

龙力生物 (002604)

受益循环经济产业链的功能糖企业

-龙力生物 IPO 询价定价分析报告

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
编号 S0880511010013

本报告导读:

龙力生物将受益于生物质循环经济带来的成本优势,燃料乙醇定点生产一旦获批将增厚公司业绩。预计 11-13 年 EPS:0.62/0.75/1.02 元,建议询价区间:18-21.6 元。

投资要点:

- **循环经济受益者。**龙力生物是山东禹城一家以玉米芯,玉米为原料,采用现代生物工程技术生产功能糖,淀粉以及淀粉糖等产品,并且循环利用功能糖生产中产生的玉米芯废渣生产第 2 代燃料乙醇等新能源产品的生物质综合利用企业。
- **生产规模居同行业领先地位。**公司目前已经形成每年 4000 吨低聚木糖,10000 吨木糖醇,85200 吨淀粉及其副产品,40000 吨淀粉糖,60000 吨纤维素乙醇的生产销售规模。
- **健康意识增强带动功能糖产业的发展。**公司近几年来发展面临良好机遇。龙力生物 2010 年营收达到 10.64 亿元,近三年收入的复合增长率为 28.35%;2010 年净利润达 9100 万元,净利润三年复合增长率为 17.05%。
- **功能糖的销售是公司收入和利润的主要来源,纤维素乙醇业务发展较快。**公司低聚木糖占比营收 22.51%,木糖醇 11.84%,淀粉及淀粉糖占比 27.3%。2010 年公司纤维素乙醇产量迅速扩大,产能利用率达 58.57%,实现销售收入 1.61 亿元,占比收入 15.17%。
- **地处玉米产区,成本优势明显。**原材料成本占比在公司成本结构中占比 50%以上,公司身处山东玉米主产区,原材料供应充足,价格较为稳定。
- **募投项目聚焦主业,完善产业链。**募投项目建成后,将进一步完善公司循环经济产业链,提高公司研发创新能力和资源综合利用率。
- **盈利预测及询价建议。**我们预计公司 2011-13 年营业收入分别为 12.56/15.39/19.70 亿元,实现归属母公司净利润 1.15/1.39/1.90 亿元,每股收益 2011-13 年分别为 0.62/0.75/1.02 元。我们建议的询价区间为:18-21.6 元,对于 2011 年 P/E 为 29-35X。上市首日定价区间为:21.6-25.92 元。

建议询价区间

18.00-21.60

上市首日定价区间

21.60-25.92

2011.07.15

发行上市资料

发行前总股本(万股)	13,980
本次拟发行量(万股)	4,660
发行日期	2011.07.19
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)	4.54
净资产收益率(%)	14.3%
资产负债率(%)	45.8%

主要股东和持股比例

程少博	22.52%
山东省高新投(ss)	15.52%
周锦清	4.19%
德华创投	3.62%
成就控股	3.27%
海润集团	1.81%
先锋电器	0.91%
贝莱投资	0.80%
鲁信广告(ss)	0.13%
王光明等43位自然人	22.18%
全国社会保障基金(ss)	0.03%
社会公众股	25.00%
合计	100.00%

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	810	1,064	1,256	1,539	1,970
(+/-)%	13%	31%	18%	23%	28%
经营利润(EBIT)	116	131	133	156	217
(+/-)%	-12%	12%	2%	17%	39%
净利润	80	91	115	139	190
(+/-)%	20%	14%	27%	20%	36%
每股净收益(元)	0.43	0.49	0.62	0.75	1.02
每股股利(元)	0.20	0.20	0.20	0.30	0.40

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

龙力生物是山东禹城一家以玉米芯，玉米为原料，采用现代生物工程技术生产功能糖，淀粉以及淀粉糖等产品，并且循环利用功能糖生产中产生的玉米芯废渣生产第2代燃料乙醇等新能源产品的生物质综合利用企业。

公司倡导绿色循环经济，专注打造玉米全产业链，努力在取材，加工到最终产品及服务的全过程中实现原材料绿色，健康，循环利用和可持续发展，为提供绿色健康食品和清洁能源努力。

表 1：龙力生物主要产品功能及用途

产品类别	功能	用途
低聚木糖	减少有毒发酵产物及有害细菌酶产生	
	增殖体内有益菌,抑制病原菌,改善便秘和腹泻	1:作为原料(甜味剂和营养强化剂)用于保健食品,功能性食品饮料,乳制品,医药行业;
	促进钙,铁吸收,提高保留率	
	降低血清胆固醇,降低血压	
	增强机体免疫力	
	不会引起牙齿龋变,抑制口腔病菌的滋生	2:作为营养强化剂应用于动物食品行业
木糖醇	促使机体生成多种营养物质,包括 B 族维生素,烟酸和叶酸	
	提供甜味	
	低热值甜味剂	1:防龋齿类糖果,口香糖
	防龋齿	2:无糖及功能性食品,乳制品,饮料,酒类
	易溶解,口感清凉	
	改善肝功能	3:医药,日化用品

数据来源:招股说明书,国泰君安证券研究

公司目前已经形成每年 4000 吨低聚木糖，10000 吨木糖醇，85200 吨淀粉及其副产品，40000 吨淀粉糖，60000 吨纤维素乙醇的生产销售规模。

表 2：功能糖行业分类及相关上市公司业务情况

功能糖	保龄宝	量子高科	龙力生物
功能性低聚糖类			
低聚异麦芽糖			
低聚木糖			
低聚果糖			
低聚半乳糖			
糖醇类			
山梨醇			
木糖醇			
麦芽糖醇			
赤藓糖醇			
膳食纤维类			
其他(如木糖，阿拉伯糖)			

数据来源:招股说明书,国泰君安证券研究

公司董事长程少博持有公司发行前 30.03%股份,为公司的控股股东和实际控制人。公司下属有两家全资控股子公司山东龙力乙醇科技有限公司(龙力乙醇)和青岛世纪龙力国际贸易有限公司(青岛龙力),并参股山东创新投资担保有限公司(4.46%)。本次 IPO 拟公开发行 4660 万股,发行后公司总股本达 1.86 亿股。

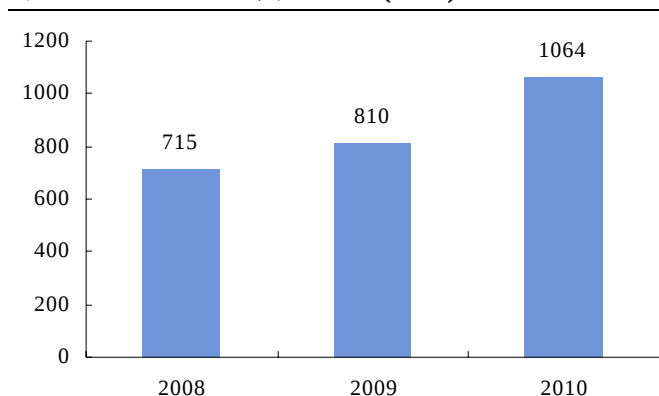
表 3: 本次发行前后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股 (万股)	比例 (%)	持股 (万股)	比例 (%)
程少博	4,198.52	30.03%	4,198.52	22.52%
山东省高新投(ss)	2,893.68	20.70%	2,893.68	15.52%
周锦清	781.8	5.59%	781.8	4.19%
德华创投	674.76	4.84%	674.76	3.62%
成就控股	610	4.36%	610	3.27%
海澜集团	337.44	2.41%	337.44	1.81%
先锋电器	170	1.22%	170	0.91%
贝莱投资	150	1.07%	150	0.80%
鲁信广告(ss)	29.52	0.21%	24.8134	0.13%
王光明等43位自然人	4,134.28	29.57%	4,134.28	22.18%
全国社会保障基金(ss)	-	-	4,7066	0.03%
社会公众股	-	-	4,660.00	25.00%
合计	13,980.00	100.00%	18,640.00	100.00%

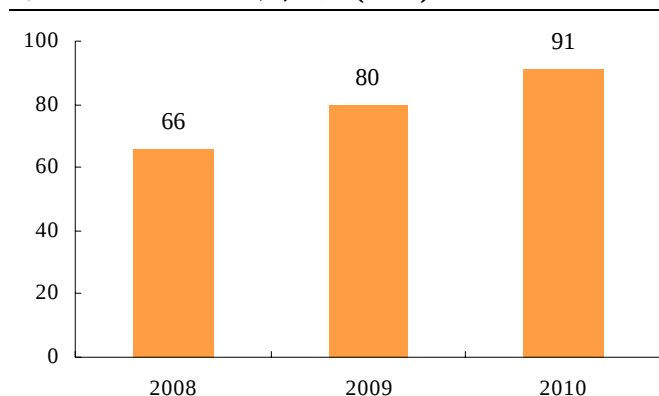
数据来源:招股说明书,国泰君安证券研究

2. 主业分析

功能糖行业的快速扩张,使得公司近几年来发展面临良好机遇。龙力生物 2010 年营收达到 10.64 亿元,近三年收入的复合增长率为 28.35%;2010 年净利润达 9100 万元,净利润三年复合增长率为 17.05%。

图 1: 2008-2010 公司营业收入(百万)


数据来源:招股说明书,国泰君安证券研究

图 2: 2008-2010 公司净利润(百万)


数据来源:招股说明书,国泰君安证券研究

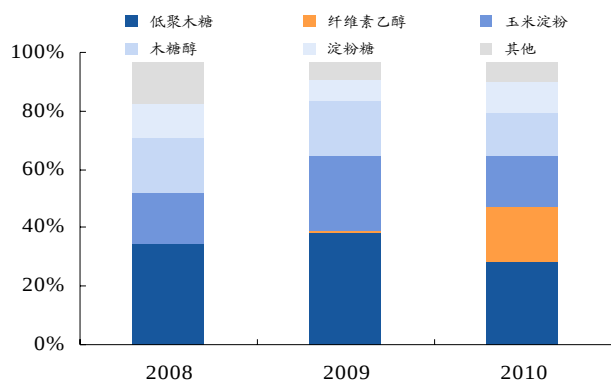
功能糖的销售是公司收入和利润的主要来源,纤维素乙醇业务发展较

快。公司 2010 实现低聚木糖销售收入 2.39 亿元，占比营收 22.51%，销售木糖醇 1.26 亿元，占比 11.84%，淀粉及淀粉糖共计收入 3.0 亿元，占比 27.3%。

纤维素乙醇是公司近年来重点发展的业务，2009 年 10 月生产线首次达产，当年实现小规模生产及销售。2010 年公司纤维素乙醇产量迅速扩大，产能利用率达 58.57%，实现销售收入 1.61 亿元，占比收入 15.17%。

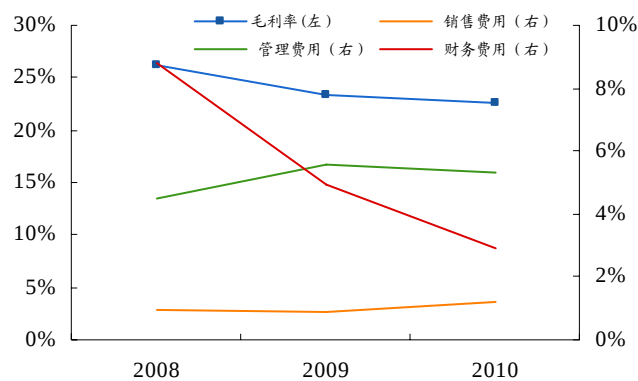
报告期内公司综合毛利率较为稳定，保持在 24%左右。且其主要销售产品低聚木糖，木糖醇以及纤维素乙醇项目毛利率均保持稳定。

图 3：2008-2010 主营业务收入分产品构成



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 4：2008-2010 公司毛利率和期间费用率一览

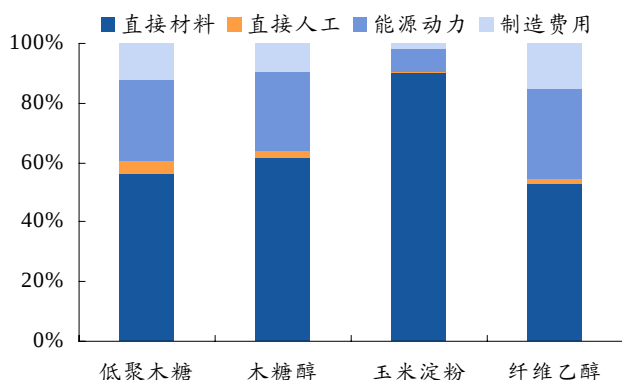


数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

原材料成本占比在公司成本结构中占比 50%以上，玉米和玉米芯是公司的基础原材料。其中玉米芯粉占低聚木糖生产成本的 26.53%，玉米芯占比木糖醇生产成本的 30%，玉米占淀粉及其副产品生产成本的 87.42%。

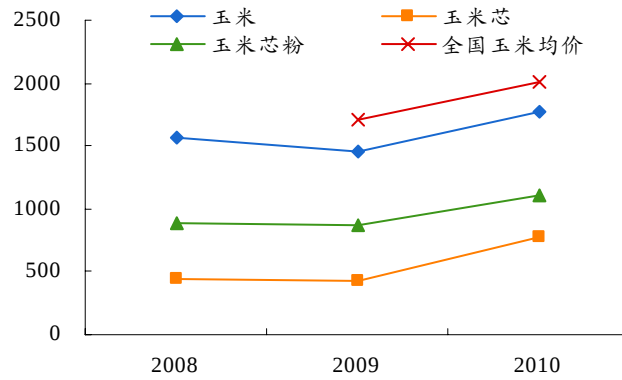
目前国内玉米芯的年产量为 3300 万吨，主要集中在东北三省，河南，河北，山东等玉米主产区，且仅有少量的玉米芯被工业化利用。公司身处玉米主产区，原材料供应充足，价格较为稳定。

图 5：公司主要产品成本结构分析(2010 数据)



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 6：2008-2010 公司主要原材料成本收购价格一览



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

3. 行业概况

中国人口老龄化以及富贵病的增加和近年来蔗糖价格的急速飙升促进功能糖市场未来的向好。功能糖行业由于具有对人体有益的成分而越来越受到社会的重视,逐步成为各类健康食品中普遍添加的食品配料,并在乳制品,保健品,饮料,无糖食品,动物食品,医药,化工等行业中得到了广泛的应用。

在我国功能糖行业中,低聚糖,膳食纤维,糖醇类产品在我国发展较为成熟,规模也较大。其中产量较大,已实现产业化发展的低聚糖类产品主要是低聚异麦芽糖,低聚木糖,低聚半乳糖,低聚果糖等;糖醇类产品主要包括木糖醇,山梨醇,赤藓糖醇,麦芽糖醇等。

3.1. 低聚木糖

作为国际新型低聚糖类产品,兼具用量少,性价比高,稳定性好,耐热,耐酸,难发酵,降低水活性等特点,低聚木糖已经确定了在保健食品,动物食品领域应用的领先优势,并且逐步走向乳品,功能性食品饮料等市场渗透。根据测算,预计到 2013 年这些行业对低聚木糖的需求量将达到 19700 吨左右。

表 4: 2013 年我国低聚木糖需求量测算

应用行业	金额/产量		添加率		添加量	年需求量
	2009	2013	2009	2013		
保健产品	911 亿元	2600 亿元	12%	18%	1%	6700 吨
饲料	1.4 亿吨	1.7 亿吨	10%	20%	0.025	6800 吨
乳制品	1935 万吨	4800 万吨	2%	4%	0.3%	5760 吨
合计						19260 吨

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

国内规模较大,市场占有率较高的低聚木糖企业主要有龙力生物,江苏康维,山东丰源中科生态科技有限公司和新疆恒丰糖业有限公司。

表 5: 国内低聚木糖行业主要生产企业

公司	基本情况	竞争优势
江苏康维	位于江苏东台,与南京林业大学开展技术合作,以甘蔗渣为原料,专业生产饲料低聚木糖“康维素”	在饲料用低聚木糖方面具有较强的竞争优势,2003 年即取得饲料添加剂新产品证书;进入市场较早
丰源中科	是山东丰源煤电股份有限公司子公司,位于山东枣庄,以小麦秸秆生产“颐生源”牌低聚木糖	能源,动力成本较低;循环经济,以小麦秸秆为原料,实现低聚木糖与瓦楞纸,肥料联产,具有成本优势
恒丰糖业	位于新疆阿克苏地区,主要生产甜菜糖,低聚果糖和低聚木糖,收购了原新疆地区低聚木糖厂家新疆综合糖业,生产“升奇”牌低聚木糖	糖业综合生产企业,产品种类齐全,与江南大学合作,是行业标准的起草单位之一

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3.2. 木糖醇

自 1999 年国际食品法典委员会 (CAC) 批准木糖醇为可按生产需要, 无需限量使用的食品添加剂, 国际卫生和粮农组织 (JEFCA) 将糖醇批准被 ADI 值无需规定的食品添加剂后, 得到了广泛的推广。木糖醇在国外的应用主要用于口香糖的生产, 以欧美国家最多, 占据全球消耗的 70% 以上。预计 2010 年木糖醇的全球销售金额将从 2007 年的 6.4 亿美元升值 10 亿美元, 市场前景较为乐观。

我国自从 20 世纪 60 年代开始工业化生产木糖醇, 是世界上最早工业化生产木糖醇的国家之一, 经过 20 多年的行业优化整合, 特别是 2008 年金融危机后, 市场集中度有所提高, 目前全国发展较好的木糖醇企业仅剩下 5 家左右, 分别是丹尼克斯, 福田药业, 浙江华康, 禹城绿建。

表 6: 我国木糖醇产业发展简史

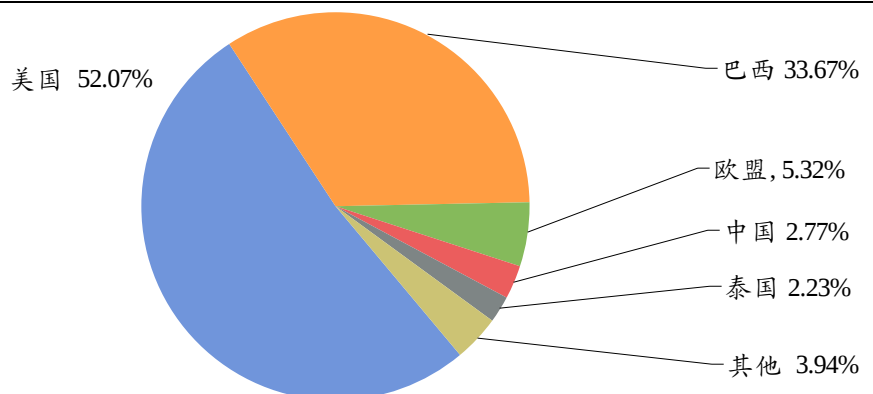
年份	事件
1960s	河北保定市化工二厂首条年产 300 吨木糖醇生产线建成
1980s	随着提取工艺的成熟, 浙/鲁/豫等地建成多家以玉米芯为原料的木糖及木糖醇
2000	国际需求大增, 我国产品依靠成本优势大举进入国际市场, 木糖醇产量翻几番
2005	木糖醇年产量达到 2.5 万吨
2007	各地新上企业几十家, 产能过剩导致木糖醇价格开始下滑
2008	国际金融危机, 需求下降, 部分木糖醇生产企业陆续停产
2009	出口木糖醇 1.69 万吨, 金额 4317 万美元, 出口均价 2588 美元/吨
2010	1-10 月出口量 1.34 万吨, 金额 3381 万美元, 出口均价 2523 美元/吨, 随着发达经济体回暖, 国际需求逐步恢复。

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3.3. 燃料乙醇

在各国保障国家能源安全, 降低对石油进口依赖程度; 降低温室气体及其他有害气体的排放, 遵守国际环保公约, 保护环境; 提高农民收入; 等种种因素下, 燃料乙醇行业得到了快速健康的发展。目前, 美国和巴西的燃料乙醇行业发展水平位居世界前列, 两国 2009 年燃料乙醇的产量合计 5000 万吨, 占世界总产品的 85.74%。

图 7: 2009 年世界各国燃料乙醇产量情况



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

我国从 2001 年开始先后在河南，黑龙江，吉林，安徽等 9 个省市使用车用乙醇汽油。“十五”期间，国家批准了四家乙醇燃料试点企业，以消化陈化粮为主生产燃料乙醇。目前中国推广乙醇含量 10% 的乙醇汽油的省份从原来的 4 个扩大到 9 个，我国燃料乙醇的销售量也迅速增长，2009 年我国产销量达到 161.73 万吨，是世界第三大燃料乙醇生产国。

4. 竞争优势

4.1. 生物质综合利用循环经济带来的综合优势

公司专注于打造玉米全株产业链，打造生物质综合利用的循环经济链条，通过物料循环利用，减少了生产过程中对物料和能源的使用量，降低了废弃物的排放量。同时，生物质综合利用的循环经济模式，又给公司带来了诸如：降低运输成本；降低生产成本；降低研发成本；实现产品多元化等优势。

4.2. 研发及技术优势

公司重视科研力量的投入以及新产品的开发，先后与中国农业大学，山东大学，清华大学，福州大学以及其他学院建立长期合作关系，取得了一系列成果，如 2001 年通过与中国农业大学的合作研发，率先在国内实现了低聚木糖工业化的生产。2006 年通过与山东大学微生物技术国家重点实验室联合开发，取得了“利用玉米芯加工残渣发酵生产线为酒精”的国家发明专利，极大提高了纤维素的转化率和原料出酒率。

4.3. 地域优势

公司位于山东西北部玉米主产区，与其他地区的企业相比可以低成本获取原料，能够满足公司功能糖，纤维素乙醇产品未来产能扩张的需要。同时公司位于“中国功能糖城”禹城，由于低聚木糖，木糖，木糖醇，糠醛等众多企业聚集，玉米芯废渣产量供应充足，可以为公司提供充足的低成本原料。

5. 募投项目

公司首次公开发行后，募投项目产品均属于主业功能糖产品，产品线建成后，将进一步完善公司循环经济产业链，提高公司研发创新能力和资源综合利用率。

表 7：我国木糖醇产业发展简史

项目	总投资额（万元）	项目建设期
年产 6000 吨低聚木糖项目	11031	12 个月
精制食品级木糖及结晶阿拉伯糖联产项目	8982	12 个月
年产 5000 吨晶体麦芽糖醇项目	7632	12 个月
沼气发电项目	1993	6 个月
功能糖综合技术研发项目	4989	12 个月
合计	34628	

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

6. 盈利预测和估值

由于公司目前有 5 万吨左右纤维素乙醇的产能，且在 2009 年 8 月份由山东省发改委向国家发改委提交公司燃料乙醇定点资格申请报告，但项目审批时间未定，且目前仍然存在不能获得国家发改委审批通过风险。

在取得燃料乙醇定点资格前，公司纤维素乙醇产品主要作为工业乙醇销售，其销售和盈利模式与取得燃料乙醇定点资格后存在较大差别，对公司整体业绩贡献大相径庭。因此我们分两种情况来预测公司业绩：

情景 1：公司未能获得燃料乙醇定点资格，纤维素乙醇仍然按照工业乙醇销售贡献业绩。

盈利预测主要假设：

- 公司主要销售产品低聚木糖收入未来三年的销量增速 15%/25%/25%
- 主要产品价格相对稳定，低聚木糖毛利率在未来三年较稳定，分别为 64%/64%/62%
- 纤维素乙醇 11-13 年销量为 4.48/5.16/5.67 万吨，且销售价格参照工业乙醇，贡献毛利为 3346/4040/4666 万元。
- 募投项目 12 年达产，食品级木糖/结晶阿拉伯糖/晶体麦芽糖醇开始贡献业绩
- 产品销售力度较大，销售费用上升，管理费用较为稳定，IPO 后大幅减轻公司财务费用
- 所得税税率按照 15% 计算

我们预计公司 2011-13 年营业收入分别为 12.56/15.39/19.70 亿元，实现归属母公司净利润 1.15/1.39/1.90 亿元，每股收益 2011-13 年分别为 0.62/0.75/1.02 元。考虑到公司生产工艺带来成本的优势以及最新中小盘股票的发行市盈率，我们建议的询价区间为：18-21.6 元，对应 11 年 P/E 为 29X-35X。上市首日定价区间为 21.6-25.92 元。

表 8：龙力生物利润表预测

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	810	1,064	1,256	1,539	1,970
营业成本	619	823	979	1,192	1,499
税金及附加	8	15	19	23	30
销售费用	22	39	57	85	118
管理费用	45	57	68	83	106
EBIT	116	131	133	156	217
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
财务费用	40	31	-5	-8	-8
营业利润	88	100	136	164	224
所得税	14	17	20	25	34
少数股东损益	0	0	0	0	1
净利润	80	91	115	139	190

表 9: A 股功能糖相关上市公司一览 (2010 年数据)

	保龄宝	量子高科	龙力生物
	低聚异麦芽糖	低聚半乳糖	低聚木糖
	(5 万吨)	(2 万吨)	(4 千吨)
	低聚果糖	低聚果糖	木糖醇
产品结构及	(1 万吨)	(1 千吨)	(1 万吨)
产能	赤藓糖醇		纤维素乙醇
	(4000 吨)	-	(6 万吨)
	果葡糖浆		淀粉及淀粉糖
	(20 万吨)	-	(1 万 3 千吨)
营业收入	7.21 亿元	1.24 亿元	10.64 亿元
净利润	4300 万元	3400 万	9100 万
市值(7/12)	20.35 亿元	17.12 亿元	N/A
估值(P/E)	25X	40X	N/A

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

情景 2: 公司 2011 中期获得发改委燃料乙醇定点销售资格。

盈利预测主要假设:

- 公司燃料乙醇定点生产销售额度 11-13 年分别为 2/5/5 万吨。
- 燃料乙醇售价参照 93#汽油, 93#汽油相对工业乙醇每吨溢价 1210 元, 因此假设燃料乙醇每吨售价=4675 (2010 年纤维素乙醇销售均价)+1210=5885 元/吨。
- 免收 5%消费税, 享受增值税先征后返政策, 享受国家给予粮食类燃料乙醇补贴政策: 1659 元/吨。

燃料乙醇定点销售资格获得后每吨燃料乙醇相比纤维素乙醇销售溢价简单测算表 (元/吨)

①	1210	燃料乙醇和工业乙醇销售价差
②	1659	国家给予粮食类燃料乙醇补贴
③	294	减免的消费税: 5885*5%=294
④	240	增值税退税额: 5885-4472 (生产成本)-240

综上所述, 获得燃料乙醇定点资格后, 公司每吨燃料乙醇销售可比纤维素乙醇销售增加收入: ①+②+③+④=3402 元。假设龙力生物 2011 年中期获得定点资格, 11-13 年销售燃料乙醇为 2/5/5 万吨。那么增加 6800/17000/17000 万元税前净利润。按照 15%所得税税率, 以及公司与中石化山东分公司合资意向中 40%股权比例分成, 可以分别带来 2312/4780/5780 万元, 增厚 11-13 年 EPS: 0.12/0.13/0.13 元。

作者简介:

秦军:

执业资格证书编号: S0880511010013

电话: 021-38676768

邮箱: qinjun@gtjas.com

傅佳琦（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110024659

电话: 021-38674635

邮箱: fujiqi008094@gtjas.com

同济大学理学学士/爱丁堡大学生物医学研究型硕士，2009 年度加入国泰君安销售交易部，现从事农业行业研究。

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		