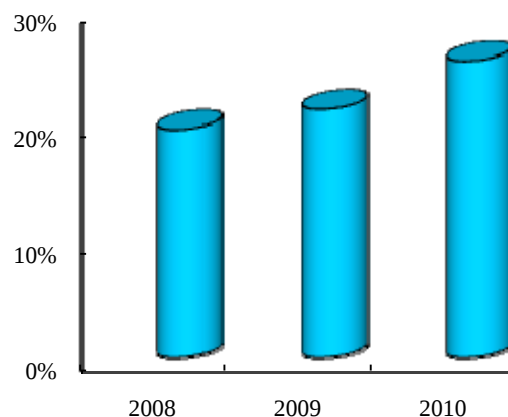
3) 财务高度稳健: 2010 年, 上海建工的预收款是新签合同额的 25%, 隧道股份为 13%。2009 年, 上海建工的预收款是新签合同额的 21%, 隧道股份为 13%, 中国建筑 9%、龙元建设 3%。上海建工的新签合同所带来的预收款的量远高于同类建筑公司, 显示公司强有力的收款能力, 与公司未来的收入得到高度保障。

图 5: 2010、2009 年预收款/新签合同额比重



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 6: 上海建工预收款/新签合同额比重

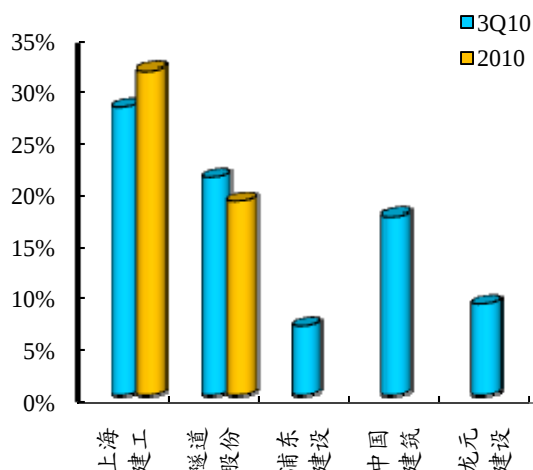


数据来源: WIND、国泰君安证券研究

预收款的产生来自两块: 1) 签订合同后不久, 业主根据约定第一次付款; 2) 根据约定的工程进度收到业主付款, 但是工程进度百分比未达到付款额时, 超出部分收款金额反映在预收款。预收款不同于其他负债, 其他负债大多是用现金偿还的, 而预收款是通过公司产品与劳务偿还的, 最终会体现在利润表上。预收款的量可以反映: 1) 公司与业主的谈判能力; 2) 公司未来的收入。

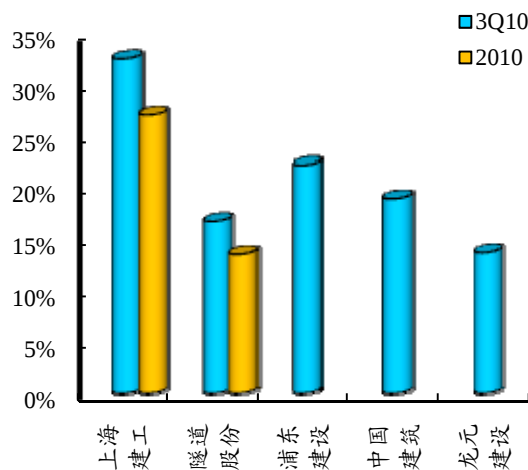
现金比例高：上海建工现金余额高于同类的建筑企业，10 年底，公司现金余额占总资产的比重为 32%，占流动资产 40%，10 年 3 季度分别为 28%，37%，指标显示不断向好。10 年 3 季度，浦东建设的现金只占总资产的 7%。我们认为，上海建工的资本实力雄厚，有助于开展投资类业务，对其参与上海保障房建设这种需大量垫资的工程形成有效竞争力。

图 7: 2010、3Q10 货币资金占总资产比重



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 8: 2010、3Q10 预收款占营业收入比重

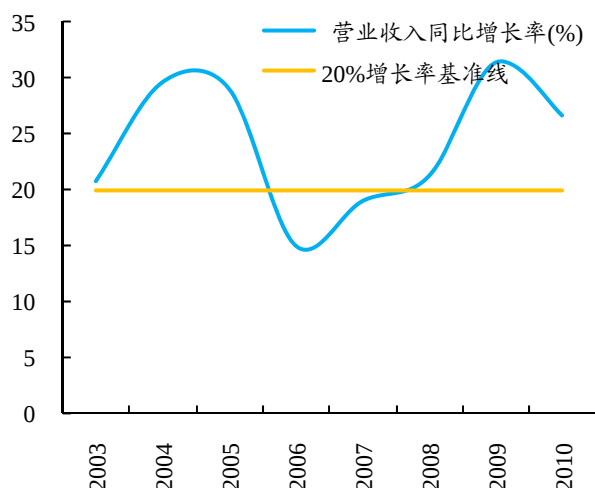


数据来源: WIND、国泰君安证券研究 (收入未年化)

盈利预测：上海建工 2010 年新签合同额 758 亿元，增长 42%，预计同口径比较的话，增长约 20%。近两年以来，公司的收入与利润增长率基本都保持了 20%左右的水平。

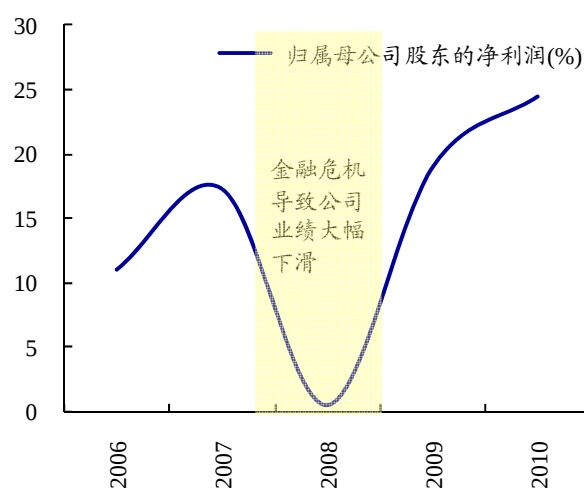
综合考虑公司各业务板块竞争实力强，上海 2011 年固定资产投资规模较大，迪斯尼带动的相关产业链，以及 2011 年市政府与上海外经或将注入上市公司，将上海外经与市政府的收入纳入考虑，我们认为公司在 2011 年的业绩会有相对高的增长，目前我们假设公司的净利润水平在可比口径下同增 20%。预测 2011~2013 年的净利润为 14.2、17.8、22.4 亿元，对应的 EPS 为 1.23、1.54、1.92 元。给予 21 倍 PE，增持评级，目标价 26 元。

图 9: 上海建工营运收入增长率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

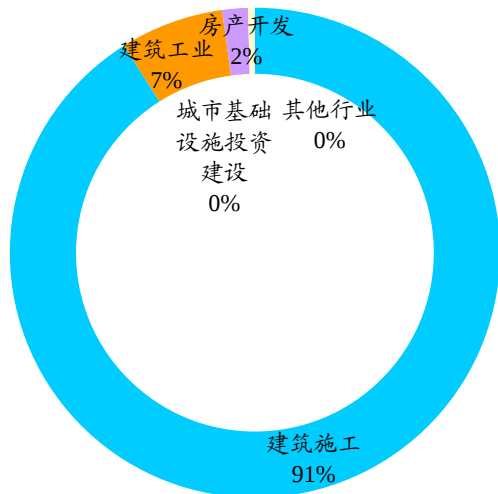
图 10: 上海建工归属母公司净利润增长率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

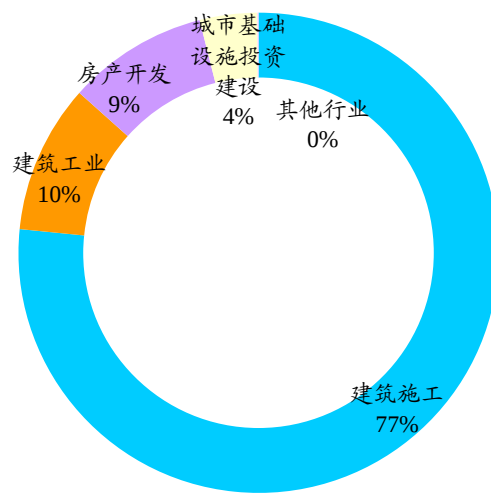
附录:

图 11: 2010 年上海建工收入分业务占比



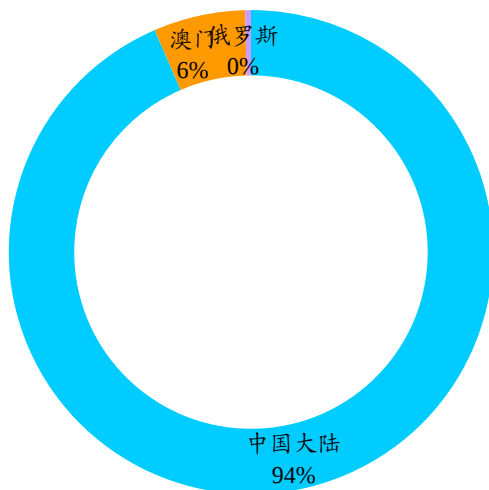
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 12: 2010 年上海建工毛利分业务占比



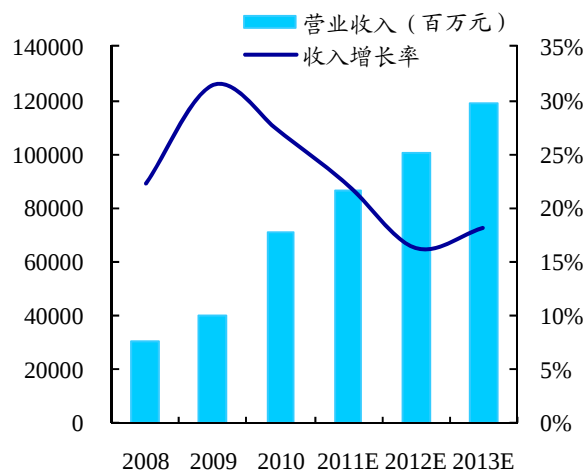
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 13: 10 年上海建工收入地区分类占比



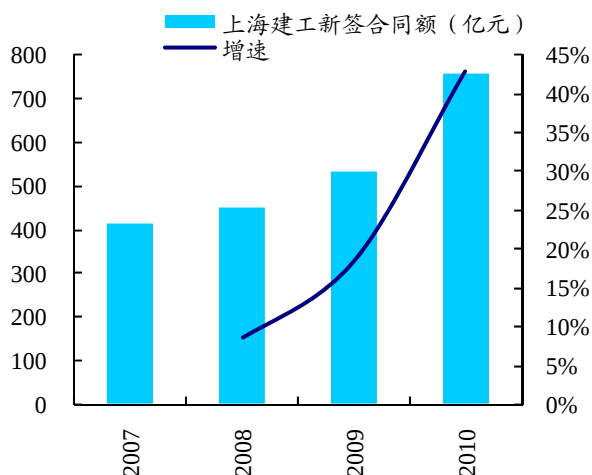
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 14: 上海建工收入增长



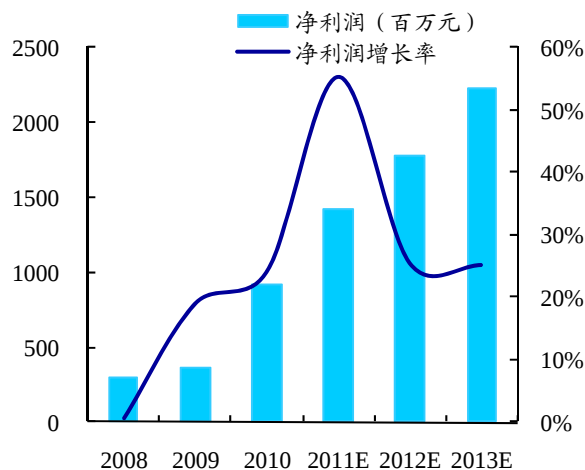
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 15: 2010 年上海建工订单增速快



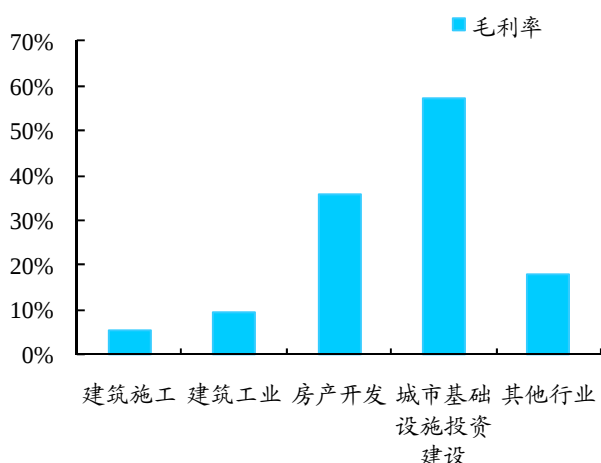
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 16: 上海建工净利润增长情况



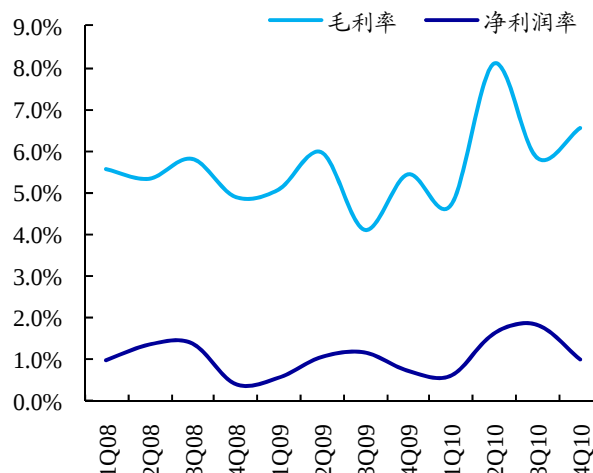
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 17: 10 年上海建工分业务毛利水平



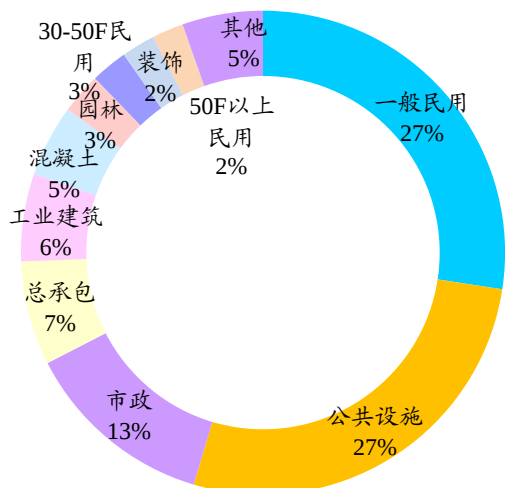
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 18: 分季度毛利率、净利率水平



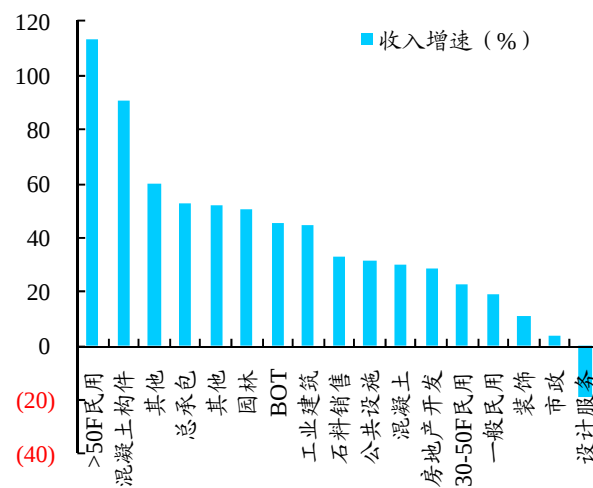
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 19: 2010 年公司分产品收入占比



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 20: 2010 年公司分产品收入增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

表 7: 2009 年园林绿化企业收入前十名排名

排名	参评单位 (收入前十强)	收入额 (百万元)	排名	参评单位 (收入前十强)	收入额 (百万元)
1	上海园林 (集团) 有限公司	1,383.31	6	广东棕榈园林股份有限公司	659.49
2	上海市园林工程有限公司	1,316.36	7	上海国安园林景观建设有限公司	463.63
3	中外园林建设有限公司	760.60	8	广州市普邦园林配套工程有限公司	462.54
4	上海园林绿化建设有限公司	739.52	9	天津市绿化工程公司	459.88
5	苏州园林发展股份有限公司	717.05	10	杭州萧山凌飞环境绿化有限公司	453.29

数据来源: 中国花卉报, 国泰君安证券研究

图 21: 延中绿地



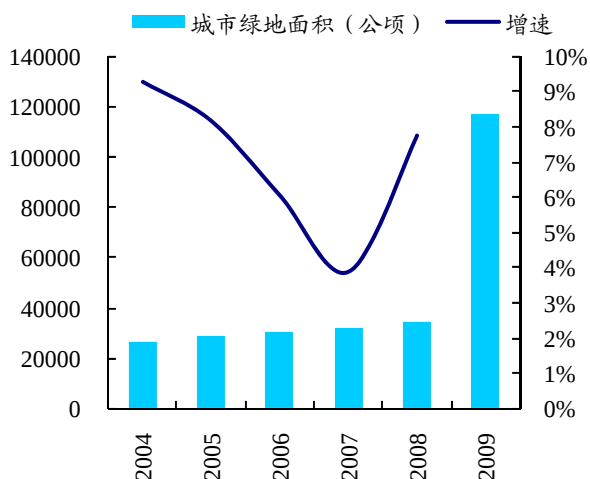
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 22: 世茂滨江绿化项目



数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

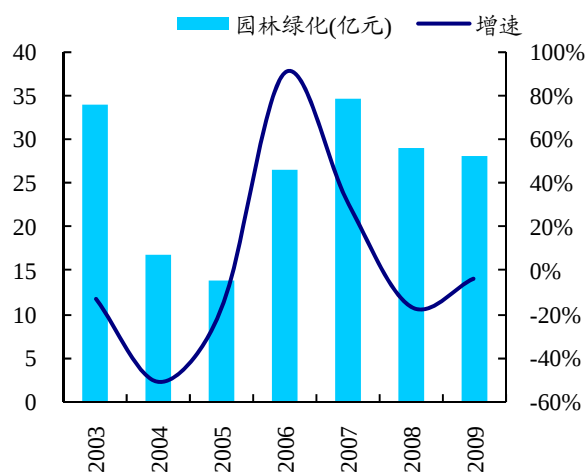
图 23: 上海城市绿地面积 (公顷)



数据来源: 上海统计局、国泰君安证券研究

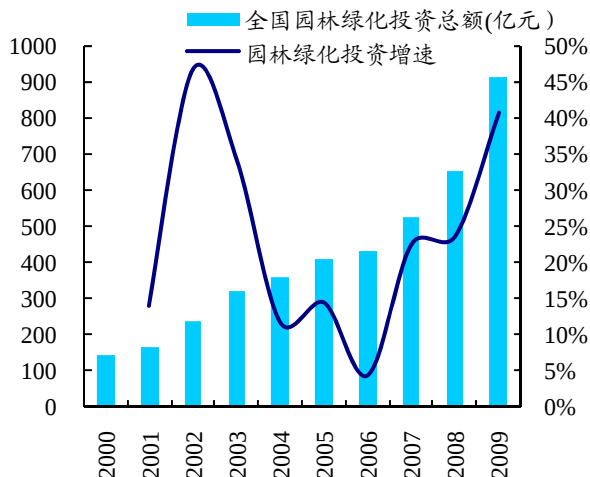
注: 2009 年对绿地分类进行了调整。

图 24: 上海市政园林绿化投资额 (亿元)



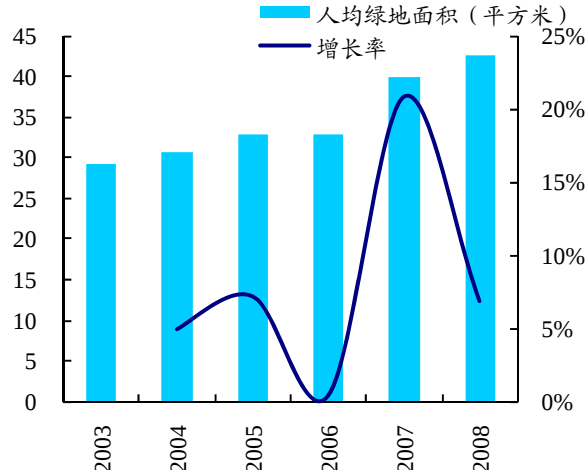
数据来源: 上海统计局、国泰君安证券研究

图 25: 全国园林绿化投资总额与增速 (亿元)



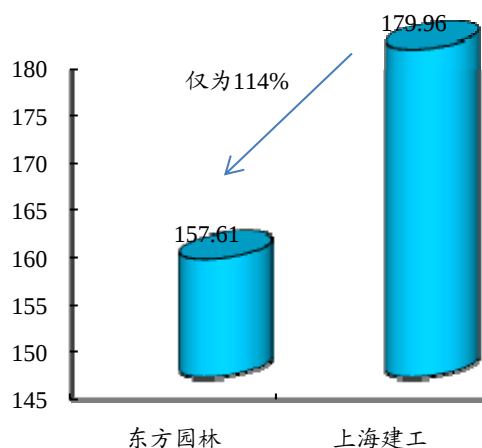
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 26: 全国人均园林绿地面积与增速



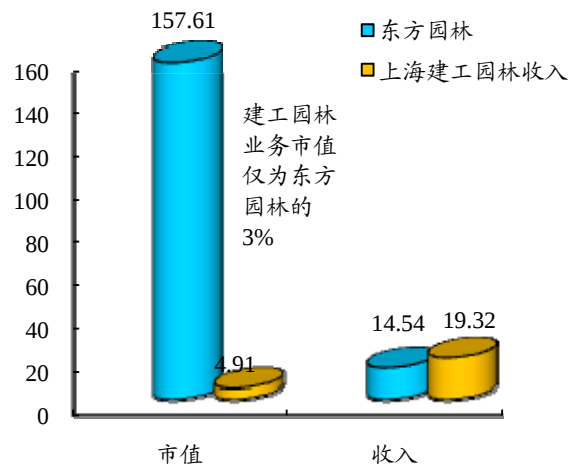
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 27: 上海建工与东方园林的总市值接近



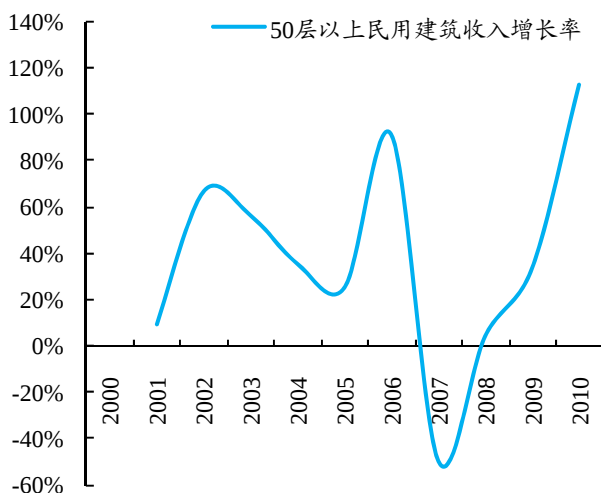
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 28: 上海建工园林收入高于东方园林



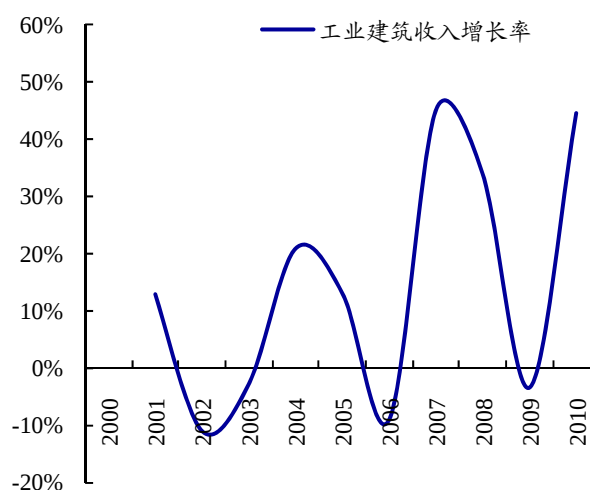
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 29: 50 层以上民用建筑收入增长率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 30: 工业建筑收入增长率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 31: 50 层以上民用建筑: 上海环球金融中心



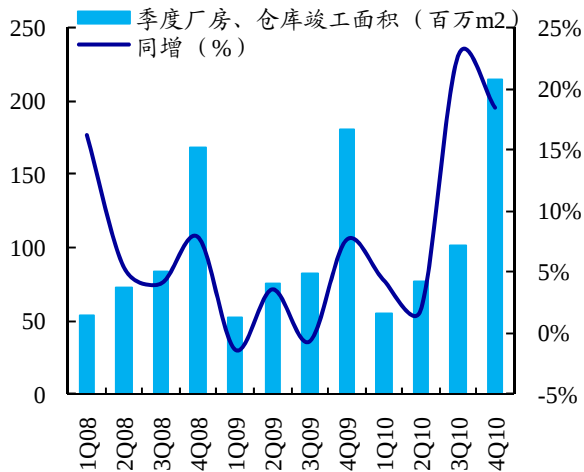
数据来源: 互联网、国泰君安证券研究

图 32: 公共设施建筑—广州电视塔



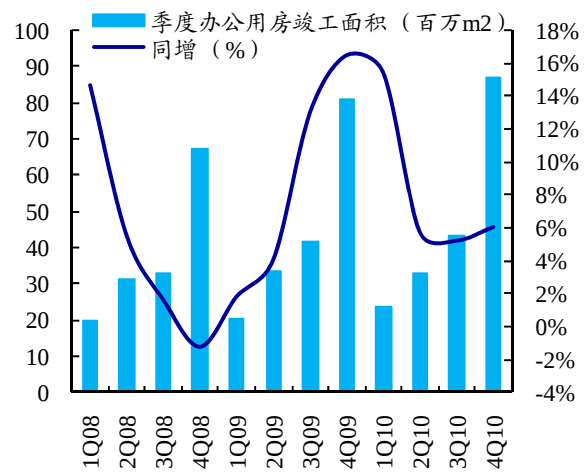
数据来源: 互联网、国泰君安证券研究

图 33: 季度厂房、仓库竣工面积 (百万 m²)



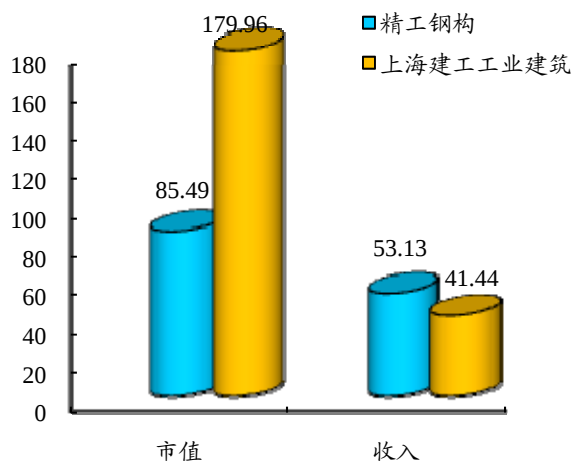
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 34: 季度办公用房竣工面积 (百万 m²)



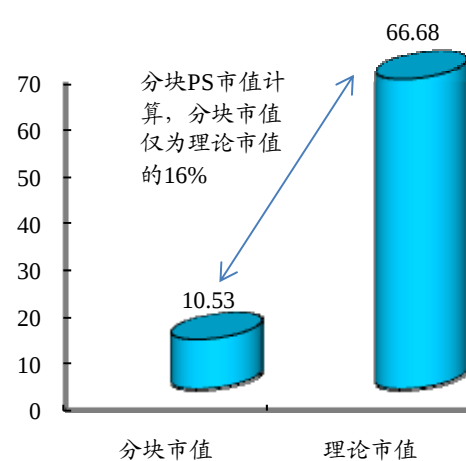
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 35: 精工钢构与上海建工收入市值比较



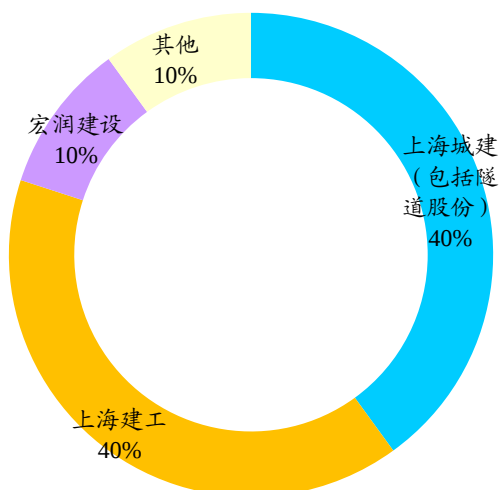
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 36: 上海建工分块市值仅为理论分块市值 16%



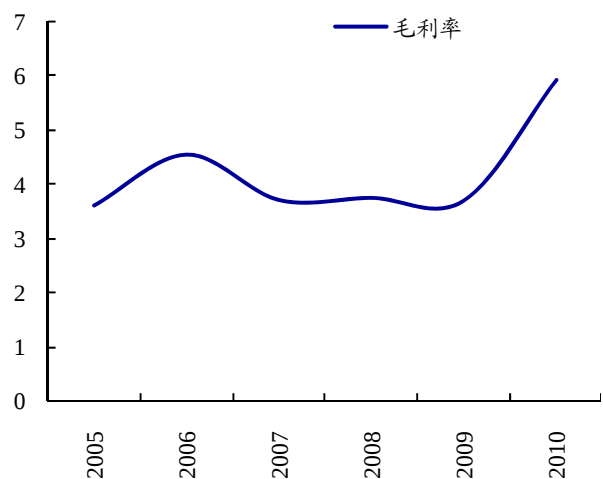
数据来源: 国泰君安证券研究

图 37: 上海地铁建设市场份额



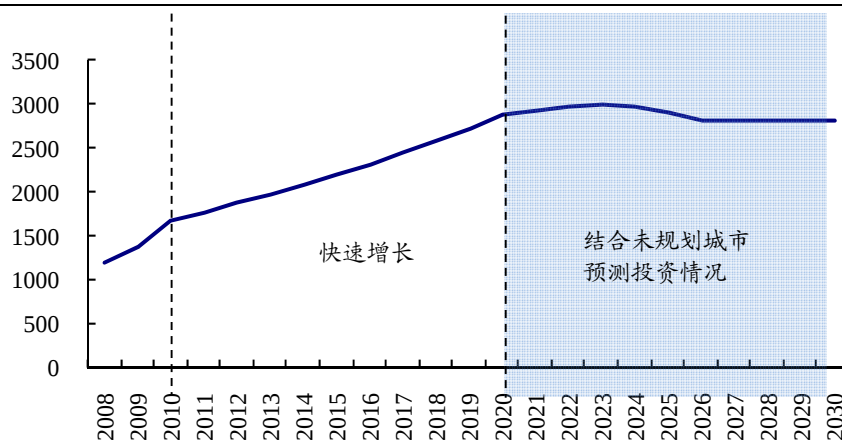
数据来源: 国泰君安证券研究

图 38: 市政建筑的毛利情况



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 39: 地铁建设投资总额预测



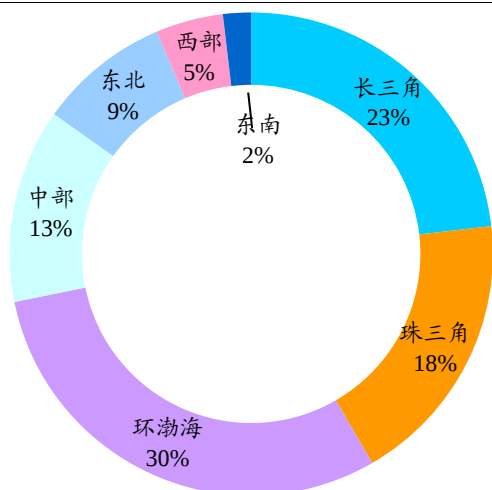
数据来源: 国泰君安证券研究

表 8: 分地区预测的地铁建设投资额 (亿元)

地区	2010 年	2011 ~ 2015 年	2016 ~ 2020 年	2021 ~ 2050 年
长三角	386.49	1,824.33	4,973.00	2,237.15
珠三角	308.56	2,120.17	1,749.94	2,623.36
环渤海	503.17	2,814.70	2,670.73	3,554.84
中部	217.25	2,374.52	1,806.31	5,776.26
东北	146.60	262.62	881.40	1,487.74
西部	75.42	1,059.94	1,684.02	1,927.31
东南	31.16	124.62	143.34	1,357.49

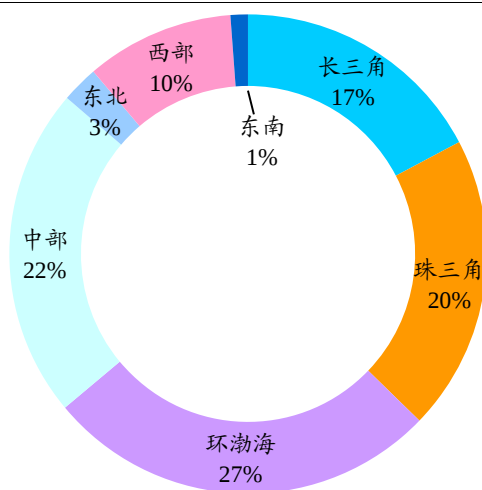
数据来源: 国泰君安证券研究

图 40: 2010 地铁投资额分地区占比



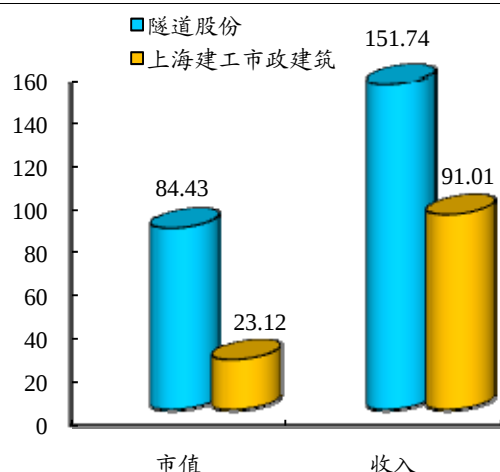
数据来源: 国泰君安证券研究

图 41: 2011 ~ 2015 年地铁投资额分地区占比



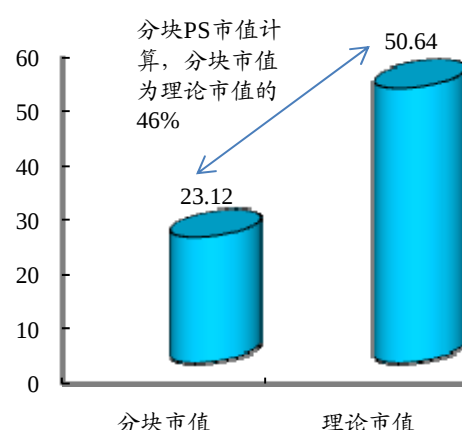
数据来源: 国泰君安证券研究

图 42: 隧道、建工市值与收入比较



数据来源: 国泰君安证券研究

图 43: 上海建工市政建筑分块市值仅为理论 46%



数据来源: 国泰君安证券研究

表 9: 2009 年度中国建筑装饰行业百强企业名单 (节选)

序号	企业名称	序号	企业名称
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	12	深圳市维业装饰集团股份有限公司
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	13	上海新丽装饰工程有限公司
3	深圳市洪涛装饰股份有限公司	13	深圳市美术装饰工程有限公司
4	深圳广田装饰集团股份有限公司	14	深圳市美芝装饰设计工程有限公司
4	中国建筑装饰工程有限公司	15	深圳市建艺装饰设计工程有限公司
5	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	16	深圳市文业装饰设计工程有限公司
6	深圳市科源建设集团有限公司	17	深圳市南利装饰工程有限公司
7	北京港源建筑装饰工程有限公司	18	建峰建设集团股份有限公司
8	深圳市建筑装饰(集团)有限公司	19	深圳市中建南方装饰工程有限公司
9	深圳长城家俱装饰工程有限公司	19	神州长城装饰工程有限公司
9	深圳瑞和建筑装饰股份有限公司	20	中国装饰股份有限公司
10	深圳市晶宫设计装饰工程有限公司	21	中建三局装饰有限公司
11	浙江中南建设集团有限公司	22	上海市建筑装饰工程有限公司

数据来源: 中国建筑装饰协会、国泰君安证券研究

图 44: 酒店宾馆: 上海世茂皇家艾美大酒店



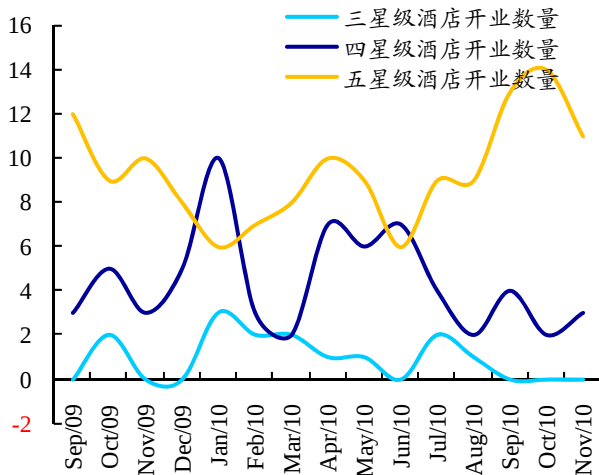
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 45: 文体: 国家大剧院



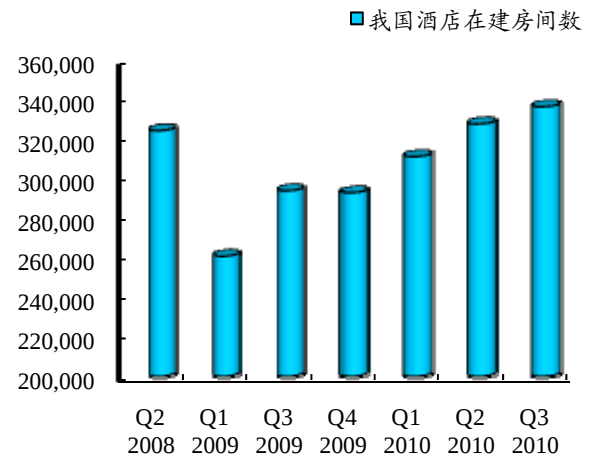
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 46: 我国高星级酒店新开业数量 (家)



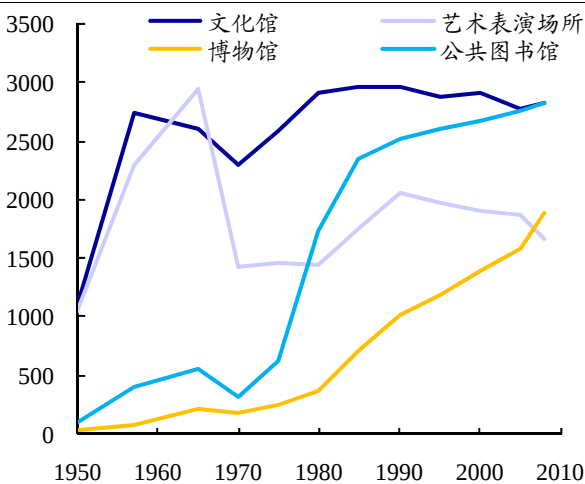
数据来源: LE、国泰君安证券研究

图 47: 我国酒店在建数量 (间)



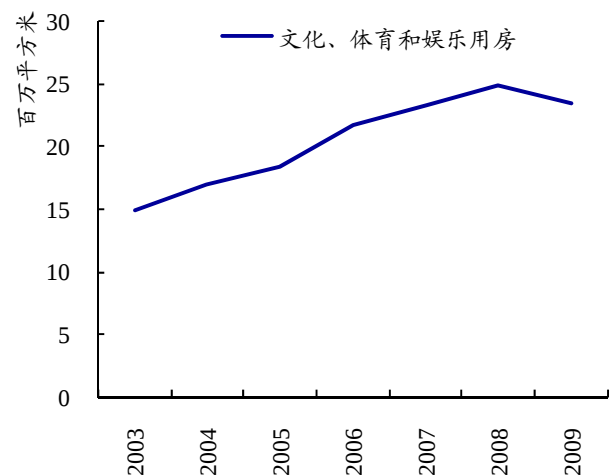
数据来源: MD、国泰君安证券研究

图 48: 文化中心的数量不断增长



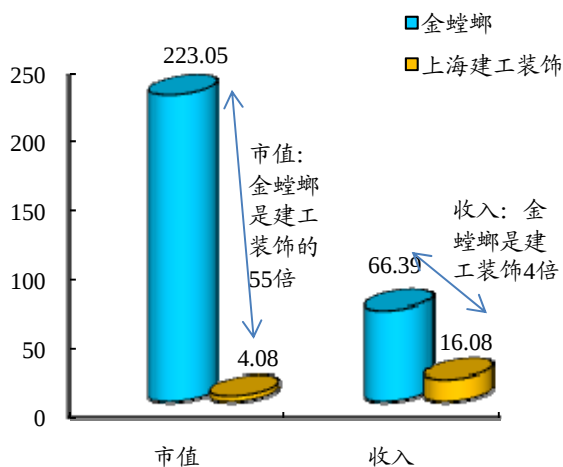
数据来源: 中国文化文物年鉴、国泰君安证券研究

图 49: 文体娱乐用房呈增长态势



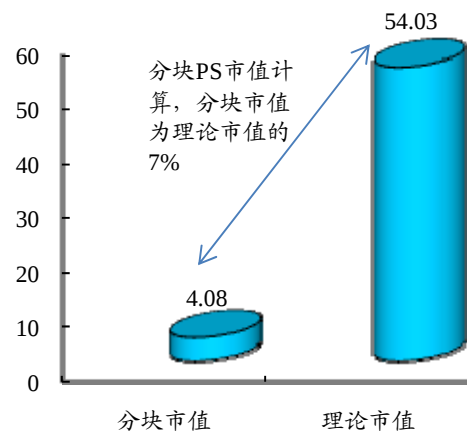
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 50: 金螳螂、建工装饰市值与收入比较



数据来源: 国泰君安证券研究

图 51: 上海建工装饰分块市值仅为理论 46%



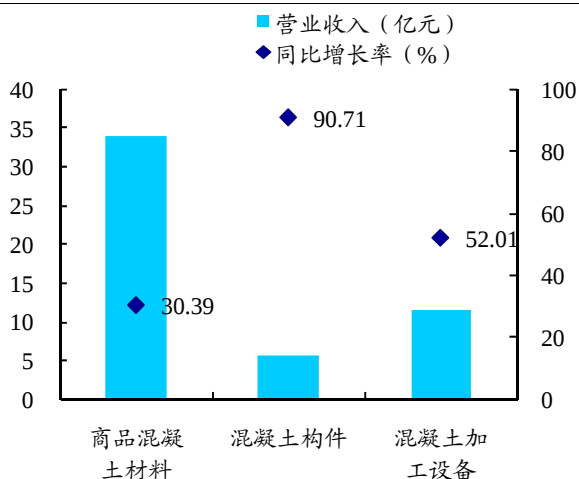
数据来源: 国泰君安证券研究

表 10: 2008 年我国预拌混凝土产量前 10 强

元/立方米	销量 (万立方米)	销售额 (亿元)	搅拌机数 (台)	泵车数量 (台)	搅拌车数量 (台)
上海建工材料	855.13	31.31	43	40	553
华润水泥	554.66	15.67	45	37	441
上海建工构件	500.78	13.97	22	20	276
上海城建	383.00	11.49	29	22	430
建国亚洲	283.00	8.34	15	39	175
国产实业	254.40	7.10	8	24	130
西部建设	250.45	7.82	16	27	154
江苏巨凝	240.00	7.05	11	20	120
北京建工商砼中心	205.00	5.80	11	7	180
厦门路桥翔通	203.88	5.68	6	25	120

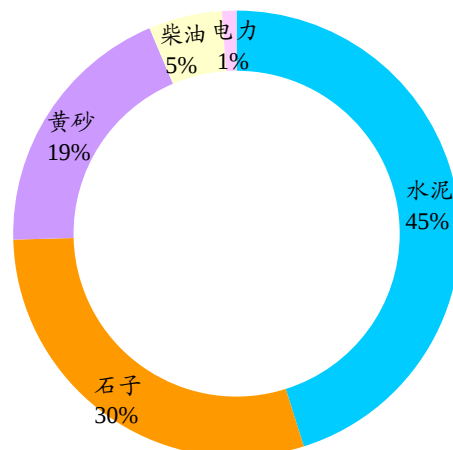
数据来源:《混凝土》, 国泰君安证券研究

图 1: 10 年上海建工混凝土相关业务收入与增速



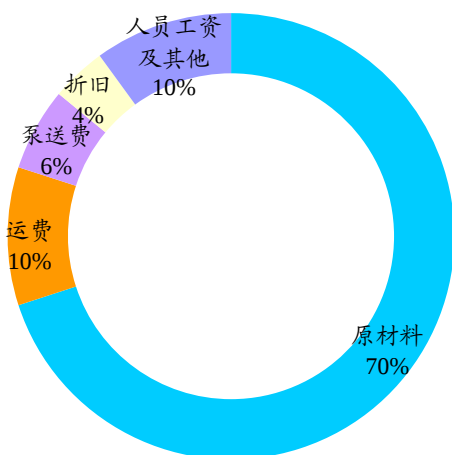
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 2: 上海建工材料公司 2009 年原材料消耗占比



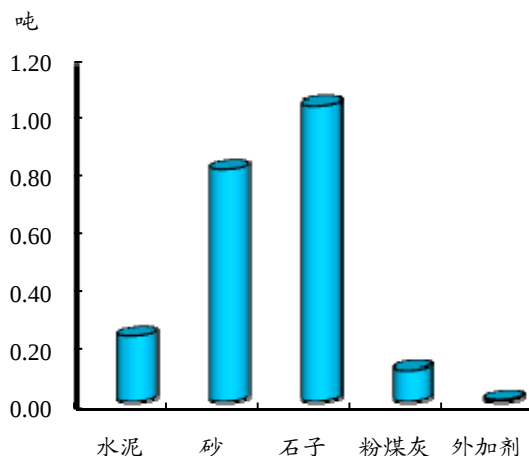
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 3: 预拌混凝土成本构成估计



数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

图 4: 每立方混凝土消耗原材料量估计



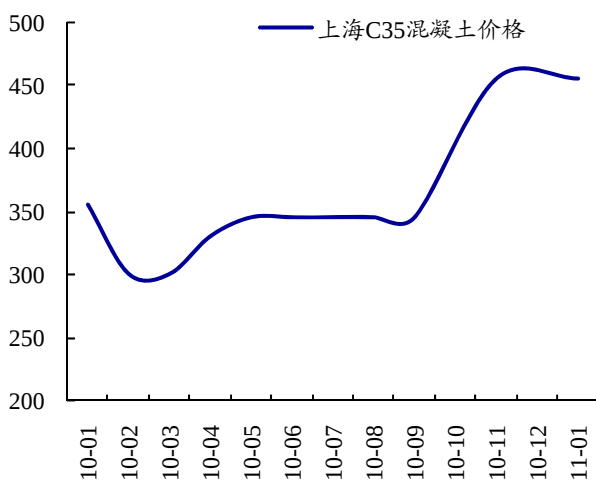
数据来源: 上市公司公开资料, 国泰君安证券研究

表 11: 2011 年 1 月我国各城市混凝土、水泥价格差

	2011 年 1 月 C35 混凝土价格	2011 年 1 月 42.5 强度水泥价格	价格差 (C35 混凝土价格—水泥价格*0.32)
长春	415	310	315.8
上海	455	500	295.0
济南	411	420	276.6
南京	435	500	275.0
西安	380	360	264.8
杭州	418	480	264.4
兰州	386	440	245.2
银川	365	390	240.2
呼和浩特	370	410	238.8
沈阳	335	320	232.6
北京	365	425	229.0
成都	345	380	223.4
郑州	350	400	222.0
重庆	328	340	219.2
合肥	370	490	213.2
海口	365	500	205.0
天津	345	440	204.2
福州	355	480	201.4
长沙	310	360	194.8
南宁	315	400	187.0
昆明	310	390	185.2
广州	305	455	159.4
南昌	295	490	138.2
石家庄	250	420	115.6

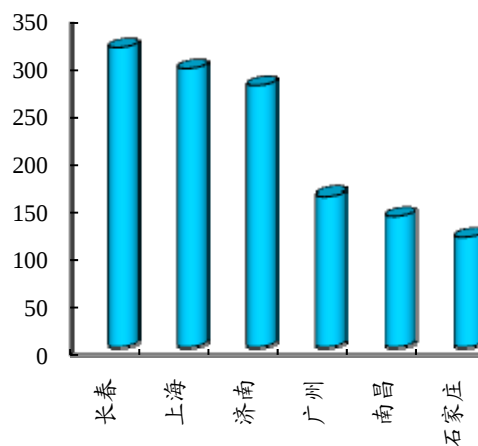
数据来源: DC、混凝土、国泰君安证券研究

图 5: 上海地区 C35 混凝土价格走势向上



数据来源: 商品混凝土、国泰君安证券研究

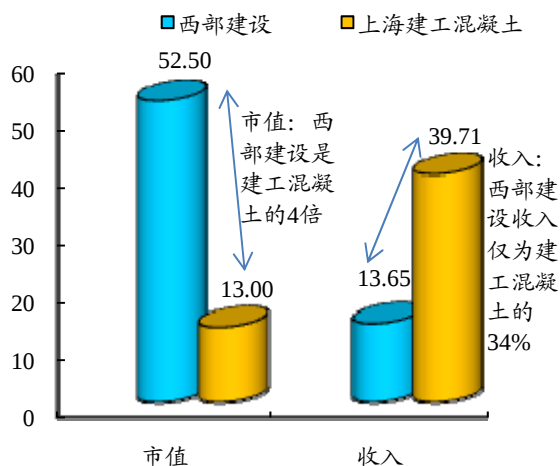
图 6: 2011 年 1 月混凝土-水泥价格差



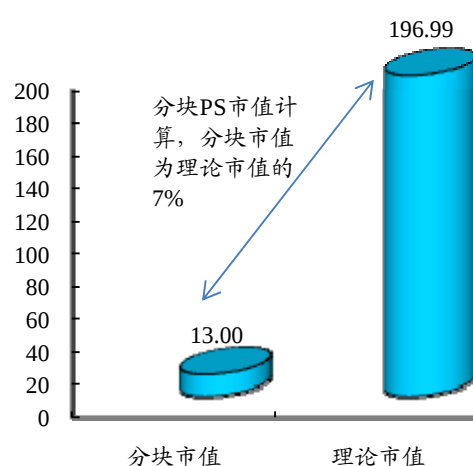
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 52: 西部建设、建工混凝土市值与收入比较

图 53: 上海建工混凝土分块市值仅为理论



数据来源: 国泰君安证券研究



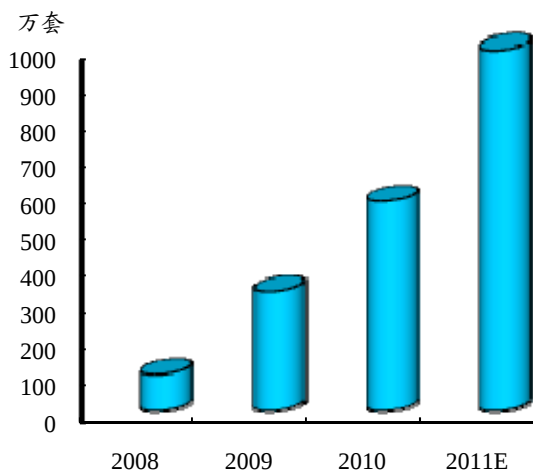
数据来源: 国泰君安证券研究

表 12: 上海建工的 BT、BOT 项目

方式	项目名称	项目金额 (亿元)	项目进度	项目收益 (亿元)
BT	上海市中环线万荣路-铜川路高架	约 10 亿元	在建	
	无锡市吴越路工程(A 标段)	4.28	竣工	0.24
	无锡太湖新城道路工程	11.29	在建	0.25
	常州客运中心及地下空间工程	10.00	竣工	0.71
	常州市武进区龙江路高架南延工程	14.00	在建	
	常州市中吴大道等工	4.14	在建	
	南京综合交通枢纽站配套交通工程	23.81	在建	
	小计	77.51		
BOT	上海同三国道沪宁高速至新农段 25 年经营权	25.20	竣工	
	合计	102.71		1.20

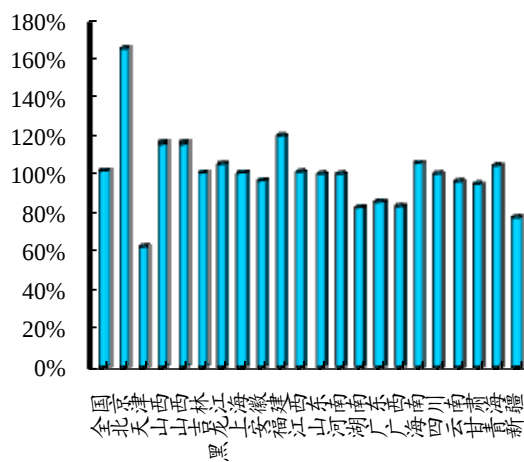
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 54: 历年保障房建设计划



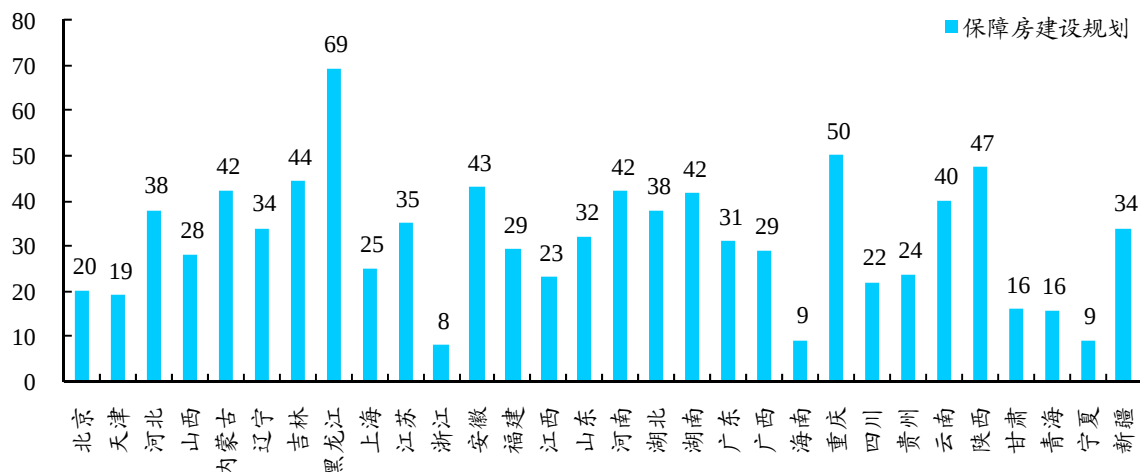
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 55: 2010 年保障房开工率基本达标



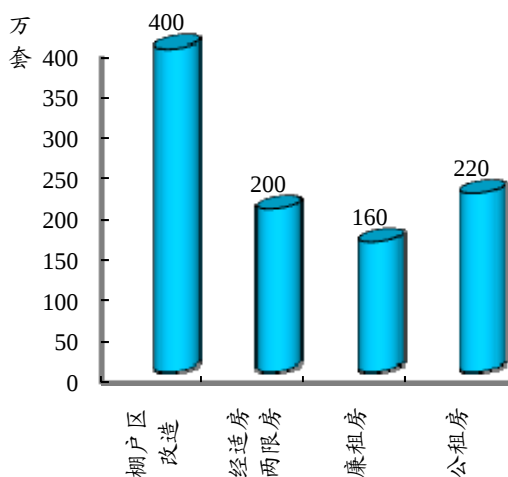
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 56: 2011 年各省市保障性住房建设目标责任



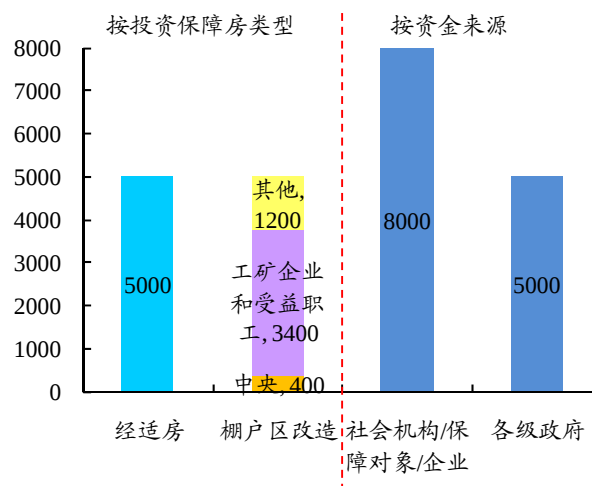
数据来源: 住建部等公开资料、国泰君安证券研究 注: 上海为 1500 万平米的估算套数; 西藏 3 年建设 3 万套。

图 57: 2011 年 1000 万套保障房分解



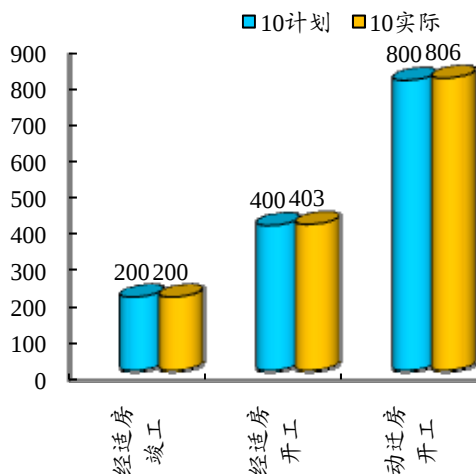
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 58: 2011 年保障房投资方向与来源



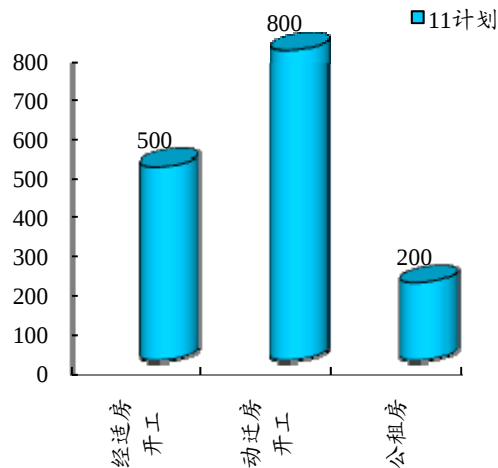
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 59: 上海 2010 年保障房计划与完成情况



数据来源: 国泰君安证券研究

图 60: 上海 2011 年保障房建设情况

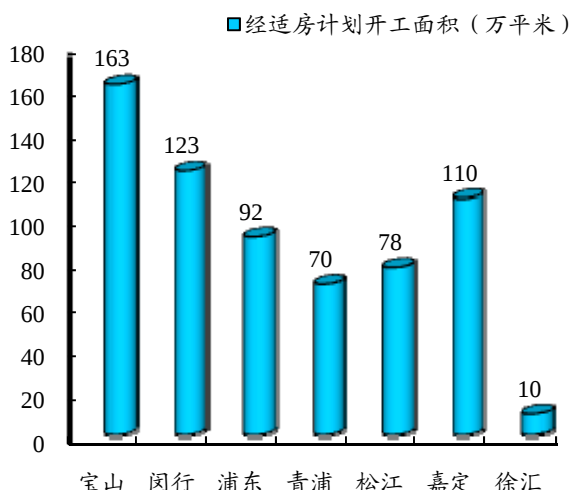


数据来源: 国泰君安证券研究

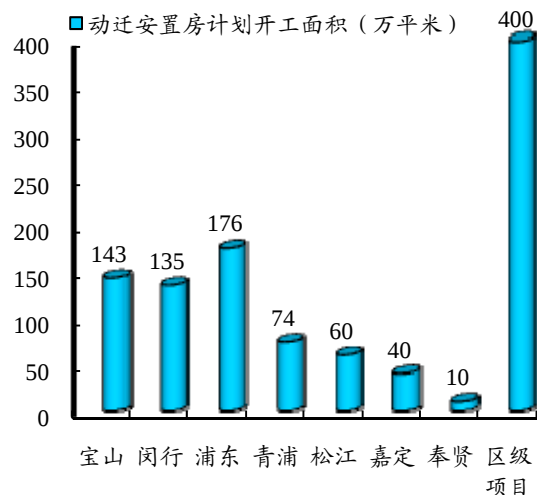
图 61: 11 年上海经济适用房开工计划

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 62: 11 年上海动迁安置房开工计划



数据来源: 上海市住房保障和房屋管理局、国泰君安证券



数据来源: 上海市住房保障和房屋管理局、国泰君安证券

表 13: 上海目前为主的保障房基地

保障房基地	负责公司	占地面积 (万 m ²)	建筑面积 (万 m ²)	开工时间	首批交付时间	首批交付面积(万 m ²)
嘉定江桥	绿地集团	50.00	67.00	2009-06		
宝山顾村	上海地产	1,000.00	774.70	2009	2010-12	13
松江泗泾	上海城投	135.62	114.72	2009-08	2010 上半年	2.5
闵行浦江	上海城建	232.00	218.00	2009-08	2011 三季度	66.1
浦东曹路	上海地产	514.00	222.00	2009-08	2011 四季度	
南汇周康航	上海建工	236.00	150.00	2009-12	2012-06	31
嘉定城北站保障房	绿地集团	25.00	50.00	2010-09		
嘉定南翔	绿地集团	4.33	10.80	2010-04		
浦东三林	浦东发展集团		171.00	2008-10	2010-10	140
徐汇华泾	上海城建	13.79	39.00	2008-08	2010-12	33.50
青浦华新 (5 号地块)	上海城建	10.76	22.68	2010-07		
浦东东沟	上海建工	2.85	7.3	2010-12		

注: 青浦华新基地是作为徐汇华泾的延伸。

数据来源: 国泰君安证券研究

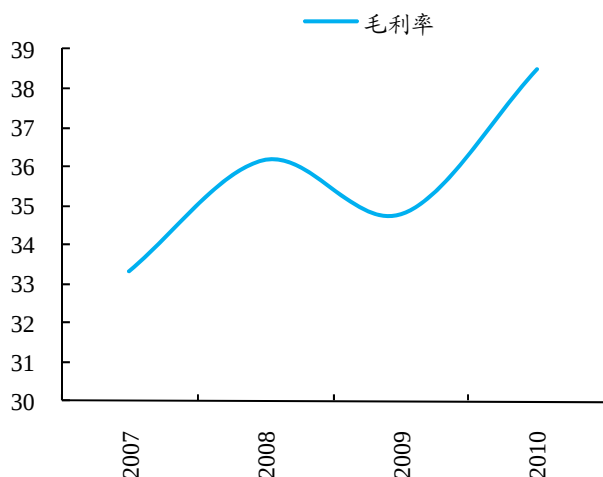
表 14: 保障房开工面积占 10 年全部住宅开工面积的比例

		假设保障房平均面积 (平方米)					
	保障房 (万套)	40	50	60	70	80	90
2010 年	580	2.32	2.9	3.48	4.06	4.64	5.22
2011 年	1000	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
		占 10 年住宅开工面积的比例					
2010 年		18%	22%	27%	31%	36%	40%
2011 年		31%	39%	47%	54%	62%	70%

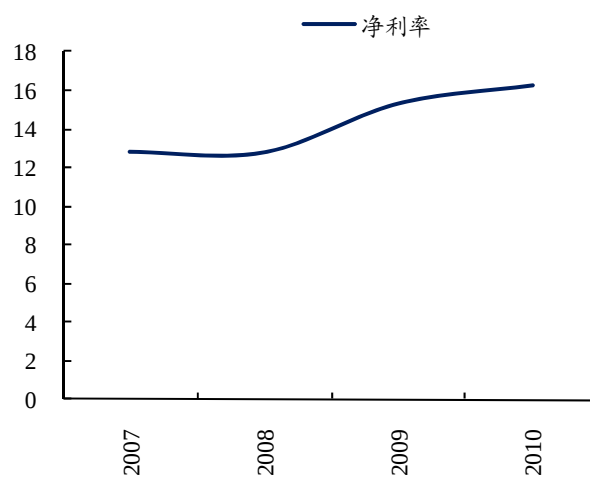
数据来源: 国泰君安证券研究

图 63: 房地产板块的整体毛利率水平

图 64: 房地产板块的整体净利率水平

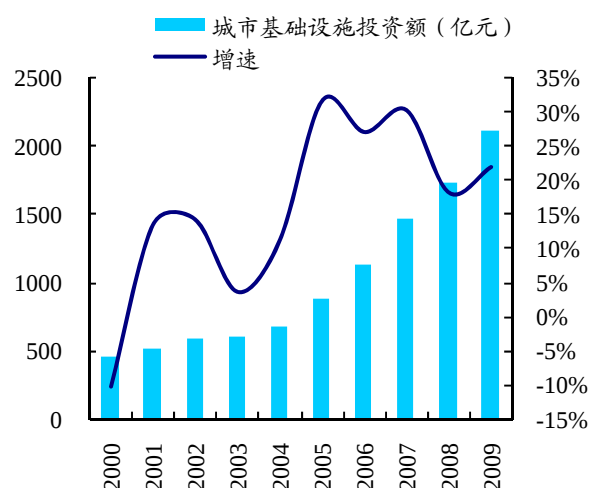


数据来源: WIND、国泰君安证券研究



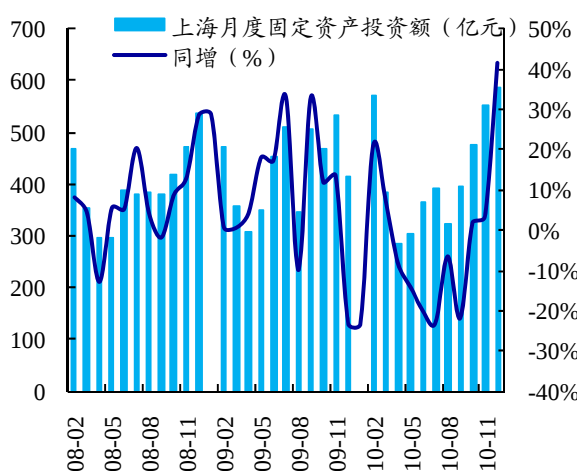
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 65: 上海城市基础设施投资额及增速



数据来源: 统计局、国泰君安证券研究

图 66: 上海月度固定资产投资额及增速



数据来源: 统计局、国泰君安证券研究

表 15: 上海建工非公开增发吸收合并上海外经与市政院

项目	相关内容	
目前股份数	10.42	亿股
发行股份数	1.14	亿股
发行后股本数	11.56	亿股
发行股份占总股份比例	11%	
大股东持股比例	69.91%	
非公开增发完成后大股东持股比例	72.88%	
定价基准日	2011/2/19	
定价	15.05 元 (尚须经公司股东大会批准)	
限售期	36 个月	
目的	将上海外经 100%股权与市政院 100%股权注入上市公司	
程序	尚需经过股东大会通过、国资委批准、证监会核准; 证监会豁免要约收购义务。	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 16: 建工集团与市政设计院重组目的

整合目的

- 1 世博以后，上海本地的建筑需求会大幅减少，企业亟需加快走出去的步伐，在此情况下，有条件和必要，通过重组联合，组建一家具有较强工程总承包能力、能够参与国际竞争的大型企业集团。
- 2 市政府就可以进一步共享建工集团在国内外的客户资源，依托建工集团的施工管理能力，进一步扩大规模。
- 3 建工集团在施工组织和施工管理方面经验丰富，资金比较充裕，但是在设计能力方面较弱，通过重组，可以做到优势互补，可以充分发挥市政府在设计方面的优势，有利于整个集团在短时期内迅速提升总承包、总集成能力。
- 4 市政府和建工集团长期合作，源远流长，有重组整合的基础，重组后有利于更好的集成资源，实现优势互补，提高综合的竞争能力。

数据来源：国泰君安证券研究

表 17: 市政设计院排名

排名	市政设计院	排名	市政设计院
1	中国的市政设计院北京院	5	中国的市政设计院西南院
2	中国的市政设计院上海院	6	中国的市政设计院中南院
3	中国的市政设计院华北院	7	中国的市政设计院东北院
4	中国的市政设计院西北院		

数据来源：国泰君安证券研究

表 18: 2010 年建筑设计院百强企业（前 15 强）

序号	企业名称	序号	企业名称
1	中国建筑设计研究院	9	中国石化工程设计公司
2	同济大学建筑设计研究院	10	中冶华天工程技术有限公司
3	汉嘉设计集团股份有限公司	11	中国水电顾问集团中南勘测设计研究院
4	铁道第一勘察设计院	12	机械工业第四设计研究院
5	上海现代建筑设计（集团）有限公司	13	深圳市建筑设计研究总院
6	上海市政工程设计研究院	14	中交第二公路勘察设计研究院
7	中国石油集团工程设计有限责任公司	15	北京市市政工程设计研究院总院
8	北京市建筑设计研究院		

数据来源：中国建筑装饰行业联合会、国泰君安证券研究

表 19: 上海建工单季度利润表现情况

百万元	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
主营业务收入	9,099.65	9,462.23	11,419.72	10,206.26	14,100.87	20,518.33	16,350.77	20,091.80
增速	56%	16%	68%	4%	55%	117%	43%	97%
毛利率	5.08%	5.97%	4.13%	5.45%	4.71%	8.08%	5.84%	6.55%
主营业务成本	8,637.18	8,897.25	10,948.48	9,650.48	13,436.53	18,860.42	15,396.46	18,776.11
业务税金及附加	255.34	289.28	282.97	301.36	354.51	637.85	405.07	507.5
主营业务利润	462.47	564.98	471.24	555.78	664.34	1,657.91	954.31	1,315.69
资产减值损失	-22.58	12.7	19.15	11.72	-2.93	10.8	-3.64	67.04
/利润总额	-35%	10%	12%	12%	-3%	2%	-1%	21%
营业费用	-	-	-	-	-	57.64	26.59	17.28
费用率	-	-	-	-	-	0%	0%	0%
管理费用	178.29	156.41	140.88	192.85	231.74	549.23	397.34	445.9
费用率	2%	2%	1%	2%	2%	3%	2%	2%
财务费用	-4.01	-15.64	-9.44	-17.69	-15.72	-18.55	-8.63	8
费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
三项费用率	2%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	2%

公允价值变动净收益	-	-	-	-	-	-0.01	0.01	-
投资净收益	0.18	1.74	13.54	26.78	-	25.05	5.81	6.11
营业利润	55.61	123.97	51.22	94.32	96.73	445.98	143.39	276.07
营业外收入	8.23	5.17	114.82	7.58	12.8	32.56	244.54	50.05
/利润总额	13%	4%	69%	7%	12%	7%	63%	15%
营业外支出	0.15	3.67	3.11	-1.28	0.4	9.46	1.99	3.06
利润总额	63.84	129.15	166.04	101.91	109.53	478.54	387.93	326.12
所得税	14.59	26.44	30.49	21.06	21.91	104.87	70.21	96.37
所得税率	23%	20%	18%	21%	20%	22%	18%	30%
少数股东损益	-2.21	2.6	2.44	6.1	0.95	42.41	20.49	28.78
/利润总额	-3%	2%	1%	6%	1%	9%	5%	9%
净利润	51.45	100.1	133.1	74.75	86.68	331.26	297.23	200.97
增速	-10%	-9%	42%	81%	68%	231%	123%	169%
净利润率	0.6%	1.1%	1.2%	0.7%	0.6%	1.6%	1.8%	1.0%
EPS	0.0715	0.1392	0.185	0.104	0.1205	0.2806	0.2852	0.1929

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

S0880511010022

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名，2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

白晓兰（贡献作者）:

S0880110030026

021-38674660

baixiaolan008216@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年加入国泰君安证券。

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		