

雪人股份 (002639)

国内制冰设备领域的领跑者

——新股询价定价分析报告

	王帆	吕娟
	021-38674747	021-38676139
	wangfan009494@gtjas.com	lvjuan@gtjas.com
编号	S0880511040001	S0880511010047

本报告导读:

公司是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一。公司在工业制冰设备制造领域处于绝对的领先地位。

投资要点:

- **基本情况:** 公司是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一。产品在冷链、混凝土降温、矿井降温、蓄能调峰等领域广泛应用。此次发行前公司总股本为 12000 万股,拟发行股份 4000 万股,拟发行股份占发行后总股本比例为 25%。
- **需求分析:** 制冰机应用范围广,行业尚处起步阶段。从未来国内食品加工、商超物流、降温节能、建筑化工、能源等领域投资增长等方面和国际市场进口替代的方面,制冰机行业都有很大的发展空间。
- **行业地位:** 公司在国内制冰机市场的市场综合占有率名列第一,2010 年市场占有率为 6.61%,在工业制冰设备制造领域处于绝对的领先地位。公司是少数几家能够在国际市场上向欧洲、美国、日本等国际优势品牌制冰设备制造企业竞争,并在部分地区占据了相当规模市场份额的中国企业之一。
- **竞争优势:** 公司系统设计技术国内领先、国际一流;具有独特的系统技术研发模式。具备完善的全产品配套能力。“SNOWKEY”品牌在国内外制冰设备制造行业中已经具有了很高的品牌认可度。
- **募集资金项目:** 公司拟募集资金 4.3 亿元投向高效节能制冰系统生产基地建设和技术研发中心建设两个项目。其中高效节能制冰系统生产基地建设项目总投资 3.8 亿元,项目建设期为 2 年,项目完全达产后可实现销售收入 40,370 万元,年税后利润 9,802.67 万元。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.56、0.84、1.15 元。基于 2012 年业绩预测和 23-25 倍首发 PE,建议询价区间 (19.2,20.9)元;基于 2012 年业绩预测和 28 倍 PE,上市后合理价格为 23.41 元;上下浮动 10%,上市首日定价区间为(21.1,25.8)元。
- **风险提示:** 技术工艺泄密的风险、市场拓展的风险、汇率波动的风险。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	200	266	307	433	596
(+/-)%	5.1%	33.3%	15.4%	41.1%	37.6%
经营利润 (EBIT)	81	94	104	155	214
(+/-)%	9.5%	16.9%	10.0%	49.3%	38.2%
净利润	70	80	90	134	184
(+/-)%	14.6%	13.7%	12.2%	49.0%	37.5%
每股净收益 (元)	0.44	0.50	0.56	0.84	1.15
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

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

建议询价区间

19.20-20.90

上市首日定价区间

21.10-25.80

2011.11.16

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	12,000
本次拟发行量 (万股)	4,000
发行日期	2011.11.17
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	国都证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.68
净资产收益率 (%)	10.0%
资产负债率 (%)	27.6%

主要股东和持股比例

林汝捷	40.92%
陈胜	12.58%
陈存忠	9.43%
赵建光	3.98%
林诚明	3.07%
其他自然人股东	2.81%
陈亮	2.50%
贾国飏	2.40%
李文军	2.40%
叶铃	2.40%

1. 公司基本情况

1.1. 简介

公司前身为成立于 2000 年的长乐市雪人制冷设备有限公司，2009 年 10 月整体变更为股份有限公司。公司是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一。主营业务为制冰、储冰、送冰设备及制冰系统的研发、生产和销售，以及冷水设备、冷冻、冷藏、空调、环保等制冷相关产品的设计、生产及销售。公司的实际控制人为公司第一大股东林汝捷先生，本次发行后，其直接持有公司 30.69% 的股份。

此次发行前公司总股本为 12000 万股，拟发行股份 4000 万股，拟发行股份占发行后总股本比例为 25%。

表 1：发行前后主要股东持股情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
林汝捷	4910.4	40.92%	4910.4	30.69%
陈 胜	1509.6	12.58%	1509.6	9.44%
陈存忠	1131.6	9.43%	1131.6	7.07%
赵建光	477.6	3.98%	477.6	2.99%
林诚明	368.4	3.07%	368.4	2.30%
陈 亮	300	2.50%	300	1.88%
叶 铃	288	2.40%	288	1.80%
李文军	288	2.40%	288	1.80%
贾国飏	288	2.40%	288	1.80%
上海科宝股权投资 有限公司	288	2.40%	288	1.80%
其他 14 名自然人	2150.4	17.92%	2150.4	10.75%
本次拟发行股份	—	—	4000	20.00%
合计	12000	100.00%	16000	100.00%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

1.2. 主营业务分析

1.2.1. 主要产品及用途

公司主要产品包括制冰系统、片冰机、冷水机、其他制冰设备及制冰系统辅助设备 etc 四大类，在食品加工、商超物流、远洋捕捞等行业的冷链建设领域，包括水利水电、核电、建筑工程等行业在内的混凝土降温领域，矿井降温等人工环境领域，蓄能调峰等节能环保领域，以及精细化工行业反应釜降温、人工冰雪、食用冰、家用、制药医疗等领域广泛应用

表 2：公司主要产品及功能

产品分类	产品名称	主要功能
制冰系统		1) 混凝土冷却
		2) 矿井降温

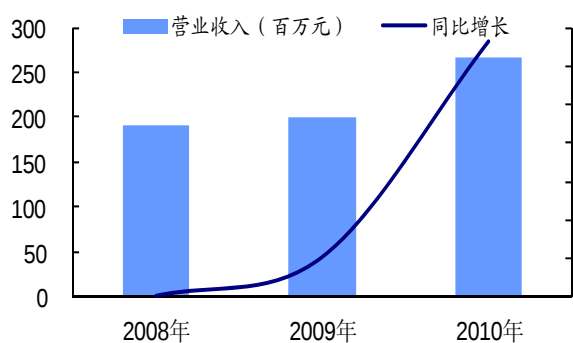
		3) 冰蓄冷中央空调
		4) 冷链物流
		5) 食品加工
		6) 食用冰或冰镇
		7) 人工造雪
		8) 化学反应釜降温
		9) 冰雕
片冰机		保证快速连续出冰，工业用途广
冷水机		广泛应用于食品加工、精细化工、冷链物流、核电、水利水电、建筑、制药医疗等工业制冷领域。
其他制冰设备	冰蓄能设备	适合用于负荷比较集中，变化较大的场合。
	板冰机	工业降温及食品运输。
	块冰机	用于冷链、长途运输；冰雕
	管冰机	主要用于食用、食品加工。
制冰系统辅助设备	PU 保温冰库	为制冰系统配套；食品、医药、农产品等的保鲜冷藏、速冻。
	蒸发式冷凝器	大型制冰机及制冰系统的辅助设备
	压冰机	压冰机被广泛用于需要将片冰、管冰等碎冰压成块冰的渔业、食品业等。
	螺旋空冷器	矿井降温、压缩空气冷却

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

1.2.2. 收入及利润分析

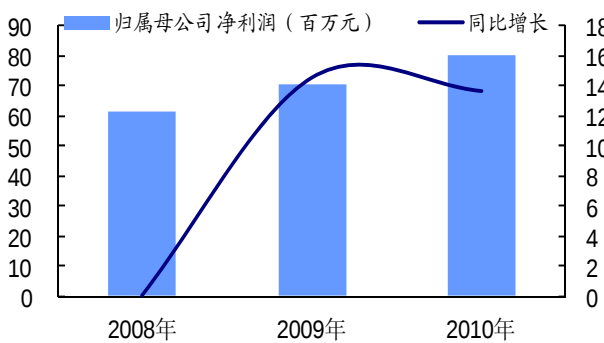
2008-2010 年，公司收入平均增长率为 19.17%，归属母公司净利润平均增长率为 14.11%。2010 年度，制冰成套系统占公司主营业务收入的比重为 55.69%，是公司收入的主要来源。

图 1：公司近三年收入及增速



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

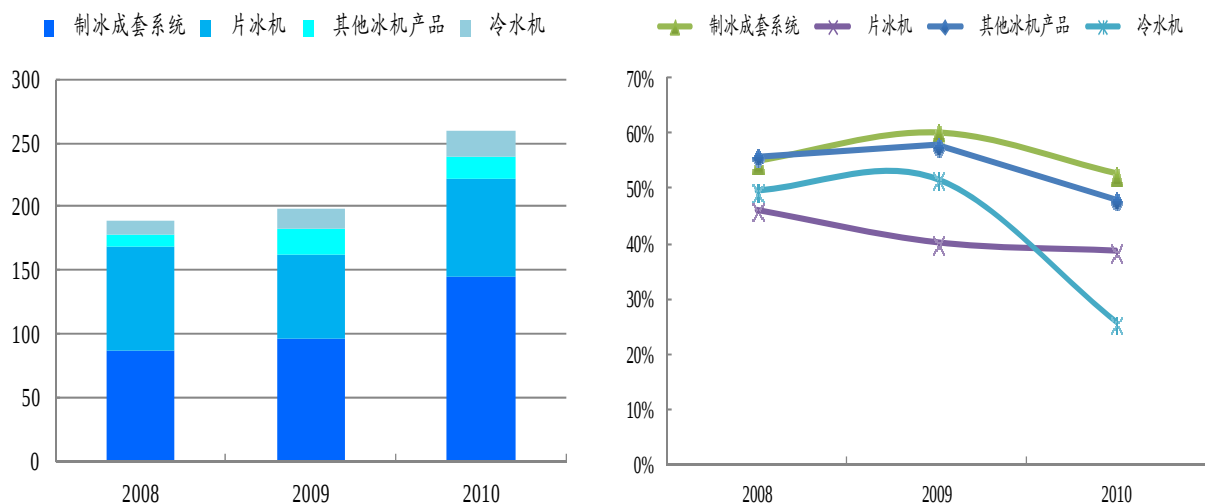
图 2：公司近三年利润及增速



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

图 3：公司主要产品收入分布

图 4：公司主要产品毛利率



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

公司产能增长率较慢。2009 和 2010 年产能增长率分别为 15.21% 和 23.25%。2008-2010 年, 公司主要产品的产能利用率分别为 127.69%、101.47%、114.76%, 产能十分紧张。主要产品的产销率也都在 90-100%之间。

表 3: 主要产品产销率

项目		2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
产能 (台/套)	制冰系统	35	35	25	20
	片冰机	1200	1200	1100	1000
	冷水机	40	40	20	20
	其他制冰设备	50	50	40	40
产量 (台/套)	制冰系统	10	44	29	27
	片冰机	544	1264	1011	1236
	冷水机	25	36	14	26
	其他制冰设备	41	58	38	47
产销率	制冰系统	160.00%	90.91%	100.00%	92.59%
	片冰机	98.53%	95.09%	104.85%	92.39%
	冷水机	100.00%	94.44%	171.43%	57.69%
	其他制冰设备	90.24%	91.38%	118.42%	72.34%
产能利用率			114.76%	101.47%	127.69%
产能增长率			23.25%	15.21%	

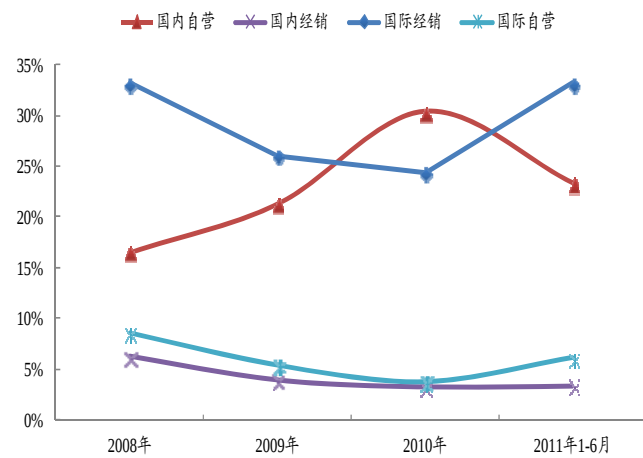
数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

1.2.3. 客户分析

公司产品销售同时面向国内市场和国际市场, 两个市场分别存在自营销售与向经销商销售两种模式。国内市场销售模式是以自营销售为主, 向经销商销售为辅, 公司设有专门的市场开发部, 主要以行业开拓为主。2010 年, 国内自营和经销的前五大的客户主营业务收入占比分别为 30.45%和 3.36%。国际市场销售模式是以向经销商销售为主, 自营销售为辅, 主要以地区开拓为主。2010

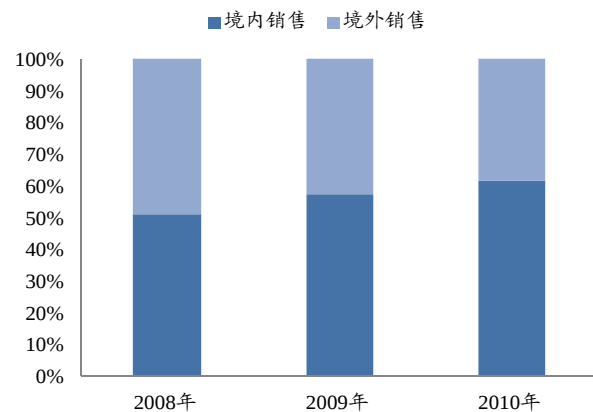
年, 国际市场营销和自营的前 5 大客户的占比分别为 24.29% 和 3.77%。

图 5: 前五大客户销售收入占比



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

图 6: 各类产品前五大客户占比



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

2. 需求分析

2.1. 制冰机应用范围广 行业尚处起步阶段

制冰设备制造行业涉及的下游行业包括能源、环保、节能、水利水电、物流、零售以及农业产品加工等行业, 应用范围非常广泛。

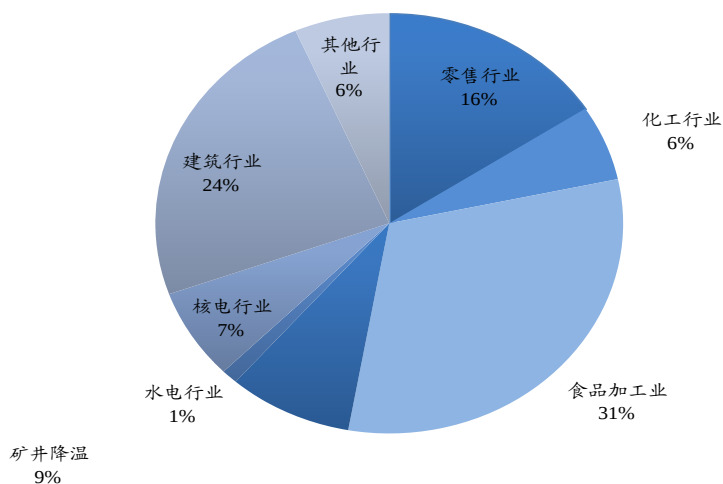
但我国制冰设备行业起步较晚, 本土制冰设备制造企业规模小、数量少。据 2009 年不完全统计, 国内工商业制冰机市场总需求量超过 20 亿元人民币, 其中工业用制冰机及系统需求量约为 12 亿元人民币, 商业制冰机需求量约为 8 亿元人民币。而全球市场容量在 170-200 亿元, 主要市场份额掌握在进入市场较早的美国、德国、日本、意大利、法国等发达国家的品牌制冰设备制造企业手中。

从未来国内食品加工、商超物流、降温节能、建筑化工、能源等领域投资增长等方面和国际市场进口替代的方面, 制冰机行业都有很大的发展空间。

2.2. 下游应用领域将会不断延伸

伴随我国现代化工业水平提高、经济水平稳定增长、制冰制冷设备应用领域延伸及下游行业发展, 制冰设备制造行业市场始终维持快速增长趋势。食品加工、煤炭采掘、水利水电、环保行业、食品加工、精细化工、冷链物流、核电、建筑等行业的不断发展以及制冰设备应用领域的不断扩展, 对工程质量及自动化水平要求不断提高, 工业制冰机的需求不断增大。

图 7: 2010 年公司收入下游应用领域占比



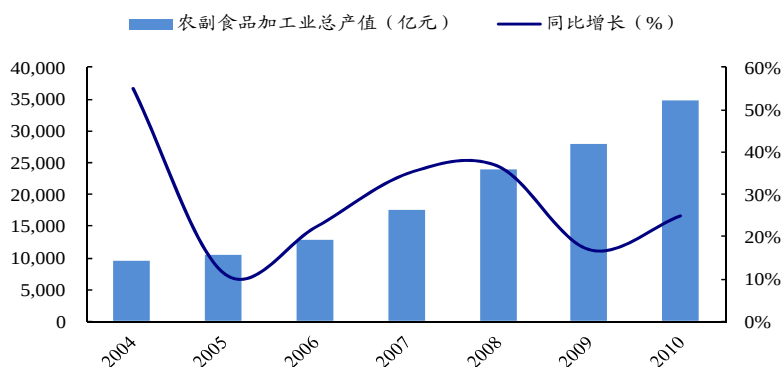
数据来源：招股书、国泰君安证券研究

2.2.1. 制冰机需求伴随冷链重视度提高而增长

制冰机可以运用在冷链的加工、流通和销售环节。在食品加工领域，每一个生产环节工艺都有着严格的要求。冰冷加工成为畜禽屠宰及食品预冷、肉制品加工、水产品加工的主要手段。根据国家要求，家禽屠宰螺旋预冷槽里的水温要控制在 0°C - 4°C ，仅通过冷水机对水温进行冷却无法达到国家要求，所以在实际生产过程中还必须往预冷槽里加入大量的片冰用以控制水温；另外，现代化的禽类加工（尤其是肉鸡加工）工艺流程中，胴体预冷工序必需加冰才能保证达到温度要求。为了保证肉类产品及水产品的新鲜，在加工过程中会用到大量的冰。在加工过程中，将符合卫生标准的片冰掺入肉制品或水产品，以达到降温、保鲜、防止细菌滋生的目的。

我国食品冷加工尚处于发展阶段，制冷设备老旧，冷链建设不完善，冷藏运输仍是薄弱环节，《食品工业“十一五”发展纲要》所制定的政策规划仍将较长期的持续，对未来制冰设备制造企业的发展提供了广阔的空间。

图 8：农副食品加工业产值及同比增速



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

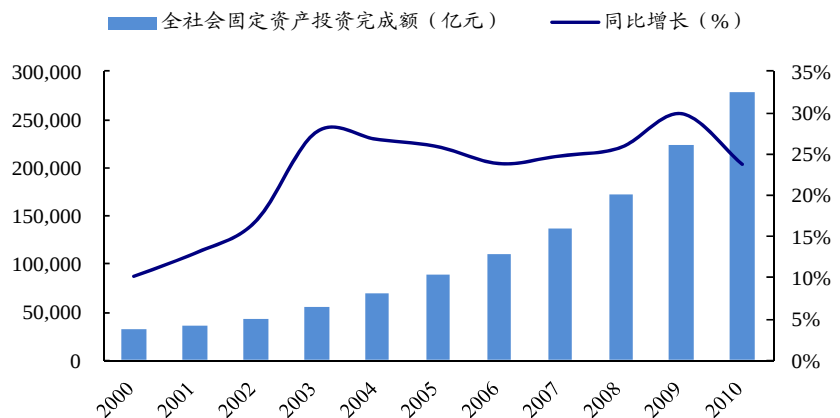
制冰机还可以用在超市及各大卖场的生鲜产品的保鲜，目前在超

市行业中应用的制冰机主要为片冰机。片冰机占地面积小，无土木工程，耗电低，产冰成本比传统用冰要节省 60%。目前，中国超市行业用制冰机很多种产品类型，日产冰量 0.5-6.0T/D，片冰厚度 1.6-2.5mm。近年来，随着中国经济的发展，人均收入的逐渐提高，城市化进程不断加速，中国超市行业以近 16.2% 的年均复合增长率高速增长，销售额从 2005 年的 3,110 亿元增加到 2009 年的 5,670 亿元。水产品陈列的保鲜需求仅需一台（套）制冰机集中制冰，一个超市使用制冰机的数量不多，但每个超市基本上都需配备，因此，零售业对制冰机的需求主要来自于门店数扩张。我国超市近几年门店数量增长速度较快，对制冰设备制造行业具有很大的促进作用。

2.2.2. 受益基建投资长期增长

在建筑行业，制冰设备的主要作用是混凝土搅拌降温，消除温度应力，防止砼体出现温度裂缝。制冰设备下游的建筑行业包括水利、水电、高铁及桥梁、高层建筑等大型建筑物的建设，我国基础建设投资的长期增长为我国具有工业制冰设备的企业带来了良好的发展前景。

图 9：全社会固定资产投资完成额及增速



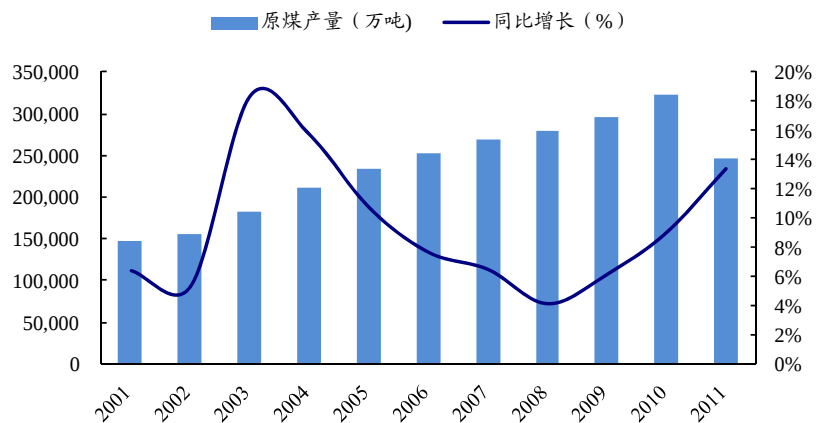
数据来源：招股书、国泰君安证券研究

2.2.3. 矿井降温领域潜力巨大

在深井开采条件下，地温不断升高，热害以及有毒有害气体、粉尘的危害也日益增大，严重影响作业工人的身心健康及工作效率，甚至很可能导致一些矿井恶性事故的发生。我国 2005 年 1 月 1 日起实施的新《煤矿安全规程》规定，生产矿井采掘工作面空气温度不得超过 26℃，机电设备硐室的空气温度不得超过 30℃。截止 2008 年 7 月，我国煤矿存在高温的矿井有 180 余对，随着开采深度的不断增加，高温热害影响着越来越多的矿井。煤矿深井降温技术正成为国内外矿井安全的一个重要领域。

预计 2011 年国内煤炭产量将达到 37.4 亿吨。国内目前急需要进行实施矿井降温的矿井约 80 多家，冰冷却矿井降温市场规模将可达 10-20 亿元，这公司这种已经开拓了煤矿行业的制冰设备制造企业带来良好的发展前景。

图 10：我国近年各年度原煤产量及增速



数据来源：招股书、国泰君安证券研究

2.2.4. 冰蓄能技术发展符合国家战略

冰蓄能技术能够直接配合国家电力能源战略，起到移峰填谷的作用，属于制冰设备应用范围的一大延伸方向。

电力供需缺口严重制约工农业生产发展和投资环境。为了均衡用电，削峰填谷，从 70 年代能源危机后，世界各国都相继实行峰谷电价政策，有的地区峰谷电价差达到 10 倍。

国内冰蓄能技术近年迅猛发展，截止到目前，使用中央空调建筑物的蓄冷项目已经有 600 多个。但是，相对于每年 3,000 亿-5,000 亿元中央空调市场来说，冰蓄冷市场份额还很小。相关统计数据显示，2009 年，我国冰蓄冷空调市场需求量仅有 15 亿元左右。2011 年 1 月 1 日，由国家发改委、工信部、财政部、国资委、电监会、国家能源局等六部门共同制定的《电力需求侧管理办法》正式开始执行，以及以后 3 万平方米以上的建筑都要有蓄能设备，这对于冰蓄能市场来说，此政策将撬动市场甚至直接改变其未来走势。根据《中国制冰机行业研究》，目前我国每年新增的公共建筑面积约为 3 亿平方米，中国“十二五”期间冰蓄能市场价值约为 2,000 亿-4,000 亿元。2011 年后冰蓄能行业将会呈现爆炸性增长。

3. 公司的行业地位及竞争优势分析

3.1. 公司行业地位

公司在国内制冰机市场的市场综合占有率名列第一，2010 年市场占有率为 6.61%。公司在工业制冰设备制造领域处于绝对的领先地位。在高端商业制冰机领域公司也享有较高的市场份额，在零售等行业细分市场中名列前茅。

国际市场上，我国制冰设备制造企业在各地区国际市场中的市场份额相对较小，公司是少数几家能够在国际市场上向欧洲、美国、

日本等国际优势品牌制冰设备制造企业竞争，并在部分地区占据了相当规模市场份额的中国企业之一。

#

表 4：公司近 2 年国内市场占有率

项目	2010 年	2009 年
内销主营业务收入	15,856.73	11,378.05
市场总量	240,000	200,000
市场占有率	6.61%	5.69%

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

3.2. 公司竞争优势

3.2.1. 技术优势

公司自设立起，始终致力于工业及高端商业制冰机及制冰系统的研发、设计、制造和创新，拥有各式制冰设备的核心技术；并自行总结了多项国内先进的生产加工工艺。公司的核心技术达到国内领先、国际一流水平，是公司引领国内制冰设备行业发展方向、参与国际市场竞争的重要保证。

公司系统设计技术国内领先、国际一流；具有独特的系统技术研发模式。申请成立了由国家标准化委员会批准的全国冷冻空调标准化技术委员会所属的制冰机工作组，并受商务部授权负责起草相应的行业标准。

3.2.2. 产品系列完善

公司是国内同行业产品系列最为完善的制冰系统供应商，公司产品分为四大类 20 个系列 140 余种规格，能够适应各种工况、环境、制冷剂及客户的需求，提高公司设计、供货、售后服务的反应速度，具有很强的市场适用性。完善的全产品配套能力，使公司具有较为明显的竞争优势。

3.2.3. 品牌及销售网络优势

公司“SNOWKEY”品牌在国内制冰设备制造行业中已经具有了很高的品牌认可度，在国际市场上已与国外优势品牌制冰设备制造企业展开竞争。

公司的销售与服务网络建设完善，在重点销售地区设立了办事处或拥有优质经销商。公司产品出口到 30 多个国家及地区，在西亚、非洲、南美洲、大洋洲等出口地区设有国外销售与服务办事处，同时在东南亚、西亚、欧美等地区拥有多家经销商；并在福州、广州、湛江、成都、武汉、上海、青岛、北京、大连、郑州、杭州等地设有办事机构，销售及售后服务网络辐射全国各大中城市。

4. 募投项目分析

公司拟募集资金 4.3 亿元投向高效节能制冰系统生产基地建设和技术研发中心建设两个项目。其中高效节能制冰系统生产基地建设项目总投资 3.8 亿元，项目建设期为 2 年，2013 年将正式投产。

公司将采用先进的制冰系统设计理念和加工技术，建设高效节能制冰系统生产基地，形成年产制冰系统扩产 43 套、工业制冰机 580 台、商业制冰机 850 台、冷水设备 100 套的生产能力，合计新增制冰设备产能合计为 1,573 台/套，达产后制冰设备产能合计为 2,913 台/套。项目完全达产后可实现销售收入 40,370 万元，年税后利润 9,802.67 万元。

表 5：募集资金投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	项目收益		财务评价指标	
			达产后 年收入	达产后年利润总额	内部收益率	投资回收期（年）
1	高效节能制冰系统生产基地建设项目	38,000	40,370	13,070.23	28.47%	5.33
2	技术研发中心建设项目	5,000	-	-	-	-
	合 计	43,000	-	-	-	-

数据来源：招股书、国泰君安证券研究

5. 盈利预测与投资建议

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.56、0.84、1.15 元。目前上市公司中从事制冷相关设备生产的主要有烟台冰轮、大冷股份、汉钟精机 3 家，3 家公司 2012 年的估值在 19-22 倍左右，考虑公司所处的制冰机行业处于起步阶段，公司产品下游所涉及工业、商业领域均具有很好的成长潜力，可给予相对较高的估值。基于 2012 年业绩预测和 23-25 倍首发 PE，建议询价区间(19.2,20.9)元；基于 2012 年业绩预测和 28 倍 PE，上市后合理价格为 23.41 元；上下浮动 10%，上市首日定价区间为(21.1,25.8)元。

表 6：可比上市公司盈利预测及估值

		EPS（元）				PE				20111111 日 股价(元)
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
000530	大冷股份	0.29	0.43	0.48	0.60	37.31	24.7	22.2	17.7	10.64
000811	烟台冰轮	0.36	0.47	0.68	0.91	38.11	28.9	20.0	15.0	13.60
002158	汉钟精机	0.63	0.74	0.93	1.18	29.33	25.0	19.9	15.7	18.47

数据来源：wind、国泰君安证券研究

6. 风险提示

6.1. 技术或工艺泄密的风险

公司在长期研发及生产制冰设备过程中，形成了多项专利技术、专有技术及技术诀窍。公司所拥有的上述公开与未公开的技术或工艺形成了公司的核心竞争力，保障了公司在行业中保持领先地位，是公司控制生产成本和产品质量的关键要素。公司已拥有 39 项专利。虽然公司对部分技术申请了专利，但由于部分技术特别是专有技术和技术诀窍不适合申请专利，无法获得专利保护，该部分不能申请专利的专有技术和技术诀窍对公司产品的品质及稳定性起着重要的作用。公司存在因核心技术人才流失而给公司带来技术研发、生产经营及销售投标等方面的不利影响，形成技

术泄密的风险。

6.2. 市场拓展的风险

募集资金投资项目实施后，公司的产能将进一步扩大，技术研发实力得到加强，响应市场、服务客户的能力也将得到进一步的提高。但在未来进行市场培育的过程中仍会面临一定的不确定因素，产品市场可能会发生变化，将对公司业务发展和经营成果及此次募集资金投资项目的顺利实施，带来一定的负面影响。

6.3. 汇率波动的风险

公司出口产品一般采取“以销定产”模式进行生产，由国外客户下达具体订单之后再组织原材料采购、生产、运输等，与内销产品相比整体周期较长。一般而言，公司出口产品的销售价格在下达订单时确定，在公司出口产品的交货周期内，如果人民币汇率大幅波动将给公司经营成果带来一定的影响。

作者简介:**王帆:**

执业资格证书编号: S0880511040001

电话: 021-38674747

邮箱: wangfan009494@gtjas.com

吕娟:

执业资格证书编号: S0880511010047

电话: 021-38676139

邮箱: lvjuan@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		