



其他公用事业/公用事业

国电清新 (002573)

由建设转向运营的火电脱硫先导企业

----国电清新 IPO 询价定价分析报告


王威
 021-38676694
 wangw@gijas.com
 S0880511010024

本报告导读:

建议询价区间为 44-48.4 元。

投资要点:

- 公司主营业务为火电烟气脱硫装置的建造和运营。2008-2010 年,公司主营业务收入 5.5 亿、3.3 亿和 3.2 亿,其中运营收入占比为 26.3%、67.8%和 79.6%,综合毛利率 31.94%、30.91%、43.61%,净利润 8,020、3,008 和 6,505 万元;
- 特许经营行业第一,火电脱硫建设十名左右。2010 年公司在专业脱硫公司特许经营试点项目的市场份额 19.60%,排名第 1;2009 年底,公司脱硫装置累计投运 1150 万千瓦,市场份额 2.45%,排名第 13;
- 特许经营首批试点公司,具备先发优势。政府在 2007 年推出了特许经营试点,公司在首批试点的 17 家公司中综合排名第 5。截止到 2010 年底,公司参与特许经营试点的运营机组装机容量 4800MW,占全国批准实施特许经营试点机组的 19.60%,位居全行业之首;
- 竞争优势:市场导向,抓住机遇。公司成立于 2001 年,是最早参与火电湿法脱硫的企业。2007 年公司适时介入脱硫机组特许经营以及干法脱硫领域。公司在 2008 年调整重心,侧重运营服务,近年来运营收入占比逐步提高,改善公司财务状况和利润水平。此外,富煤缺水地区是干法脱硫的应用领域之一,未来可能成为公司盈利增长点;
- 风险因素:1.火电脱硫完成增长高峰,干法脱硫占比 5%,公司在非电领域储备不足;2.干法脱硫面临成本问题,目前高于湿法 20%左右;
- 催化剂:1.国家环保政策刺激;公司在特许经营(大唐国际)和干法脱硫业务(锡盟煤电基地)上获大单;
- 盈利预测:基于对公司经营情况的分析,预计公司 2010-2012 年净利润 0.65 亿/1.31/2.95 亿元,对应 EPS 为 0.44/0.88/1.99 元;
- 估值定价:可比上市公司 2010-2012 年 PE 为 84/46/31。公司特许经营收入占比较高,收入有保障且利润水平高于行业平均,给予公司一定溢价,建议询价区间为 44-48.4 倍,对应 2011 年 PE 为 50-55 倍。

建议询价区间

44.00-48.40

上市首日定价区间

48.40-53.24

2011.04.11

发行上市资料

总股本(万股)	11,000
发行量(万股)	3,800
发行日期	2011.04.08
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.33
净资产收益率(%)	17.8%
资产负债率(%)	67.3%

财务摘要(百万元)	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	3.31	3.21	4.60	10.31	12.09
(+/-)%	-39.8%	-3.63%	44.14%	124.31%	17.24%
经营利润(EBIT)	0.27	0.59	1.18	2.66	3.13
(+/-)%	-70.6%	118.5%	99.8%	125.2%	18.0%
净利润	0.30	0.65	1.31	2.95	3.48
(+/-)%	-62.5%	116.7%	101.5%	125.2%	18.0%
每股净收益(元)	0.27	0.59	0.88	1.99	2.35
每股股利(元)					

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

目录

1. 公司概况	3
1.1. 盈利模式: 由脱硫建造转向运营服务	3
1.2. 行业地位: 建造领域十名左右, 运营领域行业第一	4
1.3. 股权结构	4
2. 业务介绍	5
2.1. 火电脱硫增长高峰已过, 未来增长较为确定	5
2.2. 干法脱硫业务有望成为新的盈利增长点	7
2.3. 特许经营保障公司业绩	8
3. 募投项目	9
4. 风险因素与催化剂	9
5. 盈利预测: 2011-2013 年 EPS 为 0.88/1.99/2.35 元	9
6. 估值定价: 询价区间 44-48.4 元	10

图表

图 1 2008-2010 年分业务收入	3
图 2 2008-2010 年公司净利润和毛利率情况	3
图 3 2008-2010 年装置建造和运营毛利率情况	4
图 4 2003-2009 年我国脱硫装机占比	5
表 1 2005-2010 年火电装机容量及新增装机容量	5
表 2 2009 年火电脱硫行业排名情况	6
表 3 公司已签订的湿法脱硫建造项目	7
表 4 公司前 5 名客户销售情况	8
表 5 公司募集资金投资情况	9
表 6 2010-2013 年盈利预测	10
表 7 可比公司估值水平	10
表 8 近期上市的中小板股票估值比较	10

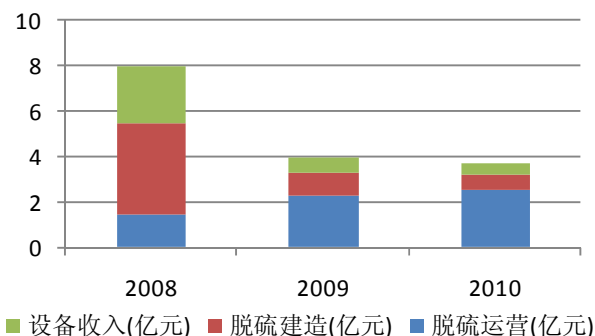
1. 公司概况

公司成立于 2001 年，专业从事燃煤电厂烟气脱硫装置的运营和建设。2008-2010 年，公司主营业务收入为 5.5 亿、3.3 亿和 3.2 亿，运营收入占比为 26.3%、67.8%和 79.6%。由于火电脱硫行业投资高峰已过，主营业务出现阶段性下滑，但由于运营服务占比的提升，公司毛利率明显提高，2008-2010 年主营业务毛利率分别为 31.94%、30.91%和 43.61%，净利润分别为 8,020、3,008 和 6,505 万元。

公司主营业务覆盖火电湿法/干法脱硫建设与特许经营两个领域：

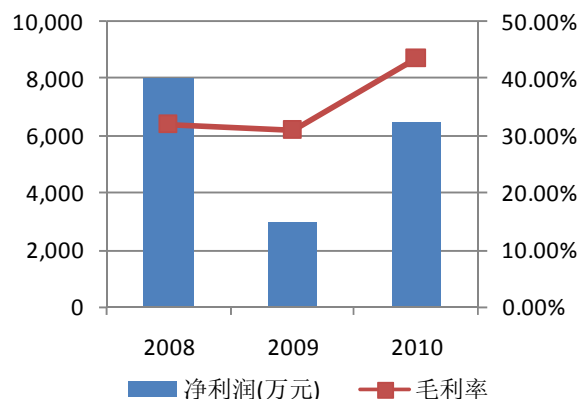
- 火电脱硫建设：2003 年，公司研发出的湿法脱硫“旋汇耦合脱硫装置”，成为国内第一个拥有自主知识产权的大型火电脱硫技术的企业。2007 年，公司积极介入干法脱硫技术研发，2008 年，公司从德国 WKV 公司引进 CSCR(活性焦)烟气集成净化技术。公司成立以来承接脱硫装置建设项目 24 个、累计装机容量 15110MW。
- 特许经营：2007 年，公司以行业综合排名第 5 位，成功入选第一批脱硫特许经营名单，2008 年参与全国首批脱硫特许经营试点工作，开始实施托克托电厂 8 台 600MW 的特许经营。此后，公司于 2010 年 12 月新中标 8 家电厂的特许经营项目，并与 2011 年 1 月与其中 5 家电厂签订特许经营合同。

图 1 2008-2010 年分业务收入



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 2 2008-2010 年公司净利润和毛利率情况

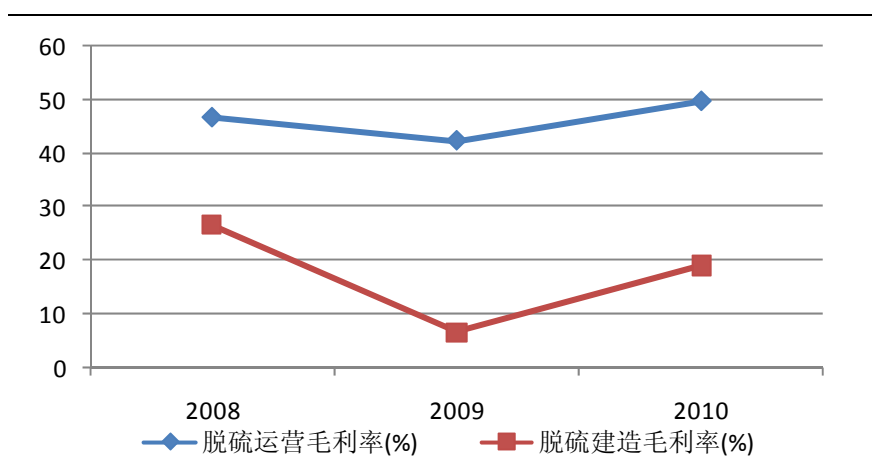


数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

1.1. 盈利模式：由脱硫建造转向运营服务

我国烟气脱硫行业目前的经营模式主要包括烟气脱硫装置建造模式和烟气脱硫特许经营模式两种。2008 年 1 月以前，公司经营模式主要是建造，2008 年 1 月烟气脱硫特许经营试点启动后，公司为第一批获准参与火电厂烟气脱硫试点的企业，截止 2010 年底，公司参与特许经营试点的运营机组装机容量 4800MW，占全国批准实施特许经营试点机组的 19.60%，位居全行业之首。

图 3 2008-2010 年装置建造和运营毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

1.2. 行业地位：建造领域十名左右，运营领域行业第一

➤ 脱硫装置建造领域：

公司成立以来承接脱硫装置建设项目 24 个、装机容量 15110MW，2007、2008、2009 年公司建造的脱硫装置累计投运量占全国脱硫装置投运总量的比例分别为 2.81%、2.84%、2.45%，市场占有率稳定在前十左右。

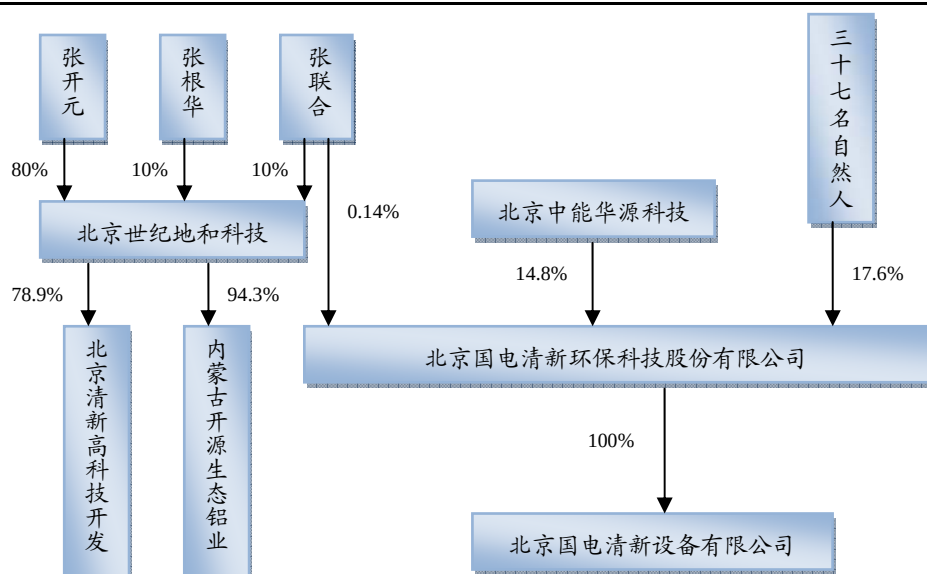
➤ 脱硫设施运营领域：

根据中联电初步统计，截止 2010 年底，公司参与特许经营试点的运营机组装机容量 4800MW，占全国批准实施特许经营试点机组的 19.60%，位居全行业之首。

1.3. 股权结构

公司实际控制人为董事长张开元，也是公司技术带头人。历任华北电力试验研究所电子室副主任、北京电力科学研究所副所长、北京华北电力事业总公司副总经理等。2007 年，公司已对董事、监事、高级管理人员、核心技术人员以及部分员工实施股权激励。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

2. 业务介绍

国电清新在 07 年以前的收入来源全部来自湿法脱硫建造，07 年以后特许经营开始贡献利润，并成为公司业绩增长的主要动力，未来公司将形成湿法建造、特许经营和干法脱硫三大业务。

2.1. 火电脱硫增长高峰已过，未来增长较为确定

2005 年 5 月，发改委发布《关于加快火电厂烟气脱硫产业化发展的若干意见》，标志着我国电厂脱硫系统工程正式启动。

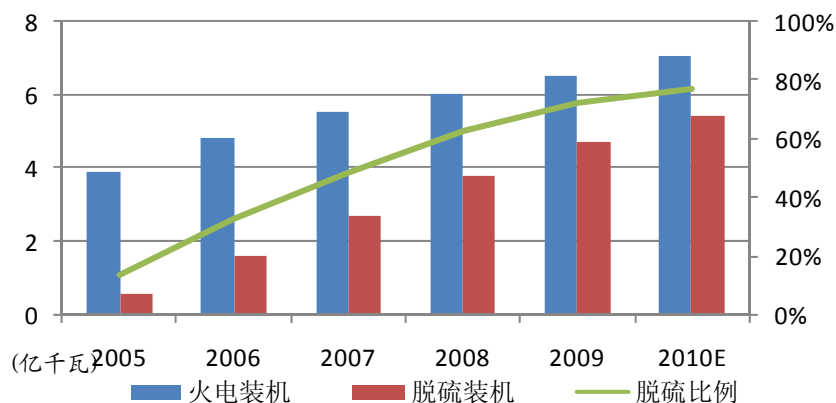
表 1 2005-2010 年火电装机容量及新增装机容量

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
火电装机容量 (亿 kW)	3.91	4.84	5.54	6.01	6.51	7.05
新增火电装机容量 (亿 kW)	-	0.93	0.7	0.47	0.5	0.54

数据来源：国泰君安证券研究，中电联

根据《电力工业“十二五”规划研究报告》，到 2015 年火电装机容量将达到 9.63 亿 KW，不考虑关停小火电机组，“十二五”将新增火电装机 2.63 亿 KW，按照 100 元/KW 的造价，新增市场需求将达到 263 亿元；假设已投运火电脱硫设施在“十二五”期间需要改造的比例为 20%，按照 75 元/KW 的造价，未来 5 年的改造需求将达到 399 亿元。尽管脱硫市场的高峰已过，但火电脱硫市场增长较为确定。

图 4 2003-2009 年我国脱硫装机占比



数据来源: 中电联, 国泰君安证券研究

火电脱硫市场竞争依然激烈, 格局相对稳定。在传统的火电脱硫市场, 竞争将会更加激烈, 但格局会相应的稳定。参与脱硫市场的主要公司, 可以分为以下三类: 第一类是电力集团的下属公司, 火电企业作为脱硫设备的下游, 拥有较广阔的市场; 第二类是专业性脱硫设备生产商; 第三类是发电设备企业, 在生产火电设备的同时也生产相关的脱硫设备。

前二十位脱硫企业将牢牢占据 80%以上的市场份额, 优秀的企业将提升行业排名。

表 2 2009 年火电脱硫行业排名情况

脱硫公司名称	2009 年底前累计投运的脱硫工程容量		2009 年投运的脱硫工程容量	
	序号	容量	序号	容量
*北京国电龙源环保工程有限公司	1	5568.7	1	1434.4
北京博奇电力科技有限公司	2	4554.6	3	1267.6
武汉凯迪电力环保有限公司	3	4117	5	686
福建龙净环保股份有限公司	4	3276	2	1310
浙江浙大网新机电工程有限公司	5	3130.5	4	976.5
*中电投远达环保工程有限公司	6	2662.4	6	563
山东三融环保工程有限公司	7	2207	10	270
同方环境股份有限公司	8	2160.2	7	549.7
*中国华电工程(集团)有限公司	9	1853.2	8	424.5
浙江天地环保工程有限公司	10	1785	13	120
*中国大唐集团科技工程有限公司	11	1476	11	268
中环(中国)工程有限公司	12	1329.5	20	30
北京国电清新环保技术股份有限公司	13	1150	17	73
贵州星云环保有限公司	14	845.5		
湖南永清环保股份有限公司	15	708.5	9	312
浙江菲达脱硫工程有限公司	16	634	12	120

资料来源: 中国环保产业协会, 国泰君安证券研究

注: 装机容量单位为万千瓦; *为具有五大电力集团背景的企业

在火电脱硫领域，五大电力集团背景的脱硫公司在市场竞争中占有一定的优势，公司在 2009 年位列 13 名。

表 3 公司已签订的湿法脱硫建造项目

项目名称	合同签订 年份	机组容量 (MW)	合同金额 (万元)	合同单价 (万元/MW)
汤山新区热电项目		200	4520	22.60
通辽电厂项目		400	6426	16.07
抚顺电厂项目	2008 年	400	7272	18.18
新余电厂项目		440	7837	17.81
华能新华电厂项目		330	4927	14.93
2008 年合计		1770	30983	17.50
临汾热电项目	2009 年	600	6145	10.24
2009 年合计		600	6145	10.24
太原二热改造项目		200	2760	13.80
东营热电项目	2010 年	600	3430	5.72
华润电力项目		2000	11088	5.54
2010 年合计		2800	17278	6.17
合计		15110	211957	14.03

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

2.2. 干法脱硫业务有望成为新的盈利增长点

干法脱硫在富煤缺水地区应用范围较广, 国电清新从德国 WKV 公司引进 CSCR 烟气集成净化技术, 并中选神华胜利电厂总额约为 8 亿元的干法脱硫项目, 已经完成了该项目各项前期工作筹备。另外值得一提的是, 公司在神华项目中标的同时, 与神华胜利电厂、大唐国际锡林浩特电厂、华能北方联合电力、鲁能等 4 家电力企业签署了《锡盟煤电基地活性焦集成净化循环经济产业链项目合作协议书》, 公司凭借 4+1 产业联盟, 将锁定该地区 800 万千瓦一半以上的干法脱硫业务, 对应 15 亿元以上的市场容量。

富煤缺水地区是干法脱硫的应用领域之一, 锡盟煤电基地 2011 年启动。2009 年 4 月, 国家对锡盟地区包括神华胜利电厂等电厂的整个煤电基地项目群实施整体规划, 导致上述电厂整体进度延期, 未能在 2009-2010 年形成收益。2010 年 12 月, 国家能源局印发《关于内蒙古锡林郭勒盟电源基地开发规划指导意见的通知》, 同意全面启动锡林郭勒盟电源基地开发工作, 锡盟煤电基地近期规划燃煤电站建设规模 800 万千瓦, 全部采用煤电联营坑口电站模式, 配合建设输电能力 900 万千瓦的特高压交流外送华东通道。干法脱硫装置市场有望全面启动。

干法脱硫推广的一个重要难题是建造成本较高。目前国内湿法脱硫工程造价在 450~500 元/千瓦, 而干法脱硫造价在 600 元/千瓦左右, 比湿法脱硫成本高 20%左右。

2.3. 特许经营保障公司业绩

特许经营模式为：火电厂将国家出台的脱硫电价、与脱硫相关的优惠政策等形成的收益权以合同的形式特许给专业脱硫公司，由专业的脱硫公司承担脱硫设施的投资、建设、运营及日常维护，并按合同约定完成脱硫任务，承担相应责任。特许经营原则上与脱硫项目对应的发电设施运行期限相同。

烟气脱硫特许经营市场利润水平相对稳定：

- ◇ 上网电价稳定。特许经营主要依托五大发电集团所属电厂开展，实施特许经营脱硫的电厂主要是大中型燃煤电厂，上网电量有保证。
- ◇ 锁定脱硫电价。实施特许经营的专业脱硫公司根据国家政策获得的燃煤电厂二氧化硫污染治理专项电价，燃煤电厂上网电量获得 0.015 元/kwh 的脱硫电费。
- ◇ 经营成本可控。特许经营的主要成本是折旧费、电费和石灰石成本，构成相对稳定，可以有效控制。

特许经营大单不断，公司业绩增长有保障。随着湿法脱硫竞争的加剧，政府在 07 年推出了特许经营试点，国电清新抓住机遇，进行了业务转型，近年来特许经营的收入占比不断提高，成为公司业绩增长的主要动力。继托克托电厂烟气脱硫特许经营项目之后（4,800MW），2010 年 12 月，公司新中标大唐国际烟气脱硫特许经营一标段（包括乌沙山发电公司 4×600MW 机组在内的 23 台合计 7,960MW 机组），公司已与乌沙山发电公司等 5 家电厂签订了 13 台机组合计 4,860MW 容量的烟气脱硫特许经营合同，规模与托克托基本相当，如果中标的 23 台机组全部投入的话，则相当于 1.5 个托克托。由于大唐国际目前只公布了 2 个段招标的结果（2010 年 8 月，大唐国际总共发出了 5 个特许经营项目标段，总计 26,540MW，国电清新和大唐环境科技工程公司分别中标一个标段），我们认为公司后续获得特许经营大单的可能性很大。

托克托项目 8 台 600MW 燃煤发电机组每年为公司带来 3-5 亿的收入。2008-2010 年营业收入为 54953.78 万元、33119.53 万、32072.51 万元，其中来自托克托电厂的收入 26.33%、67.84%、79.62%。

表 4 公司前 5 名客户销售情况

年度	客户名称	销售额(万)	占收入比例(%)
2010 年	托克托电厂	19167	59.76
	托克托第二电厂	6370	19.86
	山西大唐国际临汾热电有限公司	5389	16.8
	大唐太原第二热电厂	767	2.39
	东营市海滨热力有限公司	161	0.5
	合计	31857	99.33
2009 年	托克托电厂	18200	54.95
	华能新华发电有限责任公司	4320	13.05
	托克托第二电厂	4268	12.89

	抚顺发电有限责任公司	4052	12.23
	通辽发电总厂	1218	3.68
	合计	32059	96.8
2008 年	托克托电厂	14470	26.33
	大唐国际发电有限公司陡河发电厂	13906	25.3
	山西大唐国际云冈热电有限公司	6812	12.4
	江西大唐国际新余热电有限公司	6539	11.9
	通辽发电总厂	4870	8.86
	合计	46597	84.79

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3. 募投项目

本次公司拟发行 3800 万新股, 募集资金约 7.47 亿元, 用于支付之前已垫付的托克托电厂 6 台 (1-6#) 60 万千瓦燃煤机组特许经营项目, 以及补充公司的流动资金。

表 5 公司募集资金投资情况

序号	项目名称	募集资金(万)
1	收购托克托电厂 1-6#烟气脱硫装置及相关资产	72988.33
2	配套流动资金	1720.9
	合计	74709.23

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

4. 风险因素与催化剂

(1) 经营业绩波动的风险

公司 2008-2010 年营业收入分别为 54953.78 万元、33119.53 万元、32072.51 万元; 归属母公司股东、扣除非经常性损益后的净利润分别为 8101.13 万元 2856.24 万元和 6298.41 万元, 业绩波动非常大。

(2) 市场需求放缓的风险

2003 年以来, 随着国家对二氧化硫减排力度的加大和我国火电装机容量快速增长, 湿法脱硫技术的的市场需求急剧扩大, 但是随着现役机组脱硫改造的逐渐完成以及火电行业投资增速的放缓, 湿法脱硫装置改造的市场需求趋于平稳。

潜在的催化剂为: (1) 国家环保政策刺激; (2) 公司在特许经营 (大唐国际) 和干法脱硫业务 (锡盟煤电基地) 上获大单。

5. 盈利预测: 2011-2013 年 EPS 为 0.88/1.99/2.35 元

基本假设:

- ◇ 公司新中标特许经营项目中已经签署合同的 486 万千瓦机组于 2011 年下半年完成资产交割, 剩余 310 万千瓦机组于 2012 年上半年完成资产交割。

- ◇ 公司新收购特许经营项目仍能享受三免三减半的所得税优惠。
- ◇ 神华胜利电厂于 2011 年下半年启动, 公司配套建设的干法脱硫项目于 2012-2013 年按进度确认收入。

预计 2011-2013 年每股收益为 0.88 元、1.99 元和 2.35 元。

表 6 2010-2013 年盈利预测

单位 (亿)	2010	2011E	2012E	2013E
收入合计	3.19	4.6	10.31	12.09
运营收入	2.55	3.3	5.81	6.09
工程收入	0.64	1.3	4.5	6
综合毛利	43.26%	41.28%	46.15%	47.07%
运营毛利	49.76%	46.18%	49.18%	51.18%
干法工程		46.18%	46.18%	46.18%
湿法工程	19.05%	28.88%	34.38%	36.38%
净利润	0.65	1.31	2.95	3.48
净利润率	20.37%	28.48%	28.61%	28.78%
EPS	0.44	0.88	1.99	2.35

数据来源: 国泰君安证券研究

6. 估值定价: 询价区间 44-48.4 元

(1) 可比上市公司估值比较

公司主营业务为火电厂烟气脱硫建设与运营, 我们选用大气治理的工程或设备企业做类比。基于 2011-12 年预测业绩的均值, 同行业上市公司 2010-12 年平均动态市盈率为 84/45/30。由于公司相对可比上市公司运营收入占比更高, 有较好的盈利水平, 给予公司相对行业溢价估值, 给予 11 年 50-55 倍市盈率, 对应价格为 44-48.4 元。

表 7 可比公司估值水平

证券代码	证券简称	总市值 (亿)	2009 年营业 收入 (亿)	2009 年净利 润 (亿)	EPS			PE		
					2010	2011	2012	2010	2011	2012
300187.SZ	永清环保	34.3917	2.5435	0.3534	0.64	1.20	1.91	80.05	43.10	26.94
600292.SH	九龙电力	54.0552	27.8193	0.5169	0.18	0.33	0.47	88.17	48.65	34.62
平均								84.11	45.87	30.78

数据来源: Wind 资讯

(2) 近期创业板发行股票的估值比较

A 股最近上市的创业板股票中, 2010-2012 年平均动态市盈率分别为 60/40/29 倍。

表 8 近期上市的中小板股票估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2009 年 营业收 入 (亿)	2009 年 净利润	EPS			PE		
					2010	2011	2012	2010	2011	2012
002542.SZ	中化岩土	24.49	1.91	0.33	0.65	1.06	1.43	56.26	34.74	25.65

002544.SZ	杰赛科技	29.21	7.98	0.42	0.73	0.96	1.33	46.33	35.22	25.60
002546.SZ	新联电子	33.93	2.15	0.49	0.93	1.19	1.56	43.31	33.95	25.84
002549.SZ	凯美特气	32.72	1.11	0.34	0.52	0.83	1.17	78.70	49.54	34.93
002551.SZ	尚荣医疗	52.81	2.09	0.40	0.71	1.25	2.12	90.87	51.64	30.41
002552.SZ	宝鼎重工	26.75	3.80	0.68	0.70	0.88	1.26	38.23	30.45	21.25
002553.SZ	南方轴承	27.84	1.52	0.26	0.41	0.65	0.87	78.47	49.17	36.60
002554.SZ	惠博普	44.55	2.36	0.53	0.49	0.70	1.03	67.91	47.00	31.95
002556.SZ	辉隆股份	57.20	40.86	1.18	0.90	1.23	1.56	42.35	31.10	24.57
002558.SZ	世纪游轮	20.52	1.84	0.23	0.58	0.75	0.94	58.99	46.13	36.55
平均								60.14	40.89	29.33

数据来源: Wind 资讯

作者简介:**王威:**

S0880511010024

021-38676694

wangw@gtjas.com

2006年毕业于中央财经大学金融学院，获经济学硕士学位。2006年7月至2007年9月就职于天相投资顾问有限公司。2007年10月进入国泰君安证券，任电力行业研究员。2008年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第二名，2009年《新财富》电力与其他公用事业“最佳分析师”第五名。

张赫黎（贡献作者）:

S0880110110155

021-38674702

zhangheli008425@gtjas.com

毕业于香港大学，金融学硕士，2010年4月加入国泰君安证券。

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		