

新城 B 股 (900950)

宁沪高铁区域龙头，超高周转，超低估值

——2011 年深圳房地产专题会上市公司交流纪要

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

新城地产高管介绍公司经营情况、发展战略，并就公司竞争优势等问题与投资者进行了沟通，我们据此做了简单点评。

投资要点：

- **产品定位：**主要专注于中产阶层客户群。以中等收入人群特定偏好和需求做不同定位，形成 4 个不同住宅产品系列，以刚需和首改为主。
- **业务模式：**标准化、高周转模式。模块化设计和开发保证快速提供多样化产品和快速复制。强大的执行与复制能力确保高效运营和扩张。公司基本做到拿地后 6 个月开工，开工后 3 个月开盘，1 年半完工。我们认为公司是继金科地产后高周转商业模式又一典型公司。
- **土地储备：**聚焦于宁沪高铁区域，优质、增长潜力大。公司权益储备为 878 万平米，整体拿地成本很低，主要处于长三角核心区域，沪宁高铁沿线区域。我们认为公司大部分土地储备处于苏南富裕地区，产业基础扎实、民间财富雄厚、城市化进程快、人口净流入，刚需和首改需求容量大，房价相对合理。
- **单纯依靠自身净资产增厚而没有股市融资，成长速度快，经营业绩突出，令人尊重。**2007 年公司销售面积突破 100 万平米，2010 年销售金额突破 100 亿元，进入行业前 30 强。
- **业绩锁定性超强。**预测 11、12 年 EPS 平均增长 50%，截至 8 月底 158 亿预售房款，已锁定 11 年 0.62 元 EPS 的 100%，12 年 0.93 元 EPS 的 70%。
- **估值超低，安全边际很强，股价空间大，给予增持评级，**根据公司未来业务进展和更多深入研究后再确定目标价。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.62 元、0.93 元、1.24 人民币元，RNAV 为 11.3 人民币元（1.8 美元）。公司目前股价 0.52 美元（3.33 人民币元），相当于 11 年 5.4 倍 PE、12 年 3.4 倍，RNAV 折价 71%。目前 A 股主流地产公司 11 年平均 9 倍 PE，且被普遍接受为具有低估值优势。
- **风险提示：**行业调整周期长达 3 年或以上，行业调控政策受其他因素影响超调，行业大规模急剧跌价和缩量。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5453	6684	8097	10366	13123
(+/-)%	35%	23%	21%	28%	27%
经营利润 (EBIT)	825	932	1476	2177	2903
(+/-)%	20%	13%	58%	47%	33%
净利润	489	646	983	1476	1979
(+/-)%	26%	32%	52%	50%	34%
每股净收益 (元)	0.31	0.41	0.62	0.93	1.24
每股股利 (元)	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	13%	13%	17%	20%	21%
市盈率	11	8	5	4	3
股息率 (%)	0.4%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：

目标价格：1.20

上次预测：

当前价格：0.52

2011.09.13

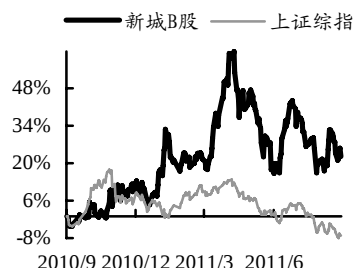
交易数据

52 周内股价区间 (元)	0.47-1.06
总市值 (百万元)	830
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,593/0
流通 B 股/H 股 (百万股)	643/0
流通股比例	40%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	1

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,083
每股净资产	1.94
市净率	0.3
资产负债率	88%

52 周内股价走势图



相关报告

《2011 年深圳房地产专题策略会议综述》，2011.8.29

《房地产市场及 6 大龙头公司调研综述》，2011.7.11

《政策决定论——2011 年中期投资策略报告》，2011.6.13

《从“延安”到“西柏坡”——2011 年房地产行业投资策略报告》，2011.12.10
 新版住宅周报第 126 期 (5.29-6.5)《资金渠道向保障房建设公司倾斜》，2011.06.07

《静待水落石出——2010 年中期投资策略报告》，2010.6.18

《保障房开发对房地产投资和 GDP 的影响——政策系列研究之一》，2010.5.21

《中国商业地产系列研究报告之一：保险资金投资不动产对商业地产影响分析》，2010.3.30

行业深度研究报告《中国房地产行业和商业模式的前景和出路》，2010.8.26
 《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.05

- 会议内容: 沟通公司经营情况、发展战略等
- 会议时间: 2011 年 8 月 26 日下午
- 主讲嘉宾: 新城地产高管
- 参会嘉宾: 基金、保险等机构投资者和个人投资者

1. 公司开发经验丰富，历史悠久

公司创立于 1993 年，公司具有房地产开发企业壹级资质。1993-2000 年深耕常州市场,成为当地市场的领导者，2001 年通过资产重组在上海证券交易所借壳江苏五菱（900950.SH）上市，2002 年开始打开异地业务市场，目前已涵盖常州、上海、南京、苏州、昆山、无锡等长三角核心区域。通过长期的进行地产开发，在深耕区域建立了良好的关系和市场运营的知识储备。

2. 公司产品线：4 大产品系列，覆盖所有目标人群，

侧重刚需和首改

公司结合多年的住宅产品开发经验，形成了以“幸福启航”、“幸福乐居”、“幸福圆梦”和“幸福尊享”为组合的四大产品系列。四个系列基本涵盖了不同阶段、不同人群的购房需求。无论是刚起步的首次置业者，还是追求终极居住梦想的成功人士，公司都能够提供适应需求的产品。

表 1: 四大产品系列针对不同人群，以刚需和首改为主

产品系列	区位	目标人群	户型
幸福启航	城市外围或郊区	首次置业和首次改善置业	80-90平米
幸福乐居	在城郊之间	首次置业和改善性置业	120平米左右
幸福圆梦	在城市核心地段	城市精英人群	150 平米左右
幸福尊享	定位高端	处于人生巅峰的成功人士	200平米左右

数据来源：公司公告、国泰君安证券地产研究

3. 项目区域战略：聚焦于沪宁高铁沿线

公司起步发展于常州，目前已成长为常州房地产的领袖，2008-2010 年的销售额稳定在常州市场总额的约 10%以上，远远超越竞争对手。目前公司业务聚焦于常州、上海、南京、苏州、昆山、无锡等长三角核心区域，都处于高铁发展的路线上。通过长三角的布局，分享二三线城市高成长盛宴。

4. 业务模式：标准化、快速开发的高周转模式

4.1. 行业领先的标准化流程

由 2005 年开始追求以价值链管理为基础的全面标准化模式，透过详细、明确的标准执行方针，公司以客户需求为出发点；兼顾土地资源条件；落实产品标准。公司于 2008 年率先成立标准化研究基地，着力推进住宅产业化建设。

模块化设计和开发研究保证给客户快速提供多样化产品，多种成功的设计在各地区得到复制，但产品又有修改以满足当地消费者习惯和需要。强大的执行与复制能力确保高效的运营和扩张。

4.2. 大规模快速开发

公司实行快速开发，很多项目拿地后 6 个月开工。项目能够做到开工 3 个月后开盘，如上海的新城盛景一期 2007 年 7 月开工，2007 年 10 月开盘，2008 年 11 月完工；昆山的新城域 5 期 A 于 2009 年 6 月开工，2009 年 9 月开盘，2010 年 12 月完工。

借助于标准化开发流程、大规模快速开发的模式，公司运营效率得以大幅提升，处于行业领先地位。

5. 项目储备：具备行业龙头的规模优势，住宅为主，

兼顾商业地产

公司权益项目储备高达 878 万方，分布于常州、上海、南京、苏州、昆山、无锡等长三角核心区域，布局于沪宁高铁沿线的二三线城市。公司开发以住宅为主，兼顾商业地产。

6. 销售业绩：近年表现优异

我们看到从 2006 年来公司的销售业绩快速增长，2010 年已迈过了百亿关口，进入一个新的发展阶段。

公司 11 年计划销售 130 亿，2011 年 1-8 月累计合同销售总值约 64.87 亿元，同比增长 9.3%；累计销售面积约 67.18 万平方米，同比减少 10.4%；1-8 月累计交付结算面积 49.77 万平方米，同比增加 14.5%；累计结算收入约 30.25 亿元，同比增长 28.1%。

表 2：快周转策略下销售业绩优异

	销售额	增速	销售面积	增速	结算额	增速	结算面积	增速
2006	32.66		80.3		25.6		54.4	
2007	50.53	54.7%	101	25.8%	34	32.8%	72.7	33.6%
2008	45.66	-9.6%	78.4	-22.4%	40.2	18.2%	83.77	15.2%
2009	72.4	58.6%	132	68.4%	54	34.3%	100	19.4%
2010	105	45.0%	130	-1.5%	66.84	23.8%	112.65	12.7%
2011.1-8	64.87	9.3%	67.18	-10.4%	30.25	28.1%	49.77	14.5%

数据来源：公司公告、国泰君安证券地产研究

7. 我们的评价：项目储备优质、产品线简单有效、高

周转典型代表

7.1. 区域布局：分享长三角高成长二三线城市的增长潜力

公司拥有成熟的开发模式和产品系列，大力发展精装修，在深耕区域建立了良好的品牌和区域市场运营的知识储备。

把长江三角洲富庶的二、三线城市作为战略重点持续有助于公司抓住地方房地产市场中的强劲经济发展和大量需求所带来的机遇。公司储备位于长三角核心区富裕地区中的价值洼地，销售均价具有很大的增长空间，将会为公司带来可观的利润增长。

同时公司 2002 年开始进入上海开发项目，2009 年将总部迁往上海，全面构建“布局长三角，深入专业化”的战略地图。同时，随着上海项目在结转中比例增加，对公司较低的毛利率有提升作用。

图1：2010年主营业务收入比重

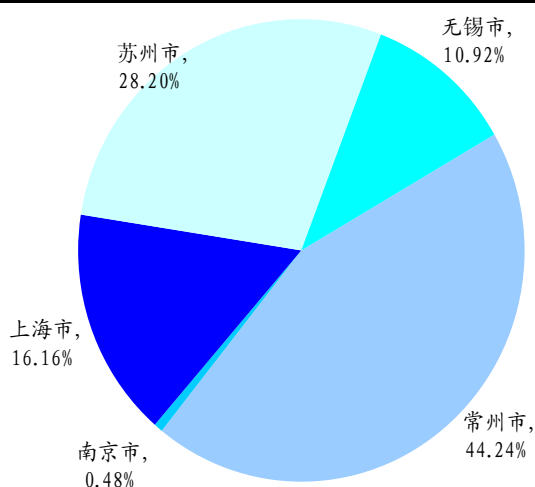
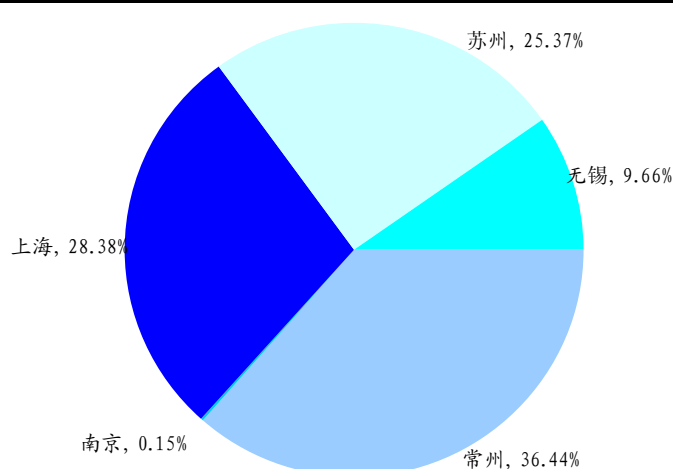


图2：2010年主营业务利润比重



数据来源：公司公告、国泰君安证券地产研究

表3：新城地产权益项目储备 878 万方，具有龙头规模效益（单位：万平方米）

项目名称	地理位置	占地面积	建筑面积	可售面积	未结面积	权益比例	权益建面
常州储运公司	常州市丽华北路	4.07	10.16	10.16	10.16	96%	9.74
常州客车厂	常州客车厂		50.00	50.00	50.00	100%	50.00
公园壹号	常州东方路	26.63	42.33	42.33	42.33	100%	42.19
谢桥村万建塘	金坛市尧塘镇	3.18	3.18	3.18	3.18	48%	1.53
前黄中学地块	常州前黄中学	16.90	40.57	51.93	51.93	100%	51.93
清水湾	常州新北区新桥镇	22.53	37.09	37.09	37.09	99%	36.78
香溢紫郡	常州青龙紫云地块	18.51	50.27	50.27	50.27	96%	48.16
香悦半岛	常州洪庄机械厂	13.05	31.74	31.74	31.74	96%	30.54
新城帝景	常州南田购物公园	21.23	34.71	34.71	34.71	96%	33.29
新城公馆	常州小庙-花园街	31.10	37.32	27.94	27.94	96%	26.77
新城金郡	常州灯芯绒厂	7.78	21.15	21.15	21.15	96%	20.26
新城南都	常州新城南都	47.60	47.60	4.97	4.97	100%	4.97
新城首府	常州大红旗路西侧	9.21	21.00	21.00	21.00	96%	20.12
新城熙园	常州东庄大圆盘	5.39	10.80	6.65	6.65	96%	6.37
新城域	常州夏城路地块	23.34	45.02	45.02	45.02	96%	43.13
新城长岛	常州夏雷地块	33.81	43.95	21.00	21.00	96%	20.12
玉龙湾	常州飞龙地块	11.90	23.80	1.50	1.50	96%	1.44

南京尚东区		14.60	15.98	4.49	4.49	96%	4.32
浦口项目	南京浦口星火北路	23.91	63.94	63.94	63.94	100%	63.94
新城金郡	南京栖霞尧化门	4.75	11.09	11.09	11.09	96%	10.67
洪德路项目	上海洪德路	4.19	6.70	8.51	8.51	100%	8.51
森兰碧翠	上海浦东高行	7.93	15.91	15.91	15.91	100%	15.91
上海南郡	上海嘉定南翔	4.52	9.46	9.46	9.46	96%	9.10
嘉定工业区							
A11-1、A12-1、A13-1 地块	嘉定区嘉定工业区	12.58	28.93	9.51	9.51	96%	9.15
尚上城	安亭轨交汽车站	6.59	15.43	15.43	15.43	96%	14.85
新城金郡	上海嘉定新城	16.36	32.17	32.17	32.17	96%	30.95
新城盛景	上海汇金路	26.75	29.43	7.49	7.49	96%	7.21
亿华里	上海漕盈路	13.70	30.24	30.24	30.24	96%	29.10
悠活城	上海嘉定静宁路	7.84	21.94	19.81	19.81	96%	19.06
翡翠湾	昆山长江路	28.42	28.33	5.66	5.66	96%	5.44
昆山 60 号地块	昆山市开发区	6.63	14.58	14.58	14.58	100%	14.58
昆山 61 号地块	昆山市柏庐路	6.56	16.40	16.40	16.40	100%	16.40
昆山 62 号地块	昆山市长江路	7.38	14.77	14.77	14.77	100%	14.77
新城域	昆山昆山巴城	36.36	109.08	62.67	62.67	96%	60.08
新城金郡	苏州吴中地块	31.04	43.45	37.57	37.57	100%	37.57
尚东雅园	无锡旺庄地块	14.35	44.45	44.45	44.45	100%	44.45
盛世新城	无锡民丰地块	11.88	28.79	14.87	14.87	100%	14.87
常州小计		296.24	550.70	460.65	460.65	97%	447.33
南京小计		100.46	190.22	148.54	148.54	97%	143.85
上海小计		43.26	91.01	79.52	79.52	99%	78.93
昆山小计		85.35	183.15	114.06	114.06	98%	111.27
苏州小计		31.04	43.45	37.57	37.57	100%	37.57
无锡小计		26.23	73.24	59.32	59.32	100%	59.32
二级开发合计		582.57	1131.77	899.66	899.66	98%	878.26

数据来源：公司公告、国泰君安证券地产研究

表 4：储备处于价值洼地，增长的潜力高

	人均可支配收入	商品房均价	收入房价比	储备占比
常州	26269	6307	4.2	51%
上海	31838	14400	2.2	16%
南京	28312	9565	3.0	9%
昆山	30923	7556	4.1	13%
苏州	29219	8087	3.6	4%
无锡	27750	7683	3.6	7%
全国平均	19109	5029	3.8	

注：数据为 2010 年数据，数据来源：国泰君安证券地产研究

7.2. 产品线和产品策略：简单有效，强于万科等的周转能力

公司产品以刚需和首改为主，针对不同人群形成四大产品系列。公司走快速开发的高周转商业模式，周转能力比万科、保利等高周转代表公司优秀。我们看到公司单纯依靠自身净资产增厚而没有股市融资，成长速度快，经营业绩突出，公司的净资产收益率远高于 A 股高周转代表性公

司。

表 4: 优秀的快周转能力

	存货周转天数					资产周转率				
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
新城 B	710	829	974	804	949	0.53	0.45	0.39	0.45	0.37
万科 A	771	879	1097	918	1337	0.50	0.47	0.37	0.38	0.29
保利地产	1211	1419	1338	1243	1294	0.33	0.28	0.33	0.32	0.30
招商地产	1450	2114	3523	1640	1500	0.26	0.22	0.11	0.24	0.26
金地集团	1127	1163	1526	1622	1276	0.41	0.41	0.32	0.27	0.31
首开股份	765	872	1257	1595	1790	0.38	0.33	0.26	0.19	0.20
A 股高周转代表平均	1065	1289	1748	1404	1439	0.38	0.34	0.28	0.28	0.27

数据来源: 公司公告、国泰君安证券地产研究

表 5: 公司 ROE 领先 A 股代表公司

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
新城 B 股	32.41	34.45	23.67	23.84	25.33
万科 A	19.78	21.92	13.19	15.39	17.85
保利地产	29.27	19.14	17.22	17.97	17.96
招商地产	17.44	20.37	10.78	10.56	11.67
金地集团	16.14	16.67	9.48	14.61	16.48
首开股份	9.72	10.05	15.63	14.31	13.58
A 股高周转代表平均	18.47	17.63	13.26	14.57	15.51

数据来源: 公司公告、国泰君安证券地产研究

7.3. 开发能力和品牌: 专业化、标准化铸就优秀品牌

公司对现有产品进行产品线规划, 定期发布标准化研究成果, 对各产品线对应的规划户型、配套设施、部品部件、施工工艺进行控制, 加速产品大规模复制能力。

从物业建筑设计、销售代理、物业管理、物业运营等公司都成立了子公司, 通过自己经营, 提高公司的专业化运作能力, 提供更好的服务。

公司“以客户为中心”的, 从设计、建筑、销售、交房、后期的物业管理, 每一个环节都贴近购房者的需求, 打造了优秀的品牌, 连续 4 年荣获中国华东房地产公司品牌价值 TOP10 第一位, 公司培养了一批的忠实客户和形成了良好的口碑。

表 6: 公司专业化运作强, 提供全程服务

公司	主营业务	主要产品服务
常州新城万嘉建筑设计事务所	建筑、装饰等设计、咨询	建筑设计
常州万嘉置业咨询有限公司	置业咨询、房地产经纪与销售代理、房地产策划	房产代理与咨询
常州嘉枫市场调查有限公司	市场调查、营销策划、企业形象策划	调查、营销策划
常州新城资产经营管理有限公司	资产的管理、租赁	资产经营管理、租赁
常州市四季新城消费品市场有限公司	市场内摊位出租、管理服务	摊位出租、市场管理
江苏新城物业服务有限公司	托管范围的房屋管理、维修、服务	物业管理

8. 业绩锁定性超强, 估值超低, 11 年 5.4 倍 PE, RNAV

折价 71%，增持评级

业绩锁定性高。2011 年 1-8 月公司累计销售 64.87 亿元，加上 10 年底有 93.33 亿元的预售款，总计 158 亿预售房款，不仅 100% 锁定 11 年业绩，并锁定 12 年 70% 的业绩。

RNAV 折价高，具有安全边际。预计公司 11-13 年 EPS 为 0.62 元、0.93 元、1.24 元，公司目前股价 0.52 美元（3.33 人民币元），对应 11 年业绩只有 PE 水平只有 5.4 倍，对应 12 年业绩只有 3.4 倍。目前 A 股主流地产公司 11 年平均 9 倍 PE，且被普遍接受为具有低估值优势。

按照年初均价，公司项目储备 RNAV 为 11.3 人民币元，折合 1.8 美元，目前股价相当于 RNAV 折价 71%，具有非常强的安全边际和很大的股价空间。

公司高周转模式，配合公司标准化、专业化战略的实施，公司深耕常州，拓展京沪沿线的长三角区域，增长潜力大，给予增持评级，目标价待根据公司未来业务进展和更多深入研究后再确定。

表 7: 新城地产业绩近年表现优异

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	1H2010	1H2011
主营业务收入增长率	33.6%	17.8%	34.6%	22.6%	199.8%	622.2%
净利润增长率	46.1%	-9.6%	26.0%	32.1%	290.5%	1819.6%
经常性净利润增长率	48.4%	-2.8%	12.5%	32.4%	325.8%	3136.4%
毛利率	32.9%	31.6%	29.0%	28.8%	23.1%	37.5%
ROE	29.7%	21.2%	21.5%	22.8%	6.9%	10.2%
三项费用率	6.5%	8.3%	6.7%	7.0%	6.7%	11.4%
净利率	12.5%	9.6%	9.0%	9.7%	7.2%	11.9%
存货周转率	0.33	0.34	0.42	0.30	0.14	0.09

数据来源: 公司公告、国泰君安证券地产研究

表 8: 新城地产业绩锁定性强 (单位: 百万元、元)

项目	2007A	2008A	2009A	2010A	1H2010	1H2011
现金	812.7	891.3	2014.5	3044.4	1516.9	1900.6
每股经营性净现金流	-1.98	-0.04	1.18	-1.65	-2.32	-1.55
预售房款	3978.6	4506.1	5974.7	9333.3	7692.2	11054.6
银行借款	2500	2659	2792	6466	2043	2165
银行借款/负债	30.2%	29.4%	26.1%	32.1%	13.9%	9.4%
速动比率	0.31	0.28	0.34	0.25	0.19	0.20
资产负债率	84.9%	82.6%	81.9%	87.3%	85.7%	87.7%
真实资产负债率	44.0%	41.4%	36.1%	46.8%	40.7%	45.8%
净负债率	116.6%	96.3%	34.2%	120.8%	149.3%	171.3%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券地产研究

附表: 业绩预测表 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	5452.7	6684.3	8097.1	10365.7	13122.9
营业收入	5452.7	6684.3	8097.1	10365.7	13122.9
二、营业总成本	4753.3	5813.3	6742.3	8343.8	10417.0
营业成本	3872.2	4757.0	5325.3	6529.8	8120.5
营业税金及附加	461.6	578.2	688.3	881.1	1115.4
销售费用	115.9	181.4	283.4	362.8	459.3
管理费用	177.8	235.8	323.9	414.6	524.9
财务费用	69.0	48.3	121.5	155.5	196.8
资产减值损失	56.9	12.6	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	3.0	25.8	3.8	3.8	3.8
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	702.3	896.8	1354.8	2021.8	2705.9
加: 营业外收入	31.0	21.7	0.0	0.0	0.0
减: 营业外支出	6.8	13.4	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	726.5	905.1	1354.8	2021.8	2705.9
减: 所得税	210.2	231.9	338.7	505.5	676.5

加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	516.3	673.3	1016.1	1516.4	2029.4
减：少数股东损益	27.0	26.9	33.4	40.5	50.9
归属于母公司所有者的净利润	489.4	646.4	982.7	1475.9	1978.5
最新股本	1593.19	1593.19	1593.19	1593.19	1593.19
EPS	0.31	0.41	0.62	0.93	1.24
主营收入增长率	35%	23%	21%	28%	27%
净利润增长率	26%	32%	52%	50%	34%
毛利率	29%	29%	34%	37%	38%
三项费用率	7%	7%	9%	9%	9%
净利润率	9%	10%	12%	14%	15%

数据来源：公司公告、国泰君安证券地产研究

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007年、2008年、2009年、2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008年3月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。荣获2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

丁明(贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110015

电话: 021-38674753

邮箱: dingming008734@gtjas.com

北京大学经济学硕士, 国泰君安房地产行业研究助理

本公司具有中国证监会核准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		