



其他公用事业/公用事业

维尔利 (300190)

一季度增长 54%，看好规模扩张与产业链延伸

— 维尔利 2011 年一季报点评

王威
021-38676694
wangw@gjjas.com
S0880511010024

本报告导读：

一季度净利润同比增长 53.9%，毛利率 42.1%。公司未来增长来自小型项目市场占有率的提升、有机垃圾领域的应用以及委托运营项目的投产。

投资要点：

- 2011 年一季度公司营业收入 6238.8 万元，同比增长 62.0%，利润总额 1108.7 万元，同比增长 52.9%，净利润 947.7 万元，同比增长 53.9%，毛利率 42.1%，比去年同期增加 4.7 个百分点。每股收益 0.24 元。
- 一季度工程项目收入结算较上年同期有所提高，导致营业收入与成本大幅增长。大中型垃圾渗滤液项目占比高，导致毛利率同比提高。
- 营业收入几乎全部来自环保工程业务，委托运营收入来自去年投产的两个项目，广州新丰 BOT 项目预计今年下半年投入运营。

未来增长看点：

- (1) 通过标准化集装箱设备生产提高小型项目的承揽能力。公司依托募投项目拓展小型渗滤液处理领域，达产后新增产能 1.5 万吨/日，提供 50-3000 吨/日处理能力范围的渗滤液处理装置系列产品。
- (2) 通过技术储备应对垃圾处理方式变革所带来的机遇。公司在积极开拓有机厨余垃圾市场，技术手段为干法厌氧方式。公司在垃圾渗滤液领域已取得领先，未来有望切入清洁技术相关产业。
- (3) 从 EPC 到 EPC+C。截止到 2011 年 1 季度，公司有常州、日照黄山两个项目投入运营，其 2010 年运营收入 223 万元，公司目前在建项目约 10 个，预计今年可全部投产。2011 年 6 月，公司最大的广州兴丰 1400 吨/日 BOT 项目将投产，预计贡献收入 1 千万以上。
- 盈利预测：预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.55/2.21/3.06 元。考虑固废行业十二五期间的高增长以及公司的龙头地位，给予公司 2011 年 40 倍 PE，对应 2012 年 28 倍 PE。目标价 62 元，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	112	210	390	565	738
(+/-)%	126%	88%	86%	45%	31%
经营利润 (EBIT)	34	54	107	156	207
(+/-)%	94%	61%	97%	46%	33%
净利润	26	45	82	117	162
(+/-)%	117%	70%	81%	43%	38%
每股净收益 (元)	0.50	0.85	1.54	2.21	3.06
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	30.2%	25.9%	27.4%	27.6%	28.1%
净资产收益率 (%)	31.9%	38.1%	43.2%	39.6%	36.2%
投入资本回报率 (%)	65.0%	49.8%	49.2%	75.4%	58.6%
EV/EBITDA	66.2	41.7	22.0	14.4	10.7
市盈率	89.9	52.8	38.9	27.1	19.6
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

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：

目标价格：62.00

上次预测：

当前价格：60.00

2011.04.26

交易数据

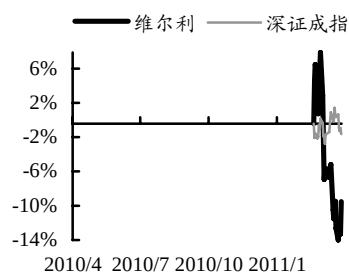
52 周内股价区间 (元)	56.30-75.00
总市值 (百万元)	3,180
总股本/流通 A 股 (百万股)	53/11
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	20%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	853
每股净资产	16.09
市净率	3.7
净负债率	6%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	-	-
Q2	0.50	-
Q3	-0.50	-
Q4	1.14	-
全年	1.14	-

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	0%	0%
相对指数	-10%	-9%	-9%

模型更新时间: 2011.04.25

股票研究

公用事业

其他公用事业

维尔利 (300190)

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 62.00

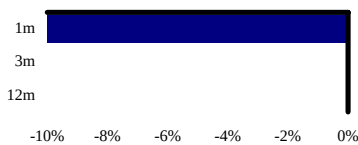
上次预测:

当前价格: 60.00

公司网址

www.jswelle.com.cn

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

56.30-75.00

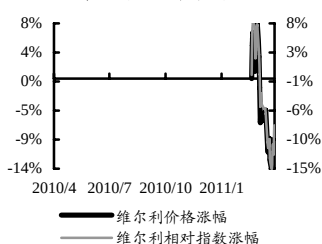
市值 (百万)

3,180

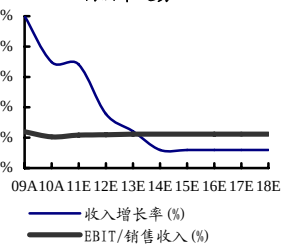
财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	112	210	390	565	738
营业成本	61	121	222	319	413
税金及附加	3	6	11	16	21
销售费用	4	9	15	23	30
管理费用	10	20	35	51	67
EBIT	34	54	107	156	207
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	10	17	14
营业利润	31	53	97	139	193
所得税	5	9	16	23	31
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	26	45	82	117	162
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	58	76	967	967	967
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产合计	2	24	31	40	52
无形资产及其他资产	9	15	16	19	22
资产合计	149	285	1,329	1,385	1,577
流动负债	62	156	1,139	1,086	1,123
非流动负债	4	11	1	3	6
股东权益	83	118	190	296	448
投入资本(IC)	44	92	182	173	296
现金流量表					
NOPLAT	28	46	90	131	173
折旧与摊销	2	2	1	1	2
流动资金增量	-21	-26	-83	20	-107
资本支出	-6	-23	-9	-12	-16
自由现金流	4	-1	-1	140	51
经营现金流	17	22	21	174	89
投资现金流	-6	-23	-9	-12	-16
融资现金流	9	27	879	-162	-73
现金流净增加额	21	26	891	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	126.0%	87.9%	85.9%	44.9%	30.6%
EBIT 增长率	93.7%	61.4%	96.6%	46.0%	32.6%
净利润增长率	116.7%	70.4%	81.3%	43.2%	38.4%
利润率					
毛利率	45.2%	42.4%	43.0%	43.5%	44.0%
EBIT 率	30.2%	25.9%	27.4%	27.6%	28.1%
净利润率	23.7%	21.5%	21.0%	20.7%	22.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	31.9%	38.1%	43.2%	39.6%	36.2%
总资产收益率(ROA)	17.8%	15.8%	6.2%	8.5%	10.3%
投入资本回报率(ROIC)	65.0%	49.8%	49.2%	75.4%	58.6%
运营能力					
存货周转天数	70	137	81	96	105
应收账款周转天数	121	93	129	114	112
总资产周转天数	371	378	755	18	47
净利润现金含量	0.65	0.48	0.25	1.49	0.55
资本支出/收入	5%	11%	2%	2%	2%
偿债能力					
资产负债率	44.2%	58.4%	85.7%	78.6%	71.6%
净负债率	-47.0%	-22.1%	-3.6%	-41.2%	-33.7%
估值比率					
PE	89.9	52.8	38.9	27.1	19.6
PB	28.6	20.1	12.6	8.0	5.3
EV/EBITDA	66.2	41.7	22.0	14.4	10.7
P/S	21.3	11.4	6.1	4.2	3.2
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

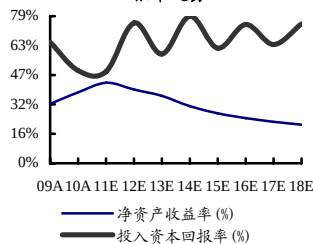
股票绝对涨幅和相对涨幅



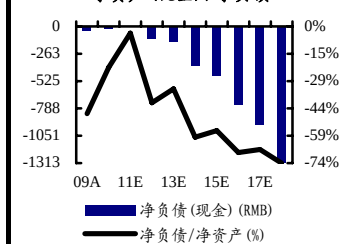
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



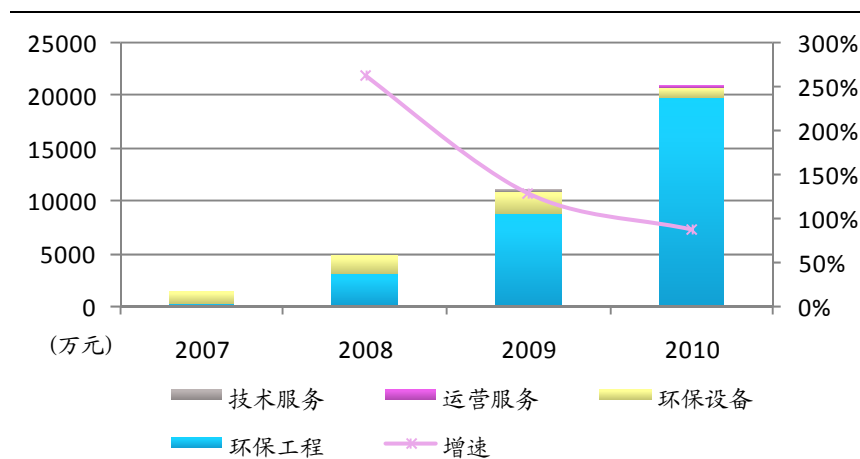
1. 公司是渗滤液一体化处理龙头企业

1.1. 主营业务：过去三年收入连续翻番

垃圾渗滤液是垃圾在堆放和处置过程中产生的二次污染物，是一种高浓度污水。公司主营业务是提供渗滤液处理设计、EPC 和运营的一体化服务，为客户提供交钥匙工程。公司是垃圾渗滤液处理行业的龙头企业，大中型项目市场占有率位列国内第一。

收入高速增长，过去三年连续翻番。2007 年至 2010 年，公司营业收入 1344 万元、4879 万元、1.1 亿元、2.1 亿元。公司自 2009 年起开始增加渗滤液处理系统的托管运营服务，2010 年收入 222 万元。目前垃圾渗滤液处理的建设期服务仍是公司收入和利润的主要来源，但托管运营服务有望成为公司收入和利润来源的重要补充。

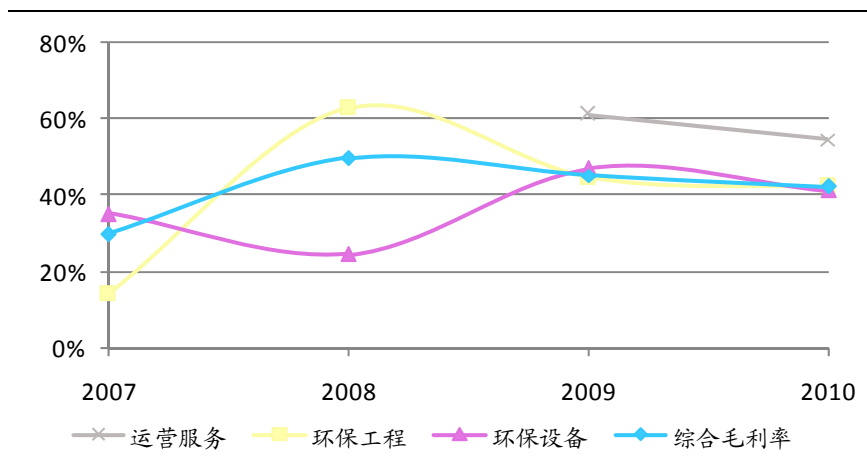
图 1 2007-2010 年公司营业收入构成与增速



数据来源：wind，国泰君安证券研究

综合毛利率 40% 以上，随项目不同呈现波动。2007 年至 2010 年，公司主要业务的综合毛利率分别为 29.90%、49.77%、45.25% 和 42.35%，其中环保工程业务毛利率分别为 14.20%、62.87%、44.68% 和 42.25%，环保设备业务毛利率分别为 35.14%、24.59%、47.11%、41.36%。毛利率水平与当年实施的项目相关，具有差异，呈现一定的波动性。

图 2 2007-2010 年毛利率的变化



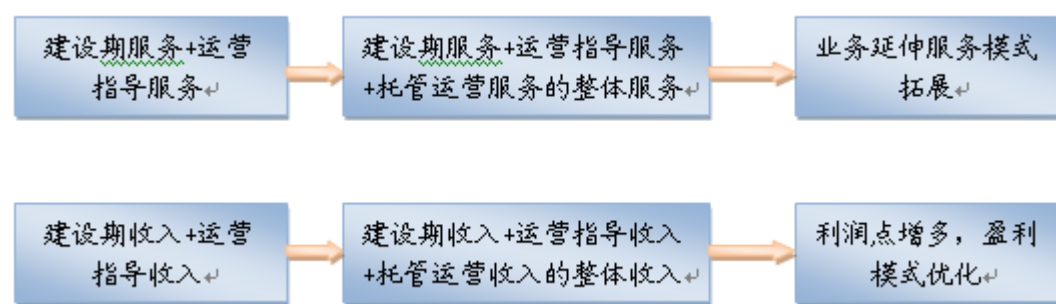
数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

1.2. 盈利模式：EPC 到 EPC+C 带来业务新增长点

EPC 工程总包模式为主。公司主要为客户提供垃圾渗滤液处理系统综合解决方案，提供渗滤液处理工程施工、设备集成和销售、现场系统集成、调试运行，以及后续运营和相关技术咨询服务。公司目前拥有环保工程专业承包二级资质和环境污染治理运营甲级资质。

从 EPC 向 EPC+C 延伸，带来业务新增长点。公司成立时主要从事垃圾渗滤液处理的建设期服务，为客户提供交钥匙工程。随着公司自身服务能力的逐渐增强和垃圾渗滤液处理标准的不断提高，公司自 2009 年开始增加了垃圾渗滤液处理系统委托运营服务，2009 年上半年实现销售收入 82 万元，2010 年收入 222 万元。

图 3 公司的业务及收入构成演进图



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

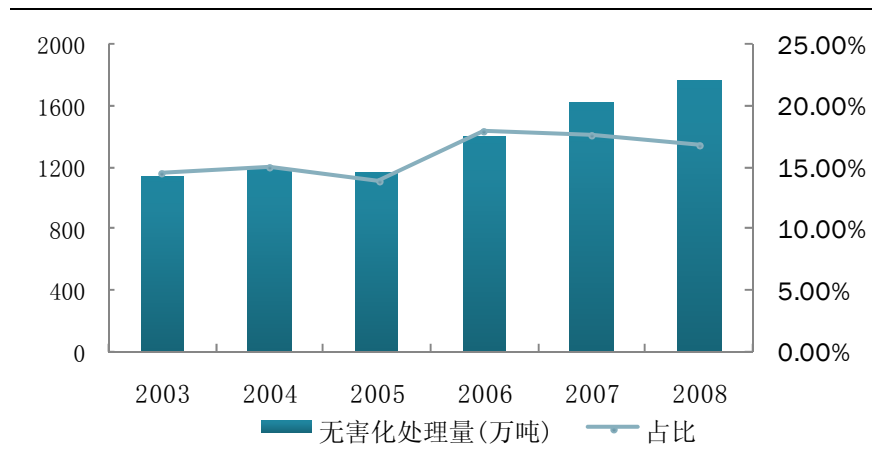
2. 垃圾处理配套设备进入快速成长阶段

城市公共事业的各子行业进入不同的生命周期阶段：供水行业迈入成熟期早期，具体表现为长期供给稳定，增速缓慢，收益稳定；污水处理业务尚处于高速成长期，市场化程度不断加深，受益于高位投资以及节能环保政策倾斜；固废和垃圾处理尚处于起步期，即将迈入快速成长通道。

2.1. 驱动因素一：固废市场投资带动渗滤液行业发展

我国固废化率很低，仅 17%，固废投资增速明显低于废水、废气投资增速，随着废水和废气行业已经初具规模，固废发展行业也将走出“蛰伏”期，固废处理也将沿袭废水和废气的发展道路，得到大力发展。

图 4 2003-2008 年我国固废化率



数据来源：国家环保总局，国泰君安证券

根据住建部《关于全国城镇生活垃圾处理设施 2010 年上半年通报》，2010 年中期全国垃圾处理在建产能 19.4 万吨/日，2010 年下半年计划投产 7.89 万吨/日，若计划如期完成则 2010 年年底在建产能约 11.5 万吨/日，这些产能将基本在 2013 年前投运，保守预计整个“十二五”期间新增生活垃圾 40 万吨/日。而事实上产能淘汰或封场可能超出预期。

表 1 不同垃圾处理方式日均产量

类别	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
填埋 (万吨)	7.667	8.157	9.973	11.078	11.418	12.016	12.509
焚烧 (万吨)	1.002	1.12	1.333	1.496	1.812	1.844	2.023
堆肥 (万吨)	0.12	0.102	0.078	0.076	0.048	0.069	0.067
合计 (万吨)	8.789	9.379	11.384	12.65	13.278	13.928	14.599

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

2.2. 驱动因素二：环保标准提高推动渗滤液处理需求提升

污染排放标准趋于严格，将增加单位投资。GB16889-2008 标准中普通地区 BOD、COD 排放标准相当于 GB16889-1997 一级标准，氨氮指标相当其二级标准，同时新增总氮、总磷、色度和重金属控制指标。这将增加单位投资。

表 2 各种标准下单位投资和运行费用

	(GB16889-1997) 三级标准	(GB16889-1997) 二级标准	(GB16889-1997) 一级标准	(GB16889-2008) (普通地区)	(GB16889-2008) (敏感地区)
吨投资 (万元/吨)	1.21~3.86	2.83~5.53	2.6~7.33	5~9.2	8~11.67

运行费用(元/吨)	10~30	13~38	15~43	15~56	30~36.5
-----------	-------	-------	-------	-------	---------

资料来源：建设部环境卫生工程技术研究中心，国泰君安证券研究

从建设部环境卫生工程技术研究中心于 2009 年 5 月收回的问卷调查表看，采用不同排放标准建设的垃圾渗沥液处理工程吨投资和单位运行费用详见表，可以看到**排放标准每提高一个级别，单位投资约增加 2 万元/吨，GB16889-2008 标准中普通地区对应单位投资约为 7 万元/吨**。这一数值与公司 2010 年后所获合同平均单位投资额 7.4 万元/吨基本相符。

表 3 我国渗滤液处理相关法规及排放标准

名称	实施日期	涉及相关内容
国家环保“十一五”规划	2008-1-1	高度重视垃圾渗滤液的处理，逐步对现有的简易垃圾处理厂进行污染治理与生态恢复，消除污染隐患。强化对污泥和垃圾渗滤液的处置，防治产生二次污染。
当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007 年度）	2007-1-2	绿色基础材料及其制备技术，垃圾堆肥技术，垃圾分类、收集及清运技术和装备，垃圾分选技术和设备，厨余垃圾处理技术与设备，大型垃圾焚烧处置、热能回收利用及尾气净化系统和设备，垃圾填埋防渗材料的研发、渗滤液处理技术和设备，垃圾填埋气（甲烷气）的回收、利用技术和设备等
法规		对垃圾渗滤液如何进行处理的技术和工艺作了比较详细的规定
《生活垃圾填埋场渗滤液处理工程技术规范》（试行）	2010-4-1	要求在填埋区与渗滤液处理设施间必须设置渗滤液调节池 产生污泥宜与城市污水厂污泥一并处理，进入填埋场处理或单独处理时含水率不高于 80% 浓缩液宜单独处理，可用焚烧、蒸发或其他适宜处理方式。
《生活垃圾填埋污染控制标准》	1998-1-1	对垃圾填埋场渗滤液处理的排放控制项目和限值作了明确规定，提出了三级排放限值指标
《生活垃圾卫生填埋技术规范》	2004-6-1	要求“渗沥液应处理达标后排放。应优先选择排入城市污水处理厂处理方案，排放标准应达到《生活垃圾填埋污染控制标准》（GB16889-1997）中的三级指标。不具备排入城市污水处理厂条件时应建设配套完善的污水处理设施。 进一步细化和严格了填埋场渗滤液处理的要求： 生活垃圾填埋场应包括下列主要设施：防渗衬层系统、渗滤液导排系统、渗滤液处理设施、雨污分流系统、地下水导排系统、地下水监测设施、填埋气体导排系统、覆盖和封场系统。 生活垃圾填埋场应建设渗滤液处理设施，封场后进入后期维护与管理阶段的生活垃圾填埋场，应继续处理填埋场产生的渗滤液和填埋气，并定期进行监测，直到填埋场产生的渗滤液中水污染物浓度连续两年低于要求的限值。
排放标准		现有和新建生活垃圾填埋场自 2008 年 7 月 1 日起执行下表规定的普通地区的水污染物排放浓度限值。特别地区现有和新建生活垃圾填埋场自 2008 年 7 月 1 日起执行下表特别地区的水污染物特别排放限值。
《生活垃圾填埋场污染控制标准》（GB16889-2008）	2008-7-1	2011 年 1 月 1 日前，现有生活垃圾填埋场无法满足下表规定的水污染物排放浓度限值要求的，满足以下条件时可将生活垃圾渗滤液送往城市二级污水处理厂进行处理：生活垃圾渗滤液在填埋场经过预处理后，总汞、总镉、总铬、六价铬、总砷、总铅等污染物浓度达到下表规定浓度限值；城市二级污水处理厂每日处理生活垃圾渗滤液总量不超过污水处理量 0.5%，并不超过城市二级污水处理厂额定的污水处理能力；生活垃圾渗滤液应均匀注入城市二级污水处理厂；不影响城市二级污水处理场的污水处理效果。 2011 年 7 月 1 日起，现有全部生活垃圾填埋场应自行处理生活垃圾渗滤液并执行下表规定的水污染排放浓度限值。

《生活垃圾焚烧污染
控制标准》

2002-1-1

生活垃圾焚烧厂工艺废水必须经废水处理系统处理，处理后的水应优先考虑循环再利用，必须排放时，废水中污染物最高允许排放浓度按《污水综合排放标准（GB8978-1996）》执行，焚烧厂渗滤液一般按三级标准处理。

资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究所

表 4 我国填埋场渗滤液排放标准处于国际较高水平

国家标准	美国(月均)	德国	英国	法国	日本	GB16889-2008		GB16889-1997(已废止)		
						敏感地区	普通地区	一级	二级	三级
CODcr		200	50	120	90	60	100	100	300	1000
BOD5	40	20	10	30	60	20	30	30	150	600
悬浮物	27	NA		NA	60	30	30	70	200	400
总氮		70	75	30	120	20	40	NA	NA	NA
氨氮	2.5	NA		NA		8	25	15	25	NA
总磷		3		NA	16	1.5	3	NA	NA	NA

资料来源：《生活垃圾填埋场污染控制标准研究》、招股说明书，国泰君安证券研究

2.3. 垃圾渗滤液市场规模基数小，快速扩张势头迅猛

资料显示，我国 2009 年渗滤液日均产生量已超过 12 万吨。垃圾渗滤液产量受处理方式、降水、地区等影响，从重量上看，填埋场渗滤液一般占到垃圾填埋量的 35%-50%，焚烧厂渗滤液占垃圾焚烧量的 25%-35%。目前全国垃圾渗滤液排放量约为 12 万吨/日，为污水排放量的千分之一左右。但由于渗滤液污染物浓度极高，相当于普通市政污水的 100-200 倍，因此总污染却超过污水污染的 1/10。渗滤液处理是垃圾处理厂尤其是填埋场的重中之重，有无渗滤液处理是衡量能否达到卫生填埋的主要标准之一。和污水处理相比较，渗滤液处理技术难度要高得多，因此市场参与者也相对较少。

表 5 截止 2010 年底我国大中型（500 吨/日以上）渗滤液处理项目

项目名称	处理规模	承接方	日期
广州李坑项目	800	天地人、维尔利	2007 年 12 月
青岛市小涧西扩容改造	900	天地人	2010 年 3 月
重庆长生桥项目	500	天地人	2003 年 10 月
南宁城南项目	800	武汉天源	
苏州七子山项目	1200	北京蓝德	2007 年
佛山高明项目	860	维尔利	2005 年 11 月
成都固废项目	1000	维尔利	2008 年 9 月
无锡桃花山项目	800	维尔利	2008 年 9 月
厦门东部项目	800	维尔利	2009 年 1 月
上海老港项目	950	维尔利	2008 年 12 月
长沙固废项目	1000	维尔利	2009 年 12 月
广州兴丰项目	1398	维尔利	2009 年 12 月
合计规模	11008		
维尔利承接规模	7608		

资料来源：招股说明书，国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值定价

预计公司 2011-2013 年营业收入 3.9 亿、5.7 亿、7.4 亿元，每股收益 1.55 元、2.21 元、3.06 元。公司是垃圾渗滤液龙头，我们看好公司未来两年在垃圾综合处理方面的发展。给予公司 2011 年 40 倍 PE，对应 2012 年 28 倍 PE，谨慎推荐。

表 6 盈利预测

(单位: 万元)	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
环保工程	3210	8904	18000	34000	48000	62000
(yoy)		177.41%	102.15%	88.89%	41.18%	29.17%
环保设备	1670	2083	876	3000	5000	7000
(yoy)		24.74%	-57.94%	242.47%	66.67%	40.00%
运营服务		83	223	1900	3500	4800
(yoy)			169.49%	752.02%	84.21%	37.14%
技术服务		92				
营业收入合计	4880	11165	20975	38911	56502	73801
(yoy)		128.81%	87.86%	85.51%	45.21%	30.62%
综合毛利率	49.77%	45.25%	43.67%	43.00%	43.50%	44.00%
净利率	24.32%	23.21%	21.43%	21.05%	20.74%	22.00%
净利润	1223	2649	4514	8190	11717	16233
(yoy)		116.60%	70.40%	81.44%	43.06%	38.54%
EPS	0.23	0.50	0.85	1.55	2.21	3.06

数据来源：wind, 国泰君安证券研究

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

	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。	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
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。	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		