



基础化工/原材料

西陇化工（002584）

化学试剂国内龙头，将重点发展中高端市场

 **魏涛**
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 编号 S0880511010033

本报告导读：

公司作为国内领先的专业化学试剂制造商和集成供应商，产品系列齐全，营销服务突出，募投项目将重点发展超净高纯及PCB用试剂类中高端产品，提升综合盈利能力。

投资要点：

- 公司产品包括化学试剂（超净高纯化学试剂、PCB用化学试剂、通用化学试剂）、原料药及食品添加剂、化工原料及其他多个系列，具有1000多种产品、3000多种规格的化学试剂生产能力，先后被评为“国家科技创新型企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“高新技术企业”。2009年化学试剂市场占有率国内排名第三。
- 化学试剂广泛应用于电子、微电子、航空航天、新材料、生物医药、石油化工等先进制造业和科学实验和检测分析领域。受益下游PCB、大规模、超大规模集成电路等产业发展，PCB用及超净高纯化学试剂需求有望保持高速增长。
- 国内化学试剂行业逐渐崛起，已有部分技术实力较强、规模较大的生产企业进入超净高纯试剂、PCB用化学试剂等高端化学试剂领域。原先被国外产品占领的市场的进口替代空间大。
- 化学试剂类业务是公司的核心业务，占营业收入总额的比例分别为72.28%、72.07%及73.10%，是业绩增长的主要动力。其中超净高纯化学试剂收入复合增长率为26.44%，PCB用化学试剂16.61%，通用化学试剂26.08%。公司采用自制、分装及集成供应结合的经营方式，减少受产能限制，有利于公司不断开拓市场，提升市场份额。
- 募投项目集中扩增超净高纯化学试剂、PCB用化学试剂产能，项目建成后，公司超净高纯试剂生产能力将从2600吨提升到1.26万吨；PCB用化学试剂将从3.4万吨提升到8.4万吨，将提升自制产品占比，提高综合毛利率，并加强中高端市场的竞争力。
- 我们预测2011-2013年公司摊薄后每股收益分别为0.50、0.78、1.09元。参考近期中小板上市公司，给予2011年PE 25-30倍，对应公司合理股价为12.5-15元，考虑到发行折价，建议申购价区间为11.5-13.5元。

建议询价区间

11.50-13.50

上市首日定价区间

13.50-17.00

2011.05.23

发行上市资料

发行前总股本（万股）	
本次拟发行量（万股）	5,000
发行日期	2011.05.24
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	招商证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.53
净资产收益率（%）	19.2%
资产负债率（%）	43.5%

主要股东和持股比例

黄伟波	24.40%
黄伟鹏	24.40%
黄少群	24.40%
深圳恒汇鑫	5.50%
名远投资	4.95%
深港优势	4.95%
黄侦凯	4.07%
黄侦杰	4.07%
深圳年利达	1.80%
迅颉投资	1.47%

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	882	1,164	1,452	1,813	2,229
(+/-)%	15%	32%	25%	25%	23%
经营利润（EBIT）	70	90	119	181	257
(+/-)%	17%	28%	32%	52%	42%
净利润	57	73	100	156	218
(+/-)%	23%	27%	38%	56%	40%
每股净收益（元）	0.29	0.36	0.50	0.78	1.09
每股股利（元）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

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

1. 公司概况

1.1. 公司简介

公司主要从事化学试剂的研发、生产、销售，产品包括化学试剂（超净高纯化学试剂、PCB 用化学试剂、通用化学试剂）、原料药及食品添加剂、化工原料及其他多个系列，目前已是具有 1000 多种产品、3000 多种规格的化学试剂生产能力的国内领先化学试剂专业制造商和国内规模最大、综合配套能力最强的化学试剂集成供应商之一。公司先后被评为“国家科技创新型企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“高新技术企业”。根据中国化学试剂工业协会统计，2009 年公司的化学试剂市场占有率在国内化学试剂市场排名第三。

1.2. 公司股权结构

黄伟波、黄伟鹏、黄少群各持有本公司 24.4% 股份，黄侦凯、黄侦杰各持有本公司 4.07% 股份，上述 5 人均均为黄氏家族成员，合计持有本公司 81.33% 的股份，并作为一致行动人是公司的实际控制人。

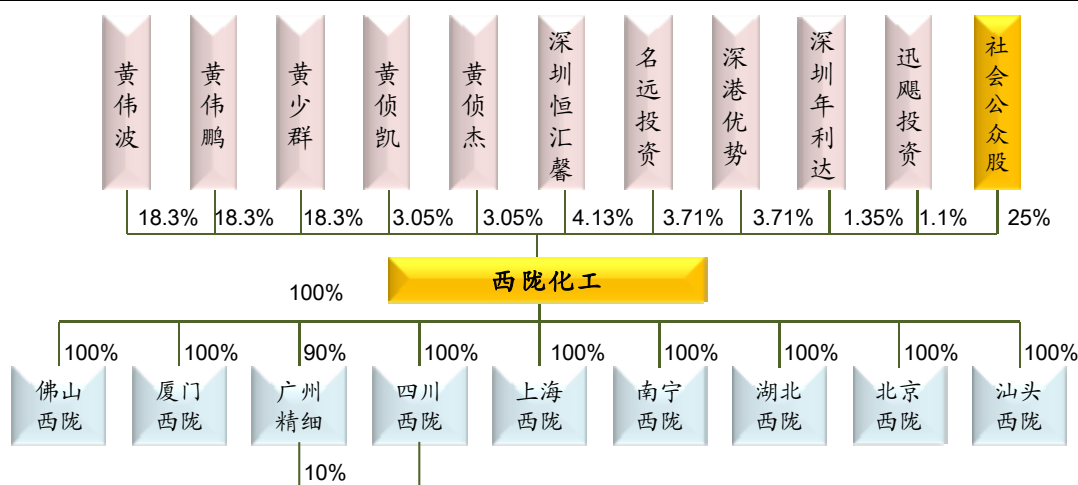
本次拟公开发行不超过 5000 万股，占发行后总股本的比例为 25%。发行募集资金将用于 5 万吨/年 PCB 用化学试剂项目、1 万吨/年超净高纯试剂技术产业化生产项目、高端化学试剂工程技术研究中心建设项目、其他与主营业务相关的营运资金项目等 4 个项目。

表 1：公司股权结构

股东	持股数(万股)	发行前比例(%)	发行后比例(%)
黄伟波	3,660.00	24.40%	18.30%
黄伟鹏	3,660.00	24.40%	18.30%
黄少群	3,660.00	24.40%	18.30%
深圳恒汇鑫	825	5.50%	4.13%
名远投资	742.65	4.95%	3.71%
深港优势	742.5	4.95%	3.71%
黄侦凯	609.9	4.07%	3.05%
黄侦杰	609.9	4.07%	3.05%
深圳年利达	270	1.80%	1.35%
迅鹰投资	220.05	1.47%	1.10%
社会公众股	5000	—	25.00%
合计	20,000.00	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券

图 1：公司股权结构



资料来源：招股书、国泰君安证券

2. 行业分析

2.1. PCB 用及超净高纯化学试剂市场处于高增长长期

化学试剂做为典型的精细化工行业，在电子、微电子、航空航天、新材料、生物医药、石油化工等先进制造业领域和科学实验和检测分析方向具有重要的作用，属于国家鼓励类产业。在国家产业升级和产业结构调整的大背景下，我国制造业快速发展，将为化学试剂行业带来了新的市场需求。

化学试剂一般分为超净高纯化学试剂、通用化学试剂，通用试剂中的 PCB（印刷电路板）用化学试剂用量较高且质量标准高于一般通用试剂，通常单独做为 一类。根据中国化工信息中心《2009 年中国化学试剂行业研究报告》，2009 年国内化学试剂行业的市场规模约为 80 亿元，2007-2009 年市场规模平均年 增长率达到 11%。其中，通用化学试剂市场为 38 亿元，PCB 用化学试剂为 27 亿元，超净高纯化学试剂为 15 亿元，所占比例分别为 47%，34%和 19%。

随着国民经济在未来几年的快速发展，化学试剂市场需求快速增长的趋势将 保持不变。根据中国化工信息中心测算，预计未来几年，国内化学试剂行业 整体将保持约 11%的年增长速度，预计 2014 年国内化学试剂行业市场规模将 超过 130 亿元。而随着未来国内大规模集成电路等产业的高速发展，PCB 用 化学试剂、超净高纯化学试剂等高端化学试剂的市场需求将大幅增加。

- **通用化学试剂**，广泛用于工业、教育、科研、医疗、精细化工等领域。 预计 2009-2014 年国内通用化学试剂市场规模的年均增长率为 8%，与宏 观经济增速相仿。
- **PCB 用化学试剂**，应用于 PCB 生产的各个环节。下游 PCB 行业在十一五 期间保持年均 11%的增长。根据世界电子电路理事长会 (WECC) 报告，2009 年中国 PCB 产业产值为 163.5 亿美元，占世界总产值的 36%，受益于国际 产能转移，我国 PCB 行业仍将保持高景气度，占全球总产值还在增长。 最新统计数据显示，2010 年前 11 月我国 PCB 产量同比增长 24.2%。预 计 2010-2014 年化学试剂在国内 PCB 行业的市场需求年均增长率为 11%。

- **超净高纯化学试剂**，是化学试剂行业中发展快、技术难度大、附加值高的部分，主要应用于大规模、超大规模集成电路、电子元器件、高端普通芯片、分立器、太阳能电池等高科技领域。我国集成电路产量2005-2009年均增长率为12.2%，出口量年均增长27.2%，经历2009年低谷后2010年增速保持在20%以上，超净高纯试剂需求量超过15万吨；大规模及超大规模集成电路行业，受益于国家政策扶持，近年来迅速崛起，已形成了北京、上海和广东三大主要大规模集成电路生产基地，国内已建成60条线宽在0.18微米至0.35微米的超大规模集成电路生产线，对超净高纯试剂的市场需求达到15万吨左右，未来仍将维持高速增长。总体而言，国内超净高纯化学试剂市场需求有望保持16%以上的年均增速。

图 2：国内化学试剂市场产品结构

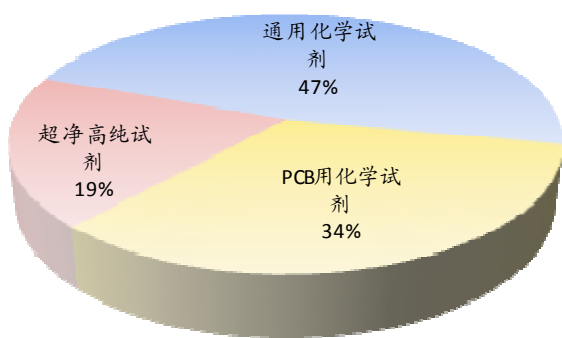


图 3：西陇化工 2010 年下游销售结构

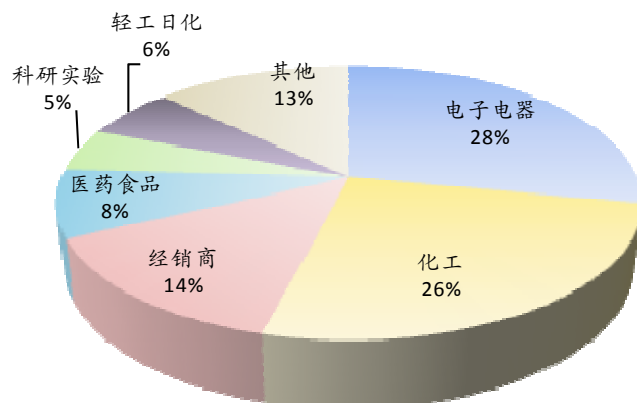


图 4：我国集成电路产量变动

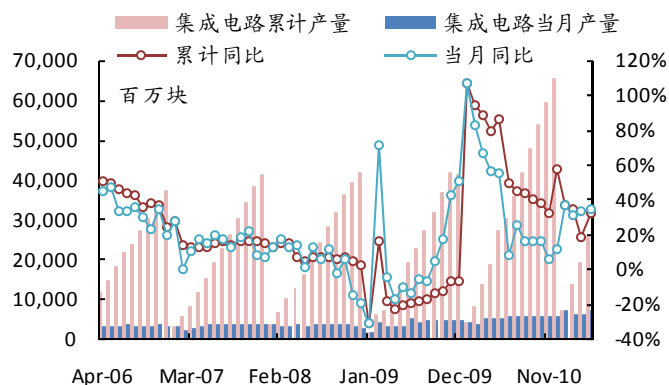
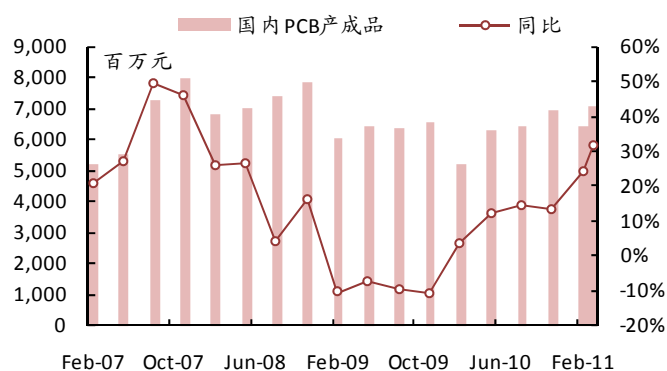


图 5：我国 PCB 行业产成品变动



资料来源：公司招股说明书，wind，国泰君安证券

2.2. 国内化学试剂行业逐渐崛起，进口替代空间大

目前我国化学试剂市场国产化率约为 60%，高端市场被进口产品占领。据有关资料统计，目前全球流通品种约 5 万种，国内市场约 2 万种，我国自产品种不到 7000 种，特别是高纯试剂、PCB 用化学试剂等高端试剂的市场缺口更大。

我国化学试剂行业总体来看，数量多规模小，多以生产特定的几种化学试剂为主。经过 2003、2009 年的两次加强管理，已形成了珠三角、长三角、京津、东北、成渝和西北生产中心，发展出了一批技术力量突出、生产经营规范、质量品牌较好的优秀企业，且已有部分技术实力较强、规模较大的生产

企业进入超净高纯试剂、PCB 用化学试剂等高端化学试剂领域。

表 2：我国化学试剂市场主要竞争者

生产企业	主要业务	优势	2009 国内市场占有率
德国 Merck	默克化工技术（上海）制药&化工业务		7 亿元，9%
美国 Sigma-Aldrich	西格玛奥德里奇（上海）/北京舒伯伟，实现直销；西格玛奥德里奇生化科技（无锡）试剂分装建设项目 2011 年底投产	产品线完整，配套服务质量高，价格高	6.5 亿元，8%
西陇化工	化学试剂（超净高纯化学试剂、PCB 用化学试剂、通用化学试剂）、原料药及食品添加剂、化工原料及其他多个系列		6.36 亿元，8%
国药试剂	化学试剂、玻璃仪器、实验耗品、仪器设备等	产品线较为齐全，服务较好，价格中等	6%
广东光华	化学试剂、食品添加剂、陶瓷助剂、化学原料药、特殊化学品等多种产品体系		5%
苏州晶瑞	微电子用超纯化学材料和其他精细化工产品；年产 5000 吨		2%
江化微电子材料	微电子化学品、超净高纯试剂、通用化学试剂系列以及其它专用化学品 5,000 吨	产品线较窄，规模较小，走细分路线	1.5%
其他	江阴化学试剂厂、苏州晶协、安徽时联等	-	

资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券

2.3. 行业经营模式

从国外化学试剂发展模式来看，行业经历了**初期**：自研自产自销积累品牌优势，然后自产与分装、OEM 等方式结合扩大产品覆盖面和企业规模；**中期**：加强配套代理 打包技术服务，形成自有品牌和配套服务结合的经营模式，充分满足客户要求；**后期**：经营重心从生产制造转向研发、供应链管理、技术服务、品牌推广、销售渠道拓展转移，通过重组兼并联合经营提升行业集中度，形成有突出竞争力的跨国大企业集团。如全球排名第一的美国 Sigma-aldrich 公司，其供应的 17 万种产品中自制比例约 30%，其余通过分装、OEM 等方式生产，而德国 Merck 集团则没有自产工厂，全部产品生产都采用分装和 OEM 方式。

我国目前还处于第一阶段，部分优秀企业具有自主研发自生产能力，并累计有一定的品牌优势，通过自产和分装+配套结合的方式逐渐扩大市场占有率。

3. 公司业务分析

3.1. 产销持续增长，盈利能力稳定

报告期内，公司收入及产销量持续稳定增长，2008-2010 年度，公司营业收入分别为 7.67、8.82、11.6 亿元；产品销量 7.94、10.8、13.3 万吨；综合毛利率和净利率维持稳定，上下波动均不超过 1 个百分点。公司保持持续增长的原因有：1）报告期内，公司扩大了产品线和生产产能；2）不断拓展市场，新增了罗门哈斯、湖南湘利来化工有限公司等一批新客户。

图 6：2008-2010 年公司总销量、收入、净利润及同比

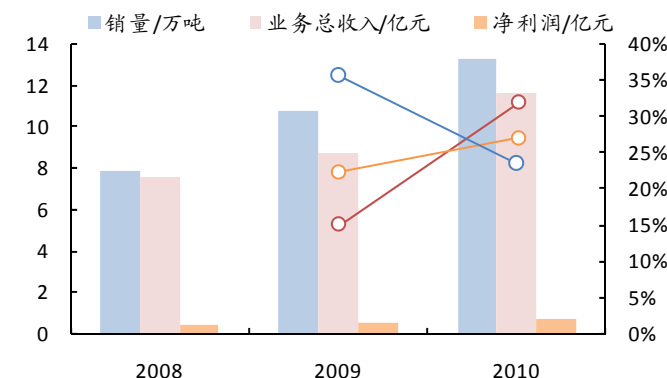
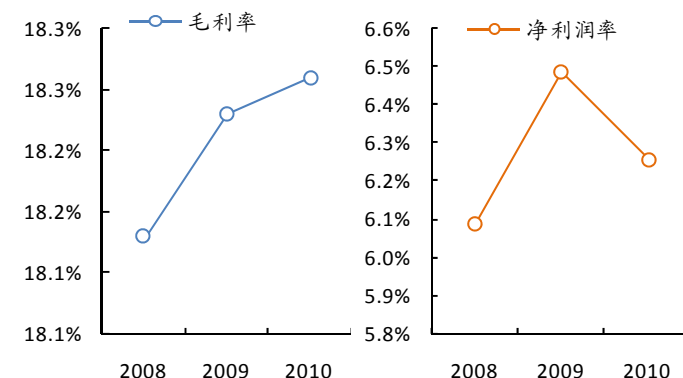


图 7：公司销售毛利率与净利率变化



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

公司的主要产品可分为化学试剂（超净高纯化学试剂、PCB 用化学试剂、通用化学试剂）、原料药及食品添加剂、化工原料及其他三个系列，具体相关产品如下表所示。

表 3：公司主要产品明细

产品系列		产品名称
化学试剂	通用化学试剂	各类优级纯（GR）、分析纯（AR 级）、化学纯（CP）、实验纯（LR）等规格的氨水、氢氧化钠、盐酸、硫酸、硝酸、甲醇、乙醇等
	PCB 用化学试剂	各类优级纯（GR 级）、分析纯（AR 级）等规格的过硫酸钠、硫酸铜、硝酸银、氢氧化钠、盐酸、硫酸、硝酸、环氧氯丙烷、氢氟酸、丙酮、氨水、甲醛等
	超净高纯化学试剂	各类高纯级别的无水乙醇、异丙醇、丙酮、冰醋酸、丁酮、双氧水、乙酸丁酯、乙腈、甲苯、甲醇、二甲苯等
化工原料产品		工业硫酸、工业盐酸、工业硝酸、双酚 A、四苯硼钠、壬基酚聚氧乙烯醚、脂肪醇聚氧乙烯醚等
原料药及食品添加剂		次硝酸铋、乙醇、氢氧化钠、氢氧化钾、磷酸钾、磷酸等

资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券

3.2. 通用试剂现为主打，未来超净高纯和 PCB 用试剂将接棒

化学试剂类业务是公司的核心业务，包括超净高纯化学试剂、PCB 用化学试剂及通用化学试剂，合计收入占营业收入总额的比例分别为 72.28%、72.07%及 73.10%，是业绩增长的主要动力。其中超净高纯化学试剂收入 3 年复合增长率为 26.44%，销量复合增长 35.12%；PCB 用化学试剂收入复合增速为 16.61%，销量 23.24%；通用化学试剂收入 26.08%，销量 42.58%。

从盈利能力角度来看，各产品的毛利率仍季报保持稳定，其中超净高纯化学试剂的产品附加值最高，PCB 用化学试剂次之，是公司募投项目重点发展方向。报告期内，产品原材料主要为大宗化学品，价格受石油等能源影响较大，处于不断波动状态。公司对试剂类产品具有较强的市场议价能力和良好的成本转嫁能力，因此可以维持产品毛利率的稳定。

图 8: 公司主营收入构成

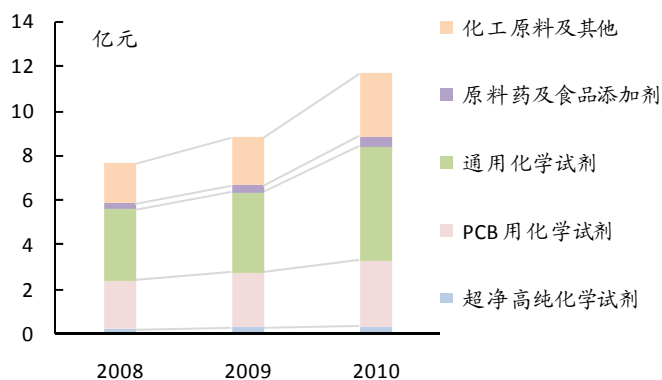
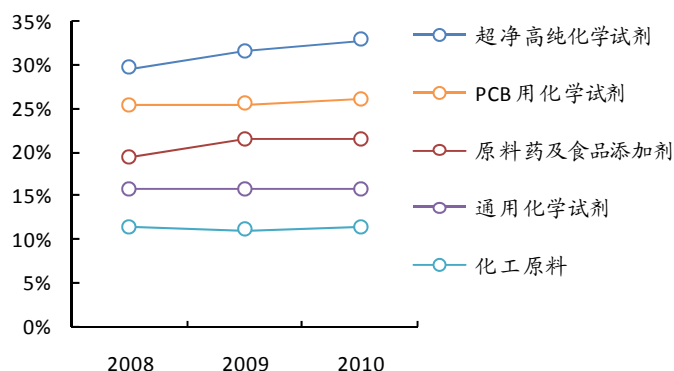


图 9: 公司销售毛利率与净利率变化



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券

3.3. 募投项目将提升自制产品占比, 提升综合盈利能力

目前公司销售的产品主要通过自制、分装及集成供应方式来实现, 其中超净高纯化学试剂全部为自制; PCB 用化学试剂为自制及分装, 自制占比 40%左右; 通用化学试剂为自制、分装及集成供应); 食品添加剂主要为本公司自制; 化工原料及其他全部为通过外部采购。

自制产品的毛利率显著高于分装产品, 外购产品毛利率最低。报告期内, 自制产品综合毛利率从 2008 年的 26.39% 小幅上升到 2010 年的 26.72%, 主要系产品结构变化引起, 增加了如氨水、硝酸、硝酸钴、硫酸、硫脲等高毛利产品占比。

公司通过募投项目将自产的 1 万吨超净高纯试剂及 4 万吨 PCB 用试剂, 将提升自制产品占比, 提高综合毛利率。而采用自产和分装结合的方式, 可减少公司的业绩增长受产能的限制, 有利于公司不断开拓市场, 提升市场份额。

图 10: 公司主营收入构成

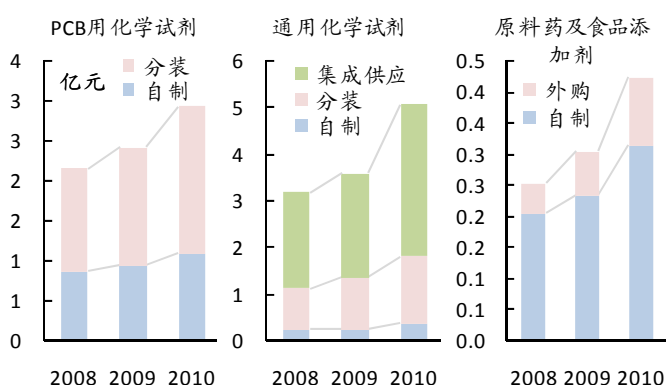
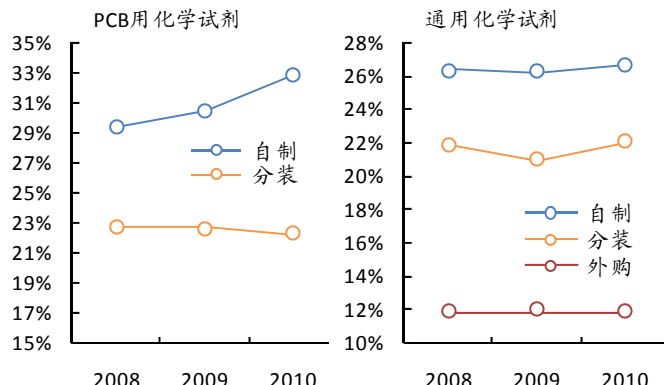


图 11: 公司销售毛利率与净利率变化



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券

3.4. 公司营销网络覆盖全国, 经营稳健

公司经过多年的经营, 目前已在广州、上海、北京、成都、武汉、厦门、南宁等主要中心城市设立了销售子公司, 在国内 20 多个大中城市设立办事处,

形成了可覆盖全国的营销网络。报告期内，公司产品主要销往华南、华东地区，占总收入比均在 90%以上，这与各地区的经济发展状态和下游企业集中分布有关。公司将继续完善营销网络，加强销售渠道建设，推进其他地区市场份额的提升；同时积极开拓境外市场，拉动公司销售收入的快速提升。

报告期内，公司的期间费用率维持在 10%左右，母公司资产负债率在 45%左右，应收账款周转率 2010 年达 9.11，存货周转率为 6.5 左右，经营风格稳健。另外，报告期内，公司不断加大研发投入，2010 年研发费用占比从 2008 年的 2%提升至 2.3%。

图 12: 公司在各地区的销售情况

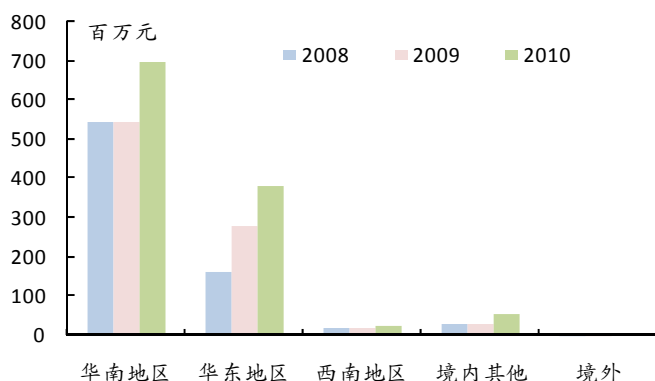
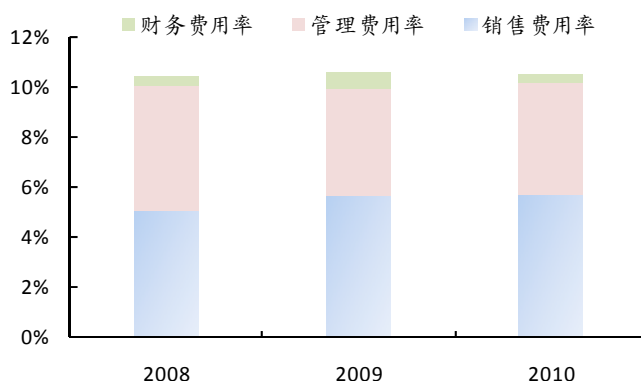


图 13: 公司期间费用率的变动



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券

4. 募投项目提升中高端产品产能

公司本次公开发行不超过 5000 万股社会公众股，募集资金将投向。5 万吨/年 PCB 用化学试剂项目、1 万吨/年超净高纯试剂技术产业化生产项目、高端化学试剂工程技术研究开发中心建设项目、其他与主营业务相关的营运资金项目等 4 个项目。

募投项目将解决公司超净高纯化学试剂、PCB 用化学试剂等中高端产品的产能瓶颈，项目建成后，公司的超净高纯化学试剂生产能力将从 2600 吨提升到 1.26 万吨；PCB 用化学试剂将从 3.4 万吨提升到 8.4 万吨。

表 4: 募集资金投资项目明细

项目名称	募集资金投入额(万元)	建设期
5 万吨/年 PCB 用化学试剂项目	14,676.31	12 个月
1 万吨/年超净高纯试剂技术产业化生产项目	10,683.06	12 个月
高端化学试剂工程技术研究开发中心建设项目	5,200.00	-
其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-
合计	30,559.37	-

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券

5. 盈利预测及估值

主要盈利假设:

- 1) 公司为高新技术企业, 继续享受 15% 的优惠税率。
- 2) 募投项目顺利投产, 产品价格与毛利率总体维持稳定。

我们预测 2011-2013 年公司摊薄后每股收益分别为 0.50、0.78、1.09 元。参考近期中小板上市公司, 给予 2011 年 PE 25-30 倍, 对应公司合理股价为 12.5-15 元, 考虑到发行折价, 建议申购价区间为 11.5-13.5 元。

表 5: 主要产品盈利预测:

主要产品	2009	2010	2011E	2012E	2013E	主要产品	2011E	2012E	2013E
超净高纯化学试剂						化工原料及其他			
销量(吨)	2633	3161	3800	8500	12600	销量(吨)	37000	39000	41000
单价(万元/吨)	1.19	1.23	1.35	1.42	1.50	单价(万元/吨)	0.82	0.80	0.78
销售收入(万)	3136	3900	5130	12070	18900	销售收入(万)	30340	31200	31980
毛利率	31.71%	33.01%	34.00%	34.50%	34.80%	毛利率	11.60%	11.55%	11.50%
PCB 用化学试剂						其他项			
销量(吨)	31991	39154	46000	67000	89000				
单价(万元/吨)	0.76	0.75	0.78	0.80	0.85				
销售收入(万)	24313	29444	35880	53600	75650	销售收入(万)	30	30	30
毛利率	25.77%	26.31%	27.00%	27.50%	28.00%	毛利率	10.00%	10.00%	10.00%
通用化学试剂									
销量(吨)	36061	52221	67000	75000	84000				
单价(万元/吨)	1.00	0.97	1.03	1.05	1.07				
销售收入(万)	36133	50811	69010	78750	89880				
毛利率	15.86%	15.87%	15.90%	16.00%	16.00%				
原料药及食品添加剂									
销量(吨)	2395	2718	3000	3400	3800				
单价(万元/吨)	1.28	1.56	1.60	1.65	1.70				
销售收入(万)	3055	4238	4800	5610	6460				
毛利率	21.55%	21.70%	21.80%	22.00%	22.20%				

数据来源: 国泰君安证券

风险提示:

个别车间搬迁的风险: 目前公司在汕头市有两处房产因地方政府重新规划无法办理房产证, 包括丙类仓及盐酸车间。上述两处房产存在被拆除的风险, 可能对公司的经营产生一定影响。公司分别制定了丙类仓重建及盐酸车间搬迁计划。旧丙类仓已经于 2010 年 12 月拆除, 新丙类仓于 2011 年初动工, 预计 2011 年 12 月底前投入使用。盐酸车间拟搬迁至佛山市三水区大塘工业园厂区。

作者简介:**魏涛:**

执业资格证书编号: S0880511010033

电话: 0755-23976212

邮箱: weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

胡珏(贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110131

电话: 0755-23976112

邮箱: hujue008738@gtjas.com

清华大学理学硕士,国泰君安化工研究员助理。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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 个月内的市场表现作为比较标准，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		