

特变电工 (600089)

产品转型持续推进，中长期投资价值依旧

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读:

输变电领域龙头，传统业务积极开拓海外，有望维持稳定增长。多晶硅产能持续扩张，工艺改进和煤电自供将有效降低成本，未来新能源和煤炭资源利用成为新看点。

投资要点:

- 公司是输变电领域龙头。短期看传统业务占比高，受行业景气下滑影响，业绩增速回落明显；随着海外输变电工程项目增多、多晶硅产能进一步扩张、煤炭采矿权取得，我们看好公司中长期发展。
- 龙头地位使得输变电业务紧密关联行业发展。“十二五”电网计划投入 2 万亿，投资年化增速较低；行业从 09 年起进入产能释放高峰，供需关系进一步恶化阻碍业绩复苏。
- 海外市场将成新战场。预计 11 年可获得 15 亿美元订单，未来出口将支持传统业务稳定增长。对外以工程项目建设为主，一方面受政策扶持提高综合竞争实力，另一方面需要国内银行出口贷款，受配额限制降低了爆发增长可能。
- 多晶硅扩产，两年后新增 1.2 亿吨。新增产能将采用冷氢化，配合自备电厂供电，有效提高原材料循环利用率，实现循环经济发展。行业规模性启动需发电成本降至经济区间，综合实力突出的企业将具备持续扩产和研发投入的可能。同时，取得采矿权后规划 3000 万吨产能，满足 70 万千瓦电厂需求，有效降低用电成本并可实现外售电。
- 盈利预测：预计 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.68 元、0.82 元，目前股价对应 11 年和 12 年 PE 分别为 20 倍和 16 倍，暂给予“谨慎增持”评级，目标价 16.5 元。
- 考虑出口增长超预期、晶硅产能扩张和煤炭资源开采，我们提请注意公司作为行业龙头的中长期投资价值。短期内采矿权取得将利好股价。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	14,754	17,770	20,614	24,530	31,644
(+/-)%	18%	20%	16%	19%	29%
经营利润 (EBIT)	1,841	1,853	2,048	2,458	3,101
(+/-)%	44%	1%	11%	20%	26%
净利润	1,529	1,611	1,787	2,169	2,704
(+/-)%	59%	5%	11%	21%	25%
每股净收益 (元)	0.58	0.61	0.68	0.82	1.03
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	12.5%	10.4%	9.9%	10.0%	9.8%
净资产收益率 (%)	21.9%	13.7%	13.7%	14.8%	16.0%
投入资本回报率 (%)	28.6%	26.0%	23.1%	22.7%	28.4%
EV/EBITDA	10.7	9.8	9.1	7.6	5.5
市盈率	23.2	22.0	19.9	16.4	13.1
股息率 (%)	1%	1%	1%	1%	1%

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: 增持

目标价格: 16.50

上次预测: 19.23

当前价格: 13.40

2011.07.14

交易数据

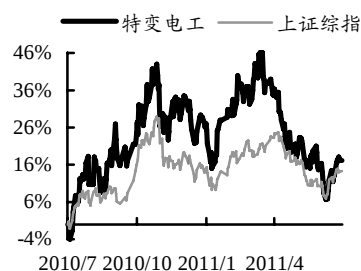
52 周内股价区间 (元)	12.06-22.55
总市值 (百万元)	35,317
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,636/2,636
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	22
日均成交值 (百万元)	364

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	12,116
每股净资产	4.60
市净率	2.9
净负债率	25%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.15	0.14
Q2	0.21	0.20
Q3	0.16	0.18
Q4	0.09	0.16
全年	0.61	0.68

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-13%	18%
相对指数	-1%	-6%	5%

相关报告

《转型期、新看点，中长期投资价值依旧》	2011.03.31
《沈变公司增长可期待》	2007.11.13
《2007 年——新的起点》	2007.06.19
《收购天池能源保障能源供应》	2007.05.29
《一季度业绩实际同比增长 131.5%》	2007.04.24

模型更新时间: 2011.07.12

股票研究

工业

资本货物

特变电工 (600089)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 16.50

上次预测: 19.23

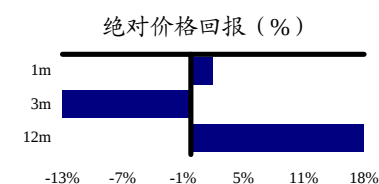
当前价格: 13.40

公司网址

www.tbea.com.cn

公司简介

公司是中国变压器行业首家上市公司,中国重大装备制造业的核心骨干企业,国家级企业技术中心和博士后科研工作站,是中国重大装备制造业首家获得“中国驰名商标”和“中国名牌产品”的企业集团。同时,也是中国重要的变压器、电线电缆、高压电子铝箔新材料、太阳能系统工程实施及太阳能核心控制部件的研发、制造和出口企业。公司始终专注于“输变电、新能源、新材料”三大产业的开拓与协同发展,公司是国内少有的具有自主知识产权的变压器制造企业,特别是超高压和直流变压器



52 周价格范围

12.06-22.55

市值 (百万)

35,317

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

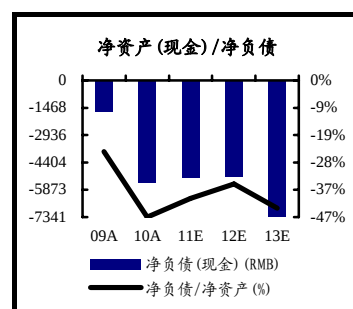
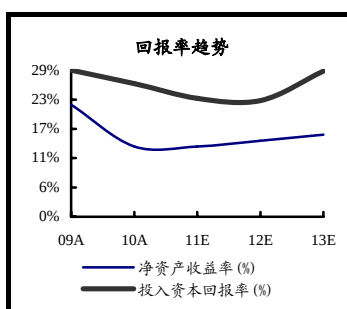
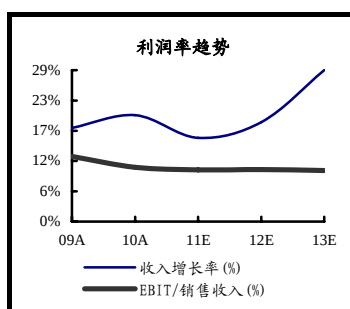
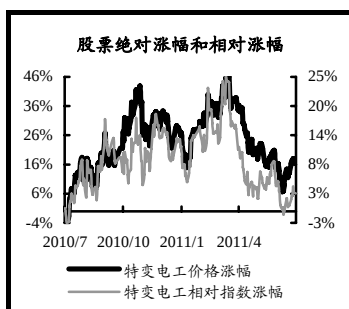
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	14,754	17,770	20,614	24,530	31,644
营业成本	11,335	14,022	16,200	19,133	24,800
税金及附加	68	85	99	118	152
销售费用	877	1,018	1,237	1,545	1,946
管理费用	633	792	1,031	1,276	1,645
EBIT	1,841	1,853	2,048	2,458	3,101
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	69	151	255	383	574
财务费用	133	152	250	350	570
营业利润	1,740	1,762	1,964	2,402	3,015
所得税	247	187	207	251	313
少数股东损益	51	50	56	68	84
净利润	1,529	1,611	1,787	2,169	2,704
货币资金、交易性金融资产	4,365	7,287	6,338	6,278	8,438
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	778	770	770	770	770
固定资产合计	6,090	7,144	7,347	8,900	8,873
无形及其他资产	952	1,175	1,396	1,616	1,836
资产合计	18,868	23,616	24,329	27,614	33,615
流动负债	8,308	8,917	8,336	10,545	13,092
非流动负债	2,594	2,043	1,093	1,095	1,098
股东权益	6,972	11,797	13,057	14,699	16,875
投入资本(IC)	5,567	6,398	7,956	9,727	9,831
NOPLAT	1,592	1,666	1,841	2,210	2,788
折旧与摊销	258	378	384	467	546
流动资金增量	732	-32	-807	636	-1,101
资本支出	-1,638	-2,153	-721	-2,154	-654
自由现金流	944	-141	697	1,159	1,579
经营现金流	2,000	1,943	1,451	2,586	3,334
投资现金流	-1,575	-1,773	-466	-1,771	-80
融资现金流	469	2,773	-1,933	-875	-1,094
现金流净增加额	894	2,942	-948	-60	2,160
收入增长率	17.9%	20.4%	16.0%	19.0%	29.0%
EBIT 增长率	44.1%	0.6%	10.5%	20.1%	26.1%
净利润增长率	58.8%	5.4%	10.9%	21.4%	24.7%
利润率					
毛利率	23.2%	21.1%	21.4%	22.0%	21.6%
EBIT 率	12.5%	10.4%	9.9%	10.0%	9.8%
净利润率	10.4%	9.1%	8.7%	8.8%	8.5%
净资产收益率(ROE)	21.9%	13.7%	13.7%	14.8%	16.0%
总资产收益率(ROA)	8.1%	6.8%	7.3%	7.9%	8.0%
投入资本回报率(ROIC)	28.6%	26.0%	23.1%	22.7%	28.4%
存货周转天数	86	70	70	70	70
应收账款周转天数	45	47	47	47	47
总资产周转天数	421	436	424	24	35
净利润现金含量	1.31	1.21	0.81	1.19	1.23
资本支出/收入	11%	12%	3%	9%	2%
资产负债率	57.8%	46.4%	38.8%	42.2%	42.2%
净负债率	-24.3%	-46.6%	-40.2%	-35.3%	-43.5%
PE	23.2	22.0	19.9	16.4	13.1
PB	3.5	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.7	9.8	9.1	7.6	5.5
P/S	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
股息率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%



投资价值简析：输变电业务是公司当前主要收入来源，行业投资放缓和竞争加剧使得业绩增长减速，我们认为依赖出口有望维持收入相对稳定，国内竞争激烈将利于市场份额向龙头集中。

新能源和新材料有望贡献业绩增量，其中新材料主要为新疆众和（600888）电子材料；新能源通过 1.2 万吨多晶硅扩产和全产业链打造，志在参与后续光伏电站的规模建设。

我们认为，公司作为输变电领域龙头，传统业务受行业整体发展影响大，未来通过横向拓展出口市场，有望维持稳定增速；新能源业务和煤炭资源利用成关注重点，多晶硅价格波动和煤炭采矿权尚未取得影响新业务价值评估。

1. 传统业务——稳定国内份额，积极海外开拓

1.1. 传统业务简介

传统业务包括变压器和电线电缆：分别占 2010 年收入的 58%和 20%，占 2010 年毛利润的 75.6%和 10.6%。

图 1：公司 2010 年收入结构

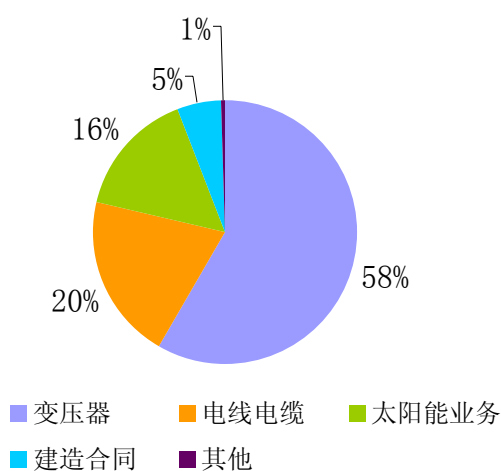
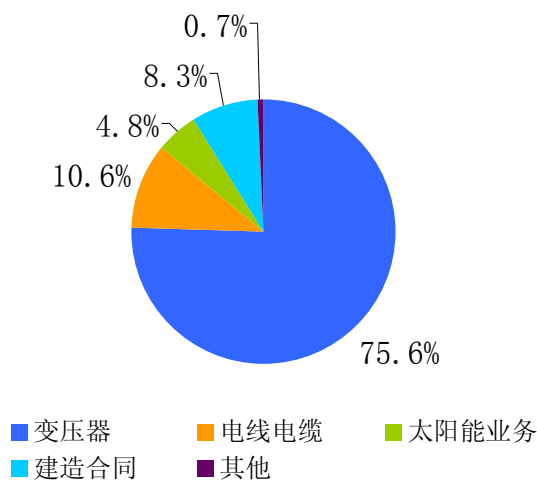


图 2：公司 2010 年毛利润结构



数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

公司是变压器领域龙头，产销量居国内第一、世界第三。2010 年产品毛利率为 27.65%，领先行业 22%~23%的平均水平，体现规模化优势和突出的成本控制能力。

线缆业务主要依托山东鲁能泰山，2010 年受上游原材料价格上涨和招标价下滑影响，毛利率从 2009 年的 17.78%降至 11.03%。

比较变压器和线缆业务，2011 年招标价逐步复苏，原材料价格同比也有所增长。变压器收入确认周期不均，根据电压等级进行区别，由此价格和成本变动影响会自然熨平，毛利率波动区间较窄；电线电缆对价格、

成本因素更为敏感，盈利能力能较快反映变动。

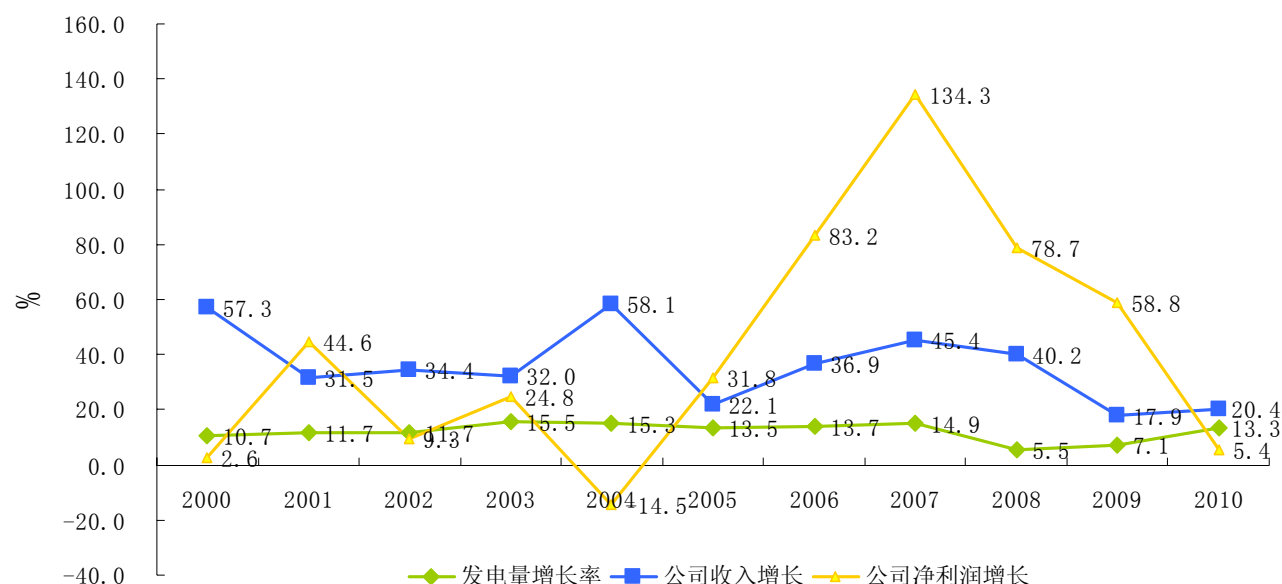
综合考虑售价复苏和成本压力的影响，我们预计全年变压器毛利率维持相对稳定；电线电缆的成本因素更为突出，毛利率略有下滑。

1.2. 龙头地位使得受行业发展趋势影响显著

考虑公司的龙头地位，传统业务未来发展将更大程度受到行业投资总量和节奏的影响：

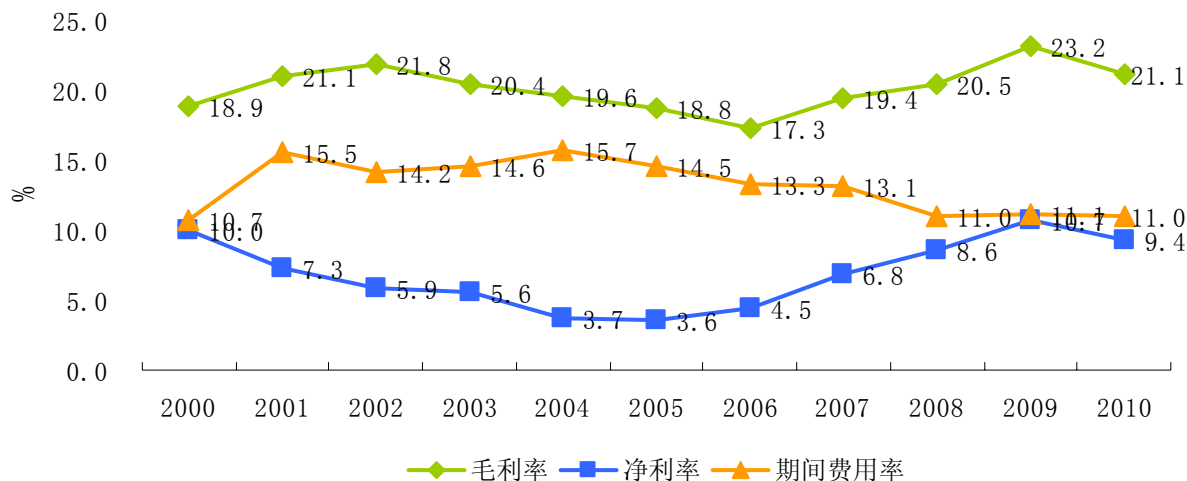
- 2002 年至 2006 年受电网投资加速影响，收入规模持续扩大，而竞争加剧使得毛利率从 21.8% 一路下滑至 17.3%；
- 2007 年开始行业景气持续，公司突出的成本控制能力得到体现，同时产品结构发生调整，高毛利的超、特高压产品占比逐年提高（2009 年占比约 50%）。
- 公司费用率低点在 2008 年，其中销售费用率从 2002 年的 7.1% 下滑至 2010 年的 5.7%，侧面体现行业地位稳定和下游扩张放缓；同时财务费用在 2010 年降至 0.9%，未来继续减少的空间有限。
- 综上，结合我们对下游投资的判断，公司传统业务将受行业发展放缓影响，这主要指的是国内输配电建设。

图 3: 2000 年至 2010 年我国发电量增速和公司收入及净利润增速比较



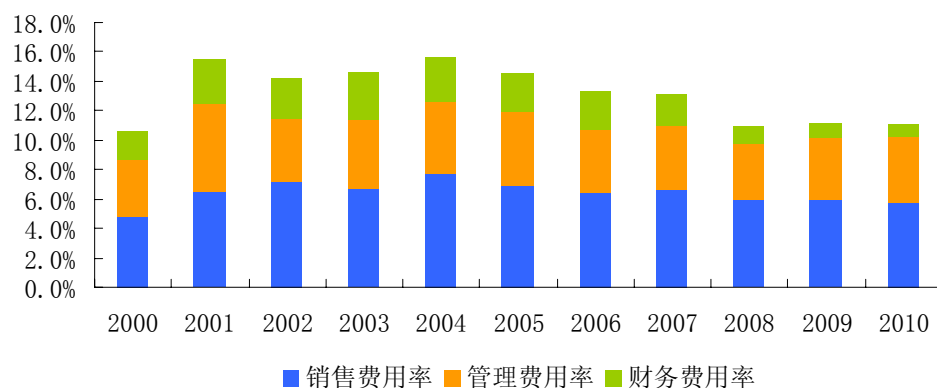
数据来源：国泰君安证券研究、Wind 资讯

图 4: 2000 年至 2010 年毛利率、净利率和期间费用率变动



数据来源: 国泰君安证券研究、Wind 资讯

图 5: 2000 年至 2010 年期间费用率变动



数据来源: 国泰君安证券研究、Wind 资讯

1.3. 影响行业竞争的又一个因素——产能扩张

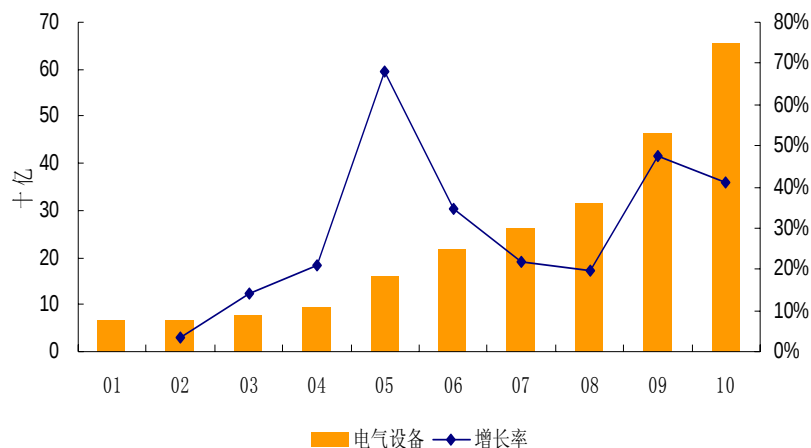
相比“十一五”约 1.5 万亿的电网投资,“十二五”和“十三五”预计投入 2.5 万亿和 2 万亿,未来五年从投资的角度看是有增长的。

考虑到年均增速有限和产能扩张导致的供需关系失衡,我们认为行业竞争将进一步加剧,一方面使得盈利能力无法恢复到 08 年水平,一方面作为龙头有望实现份额的进一步集中,但空间相对有限。

通过对比从 2001 年至 2010 年板块内公司固定资产变动可以看出,增长高峰分别出现在 2005 年和 2009 年,同时 2010 年仍维持 40%以上增速。

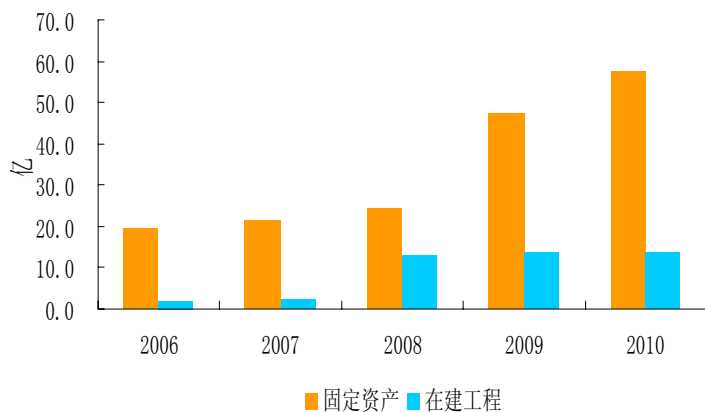
包括公司在内的企业通过资本市场融资以扩张产能,我们比较特变电工与中国西电,从 2008 年至 2010 年在建工程金额维持高位稳定,反映正进入转固高峰,未来两年产能将得到进一步释放。

图 6: 2001 至 2010 年电气设备公司固定资产变动



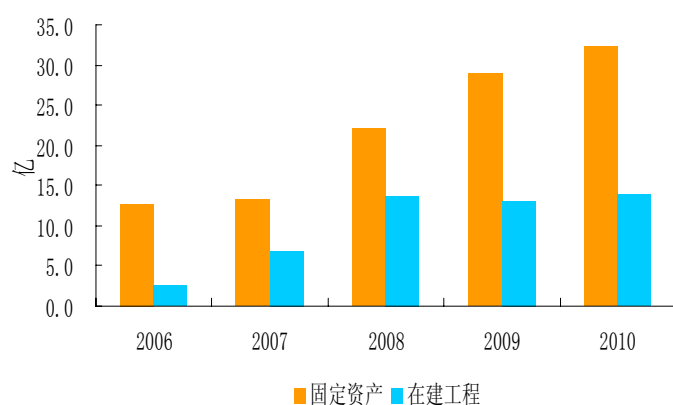
数据来源: 国泰君安证券研究、Wind 资讯

图 7: 06 至 10 年特变电工固定资产和在建工程变化



数据来源: 国泰君安证券研究、wind 资讯

图 8: 06 至 10 年中国西电固定资产和在建工程变化

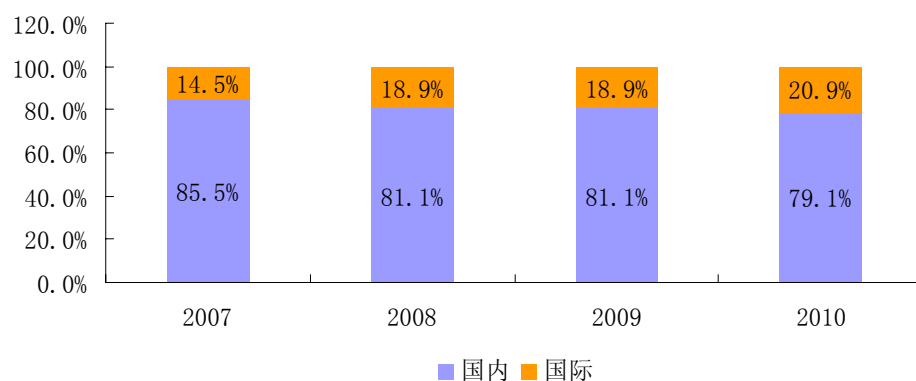


数据来源: 国泰君安证券研究、wind 资讯

1.4. 海外市场成为新战场

出口占比从 2007 年的 14.5% 提高至 2010 年的 20.9%，我们预计 2011 年有望获得 15 亿美元的海外订单，保持 40% 以上增长。

图 9: 2007 年至 2010 年内销和出口占比



数据来源: 国泰君安证券研究、Wind 资讯

公司 2010 年增发项目包括超高压项目完善及出口基地建设, 500kV 及以上高端输变电产品持续进入美国、加拿大、印度、俄罗斯等市场, 实现了印度首条 765kV 特高压输电工程高端产品出口, 成功签约赞比亚 3.3 亿美元的电网建设成套工程项目。

相比国内输电网络建设, 国外尤其是第三世界国家发展滞后, 随着经济总量增长和固定资产投资加速, 电网作为工业发展的基础将得到越来越多重视, 出口也将成为国内输变电企业竞争的新战场。

与国内竞争不同, 海外市场具有其特殊性:

- 出口项目多为总包, 除了具备核心设备生产能力外, 总体设计、施工能力也是必备, 同时对现金流形成占用, 考验企业运营和融资能力;
- 海外销售经常搭配国内银行提供给国外运营单位的贷款融资, 存在总量和结构上的限制。这一方面有利于国内企业获得订单并降低坏账风险, 一方面限制出口的爆发性增长;
- 电网建设关系到当地工业生产稳定和居民正常生活, 政府重视程度高, 在选择设备商和建设施工单位时更依赖成熟稳定的运行经验及品牌信誉, 对龙头企业优势明显;
- 我国电网——尤其是超、特高压网发展水平高, 培育了一批具有国际领先技术的设备生产商, 其产品质量——尤其是核心设备(变压器、开关等)能同外资龙头形成竞争, 同时具备的价格优势使在第三世界国家招标中占得先机。

综上, 我们认为国内输变电设备企业具有技术、价格、稳定运行经验和国内政策扶持的优势, 在海外尤其是第三世界国家的电网建设中将获得多数份额。公司作为内资龙头, 出口业务有望领先行业发展。

2. 多晶硅扩产在即, 区域优势以享资源盛宴

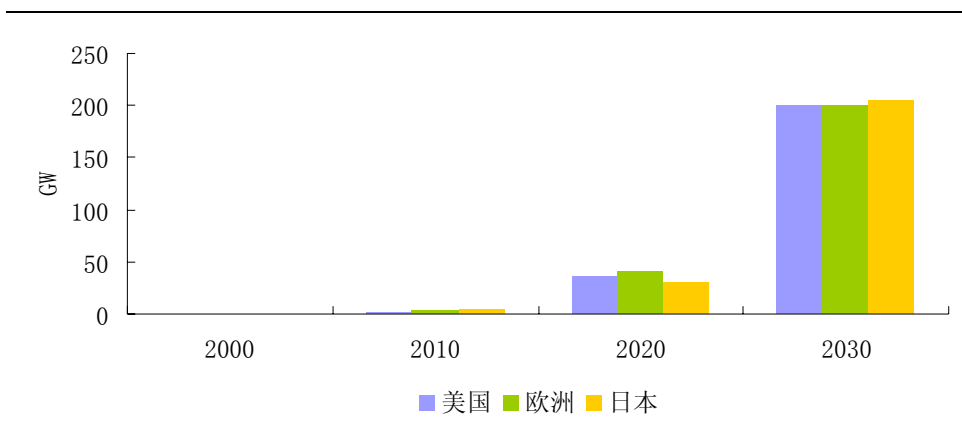
目前多晶硅产能 1500 吨, 年内有望提升至 3000 吨。同时硅业公司实施光伏产业循环经济建设项目后续扩产至 1.2 万吨(2*6000 吨), 完成对硅业公司增资扩股后实际持有 83.64%的股权。

1.2 万吨项目将采取冷氢化技术, 提高原材料循环利用率; 配备了 2*350MW 热电站, 真正实现了循环经济发展模式, 也将有效降低产品综合成本。整个项目建设期为 2 年, 2013 年有望投入生产。

根据公司扩产项目可研报告, 截止 2010 年世界光伏发电装机 14GW, 到了 2020 年和 2030 年将分别达到 200GW 和 1850GW, 届时多晶硅需求也将达到 120 万吨和 1110 万吨。

从我国目前的产量看, 2010 年为 8GW, 占世界总产量的 50%, 而同年进口数量为 4.8 万吨。

图 10: 美国、日本、欧洲太阳能装机规划



数据来源: 国泰君安证券研究、公司公告

受下游光伏电站建设进度影响, 短期内供给是过剩的。多晶硅价格从 2010 年初的 40 美元/公斤上涨到超过 100 美元/公斤, 目前已回落至 50 美元的水平。

我们认为, 短期内下游需求受政策补贴影响大, 敏感的供需关系也反映需求侧基数较低和电厂运营依赖扶持的特点。未来行业规模性启动, 还需发电成本降至经济效益区间, 脱离补贴后才有望呈现爆发式增长。

基于以上判断, 我们的观点包括:

- **技术革新和工艺优化将持续降低多晶硅生产成本。**考虑到只有光伏组件成本下降才能控制发电成本, 未来多晶硅价格可能出现短期扰动, 但中长期趋势或难以维持向上, 光伏设备生产企业只有通过自身的技术工艺改进, 控制生产成本、提高盈利能力。
- **正因要度过一个“严冬”, 只有实力雄厚企业方可笑到最后。**在目前发电成本较高, 建设依赖补贴的背景下, 电站建设无法匹配上游产能释放, 行业竞争加剧是必然趋势。对于技术和生产工艺的改进需要前期巨大投入, 规模效应的取得更需要企业实力雄厚。
- **公司进入光伏发电市场早, 但多晶硅产能建设滞后, 扩产 1.2 万吨项目可以看作坚定发展决心的体现。**我们对于行业中长期蓬勃抱持信心, 对于公司参与竞争的比较优势维持乐观。

通过规模化生产和热电厂自备, 成本有望控制在 20-30 美元/公斤, 按照 50 美元/公斤计算, 项目达产有望实现 12 亿元利润。

地处新疆, 煤炭资源丰富。目前拥有准东煤田 10 个区域的勘查权, 累计储量超过 130 亿吨, 其中南露天煤矿储量为 46 亿吨。按照规划 2012 年将实现 1000 万吨开采, 后续扩产至 3000 万吨; 同时从准东煤田到乌鲁木齐的铁路建设已告一段落。

前期计划的开采量将供给 2*350MW 热电厂发电, 按照 5500 小时计算年发电量在 38.5 亿千瓦时, 除了提供多晶硅生产外, 还将服务新疆众和并

形成售电的收入。

依照目前 3000 万吨的计划，煤炭资源利用与自备电厂紧密相连。新疆地区铁路运力存在瓶颈，通过煤电转换有效降低多晶硅生产成本。根据我们测算，采用自备电后用电成本将从 0.4 元/度降至约 0.25 元/度。

3. 投资价值分析和盈利预测

短期看传统输变电业务占比高，受行业景气下滑（投资放缓和竞争加剧）的影响，公司业绩增速回落明显；后续，随着海外输变电工程项目增多、多晶硅产能进一步扩张、煤炭采矿权取得后自备电厂供电以降低成本，我们看好公司中长期发展。

- **传统输变电业务主要看出口。**有望维持订单 40% 增长，出口工程后续费用少，净利润率高，出口收入占比提升有助公司综合毛利率回升。
- **多晶硅扩产表明发展决心，未来关注产品价格和光伏发电规模建设启动。**除了地处新疆通过采煤发电的方式有效降低成本，我们认为公司的优势还体现在强大的综合实力，后续通过研发投入、技改支出和产能扩张，通过自身成本的进一步下降提升盈利能力。同时，在整体发电水平到达经济区间后行业有望迎来爆发式增长，强大的综合实力帮助企业度过“严冬”。
- **煤炭采矿权取得将形成利好，关注自备电厂建设，也关注未来疆煤外送带来的巨大空间。**现有规划，3000 万吨/年的产量供给自备电厂，降低用电成本超 35%；疆煤销售价格约 100 元/吨，成本约 50 元/吨，后续铁路运力提升后若能形成对外销售，将直接带来可观收益。

根据我们的预测，2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.68 元、0.82 元，目前股价为 13.40 元（7 月 12 日收盘价），对应 11 年和 12 年 PE 分别为 20 倍和 16 倍，暂时给予“谨慎增持”评级，目标价 16.5 元。

考虑出口增长、晶硅产能达产和煤炭采矿权取得，我们提请注意公司作为行业龙头的中长期投资价值。

受电网投资放缓和销售价格大幅下滑的影响，公司 2010 年业绩低于我们之前的预期，这也导致本次预测相较之前下调了业绩和评级，在此作出说明。

作者简介:**刘骁（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110167

电话：010-59312823

邮箱：liuxiao009336@gtjas.com

电力设备行业研究员，清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士，2010年10月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

康凯:

执业资格证书编号：S0880511010009

电话：0755-23976023

邮箱：kangkai@gtjas.com

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		