



运输/工业

铁龙物流 (600125)

特箱业务蓄力 持续增长可期

宋伟亚
0755-23976003
songweiya009360@gtjas.com
编号 S0880511050001

本报告导读:

投资要点:

- **特种箱业务进入快速发展轨道。**铁路特箱运输潜在需求空间大、契合现代物流发展趋势,“十二五”物流业扶持政策细化和硬件基础设施桎梏逐渐缓解背景下,公司有望迎来可持续发展黄金期。既有造箱计划预计使得公司 2012 年特种箱保有量将超过 3.7 万只,同比增幅达 35%;其中积极推进高端特箱意味着更高使用费率和更富经济效益业务领域的拓展和深化。

全程物流和线上运输相得益彰。线下物流业务体现市场化运营方式和产业链上更多利润环节的內化,公司正逐渐由单纯的租箱业务大幅度转向全程物流,新造箱型也将全部投入此项业务。预计未来三年特种箱线下物流收入年均增速将在 50%以上。

- **沙鲛中期瓶颈将打开;地产维稳业绩。**沙鲛铁路货运中期仍是公司业绩核心支撑,其运能利用率已接近 140%,运能瓶颈较明显制约运量增长;二期改造预计将于明年 6 月完成,运能大幅提升 85%。房地产板块定位于业绩维稳,预计连海金源项目收入约 10 亿,将在今明两年结转。
- **“增持”评级,目标价 11.5 元。**特箱基数小、增长空间大使得公司可相当程度上穿越经济周期,整体保持 25-30%左右的年均净利增速。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.47、0.61 和 0.78 元,今年持续的调整已在相当程度上反映了铁路改革不确定性和高估值风险。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,567	2,186	2,886	3,844	4,864
(+/-)%	3%	39%	32%	33%	27%
经营利润 (EBIT)	461	591	794	1,039	1,335
(+/-)%	17%	28%	34%	31%	28%
净利润	349	476	616	796	1,021
(+/-)%	18%	37%	29%	29%	28%
每股净收益 (元)	0.35	0.47	0.47	0.61	0.78
每股股利 (元)	0.06	0.00	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	29.4%	27.0%	27.5%	27.0%	27.5%
净资产收益率(%)	12.7%	14.9%	16.8%	18.3%	19.5%
投入资本回报率(%)	19.6%	18.2%	24.9%	21.6%	31.1%
EV/EBITDA	14.0	12.1	11.7	9.5	6.7
市盈率	27.8	20.3	20.4	15.8	12.3
股息率 (%)	0.6%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%

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: 11.50

上次预测: -

当前价格: 9.64

2011.10.11

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.16-18.80
总市值 (百万元)	12,585
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,306/1,035
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	14
日均成交值 (百万元)	140

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,466
每股净资产	2.65
市净率	3.6
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.12	0.10
Q2	0.13	0.12
Q3	0.12	0.13
Q4	0.11	0.12
全年	0.47	0.47

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-8%	-3%
相对指数	-1%	8%	14%

相关报告

模型更新时间: 2011.10.10

股票研究

工业
运输

铁龙物流 (600125)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **11.50**

上次预测: 6.87

当前价格: 9.64

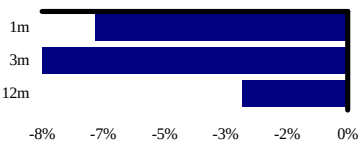
公司网址

www.chinacrt.com

公司简介

中铁集装箱公司 04 年末成为公司第一大股东后,经过一系列的资产收购及项目运作,形成了公司三大重点业务板块,即集装箱物流服务、临港物流和既有业务。集装箱物流业务是指公司收购的中铁集装箱公司特种箱资产及业务,临港物流业务主要是指与沙鲅铁路支线相关的铁路运输及物流延伸服务业务,即有业务主要包括铁路客运、房地产、混凝土、酒店、液化气经销等业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

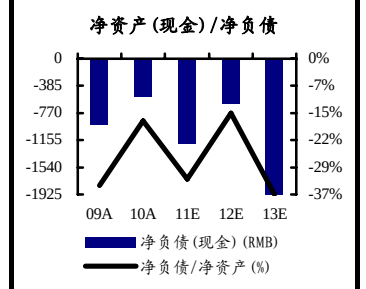
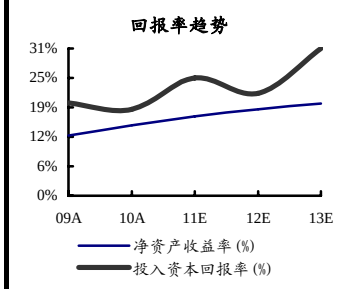
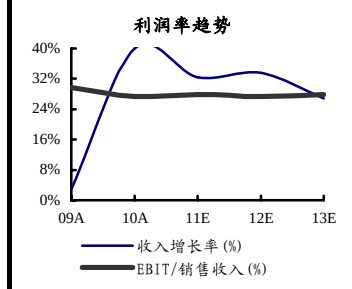
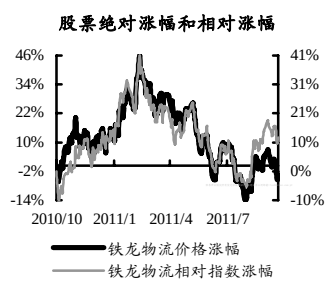
8.16-18.80

市值 (百万)

12,585

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,567	2,186	2,886	3,844	4,864
营业成本	978	1,441	1,890	2,535	3,188
税金及附加	54	71	94	125	158
销售费用	25	21	28	37	47
管理费用	50	61	81	107	136
EBIT	461	591	794	1,039	1,335
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	6	6	6	6
财务费用	-6	-7	-17	-18	-22
营业利润	474	601	817	1,064	1,364
所得税	121	123	206	266	341
少数股东损益	1	0	1	2	2
净利润	349	476	616	796	1,021
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	940	538	1,202	642	1,926
其他流动资产	2	2	0	0	0
长期投资	58	75	88	88	88
固定资产合计	1,441	1,398	1,529	1,719	1,626
无形及其他资产	58	64	69	70	72
资产合计	3,070	3,501	4,070	4,815	5,797
流动负债	290	190	392	470	560
非流动负债	39	121	0	0	0
股东权益	2,739	3,188	3,674	4,339	5,230
投入资本(IC)	1,743	2,582	2,387	3,615	3,224
现金流量表					
NOPLAT	342	470	595	780	1,001
折旧与摊销	164	163	182	224	256
流动资金增量	126	-954	304	-1,037	300
资本支出	-205	-141	-312	-415	-165
自由现金流	428	-462	770	-448	1,393
经营现金流	712	96	1,100	-21	1,573
投资现金流	-223	-438	-319	-409	-159
融资现金流	-101	-60	-117	-131	-131
现金流净增加额	388	-402	665	-560	1,284
财务指标					
成长性					
收入增长率	2.9%	39.5%	32.0%	33.2%	26.5%
EBIT 增长率	16.7%	28.3%	34.3%	30.9%	28.5%
净利润增长率	18.4%	36.6%	29.4%	29.2%	28.2%
利润率					
毛利率	37.6%	34.1%	34.5%	34.0%	34.5%
EBIT 率	29.4%	27.0%	27.5%	27.0%	27.5%
净利率	22.3%	21.8%	21.4%	20.7%	21.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.7%	14.9%	16.8%	18.3%	19.5%
总资产收益率(ROA)	11.4%	13.6%	15.1%	16.5%	17.6%
投入资本回报率(ROIC)	19.6%	18.2%	24.9%	21.6%	31.1%
运营能力					
存货周转天数	157	212	212	212	212
应收账款周转天数	21	12	12	12	12
总资产周转天数	666	549	479	422	398
净利润现金含量	2.04	0.20	1.79	-0.03	1.54
资本支出/收入	13%	6%	11%	11%	3%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	8.9%	9.6%	9.8%	9.7%
净负债率	-34.3%	-16.9%	-32.7%	-14.8%	-36.8%
估值比率					
PE	27.8	20.3	20.4	15.8	12.3
PB	3.5	3.0	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	14.0	12.1	11.7	9.5	6.7
P/S	6.2	4.4	4.4	3.3	2.6
股息率	0.6%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%



目 录

1. 国内铁路特种集装箱唯一运营主体	4
2. 重点发展高端箱型和全程物流	4
2.1. 造箱计划有序推进, 特种箱保有量快速增长	4
2.2. 依托大客户, 推进高端箱型	6
2.3. 拓展重去重回和班列服务, 线下物流收入高增长	6
2.4. 特箱中长期空间巨大, 市场化改革利大于弊	7
3. 沙鲛铁路明年运能瓶颈打开, 仍是业绩重要支撑	8
4. 连海金源项目收入约 10 亿 将在今明两年结转	9
5. 盈利预测与估值: 目标价 11.5 元, 增持评级	10

图表目录

图 1: 2011H1 铁路货运及特箱业务收入占比约 87%	4
图 2: 2011H1 铁路货运及特箱业务毛利占比约 82%	4
图 3: 公司铁路特种箱保有量预测	5
图 4: 2011H1 特种箱线下物流收入同比增长 214%	7
图 5: 2011H1 特种箱发送量同比增长 17.6%	7
图 6: 高端特种箱保有量预测	6
图 7: 20 英尺不锈钢框架罐式集装箱	6
图 8: 45 英尺冷藏集装箱	6
图 9: 沙鲛铁路示意图	8
图 10: 沙鲛线货运收入增速高于运量增速	9
图 11: 沙鲛线运能利用率超 100%	9
图 12: 沙鲛线运量增速与营口港货物吞吐量增速相当	9
图 13: 沙鲛线运量占营口港吞吐量比例较稳定	9
图 14: 铁龙物流历年 PE	10
表格 1: 公司近阶段造箱计划	5
表格 2: 特种箱应用及主要客户	5
表格 3: 房地产项目一览	9

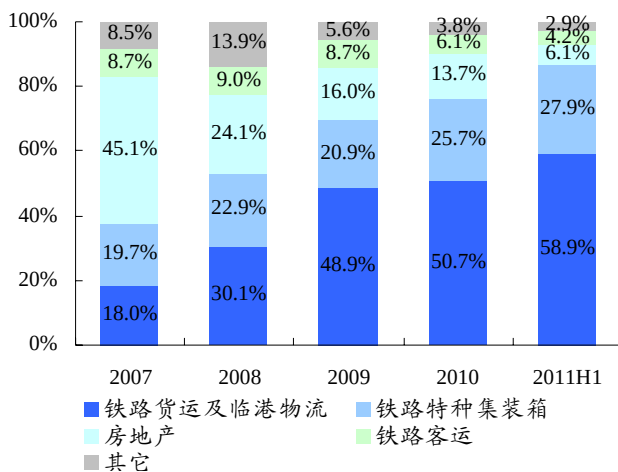
1. 国内铁路特种集装箱唯一运营主体

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司于1993年2月成立,1998年5月在上交所上市;2006年初公司完成了对铁路特种集装箱资产和业务的全面收购。公司实际控制人是铁道部,其通过中铁集装箱运输有限公司和大连铁路经济技术开发总公司,间接持有公司30.01%股权。

公司主营业务包括铁路货运及临港物流、铁路特种集装箱、铁路客运、房地产等,其中铁路货运及临港物流业务是目前收入与利润的主要来源,其收入及毛利占比均超过50%;而公司未来核心看点在于特种箱及全程物流业务,近两年此板块运营效率和财务表现提升明显。

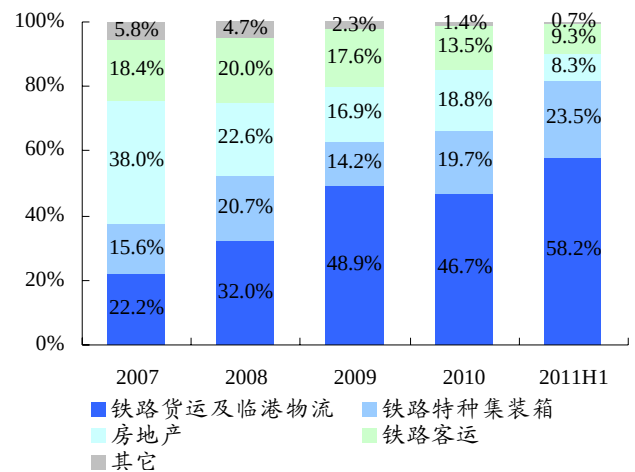
铁路特种集装箱和铁路普通集装箱核心区别在于:前者具有特殊结构和设备、可以实现无包装运输并可根据客户需求而灵活设计制造;主要箱型包括干散货箱、折叠式台架箱、轻油罐箱、水泥罐箱等其他非标准集装箱。

图 1: 2011H1 铁路货运及特箱业务收入占比约 87%



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

图 2: 2011H1 铁路货运及特箱业务毛利占比约 82%



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

2. 重点发展高端箱型和全程物流

2.1. 造箱计划有序推进, 特种箱保有量快速增长

公司于2006年初全面收购了控股股东中铁集装箱运输有限公司及其下属子公司包括铁路特种箱租赁、物流以及相关增值服务在内的铁路特种集装箱业务,内含汽车箱、罐箱、干散货箱等共17292只铁路特种箱和4家特种箱物流公司。

造箱计划逐步落实。目前公司特种箱保有量约29000只(包括已出租的2900只汽车箱),未来三年已有造箱计划包括3500只干散货箱、1500只化工箱、1000只水泥箱、2000只沥青箱、400只冷藏箱等,预计2013年公司特箱保有量将在4万只上方,且未来进一步的造箱计划仍然值得期待。

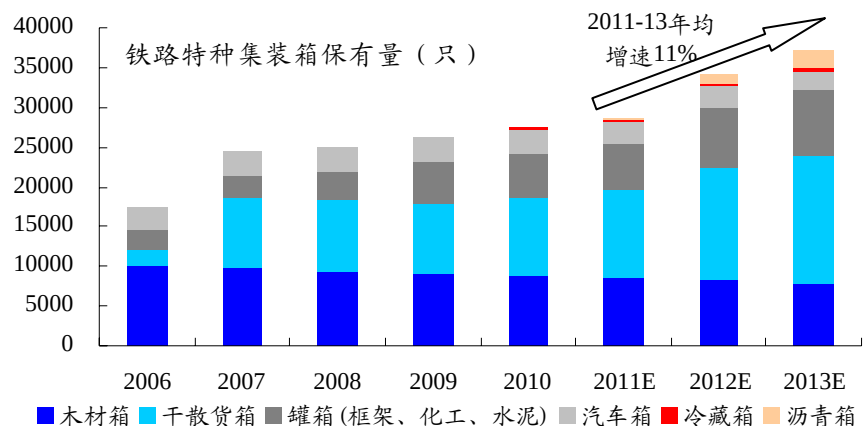
此次所造箱型预计于 2012 年上半年陆续投放。预计 2012 年特种箱保有量将达到 37450 只，剔除汽车箱因素，保有量同比增幅达到 35%。特箱潜在需求空间巨大，公司造箱计划依托于客户要求并略打折扣，整体进取而不失稳健；新技术亦使得新特箱折旧普遍由 8 年延长至 12-15 年。

表格 1：公司 8 月公布造箱计划

箱型	数量	金额（亿）	单箱造价（元/只）
干散货箱	3500	1.15	32857
不锈钢罐箱	1500	3	200000
沥青箱	2000	2.4	120000
合计	7000	6.55	93571

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 3：公司铁路特种箱保有量保守预测



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

表格 2：特种箱应用及主要客户

特种箱型	运输产品及主要客户
木材箱	可装运 4 米、8 米、12 米的原木、管材等长大货物； 具有载重量大、装卸方便、空箱可折叠回送、运输安全等特点； 主要用于满洲里、绥芬河口岸以及东北地区的木材运输。
干散货箱	主要用于装运矿砂、焦炭、硫磺、氧化铝、粮食等散装货物。
轻油罐箱	可运输润滑油、植物油以及其他非危险液体货物； 设计新颖、运输安全，充分利用标准集装箱的容积； 应用在全国各地，客户有中石油、中石化、中联油公司下属的多家炼油厂和销售公司。
水泥罐箱	可装载无水份、无腐蚀性的粉状、颗粒状散装水泥等物料； 集包装、运输、仓储于一体，可实现散装水泥的“门到门”运输，具有装重量大、装卸方便、保证货物品质、货物损耗几乎为零、节约包装费用、环保等特点； 应用在全国各地，主要用于江西、福建及四川等水泥生产大省和需求大省间的散装水泥运输。
化工箱	可运输乙醇等化工品和葡萄汁等食品原料； 主要客户包括张裕葡萄酒等。
冷藏箱	可运输速冻食品、乳制品、肉制品、冰淇淋； 主要客户包括三全食品、湾仔码头等。
汽车箱	双层汽车集装箱主要针对进口汽车零散运输，板架式汽车集装箱主要针对微型汽车、轻型货车及农用车运输； 公司已经将汽车集装箱租赁给中铁特货经营，租金按季度清算。

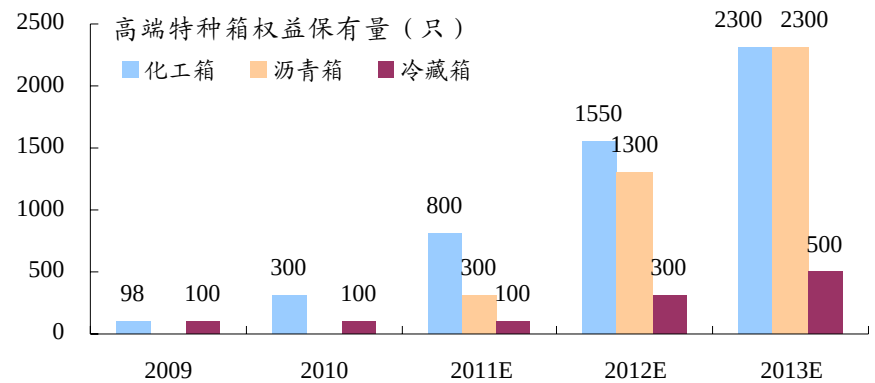
数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2.2. 依托大客户，推进高端箱型

高端特种箱是战略发展重点。基础干散货箱型保持较快增速基础上，此次公司 6.55 亿元造箱计划中 5.4 亿元集中于高端特种箱，这意味着更高的使用费率和更富经济效益业务领域的拓展和深化。公司特种箱业务战略是协调发展各箱型、积极拓展高端箱型，未来相关造箱计划仍可期待。

高端特种箱基数低，依托大客户开拓市场。高端箱型发展时间较短，目前保有量偏少，初期公司主要通过大客户战略来发现市场、培育市场。其中冷藏箱客户主要包括伊利、蒙牛等乳制品企业，三全、湾仔码头等速冻食品企业。化工箱客户主要是张裕葡萄酒（从新疆运葡萄汁至山东），公司正积极推进与国内大中型红酒企业展开合作。

图 4：高端特种箱保有量预测



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 5：20 英尺不锈钢框架罐式集装箱



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 6：45 英尺冷藏集装箱



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2.3. 拓展重去重回和班列服务，线下物流收入高增长

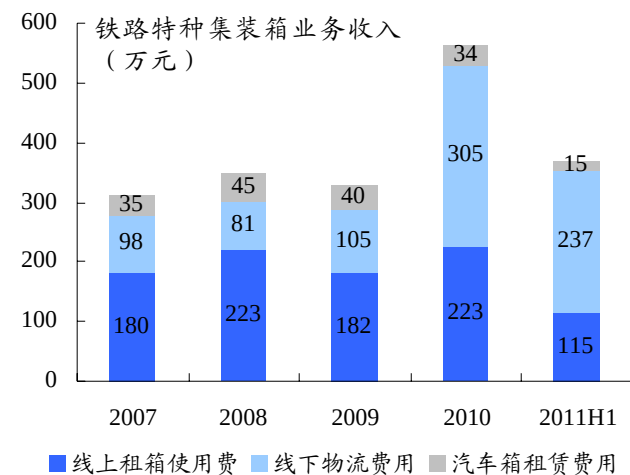
公司铁路特种箱业务分为三种模式：一是通过铁路特种箱资产在铁路线上经营，收取特种箱使用费；二是通过提供铁路特种箱铁路两端线下物流服务，获得物流服务收入；三是将 2961 只汽车箱租赁给中铁特货经营，收取租金。其中线上租箱使用费与公司特种箱保有量等因素相关；汽车箱租赁费用基本保持稳定。

重去重回与班列服务与全程物流相得益彰。拓展线下物流业务意味着市场化运营方式和产业链上更多利润环节的內化，公司正逐渐由单纯的租箱业务大幅度转向全程物流，新造箱型也将全部投入此项业务。公司一方面积极寻找更多适箱货源，实施“重去重回”；一方面随着大客户的开拓和运能释放，尝试开通物流班列。

运力逐渐释放背景下，开展重去重回和班列服务能够显著提升特种箱周转率和整体收入水平，同时公司特种箱线下物流收入将保持高速增长。伴随特种箱保有量增长及大客户拓展，预计未来三年特种箱线下物流收入年均增速将在 50% 以上。

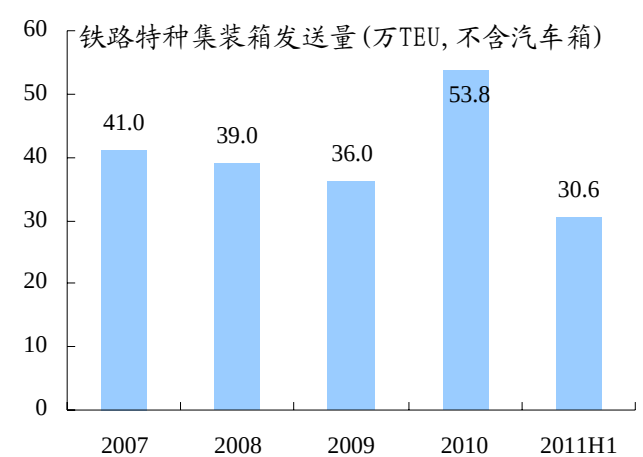
2011 年上半年公司完成特箱发送量 30.56 万 TEU，同比增长 17.6%；单箱周转效率由同期 20 次提升至 23 次。中期公司特箱收入 3.68 亿元，大幅增长 75.6%，其中线下物流收入近 2.4 亿，同比大幅增长超过 200%，维持了 2010 年下半年以来高增长态势，收入占比提升至 64%。

图 7: 2011H1 特种箱线下物流收入同比增长 214%



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 8: 2011H1 特种箱发送量同比增长 17.6%



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2.4. 特箱中长期空间巨大，市场化改革利大于弊

我国铁路集装箱化率远低于发达国家，铁路特种箱发展是现代物流大势所趋，相关产业西移亦提供了积极的经济地理背景。历史上公司特种箱发展较明显受制于两个核心因素：铁路运能紧张、专用装载设备等辅助基础设施落后；未来这两个制约因素有望逐步缓解。

- 两端物流和特箱线上运输相辅相成，放大市场需求和资产效益。
- 2012-2013 年“四纵四横”高铁网络逐步形成；铁路货运能力的释放一方面有助于公司新造特种箱的审批及投放，一方面可提升特种集装箱的周转组织效率和盈利能力。当下高铁骨干网络建设进程也出现一定波折，中期而言仍是高确定性事件。
- 铁路“十一五”规划在全国范围内，建成以 18 个铁路集装箱中心站为枢纽的铁路集装箱运输支撑体系。由于投资额大（5-10 亿元/站），叠加宏观经济和铁路运力不配合，截至目前建成 9 个中心站，其他仍处在决策流程。预计 2015 年左右全部建成后，18 个中心站最大办理能力可达到约 3000 万 TEU/年，届时特箱货源疏集网络效

应将大幅释放。

- 公司中短期内具有政策垄断经营优势，虽然铁路部门改革不排除五到十年之后取消公司全国特种集装箱的垄断经营权，但大股东在全国建立的 18 个铁路集装箱中心站、及全国货运物流市场的开拓将为公司奠定先发市场优势和规模优势。

3. 沙鲅铁路瓶颈将打开，仍是业绩重要支撑

预计明年 6 月沙鲅线扩建完成；运能将提升 85%。沙鲅铁路与哈大线在沙岗车站接轨，终止于营口港前站鲅鱼圈车站，线路全长 14.17km，该线是营口港的疏港经路，是港口与路网连接的重要出海通道。公司于 2005 年底出资收购沙鲅铁路；2008 年实施一期改造后，沙鲅线运能由原来的 2400 万吨扩建为 4600 万吨；沙鲅线二期改造工程已于 2011 年 9 月开通，预计将于 2012 年 6 月完成，扩建后运能达到 8500 万吨。目前沙鲅线的运能利用率已接近 140%，运能瓶颈严重制约运量增长，2012 年二期改造工程完成后，中期运能瓶颈将打开。

沙鲅线运量增速取决于运能瓶颈和营口港货物吞吐量增速。由于铁道部每年会适当提高铁路货物运输费率，近几年沙鲅铁路货运收入增速远高于运量增速，预计未来几年这种状态仍会维持。沙鲅铁路运量增速主要取决于自身运能瓶颈和营口港货物吞吐量增速。营口港是辽宁中部城市群（营口、盘锦、鞍山、辽阳、沈阳、本溪、抚顺等）的最近入海港口，受益于东北老工业基地区域振兴，预计营口港未来几年货物吞吐量增速在 15% 以上，而沙鲅铁路运量占营口港货物吞吐量比例将将在 2 期投产后止跌回升、实现突破运能桎梏后的快速增长；更远的时间区间里沙鲅铁路运量增速与营口港货物吞吐量增速大致相当。

开展运贸一体化旨在增加运输收入。公司从仅提供铁路运输服务向“贸易+运输”拓展，贸易品种主要涉及煤炭、粮食等。运贸一体化业务的贸易部分虽然微利，但可完善产业链、为沙鲅线增加运量，进而增加运输服务收入。

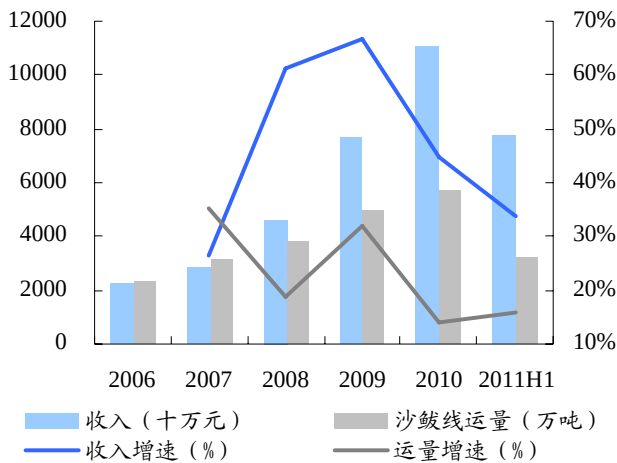
2011 上半年沙鲅线实现收入 7.8 亿元，同比增长 34%；完成到发量 3236 万吨，同比增长 15.7%。运量增长摊薄成本和运贸收入增速放缓结构性因素使得营业利润率增长 3 个百分点至 30.4%。

图 9：沙鲅铁路示意图



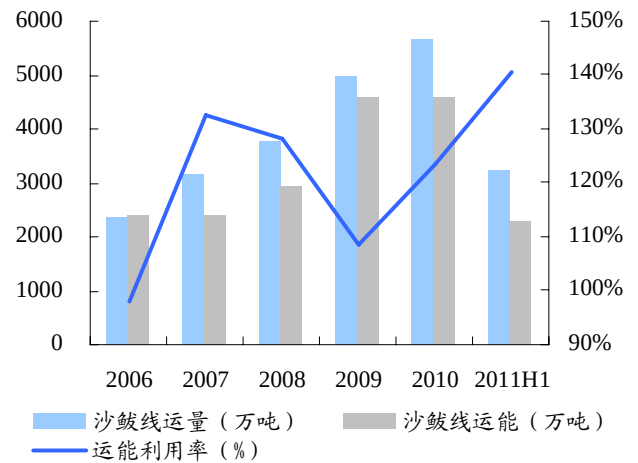
数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 10: 沙鲛线货运收入增速高于运量增速



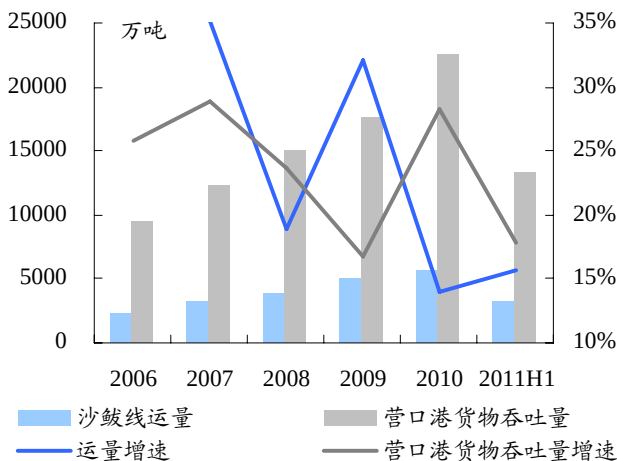
数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

图 11: 沙鲛线运能利用率超 100%



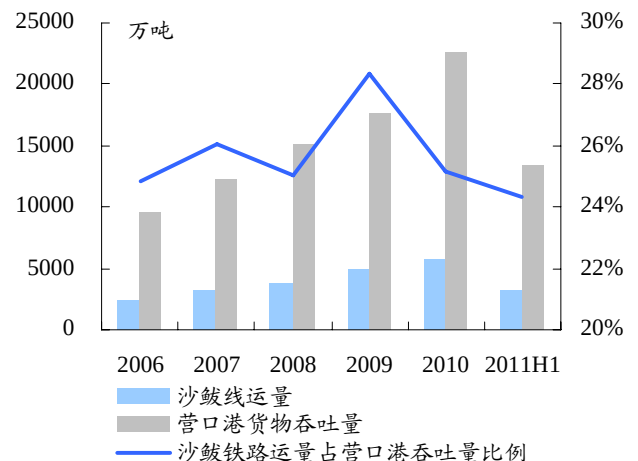
数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

图 12: 沙鲛线运量增速与营口港货物吞吐量增速相当



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

图 13: 沙鲛线运量占营口港吞吐量比例较稳定



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

4. 连海金源项目收入约 10 亿 将在今明两年结转

公司房地产项目包括大连市连海金源项目和太原市枣园地块项目, 其中连海金源项目已于今年 7 月开始预售, 并可在年底竣工交房。受房地产政策调控影响, 连海金源项目开盘两个月内销售情况不佳, 预计年底前可售出约 30%。若按销售均价 10000 元/平方米、毛利率 45% 计, 今年连海金源项目可贡献收入 3 亿元、毛利润 1.35 亿元。

表格 3: 房地产项目一览

项目名称	所属	进度	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	销售均价 (元/平米)
连海金源项目	辽宁省大连市	预计 11 年底竣工。 于 11 年 7 月开始预售;	4.09	10.00	10000
枣园地区 C-07-1 地块	山西省太原市	预计 12 年 3 月竣工。 未开始预售。	15.63	18.76	-

数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

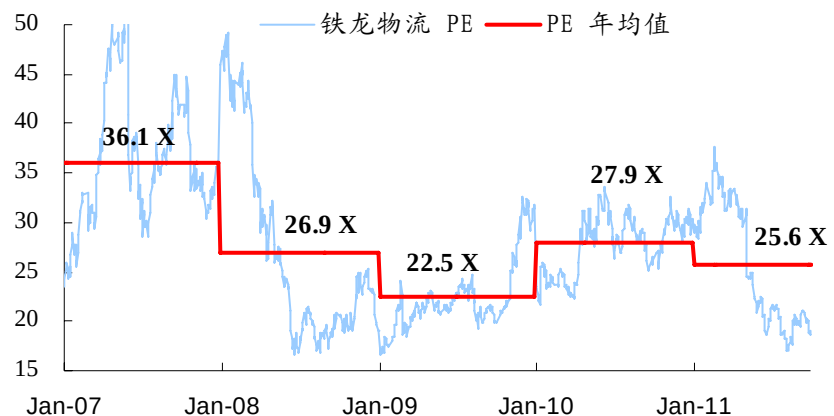
5. 盈利预测与估值: 目标价 11.5 元, 增持评级

公司战略定位于“以铁路特种集装箱运输为主体的、全国性的、网络型的现代物流企业”，低基数、潜在增长空间巨大的特箱业务是公司长期看点、铁路货运是中期公司业绩现实重要支撑、房地产业务则归类于业绩维稳范畴。

- **铁路特种集装箱箱业务:** 预计 7000 个新造箱在 2012 年上半年陆续投入使用; 2011 年初批准的 500 个冷藏箱在 2012-13 年投入使用。周转率提高和高端箱快速增长使得线上租箱使用费增速明显快于特箱保有量增速; 线下物流费用未来三年保持 50% 以上增速。
- **铁路货运及临港物流业务:** 沙鲛铁路二期改造将 2012 年 6 月完成后, 运能将由 4600 万吨扩建为 8500 万吨, 运能提升幅度达 85%。
- **房地产业务:** 预计连海金源房地产项目销售收入约 10 亿元, 将在今明两年结转; 太原枣园地块储备保障了房地产业务的持续性。

给予公司“增持”评级, 目标价 11.5 元。预测公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.47、0.61、0.78 元, 对应动态市盈率分别为 20.4X、15.8X 和 12.3X; 纵向比较, 目前市盈率处于历史较低水平。中长期看好公司特种箱及全程物流发展前景, 今年以来的调整已在相当程度上反映了铁路改革蕴含的不确定性和高估值风险。

图 14: 铁龙物流历年 PE



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**宋伟亚:**

执业资格证书编号: S0880511050001

电话: 0755-23976003

邮箱: songweiya009360@gtjas.com

崔书田（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110090084

电话: 021-38674703

邮箱: cuishutian008426@gtjas.com

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		