

大华农 (300186)

募投纾缓产能瓶颈，13年后收入提速

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
编号 S0880511010013

本报告导读：

规模化养殖将不断增加对动物保健产品/服务的需求。大华农募投项目将在2012年陆续投产，缓解目前产能紧张局面，并在2013年之后使公司相关产品收入增速提高。

投资要点：

- **第三季度业绩环比好转。**大华农2011年前三季度营业收入增长13.9%（第三季度17%）；净利润增长2.2%（第三季度8.93%），环比有所好转。猪蓝耳疫苗价格下降是导致大华农前三季度生物制品增速慢、毛利率降的主要原因。
- **我国养殖行业规模化率将不断提升。**以下三个因素成为出要推动力：1、养殖行业产品价格与成本大幅度波动，规模效应成为客观需求；2、劳动力成本不断上升，散养机会成本大大提高；3、食品安全要求不断提高，规模养殖优势明显。
- **养殖规模化将拉动对动物保健行业的需求。**动物保健行业的未来空间来自以下三点：1、规模化程度仍然偏低（规模化标准明显偏低）；2、规模化养殖比例提高的长期确定性；3、防疫费用与养殖规模正相关，规模化养殖对动物保健行业的产品、服务提出更多高需求。
- **兽药行业概况。**我国兽药行业容量约250亿元，其中生物制品65亿，化药180亿。生物制品中强制免疫品种占54%比例；常规苗占比31%，增长势头良好。生物制品虽然行业容量小，但毛利率，利润丰厚。
- **募投项目缓解产能紧张。**大华农募集资金大多数投向与生物制品相关项目，这些项目将在2012年陆续投产，缓解目前产能紧张的局面。
- **首次评级“谨慎增持”，目标价18元。**我们对大华农2011-13年业绩预测为0.57/0.70/0.88元，估值水平处于动物疫苗细分行业中段，首次给予“谨慎增持”评级，目标价18元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	535	616	693	889	1,150
(+/-)%	11%	15%	12%	28%	29%
经营利润 (EBIT)	138	166	150	199	254
(+/-)%	24%	20%	-10%	33%	27%
净利润	116	138	153	187	234
(+/-)%	29%	19%	11%	22%	25%
每股净收益 (元)	0.44	0.52	0.57	0.70	0.88
每股股利 (元)	0.00	0.40	0.26	0.32	0.39

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	25.8%	26.9%	21.6%	22.4%	22.0%
净资产收益率 (%)	28.0%	25.0%	7.6%	8.8%	10.4%
投入资本回报率 (%)	39.9%	35.5%	24.9%	22.4%	24.3%
EV/EBITDA	25.9	21.5	22.8	17.0	13.1
市盈率	34.6	29.1	26.3	21.5	17.1
股息率 (%)	0.0%	2.7%	1.7%	2.1%	2.6%

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：首次

目标价格：18.00

上次预测：

当前价格：15.04

2011.12.28

交易数据

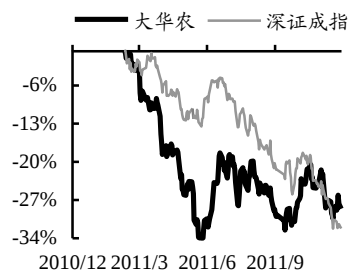
52周内股价区间 (元)	14.20-23.97
总市值 (百万元)	4,016
总股本/流通A股 (百万股)	267/67
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	10

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,982
每股净资产	7.42
市净率	2.0
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.116	0.110
Q2	0.093	0.095
Q3	0.142	0.155
Q4	0.166	0.213
全年	0.517	0.572

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	-4%	0%
相对指数	2%	13%	28%

相关报告

新股定价报告：
《大华农：动物保健领域专家》
2011.02.22

模型更新时间: 2011.12.28

股票研究

必需消费

农业

大华农 (300186)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 18.00

上次预测:

当前价格: 15.04

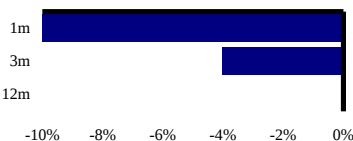
公司网址

www.gddhn.com

公司简介

公司主要从事用于兽药的研发、生产和销售,是国内少有的集兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂与添加剂预混混合饲料为一体的动物保健品企业。公司主要产品包括兽用生物制品、兽用药物制剂以及饲料添加剂及添加剂预混混合饲料三大系列 204 个品种,其中取得国家新兽药证书的产品 6 个,广东省重点新产品 3 个。公司在兽药行业内处于领先地位,被中国动物保健品协会评为“消费者最信赖、生物药品行业十大质量品牌”、“动物保健品行业发展贡献企业”。“大华农”品牌被广东省企业联合会、广东省企业家协会评为“2009 年

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.20-23.97

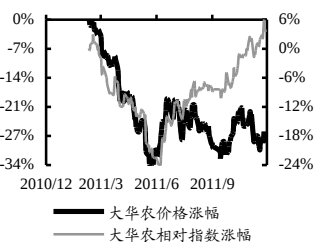
市值 (百万)

4,016

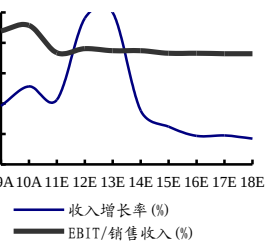
财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表										
营业收入	535	616	693	889	1,150	1,270	1,363	1,438	1,518	1,594
营业成本	269	296	338	432	557	616	666	705	746	783
税金及附加	3	3	4	5	6	7	7	8	8	9
销售费用	53	70	97	124	161	178	191	201	213	223
管理费用	72	79	104	129	173	191	204	216	228	239
EBIT	138	166	150	199	254	279	294	309	324	341
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	5	4	-23	-12	-11	-12	-14	-16	-19	-21
营业利润	133	162	173	211	264	291	308	325	343	362
所得税	19	24	27	33	41	46	48	51	54	57
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	116	138	153	187	234	258	273	288	304	321
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	200	233	1,637	1,515	1,518	1,632	1,778	1,938	2,112	2,301
其他流动资产	158	218	247	316	408	451	486	513	542	569
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	178	227	326	528	607	613	600	585	564	538
无形资产及其他资产	49	48	50	53	55	58	60	61	63	65
资产合计	608	735	2,290	2,470	2,620	2,770	2,937	3,110	3,294	3,485
流动负债	172	177	268	346	367	375	391	406	422	437
非流动负债	21	4	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	415	554	2,022	2,125	2,253	2,395	2,546	2,704	2,872	3,048
投入资本(IC)	298	398	512	755	887	919	926	927	924	914
现金流量表										
NOPLAT	119	141	127	169	216	237	250	262	276	289
折旧与摊销	23	28	33	45	63	75	82	82	87	92
流动资金增量	11	54	15	38	51	23	18	15	16	15
资本支出	-23	-98	-106	-231	-138	-80	-68	-66	-65	-65
自由现金流	130	125	69	21	191	256	281	294	314	332
经营现金流	131	105	148	181	236	298	322	340	357	377
投资现金流	-23	-98	-106	-231	-138	-80	-68	-66	-65	-65
融资现金流	0	0	1,405	-122	3	114	146	161	174	189
现金流净增加额	109	7	1,446	-172	101	332	400	435	466	502
财务指标										
成长性										
收入增长率	11.3%	15.1%	12.5%	28.3%	29.4%	10.4%	7.3%	5.5%	5.6%	5.0%
EBIT 增长率	23.6%	19.9%	-9.6%	33.1%	27.3%	10.1%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%
净利润增长率	29.3%	18.9%	10.6%	22.4%	25.2%	10.2%	5.9%	5.6%	5.5%	5.4%
利润率										
毛利率	49.8%	52.0%	51.2%	51.5%	51.6%	51.5%	51.1%	51.0%	50.9%	50.9%
EBIT 率	25.8%	26.9%	21.6%	22.4%	22.0%	22.0%	21.5%	21.5%	21.4%	21.4%
净利润率	21.7%	22.4%	22.1%	21.0%	20.4%	20.3%	20.1%	20.1%	20.0%	20.1%
收益率										
净资产收益率(ROE)	28.0%	25.0%	7.6%	8.8%	10.4%	10.8%	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%
总资产收益率(ROA)	19.1%	18.8%	6.7%	7.6%	8.9%	9.3%	9.3%	9.3%	9.2%	9.2%
投入资本回报率(ROIC)	39.9%	35.5%	24.9%	22.4%	24.3%	25.8%	26.9%	28.3%	29.8%	31.7%
运营能力										
存货周转天数	100	88	88	84	84	90	91	92	92	92
应收账款周转天数	63	84	84	84	84	84	84	84	84	84
总资产周转天数	415	436	1,207	1,014	831	796	787	789	792	798
净利润现金含量	113%	76%	97%	97%	101%	115%	118%	118%	117%	118%
资本支出/收入	4.3%	16.0%	15.3%	26.0%	12.0%	6.3%	5.0%	4.6%	4.3%	4.1%
偿债能力										
资产负债率	31.7%	24.7%	11.7%	14.0%	14.0%	13.5%	13.3%	13.0%	12.8%	12.5%
净负债率	-24.0%	-27.6%	-73.2%	-61.7%	-59.2%	-61.0%	-63.1%	-65.2%	-67.4%	-69.6%
估值比率										
PE	34.6	29.1	26.3	21.5	17.1	15.6	14.7	13.9	13.2	12.5
PB	7.2	5.4	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
P/S	5.6	4.9	5.8	4.5	3.5	3.2	2.9	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	25.9	21.5	22.8	17.0	13.1	11.7	11.1	10.6	10.1	9.6
股息率	0.0%	2.7%	1.7%	2.1%	2.6%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.6%

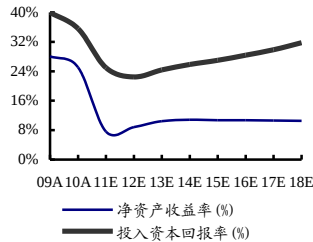
股票绝对涨幅和相对涨幅



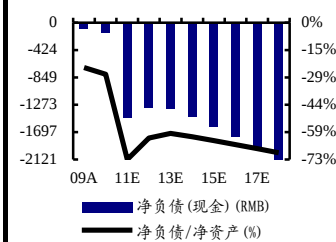
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 投资要点

大华农 2011 年前三季度营业收入增长 13.9% (第三季度 17%); 净利润增长 2.2% (第三季度 8.93%), 环比有所好转。猪蓝耳疫苗价格下降是导致大华农前三季度生物制品增速慢、毛利率降的主要原因。由于蓝耳疫苗生产厂家数量较多, 近几年猪蓝耳疫苗招标价格 (尤其是灭活疫苗) 持续走低。

养殖行业产品价格与成本大幅度波动、劳动力成本不断上升、食品安全要求不断提高是过去几年推动我国养殖行业规模化率不断提高的重要因素。

规模化程度仍然偏低、规模化比例提高的长期确定性、规模化养殖对防疫提出更高需求是支撑未来动物保健行业确定增长的三大因素。

我国兽药行业中生物制品容量大约 65 亿元, 化学药 180 亿元。生物制品中强制免疫品种占据 54% 份额, 常规苗 (非强免) 占比 31%, 进口约占 15%。目前全国兽药行业总计约 1600 家企业, 其中化学药企业占大头, 接近 1500 家; 生物制品生产企业超过 70 家。相比化学药, 生物制品虽然行业容量小, 但由于毛利率高 (60%-70%), 一直是利润最丰厚的环节。

在 A 股相关上市公司中, 除中牧股份之外, 其他企业生物制品收入规模大都介于 2-4 亿之间, 增速介于 10%-20% 之间。这与近几年政府强制免疫市场容量停止增长有很大关系。

到目前为止, 大华农的募集资金大多数投向与生物制品相关的项目, 这些项目将在 2012 年陆续投产, 大幅提高相关产品的产能, 缓解目前产能紧张的局面。

我们判断, 2013 年之后, 随着募投项目逐渐达产, 以及 GSP 网络的建设逐步成型, 大华农生物制品、兽用制剂的收入增速将加快, 尤其会明显高于 2011 年的增速。

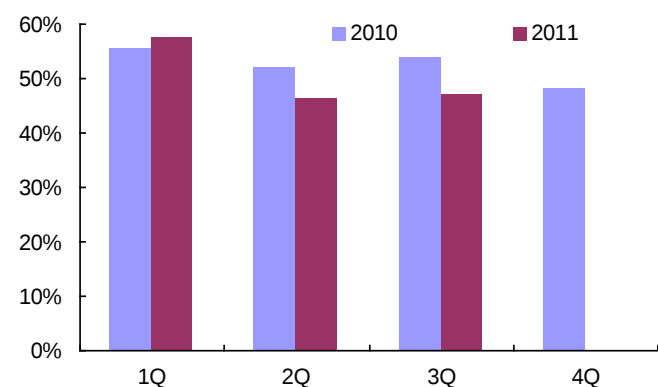
我们对大华农 2011-13 年业绩预测为 0.57、0.70、0.88 元, 目前动态估值为 26.3X/21.5X, 处于动物疫苗细分行业中段, 综合考虑行业地位、公司治理、成长性等因素, 我们首次给予大华农谨慎增持评级, 目标价 18 元, 对应 11-12 动态估值 31.4X/25.7X。

2. 三季报简要回顾：环比增速好转

大华农 2011 年前三季度营业收入增长 13.9% (第三季度 17%); 净利润增长 2.2% (第三季度 8.93%), 环比数据有所好转。

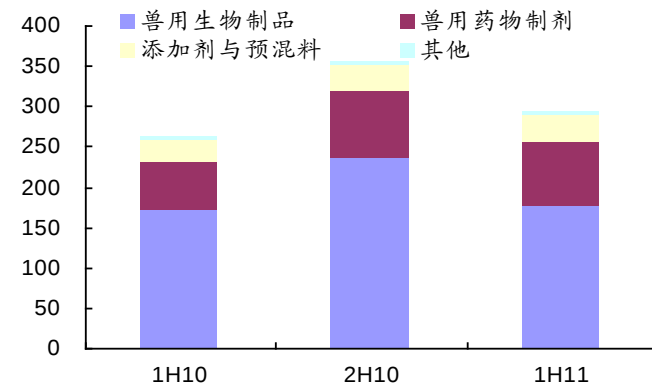
猪蓝耳疫苗价格下降是导致大华农前三季度生物制品增速慢、毛利率降的主要原因。由于蓝耳疫苗生产厂家数量较多, 近几年猪蓝耳疫苗招标价格 (尤其是灭活疫苗) 持续走低, 目前主流招标价格 0.5-0.6 元/毫升, 但也出现了 0.3 元/毫升低价。

图 1: 大华农单季度毛利率



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

图 2: 大华农收入构成 (百万)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

从大华农单季度报表来看, 由于收入增速有所恢复、费用率有所下降 (主要是利息收入增加), 季度业绩增速环比呈现逐渐恢复的趋势, 我们预计这一趋势在 4 季度仍将延续。

表1: 大华农季度利润简表

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
营业收入	147	114	158	196	146	148	184
YoY					-1.3%	29.8%	16.5%
营业成本	66	55	73	102	62	80	98
毛利率	55.4%	51.9%	53.7%	48.1%	57.5%	46.2%	47.0%
销售费用	18.6	13.8	14.0	23.2	18.8	24.2	22.7
管理费用	18.9	13.8	24.0	22.0	28.3	21.7	23.6
财务费用	0.8	0.9	1.0	1.1	0.6	-6.0	-10.9
三项费用率	26.0%	25.0%	24.7%	23.5%	32.8%	27.0%	19.2%
净利润	31.0	24.9	37.9	44.3	29.3	25.2	41.3
YoY					-5.3%	1.4%	8.9%
净利润率	21.0%	21.9%	24.0%	22.6%	20.1%	17.1%	22.4%

3. 行业背景：规模化养殖提高兽药需求

3.1. 养殖规模化推动兽药行业发展

我们认为，以下几个因素在过去几年推动了我国养殖规模化率的提高：

- 1、由于最低工资标准的不断上调，导致从事散养的劳动力机会成本大为提高，规模化养殖成为行业发展的客观要求；
- 2、由于产品价格（肉蛋奶）、成本价格（玉米、豆粕等）的大幅度波动，规模化养殖在专业化、规模经济的方面的优势日益凸显；
- 3、由于近几年食品安全事件频发，规模化养殖在科学养殖、产品可溯源等方面相比散养优势明显。

以生猪养殖行业为例，规模以上生猪养殖出栏占全国比例从 2000 年的 25.7% 提高到 2009 年的 61.3%，我国目前划分规模养殖与散养的标准为年出栏 50 头，这一标准相对于真正意义上的规模养殖而言是太低了。

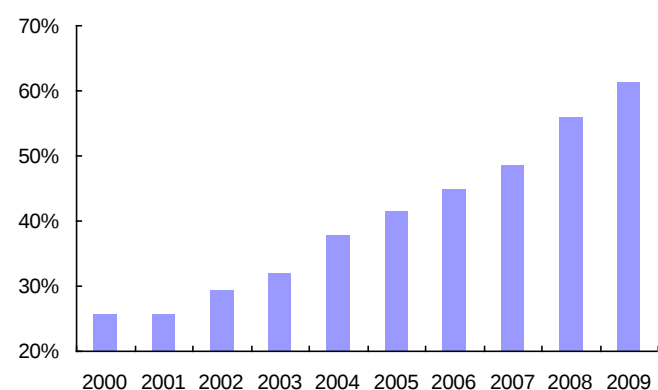
以目前的农村劳动力进城务工的收入水平，我们认为养殖规模小于 300 头的养猪场在规模经济、机会成本方面都不具有竞争力。根据统计数据，我国 2009 年养殖规模小于 500 头的猪场产量占全国比例高达 68.3%。

对大型养殖企业而言，疫病传播很可能导致巨额的经济损失（大量扑杀）。因此，在硬件投入的基础上，进行定期防疫是必须的工作。根据统计数据，2009 年大规模养殖的头猪医疗防疫费在绝对数额、成本占比方面都高于中小规模、散养，防疫成本与养殖规模呈现正向关系。医疗防疫费用占生产成本较低（生猪不超过 2%），类似于为养殖过程购买保险，因此养殖企业对防疫成本不太敏感，而对防疫效果则非常重视。

我们认为，规模化养殖在三个方面成为支撑我国动物保健行业未来确定性增长的因素。

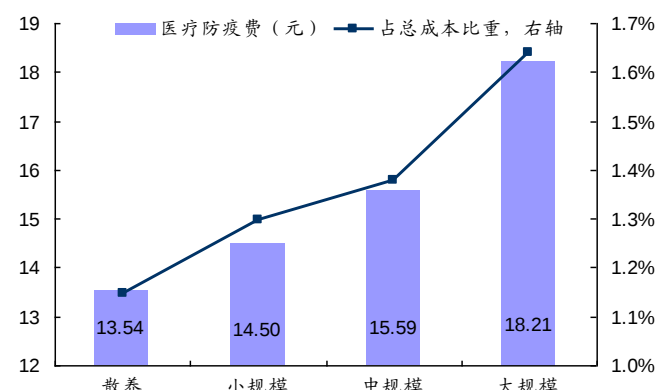
- 1、规模化养殖程度低（50 头的规模标准明显偏低），上升空间大；
- 2、规模化养殖在食品安全方面具有得天独厚的优势，规模化比例提高是长期而确定的趋势；
- 3、大型养殖企业付出的防疫成本类似于购买养殖过程的保险（小成本低于大风险），防疫成本与养殖规模呈正相关。

图 3：规模以上（50 头以上）生猪养殖占比



数据来源：国泰君安证券研究所整理

图 4：防疫成本与养殖规模呈正相关（2009 年）



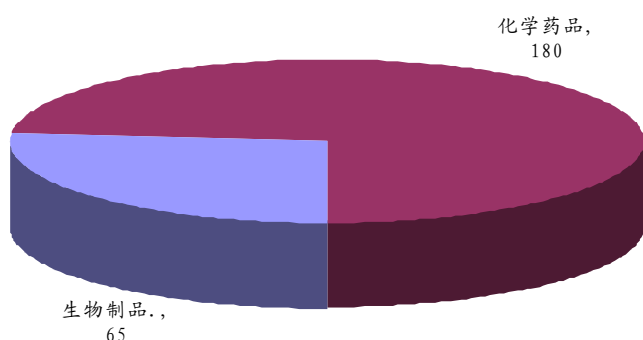
数据来源：国泰君安证券研究所整理

3.2. 兽药行业概况：化药容量大，生药盈利丰

由于缺乏可信的第三方数据，我们只能根据各种数据来源，测算出国内兽药行业的大致规模。据我们估算，整个兽药行业 2010 年规模约为 245 亿元，其中生物制品 65 亿元，化学药品 180 亿元。相比化学药，生物制品虽然行业容量小，但由于毛利率高（60%-70%），一直是利润最丰厚的环节。

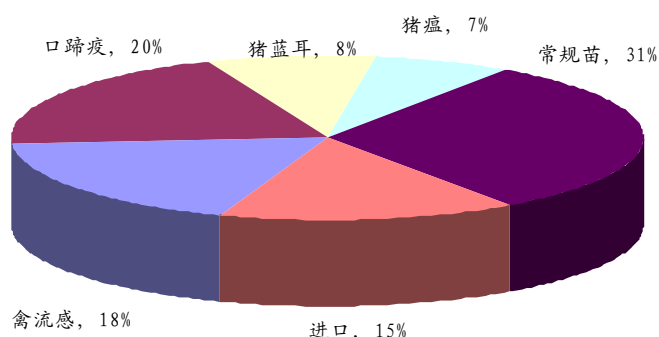
我国兽药行业的生物制品容量大约 65 亿元，其中四大强制免疫品种（禽流感、口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳）占据 54% 份额，常规苗（非强免）占比 31%，进口约占 15%。

图 5：我国兽药行业容量（亿元）



数据来源：国泰君安证券研究所整理

图 6：国内（兽药：生物制品）市场构成



数据来源：国泰君安证券研究所整理

自 2006 年我国强制实施兽药 GMP 以来，大量中小兽药企业退出市场，企业数量急剧减少，兽药企业正在由成长期向成熟期过渡。目前全国兽药行业总计约 1600 家企业，其中化学药企业占大头，接近 1500 家；生物制品生产企业超过 70 家，还有外企超过 20 家。

除大华农之外，A 股上市公司从事生物制品（兽用）业务的上市公司有 5 家。在所有上市的相关公司中，除中牧股份之外，其他企业 2010 年生物制品业务收入都在 2-4 亿之间，增速大多在 10%-20% 之间。这与近几年政府强制免疫市场容量停止增长有很大关系。

表 2：相关上市公司生物制品收入、增速比较

(百万)	1H11		2010	
	收入	增长	收入	增长
中牧股份/600195	596	-8.9%	1,269	13.4%
金宇集团/600201	186	26.6%	309	-7.8%
瑞普生物/300119	139	17.9%	242	14.0%
天康生物/002100	196	17.5%	380	66.3%
大北农/002385	80	11.5%	162	-5.3%
大华农/300186	175	2.5%	406	24.4%

数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

4. 募投项目：大幅提升产能

大华农于 2011 年 2 月 IPO，共募集资金 14.13 亿元，其中计划募集资金 4.3 亿元，超募资金 9.83 亿元。

招股书募投项目所需资金 4.3 亿元，其中 2.4 亿元投向禽流感、猪蓝耳等生物制品项目，其他项目还包括中兽药技改、营销网络建设、研发中心建设等。

上市后，大华农陆续公告了超募资金用途，其中 2011 年 9 月 9 日公告的饲料添加剂、兽用药物制剂改扩建及新建项目将投入 9000 万元，达产后（预计 2015 年）将产生 2.03 亿收入，5350 万元利润（根据可研报告）。

表3：大华农募集资金使用情况

项目	总投资 (百万)	募集资金 (百万)
募集资金使用		
高致病性禽流感疫苗产业化技术改造项目	100	100
家禽多联系列灭活疫苗产业化技术改造项目	70	70
猪蓝耳病活疫苗产业化技术改造项目	70	70
年生产 8000 吨中兽药产业化技术改造项目	70	70
动物保健品营销网络建设及改造项目	60	60
动物疫苗工程研发中心技术改造项目	60	60
募集资金合计	430	430
超募资金使用		
补充流动资金		180
饲料添加剂、兽用药物制剂改扩建及新建项目	90	90
广州营销中心建设项目	24	15
综合大楼建设项目	29	29
超募资金计划合计		313
未使用资金		669
募集资金总额		1,413

数据来源：招股书，公司公告，国泰君安证券研究所

根据公司披露的募投项目信息，这些项目达产后将使相关产品的产能在目前的基础上大大提升，大大缓解目前公司产能紧张的局面。

表4：募投项目将大大提升产能

项目名称	单位	原产能	新增产能	计划投产日期
高致病性禽流感疫苗产业化技改	亿毫升	15.00	12.00	2012 年 4 月
家禽多联灭活疫苗产业化技改	亿毫升	3.22	5.70	2012 年 10 月
猪蓝耳病活疫苗产业化技改	亿头份	0.75	2.00	2012 年 10 月
年产 8000 吨中兽药产业化技改	吨	2600	8000	2012 年 10 月

数据来源：招股书，公司公告，国泰君安证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

业绩预测主要假设:

- 1、随着 2012 年募投项目陆续投产, 公司产能紧张局面得到缓解, 2013 年后收入增速有望提高;
- 2、随着公司募投项目 GSP 连锁店 (营销网络建设项目) 的网点建设逐步铺开, 大华农生产的生物制品、化学药品能够更多的通过自有网络销售, 自建渠道使整体盈利能力略有提升;
- 3、饲料添加剂由于基数较低, 2013 年之后收入增速可能超过 40%。
- 4、随着产品结构调整, 能够一定程度上抵消原材料、人工等成本上升的效应, 保持各项产品毛利率的基本稳定。

根据上述假设, 我们对大华农 2011-13 年业绩预测为 0.57、0.70、0.88 元, 目前动态估值为 26.3X/21.5X, 估值水平处于动物疫苗细分行业中段, 综合其利润增长速度, 我们首次给予大华农谨慎增持评级, 目标价 18 元, 对应 11-12 动态估值 31.4X/25.7X。

表5: 大华农营业收入预测

(百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
兽用生物制品	327	406	439	571	742
兽用药物制剂	132	143	179	224	280
添加剂与预混料	64	57	66	86	120
其他	13	9	9	9	9
合计	535	616	693	889	1,150

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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		