



土木工程建筑业

2010.11.08

聚焦迪斯尼：基建开展，建筑受益

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

工程承包	增持
园区开发	增持
钢结构	增持
水利水电工程施工	增持
铁路、公路、隧道、桥梁建筑业	增持



韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

S0880208070351

白晓兰

021-38674660

baixiaolan008216@gtjas.com

S0880110030026

本报告导读：

世博会后，迪斯尼建设提上日程，7月动拆迁完成，9月配套的2条公路由浦东建设中标，11月中美签署合作协议，我们预见迪斯尼的基建将大幅开展，建筑公司收益。

摘要：

- 11月2日我们的周报从迪斯尼与资产注入两个因素出发强烈推荐上海本地建筑股。11月1日，我们的上海建工3季报点评大幅上调了公司目标价，11月2日我们组织了上海建工调研，并出《迪斯尼与资产注入预期双主题》报告进一步推荐上海建工，公司周涨幅29%。
- 11月5日，据上海国际旅游度假区管理委员会披露，5日上午，上海申迪（集团）有限公司、华特·迪士尼公司双方所属子公司正式签署合作协议。中外合作公司的设立将报国家有关部门审批。目前，上海申迪由市政府副秘书长挂帅，政府对迪斯尼的重视程度可见一斑。
- 上海迪斯尼项目区域被分为核心区、配套区、控制区三个区域进行统筹建设，核心区占地面积7平方公里，配套区占地面积13.6平方公里，规划控制区面积86.5平方公里，合计107.1平方公里，预计耗资约244.8亿元人民币。假设总投资是直接投资的7倍，那么总投资额为1715亿元，媒体报道官方投资数额为千亿级。
- 从香港迪斯尼的建设进度看，港府与迪斯尼公司签约6个月后，基建活动就开始了。目前上海迪斯尼已经签约，动拆迁也已完成，基建投资必然将紧锣密鼓地开展，显著信号是浦东建设在9月30日公告中标的浦东新区航城路、唐黄路新建工程项目，工程投资额10.36亿元。
- 迪斯尼项目投资额巨大，其建设进展对相关公司的影响巨大。目前，迪斯尼项目处于配套基建工程的逐步开展阶段，主要是周边的道路、地铁线路建设，因此受益最大的是本地建筑类公司，典型的有上海建工、浦东建设、隧道股份。
- **上海建工：**本地建筑业龙头公司，建筑综合性企业。最大的优势在于公司具有项目的总指挥与总管理经验。1）浦东机场建设中，上海建工成立了总承包管理部，代替业主做了很多统筹管理，提高管理效率。2）世博园建设成立了工程指挥中心，其中很多人员来自上海建工。另，公司具有**保障房建设**（我们判断我国政府此次保障房建设的力度前所未有，不排除进一步细化政策出台）与**资产注入**两个主题。
- **隧道股份：**1）上海的大部分地下工程均有公司承接完成，具有丰富的地下施工经验。迪斯尼地下结构工程、相关配套的地铁线、越江隧道由隧道股份来承建的可能性最大。2）集团资产注入预期。
- **浦东建设：**路桥施工优势单位，主要合同形式为BT项目。迪士尼项目启动，迪士尼园区及周边的许多道路的新建与改扩建，将主要由浦东建设来承接。9月30日，浦东建设已经成功中标了迪斯尼周边的2条道路的建设，总价10.36亿元。

相关报告

水利水电工程施工：《水电建设加速，10年将新增1.8亿千瓦》

2010.08.24

铁路、公路、隧道、桥梁建筑业：《地铁建设进展显著：蓬勃发展》

2010.08.10

水利水电工程施工：《水利水电具长期价值，8月上旬雨量持续》

2010.07.22

水利水电工程施工：《旱涝灾害加速水利投资，大型水电项目重启可待》

2010.07.19

水利水电工程施工：《旱涝灾害加速水利投资，大型水电项目重启可待》

2010.07.18

目录

1. 上海迪斯尼：千亿投资、一触即发.....	3
1.1. 上海迪斯尼乐园：107km ² 、总投资千亿级.....	3
1.2. 中方公司-申迪集团成立，市领导挂帅.....	4
1.3. 中外双方达成协议，项目建设在即.....	4
2. 国内外迪斯尼乐园建设对比：上海基建已开始.....	4
3. 迪斯尼受益链分析：目前建筑公司是好标的.....	6
3.1. 迪斯尼基建开工，建筑公司受益.....	6
3.2. 上海本地建筑公司比较.....	6
3.2.1. 基本面比较：各有比较优势.....	6
3.2.2. 财务比率比较：浦建盈利能力强、建工现金余额高.....	7
上海建工（600170.SH）：迪斯尼房屋建筑受益商（谨慎增持）.....	10
隧道股份（600820.SH）：地铁与地下结构建筑优势单位（谨慎增持）.....	12
浦东建设（600284.SH）：配套道路工程主要承建商（谨慎增持）.....	14

图表目录

表 1：申迪集团股权结构.....	4
表 2：申迪集团管理层.....	4
表 3：全球迪斯尼乐园建设费用情况.....	4
表 4：香港迪斯尼建设进度.....	5
表 5：上海迪斯尼乐园进展表.....	5
表 6：上海本地建筑股盈利预测与估值.....	9
图 1：迪斯尼地图.....	3
图 2：迪斯尼受益链分析.....	6
图 3：建工、浦建、隧道销售毛利率（%）.....	7
图 4：建工、浦建、隧道销售净利率（%）.....	7
图 5：建工、浦建、隧道营业收入增长率（%）.....	8
图 6：建工、浦建、隧道净利润增长率（%）.....	8
图 7：建工、浦建、隧道资产负债类（%）.....	8
图 8：建工、浦建、隧道现金/总资产比率.....	8
图 9：建工、浦建、隧道应收账款周转率.....	9
图 10：建工、浦建、隧道存货周转率.....	9

1. 上海迪斯尼：千亿投资、一触即发

1.1. 上海迪斯尼乐园：107km²、总投资千亿级

位于浦东的上海迪斯尼项目区域被分为核心区、配套区、控制区三个区域进行统筹建设，核心区占地面积 7 平方公里，配套区占地面积 13.6 平方公里，规划控制区面积 86.5 平方公里，合计 107.1 平方公里，预计耗资约 244.8 亿元人民币。迪斯尼项目一期位于核心区内，一期占地面积是 1.16 平方公里，并包括 2.74 平方公里的配套区。

上海迪斯尼乐园有望成为迪斯尼海外投资的最大面积的乐园。2009 年 11 月 4 日，上海市府新闻办宣布迪斯尼项目启动，该项目由中方公司和美方公司共同投资建设，建设地址位于上海市浦东新区川沙新镇。姜樑介绍说，上海迪斯尼主题乐园项目的建设预计将带动上千亿元的投资。

目前，上海市层面和浦东新区层面的迪斯尼中方公司都已经成立，但迪斯尼建设任务压力不小，迪斯尼项目要求 72 个月建成并投入运作，意味着到十二五末迪斯尼乐园一期要投入运营。

图 1：迪斯尼地图



数据来源：国泰君安证券研究

世博会的主体投资额为 286 亿元(其中建设投资 180 亿元,营运投资 106 亿元,根据《纽约时报》的估算,上海世博会的总投资金额约在 3000 亿元(450 亿美元)左右,那么总投资额是主体投资额的 10 倍左右。

目前业内的共识一般是配套基础设施建设的间接投资为直接投资的 7-10 倍。假设取最低的 7 倍，目前迪斯尼预定的投资额为 245 亿元，那么加上配套工程的投资额应该在 $245 \times 7 = 1715$ 亿元。

1.2. 中方公司-申迪集团成立，市领导挂帅

今年上海市层面在 8 月 8 日正式成立了名为“上海申迪（集团）有限公司”，注册资本 3 亿元。该公司代表中方持有上海迪斯尼乐园 57% 的股份，迪斯尼持有 43%。

申迪集团董事长由上海市政府副秘书长范希平担任，显示出上海市政府对上海迪斯尼项目的重视。

表 1: 申迪集团股权结构

股东	持股比例
锦江集团	25%
上海广电集团	30%
陆家嘴集团	45%

数据来源：国泰君安证券研究

表 2: 申迪集团管理层

管理层	职务
范希平	上海市政府副秘书长，申迪集团党委书记、董事长，并担任“申迪集团”的法定代表人
马坚泓	上海仪电控股（集团）公司党委副书记、申迪集团党委副书记、纪委书记
邵晓云	申迪集团副总裁
明芳	申迪集团副总裁
胡劲军	上海文汇新民联合报业集团党委副书记、社长、上海世博局副局长、申迪集团总裁、党委副书记。
杨小明	陆家嘴集团董事长、上海申迪旅游度假开发有限公司法定代表人、申迪集团监事会主席。

数据来源：百度、国泰君安证券研究

1.3. 中外双方达成协议，项目建设在即

东方网 11 月 5 日消息：据上海国际旅游度假区管理委员会今天披露，上海迪士尼乐园项目在去年 10 月国家有关部门核准的基础上，项目中外双方本着合作共赢原则，就相关具有合作事项达成共识。5 日上午，上海申迪（集团）有限公司、华特·迪士尼公司双方所属子公司在上海正式签署合作协议。中外合作公司的设立将报国家有关部门审批。

2. 国内外迪斯尼乐园建设对比：上海基建已开始

观察国外已有的迪斯尼运作项目：一般来说，迪斯尼主题公园区占地 1 平方公里；配套商业宾馆服务区占地 2.7 平方公里；其他配套娱乐、购物服务区 7 平方公里；商业地产控制区的模式 100 平方公里。与上海目前的结构类似。

表 3: 全球迪斯尼乐园建设费用情况

国家	地区	项目	建成时间	占地面积	每年游客人数	建设费用
美国	洛杉矶	迪斯尼乐园	1955	0.3 km ²	2000 万	4 亿美元
		迪斯尼加州冒险乐园	2001			
		神奇王国	1971			
美国	佛罗里达	爱波卡特中心	1982	111.37 km ²	1600 万	

		迪斯尼-米高梅影城	1989			
		迪斯尼动物王国	1998			
日本	东京	迪斯尼乐园	1983	0.48 km ²	1730 万	14 亿美元
		迪斯尼海洋	2001			
法国	巴黎	迪斯尼乐园	1992	1.26 km ²	1200 万	50 亿美元
		迪斯尼影城	2002			
中国	香港	迪斯尼乐园	2005	1.26 km ²	500 万	141 亿港元
中国	上海	迪斯尼乐园	2014	一期 1.16 km ²	预计 1000 万~1200 万人次	244.8 亿元

数据来源：国泰君安证券研究

基建已经拉开序幕：从香港迪斯尼的建设进度看，从签约到最后开幕历时 6 年，但是港府与迪斯尼公司签约以后 6 个月，基建活动就开始了。上海迪斯尼在 09 年 11 月通过审批后，2010 年 1 月 5 日，迪士尼项目一期用地动迁工作日启动，项目动迁安置房基地也在 5 月 29 日开工建设，一期用地于今年 7 月完成交地。目前上海迪斯尼已经签约，动拆迁已经 7 月完成，**基建投资必然马上就将紧锣密鼓的开始**，显著信号是浦东建设在 9 月 30 日公告中标的浦东新区航城路（S2—南六公路）、唐黄路（S1—周邓公路）新建工程项目，以上两项工程采用 BT 模式投资、建设，工程投资额为：航城路暂定为 4.46 亿元，唐黄路暂定为 5.90 亿元。这两条道路是迪斯尼 7 条配套道路主中的 2 条。

表 4：香港迪斯尼建设进度

时间	进度
1999-12	香港政府与迪斯尼公司一期签约，成立合资香港国际主题公园公司
2000-06	竹篙湾填海工程动工，造地 126 公顷
2001-10	排污、园艺基建开工
2002-07	兴建竹篙湾铁路
2002-08	路面基建开工
2002-12	竹篙湾码头开工
2003-01	在大屿山正式开工
2005-09	香港迪斯尼建成开幕

数据来源：国泰君安证券研究

上海迪斯尼项目几经反复，目前终于走上了正轨。随着双方合作协议签署这样的关键时点到来，基建工程的铺开近在眼前。

表 5：上海迪斯尼乐园进展表

时间	进度
2002-07	迪士尼公司对外公布了将在上海建立一个主题公园的消息
2002-10	有关部门透露迪士尼已放弃该计划
2005-07	据称，迪士尼已选开设乐园地点
2006-02	迪士尼首次证实沪建主题公园
2007-12	媒体报道，上海迪士尼项目已重启
2009-01	美国华特迪士尼公司正式宣布，计划在浦东兴建全球第 6 个迪士尼乐园
2009-10	经报请国务院同意，发改委正式批复核准上海迪士尼乐园项目

2009-11	上海市人民政府新闻办宣布迪士尼项目启动，该项目由中方公司和美方公司共同投资建设，建设地址位于上海市浦东新区川沙新镇
2010-01	动拆迁工程启动
2010-07	完成动拆迁
2010-08	上海申迪（集团）有限公司成立
2010-09	浦东建设中标浦东航城路、唐黄路，总计 10.36 亿元。
2010-11	上海申迪（集团）有限公司、华特·迪士尼公司双方所属子公司在上海正式签署合作协议。

数据来源：国泰君安证券研究

3. 迪斯尼受益链分析：目前建筑公司是好标的

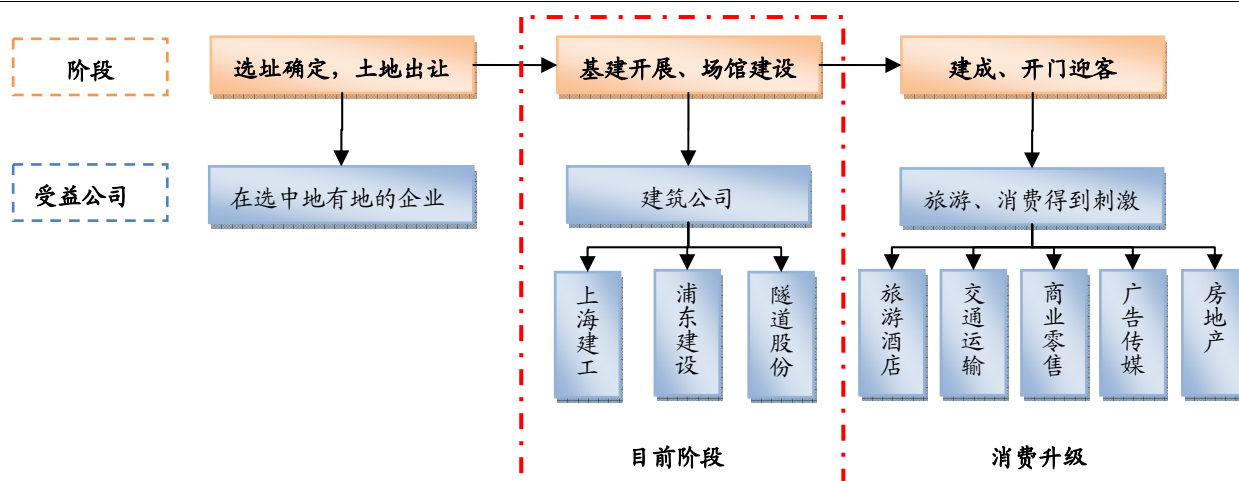
3.1. 迪斯尼基建开工，建筑公司受益

2009 年，我国人均 GDP 已经突破了 3000 美元，按照发达国家的历程，当人均 GDP 达到 800 美元时，居民开始进入消费普及期，解决温饱问题之后的人们消费重点是一般耐用消费品（从四大件到摩托车），而当一国人均 GDP 达到接近 3000 美元的时候，居民即进入消费升级期，人们开始追求更高层次的消费领域，包括吃、住、行等舒适度的升级，而这个时候消费的重点转向更好的住房、汽车、旅游、娱乐、保健等。

迪斯尼乐园的建设正是在这样的背景下展开的，与我国的消费升级、人民需求水平提升的相符合的。

迪斯尼最后影响的是消费板块，但是迪斯尼项目投资额巨大，其建设进展对相关公司的影响也是巨大的。目前，迪斯尼项目处于配套基建工程的逐步开展阶段，主要是周边的道路、地铁线路建设，因此受益最大的是本地建筑类公司，典型的有上海建工、浦东建设、隧道股份。

图 2：迪斯尼受益链分析



数据来源：国泰君安证券研究

3.2. 上海本地建筑公司比较

3.2.1. 基本面比较：各有比较优势

上海本地建筑公司主要是上海建工、浦东建设、隧道股份，这些 3 家公司在建筑领域各有专长，上海建工是综合性建筑企业，但是其房建是其

最大优势部门。浦东建设的主营业务即为路桥建设。隧道股份最主要的优势在于地下结构工程，如地铁隧道、越江隧道、虹桥枢纽等地下结构建筑。

上海建工：上海本地建筑业龙头公司，建筑综合性企业。最大的优势在于公司具有项目的总指挥与总管理经验。1) 浦东机场建设中，上海建工成立了总承包管理部，代替业主做了很多统筹管理，提高管理效率。2) 世博园建设成立了工程指挥中心，其中很多人员来自上海建工。

另外，上海建工承建了上海世博会永久性建筑一轴四馆世博轴、世博中心、主题馆、中国馆和演艺中心工程。

结合上海建工的综合能力，我们认为迪斯尼项目建设开展，上海建工仍将承建其中主要的场馆建设。

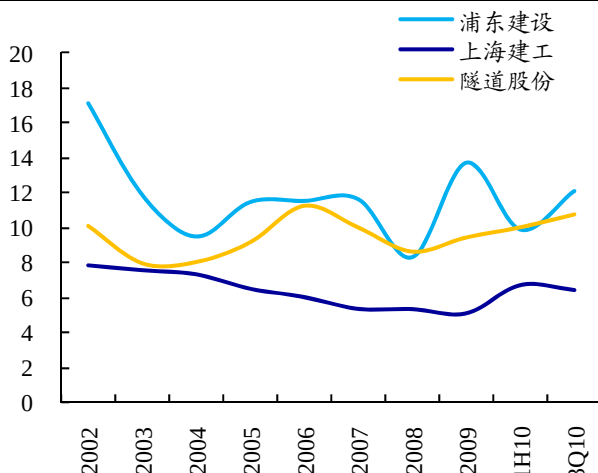
隧道股份：上海的大部分地下工程均有隧道股份承接完成，具有丰富的地下施工经验。迪斯尼地下结构工程由隧道股份来承建的可能性最大。另外，相关配套的地铁线、越江隧道，都是隧道股份的优势所在。

浦东建设：浦东建设主营业务为路桥施工工程项目。6月12日，公司董秘常江向理财周报记者表示，如果迪斯尼项目启动，迪斯尼园区及周边的许多道路，政府肯定会重新规划建设，现有的一些道路，也会改扩建，这些届时主要都会由浦东建设来承接。9月30日，浦东建设已经成功中标了迪斯尼周边的2条道路的建设，总价10.36亿元。

3.2.2. 财务比率比较：浦建盈利能力强、建工现金余额高

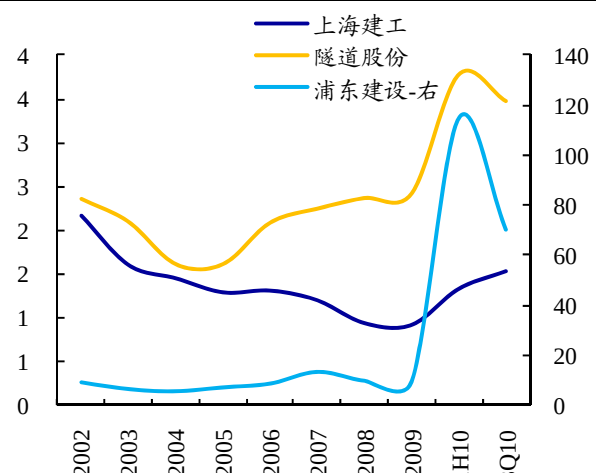
盈利能力：浦东建设毛利率水平最高，主要由于浦东建设的BT项目多，BT项目的收入可以分为3部分：利息差、一次性审价差和传统施工收益。浦东建设的利润占比中，投资收益占比逐年提高，2010年3季报，由于北通道项目开始回购，公司的投资收益6.64亿元，高于营业总收入的5.68亿元。2010年3季报，上海建工的毛利率6.43%，隧道股份10.73%。

图 3：建工、浦建、隧道销售毛利率（%）



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 4：建工、浦建、隧道销售净利率（%）

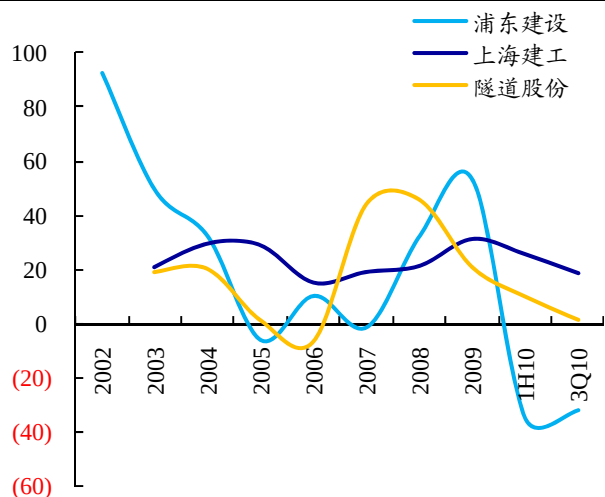


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

成长能力：浦东建设的收入增长率低的主因是收益来自BT项目的回购，

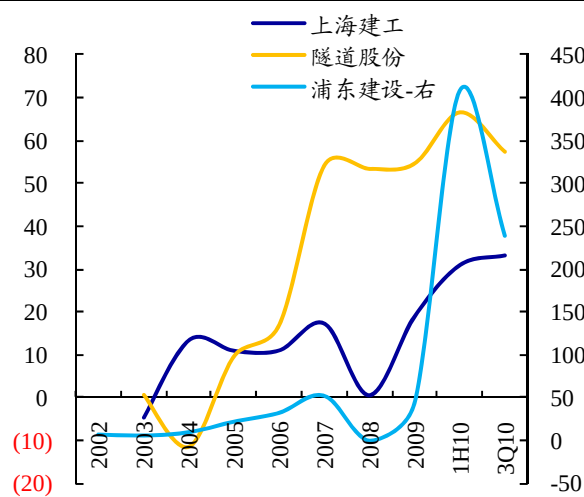
记录在投资收益中，因此其北通道 BT 项目在今年进入回购期以后，归属于净利率增长率就出现了突飞猛进的增长率。隧道股份与上海建工的增长主要来自施工业务，净利率增长率高于收入的主因是政府在前三季度返还了部分营业税。迪斯尼项目开闸，则建工、隧道的主营收入将会随之有所体现，而浦东建设基本都是 BT 形式的，因此关注项目进入回购期后投资收益（一般是前高后低）。

图 5: 建工、浦建、隧道营业收入增长率 (%)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

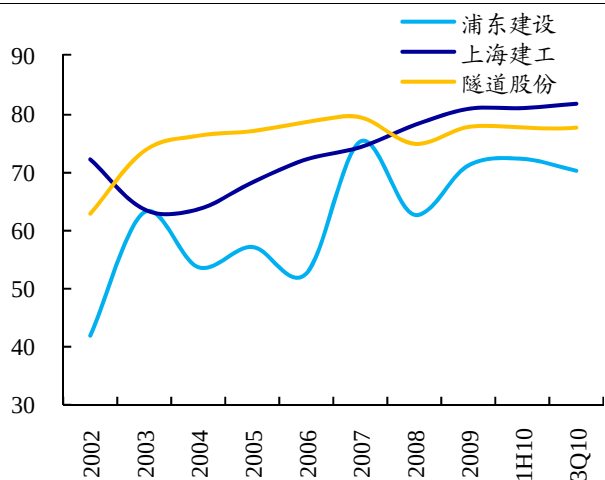
图 6: 建工、浦建、隧道净利润增长率 (%)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

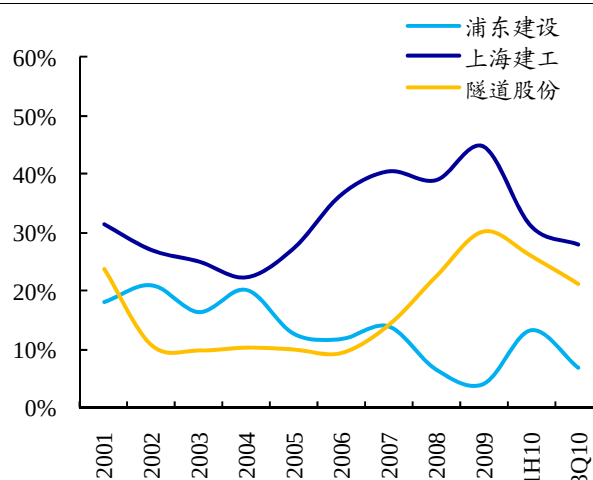
偿债能力: 上海建工的资产负债类虽然最高 (82%)，但是公司的现金占总资产的比率也是最高的，2009 年底，建工的现金余额占总资产的比例达到 45%，同期隧道股份为 30%，浦东建设仅为 4%。2010 年 3 季报，建工、隧道、浦建的这一比例分别为：28%、21%、7%。由于工程类企业比然存在的垫资性质，建工的现金充裕是其开展各种业务的有利资金保证。浦东建设的现金余额少的原因也正是公司开展了大量的 BT 业务使然。

图 7: 建工、浦建、隧道资产负债类 (%)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

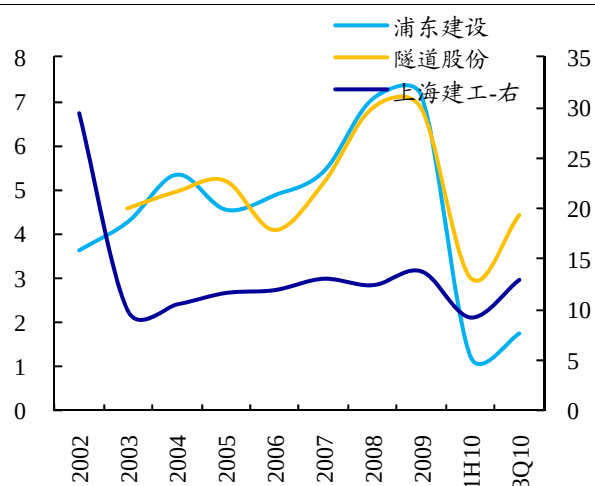
图 8: 建工、浦建、隧道现金/总资产比率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

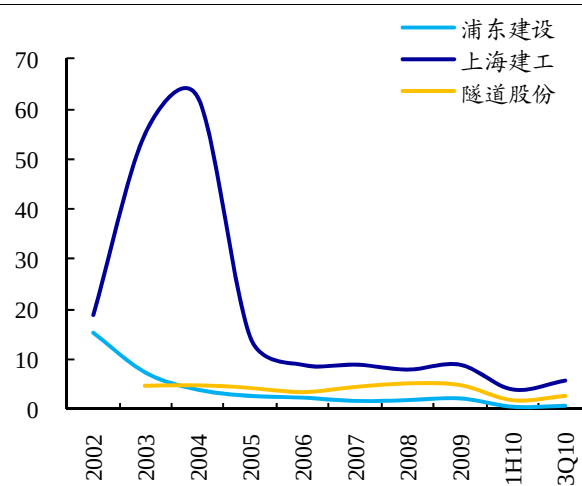
经营效率: 上海建工的存货与应收账款周转率都高于其他两家，也正式这个原因，公司的现金状况更好。

图 9: 建工、浦建、隧道应收账款周转率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 10: 建工、浦建、隧道存货周转率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

表 6: 上海本地建筑股盈利预测与估值

证券代码	证券简称	股价 2010-11-05	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	总市值 (亿元)	评级
600170.SH	上海建工	17.35	0.90	1.10	1.25	19.28	15.77	13.88	180.80	谨慎增持
600820.SH	隧道股份	13.15	0.65	0.83	1.05	20.23	15.84	12.52	96.46	谨慎增持
600284.SH	浦东建设	19.82	0.72	1.00	0.80	27.53	19.82	24.78	68.58	谨慎增持

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

上海建工 (600170.SH): 迪斯尼房屋建筑受益商 (谨慎增持)

- **工程施工增长点:** 预计世博会后上海市场有一个小高峰。1) 世博会后期工程: 世博拆除工程和后续利用。2) 虹桥商务区开发, 建筑施工市场有 100 多个亿。3) 迪斯尼: 日前新闻报道迪斯尼中美双方谈判涉及 16 个合同已基本签署, 谈判进入最后阶段。迪士尼项目有望 11 月份正式动工, 据报道上海和浦东方面十二五期间投入迪斯尼极其周边的交通基础设施配套等多方面资金将有“千亿元级”投入。4) 上海地铁建设预计到 15 年达 722 公里。目前约为 420 公里, 市场约 1000 多亿。
- **业绩驱动力:** 1) 保障房建设: 公司负责上海 6 个保障房基地中的周康航基地, 共 130 万 m²。我们假设 6800 元/m², 则收入 88 亿元, 施工业务的净利约 1%, 房地产开发净利 3-5%, 取 4% 的净利率, 则可产生利润 3.5 亿元。保障房移交有不确定性, 公司原计划今年开工 80 万方, 实际开工 30 万方, 通常的建设周期为 1 年, 那么明年可能移交量为 30 万方, 可贡献 EPS0.08 元, 占 10 年预期 EPS 9%。我们判断我国政府此次保障房建设的力度前所未有, 不排除进一步细化政策出台的可能性。2) 发展投资业务至利润占比 30%, 地方融资平台控制对 BT 业务有刺激。
- **资产注入预期:** 1) 市政设计院。今年 9 月, 上海市国资委将设计实力强劲的市政设计院整建制划拨给建工集团。建工集团的设计能力较弱, 重组可以起到优势互补, 有利于整个集团在短时期内迅速提升总承包、总集成能力。市政设计院具轻资产、高毛利特点。2) 海外业务。公司承诺 2 年左右将海外业务注入集团, 这两年中将对不良资产处置, 进行增资, 提高业务规模与效益。
- **公司战略:** 1) 业务模式: 要做成 4: 3: 3, 40% 的利润是建筑和建筑相关; 30% 房地产业务; 30% 是投资业务, 基本就是 BT 业务。2) 外地市场拓展: 环渤海、长三角、珠三角。建筑施工业务外地部分要发展到占比 30%。
- **盈利预测:** 预期 10-11 年 EPS0.9、1.1, 净利润同增 162% (资产注入)、22%。谨慎增持, 目标价 20 元。

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 20.00

上次预测: 18.00

当前价格: 17.35

2010.11.07

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.09-17.48
总市值 (百万元)	18,080
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,042/352
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	34%
日均成交量 (百万股)	9
日均成交值 (百万元)	113

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,477
每股净资产	7.18
市净率	2.4
净负债率	49%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.07	0.08
Q2	0.14	0.32
Q3	0.19	0.29
Q4	0.10	0.22
全年	0.50	0.90

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	37%	-6%
相对指数	-5%	21%	-6%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,573	40,188	70,026	80,849	91,528
(+/-)%	22%	31%	74%	15%	13%
经营利润 (EBIT)	184	257	1,380	1,566	1,880
(+/-)%	17%	39%	437%	13%	20%
净利润	302	359	942	1,148	1,305
(+/-)%	0%	19%	162%	22%	14%
每股净收益 (元)	0.42	0.50	0.90	1.10	1.25
每股股利 (元)	0.13	0.13	0.27	0.33	0.38

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	0.6%	0.6%	2.0%	1.9%	2.1%
净资产收益率 (%)	8.0%	8.9%	13.5%	14.7%	15.0%
投入资本回报率 (%)	2.8%	3.8%	13.3%	14.0%	14.0%
EV/EBITDA	10.8	4.0	3.8	1.2	-0.1
市盈率	41.3	34.7	19.2	15.7	13.9
股息率 (%)	0.7%	0.7%	1.6%	1.9%	2.2%

模型更新时间: 2010.11.07

股 研究

上海建工 (600170)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 20.00

上次预测: 18.00

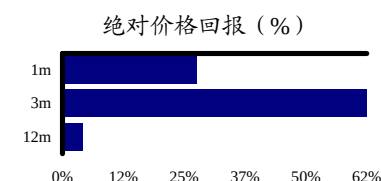
当前价格: 17.35

公司网址

www.shconstruction.cn

公司简介

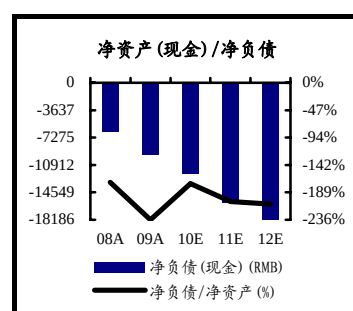
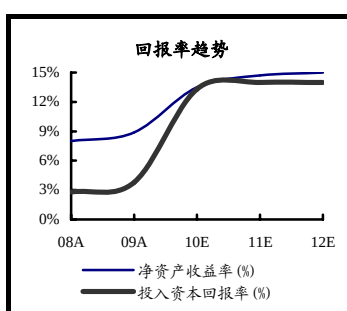
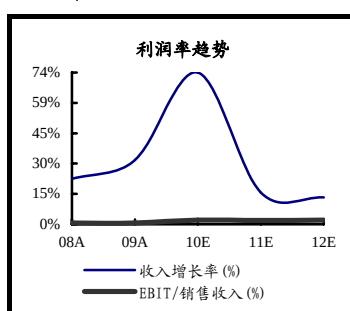
公司是我国规模最大的建筑类上市公司。主营业务包括各类建设工程总承包、设计、施工、咨询、设备、材料、构配件生产、经营、销售,建筑技术开发与转让,机械设备租赁等。公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级,以及市政公用工程施工总承包壹级、建筑装饰装修工程专业承包壹级、体育场地设施工程专业承包壹级等建设资质。下属的几家建筑施工企业均有建筑企业一级资质。公司业务主要集中于上海地区,金贸大厦、上海浦东国际机场及磁悬浮快速列车线等重大工程和标志性建筑



52 周价格范围 9.09-17.48
市值 (百万) 18,080

财务预测 (单位: 百万元)

损益表		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入		30,573	40,188	70,026	80,849	91,528
营业成本		28,937	38,133	65,162	75,260	85,094
税金及附加		875	1,129	1,967	2,271	2,571
销售费用		0	0	117	135	152
管理费用		578	668	1,401	1,617	1,831
EBIT		184	257	1,380	1,566	1,880
公允价值变动收益		0	0	150	0	0
投资收益		72	42	57	50	53
财务费用		-10	-47	-54	-87	-112
营业利润		269	325	1,291	1,575	1,790
所得税		76	93	259	316	359
少数股东损益		-14	9	90	110	125
净利润		302	359	942	1,148	1,305
资产负债表		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、交易性金融资产		7,444	10,449	12,940	16,477	19,467
其他流动资产		261	14	16	16	16
长期投资		685	1,499	2,641	2,641	2,641
固定资产合计		616	924	2,658	2,477	2,335
无形及其他资产		2,177	2,106	2,046	1,915	1,787
资产合计		19,030	23,260	44,717	48,232	53,860
流动负债		13,817	17,709	34,067	36,713	41,203
非流动负债		1,016	1,077	793	747	847
股东权益		3,780	4,053	6,992	7,796	8,710
投入资本(IC)		5,165	5,359	8,309	8,951	10,736
现金流量表		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT		146	205	1,103	1,252	1,502
折旧与摊销		371	480	205	219	176
流动资金增量		1,097	3,427	-547	2,414	684
资本支出		-696	-1,566	-1,879	94	94
自由现金流		917	2,546	-1,119	3,978	2,456
经营现金流		1,711	4,179	797	3,979	2,473
投资现金流		-382	-1,006	-2,814	143	147
融资现金流		-199	-145	4,508	-585	370
现金流净增加额		1,130	3,028	2,491	3,538	2,990
财务指标		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性						
收入增长率		22.2%	31.4%	74.2%	15.5%	13.2%
EBIT 增长率		17.0%	39.5%	436.8%	13.5%	20.0%
净利润增长率		0.5%	18.9%	162.0%	22.0%	13.6%
利润率						
毛利率		5.4%	5.1%	6.9%	6.9%	7.0%
EBIT 率		0.6%	0.6%	2.0%	1.9%	2.1%
净利润率		1.0%	0.9%	1.3%	1.4%	1.4%
收益率						
净资产收益率(ROE)		8.0%	8.9%	13.5%	14.7%	15.0%
总资产收益率(ROA)		1.6%	1.5%	2.1%	2.4%	2.4%
投入资本回报率(ROIC)		2.8%	3.8%	13.3%	14.0%	14.0%
运营能力						
存货周转天数		46	41	50	65	60
应收账款周转天数		29	26	26	33	31
总资产周转天数		207	192	177	210	204
净利润现金含量		5.66	11.63	0.85	3.46	1.90
资本支出/收入		2%	4%	3%	0%	0%
偿债能力						
资产负债率		77.9%	80.8%	78.0%	77.7%	78.1%
净负债率		-171.3%	-236.0%	-173.5%	-204.5%	-208.8%
估值比率						
PE		41.3	34.7	19.2	15.7	13.9
PB		3.3	3.1	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA		10.8	4.0	3.8	1.2	-0.1
P/S		0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
股息率		0.7%	0.7%	1.6%	1.9%	2.2%



隧道股份 (600820.SH): 地铁与地下结构建筑优势单位 (谨慎增持)

- 9月27日,上海市国资委副主任刘燮在季度新闻例会上表示,将继续支持符合条件的企业实现整体上市或核心资产上市。据上海国资委网站消息,隧道股份大股东上海城建集团曾表示,要积极推进国资国企改革,重点推进主辅分离和企业破产清算工作。目前城建集团的利润是隧道股份的1.7倍。隧道股份会根据大股东的安排做出反映。
- 世博会对公司的影响不是特别大,世博会后上海还会有一定的投资项目,比如迪斯尼项目。考虑上海2012年以后投资项目下降,公司将执行“立足长三角、面向全国、走入海外”的战略。长三角地区是公司业务拓展的主要区域,因为公司在上海的项目具有示范效应,对长三角市场也更为了解。目前,公司在华中、华南也有一定的布点如昆明、成都,海外业务现在主要在新加坡。
- 公司业务定位:施工、投资、机械制造3块主业。公司未来将大力发展投资业务。投资业务目前贡献的利润占总利润的50%。控制地方融资平台以后,地方政府对BT、BOT项目更有需求。施工是公司的主业,公司的施工业务可以带动投资业务,投资项目的内部收益率约8%多。总体来说,公司的毛利率会比较稳定,主要在于现在的合同现在是半开口合同,原材料的价格波动也可以部分转嫁。机械业务是主要为主业做出贡献,是新型战略业务,发展有时间段,主要根据业主要求进行定制,目前在申请大直径盾构机的知识产权。
- 公司的主要优势在于技术领先。公司在越江隧道方面具有无可比拟的经验与技术优势,越江隧道的毛利率略高。2010-11年EPS0.65、0.76元,建议谨慎增持,目标价格13元。
- 盈利预测:2010-15年地铁投资规划1万亿元,目前公司每年地铁合同约100亿左右,09年合同上海外占48%,已经拓展到郑州、宁波、昆明、无锡、杭州、新加坡等多个地区,地铁仍有成长空间。2010-11年EPS0.65、0.83元。谨慎增持,目标价15元。

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 15.00

上次预测: 13.00

当前价格: 13.15

2010.11.07

交易数据

52周内股价区间(元)	8.01-15.30
总市值(百万元)	9,646
总股本/流通A股(百万股)	734/734
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	12
日均成交值(百万元)	126

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	4,187
每股净资产	5.71
市净率	2.3
净负债率	127%

EPS(元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.12
Q2	0.13	0.25
Q3	0.09	0.12
Q4	0.18	0.16
全年	0.49	0.65

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23%	30%	-7%
相对指数	5%	11%	-6%

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12,502	15,083	18,059	21,666	26,000
(+/-)%	45.8%	20.7%	19.7%	20.0%	20.0%
经营利润(EBIT)	252	197	333	490	599
(+/-)%	-6%	-22%	69%	47%	22%
净利润	233	361	478	611	770
(+/-)%	22%	55%	33%	28%	26%
每股净收益(元)	0.32	0.49	0.65	0.83	1.05
每股股利(元)	0.10	0.00	0.27	0.34	0.43

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	2%	1%	2%	2%	2%
净资产收益率(%)	7%	9%	12%	14%	16%
投入资本回报率(%)	10%	8%	11%	17%	23%
EV/EBITDA	12.9	14.6	23.7	16.8	14.0
市盈率	41.4	26.7	20.2	15.8	12.5
股息率(%)	0.8%	0.0%	2.0%	2.6%	3.2%

模型更新时间: 2010.11.07

股票研究

工业
建筑工程业

隧道股份 (600820)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 15.00

上次预测: 13.00

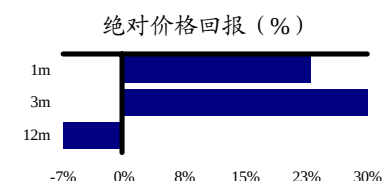
当前价格: 13.15

公司网址

www.stec.net

公司简介

公司是一家专门从事软土隧道施工的企业,也是中国施工行业第一家上市的股份制公司和中国第一家设立博士后工作站的施工企业,具有二十余年从事隧道及地下工程的技术优势,始终保持着中国软土隧道事业的领先优势,隧道施工技术水平接近和达到国际先进水平。2004年10月,隧道股份承担的盾构掘进机国产化 863 计划取得了重大突破,中国第一台具有自主知识产权的地铁盾构掘进机在隧道股份机械厂诞生,并成功地投入到上海轨道交通网的建设。



52 周价格范围

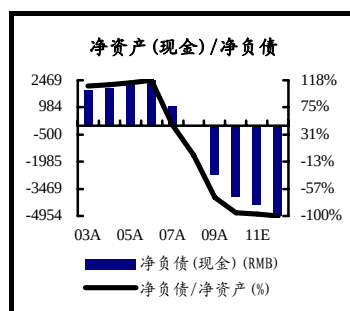
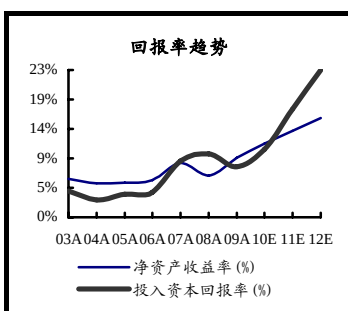
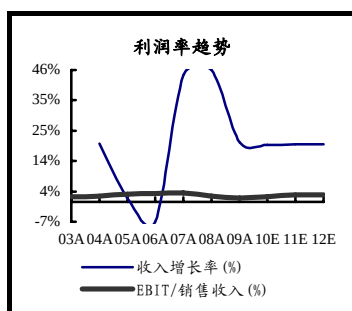
8.01-15.30

市值 (百万)

9,646

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,273	6,334	6,400	5,955	8,577	12,502	15,083	18,059	21,666	26,000
主营业务成本	4,850	5,822	5,813	5,287	7,719	11,478	13,657	16,270	19,516	23,415
税金及附加	117	162	185	186	283	369	457	547	656	787
主营业务利润	306	350	402	481	575	654	969	1,243	1,493	1,797
其他业务利润	11	11	8	32	-5	27	26	27	32	39
营业费用	13	15	21	26	31	35	43	52	61	68
管理费用	208	227	231	264	281	341	703	831	910	1,092
EBIT	95	119	159	159	268	252	197	333	490	599
财务费用	70	97	107	180	213	224	185	203	224	241
营业利润	25	22	51	-21	54	28	12	130	267	358
所得税	18	29	33	40	78	71	105	139	178	224
少数股东损益	3	6	-2	1	2	4	4	5	6	8
净利润	108	96	105	123	190	233	361	478	611	770
资产负债表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	690	846	884	947	1,596	3,349	5,407	6,825	7,544	8,460
其他流动资产	2,865	3,414	3,356	4,122	4,003	5,474	6,419	7,685	9,220	11,064
长期投资	1,844	658	604	2,040	556	549	553	907	1,269	1,714
固定资产合计	919	1,424	2,088	1,599	1,945	2,461	2,727	3,526	3,679	3,848
无形及其他资产	613	1,734	1,790	1,245	1,160	1,086	1,003	1,077	1,172	1,292
资产合计	6,930	8,074	8,721	9,972	11,179	14,817	17,841	20,056	22,927	26,429
流动负债	3,611	4,143	4,681	5,706	7,252	8,711	9,278	10,984	13,056	15,552
长期负债	1,499	2,007	2,029	2,118	841	2,372	4,576	4,915	5,348	5,892
股东权益	1,786	1,823	1,935	2,085	2,221	3,547	3,836	4,120	4,482	4,939
投入资本(IC)	1,940	3,308	3,140	3,103	2,143	1,930	1,911	2,426	2,239	2,005
现金流量表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	79	89	112	120	190	194	153	259	381	465
折旧与摊销	318	285	239	317	450	453	426	49	49	49
流动资金增量	408	(257)	(888)	996	(1,221)	(655)	(202)	(359)	(435)	(523)
资本支出	1,851	1,910	960	(717)	711	895	609	923	297	337
自由现金流	(1,861)	(1,279)	280	158	1,150	406	172	(256)	568	699
经营现金流	68	781	97	712	1,736	1,687	2,338	285	466	615
投资现金流	(387)	(433)	(148)	(733)	(805)	(530)	(1,334)	(923)	(297)	(337)
融资现金流	330	(209)	92	24	(295)	572	1,041	(341)	(400)	(463)
现金流净增加额	12	139	42	3	636	1,729	2,045	(979)	(230)	(186)
财务指标	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性										
收入增长率		20.1%	1.0%	-7.0%	44.0%	45.8%	20.7%	19.7%	20.0%	20.0%
EBIT 增长率		25.7%	33.3%	0.4%	68.1%	-5.9%	-21.8%	69.1%	47.1%	22.1%
净利润增长率		-11.4%	10.0%	17.1%	54.4%	22.4%	54.8%	32.6%	27.8%	25.9%
利润率										
毛利率	8.0%	8.1%	9.2%	11.2%	10.0%	8.2%	9.5%	9.9%	9.9%	9.9%
EBIT 率	1.8%	1.9%	2.5%	2.7%	3.1%	2.0%	1.3%	1.8%	2.3%	2.3%
净利率	2.0%	1.5%	1.6%	2.1%	2.2%	1.9%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
收益率										
净资产收益率(ROE)	6.1%	5.3%	5.4%	5.9%	8.6%	6.6%	9.4%	11.6%	13.6%	15.6%
总资产收益率(ROA)	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.7%	1.6%	2.0%	2.4%	2.7%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	4.1%	2.7%	3.6%	3.9%	8.9%	10.0%	8.0%	10.7%	17.0%	23.2%
运营能力										
存货周转天数	40.2	75.0	83.6	102.5	80.3	69.5	74.2	72.7	72.6	72.6
应收账款周转天数	108.02	87.78	88.04	120.66	81.27	65.87	66.07	66.07	66.07	66.07
总资产周转天数	479.8	465.3	497.4	611.2	475.7	432.6	431.7	405.4	386.3	371.0
净利润现金含量	0.63	8.16	0.92	5.77	9.12	7.24	6.48	0.60	0.76	0.80
资本支出/收入	35%	30%	15%	-12%	8%	7%	4%	5%	1%	1%
偿债能力										
资产负债率	73.7%	76.2%	76.9%	78.5%	72.4%	74.8%	77.7%	79.3%	80.3%	81.1%
净负债率	109.2%	111.0%	114.4%	118.4%	46.7%	-2.2%	-70.0%	-94.7%	-97.3%	-100.3%
估值比率										
PE	51.2	57.8	52.6	44.9	41.0	41.5	26.8	20.2	15.8	12.5
PB	3.1	3.0	2.9	2.7	3.5	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0
P/S	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	17.49	17.91	18.15	15.17	12.68	12.91	14.60	23.73	16.82	14.00
股息率	27.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.8%	0.0%	2.0%	2.6%	3.2%



浦东建设 (600284.SH): 配套道路工程主要承建商 (谨慎增持)

- **业绩情况:** 1) **施工主业下滑:** 2010 年公司的业务受世博会影响较大, 主要原因是公司的建设项目为道路项目, 属于世博会需完工更早的项目。其次, 世博会召开期间路面工程全面停工, 导致公司主营收入下降。从公司自身来说, 公司的项目储备不足。2) **投资业务增长:** 2010 年前 3 季度, 公司主营业务收入同降 32%, 但是实现归属母公司净利润同增 238%, 主要得益于投资收益的大幅增长——公司控股子公司上海北通投资发展有限公司机场北通道项目如期回购, 贡献 5.9 亿元。
- 浦东建设未来已经从一个传统施工企业转型成为以 BT 业务为主的施工带动投资性企业, 公司的投资收益量逐年提升, 2001 年, 投资收益在营业利润中占比 11%, 到 10 年 3 季度, 投资收益占营业利润的 136%, 主营亏损, 而投资收益获利颇丰。此次中标迪斯尼配套道路建设, 公司仍然采用了 BT 模式。
- **有效降低融资成本:** BT 模式需要建筑公司进行大量的垫资, 只有大量的资金以及更低资金成本, 才能给公司带来更高的收益。1) 今年公司发行了 5 亿元的短期融资券, 年利率 3.31%, 期限 1 年。2) 引进中国人寿 30 亿元的保险资金, 期限 6 年, 成本较基准利率下浮 13%。3) 10 年 8 月 6 日发行成功 3 年期 7 亿元中期票据, 预计综合成本 4.4%。4) 对北通投资完成增资, 推进对上海浦兴投资公司的增资工作。
- **资产注入预期:** 随着上海国资委规定的国资证券化要求的进一步落实, 上海的几家大的上市都存在的集团资产注入的猜想。浦东建设的大股东为上海浦东发展集团, 该集团截至 2010 年 3 季度的总资产是浦东建设的 5.5 倍, 但是 1-3 季度归属于母公司净利润是浦东建设的 0.8 倍, 主要原因是浦东建设在上半年开始了北通道项目的回购, 金额达 5.9 亿元。09 年归属母公司净利集团是浦建的 1.6 倍。从资产规模上, 集团远大于上市公司。
- **盈利预测:** 浦东建设的净利润受 BT 项目的回购与一次性审价差影响大, 今年北通道项目上半年进入回购, 净利润在 2 季度集中体现, 11 年可能有北通道项目的审价差收益, 预计 11 年净利润增长快, 预期 10-11 年 EPS0.72、1.00, 净利润同增 56%、39%。谨慎增持, 目标价 21 元。

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 21.00

上次预测: 首次

当前价格: 19.82

2010.11.07

交易数据

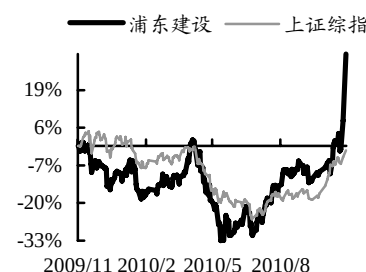
52 周内股价区间 (元)	9.63-19.82
总市值 (百万元)	6,858
总股本/流通 A 股 (百万股)	346/346
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	137

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,477
每股净资产	7.18
市净率	1.9
净负债率	49%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.05	0.02
Q2	0.09	0.70
Q3	0.07	-0.00
Q4	0.25	0.04
全年	0.46	0.75

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	45%	57%	32%
相对指数	27%	38%	33%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,149	1,760	1,151	1,526	1,860
(+/-)%	32%	53%	-35%	33%	22%
经营利润 (EBIT)	34	134	23	67	108
(+/-)%	-29%	295%	-83%	189%	61%
净利润	111	159	249	345	294
(+/-)%	-1%	43%	56%	39%	-15%
每股净收益 (元)	0.32	0.46	0.72	1.00	0.85
每股股利 (元)	0.09	0.13	0.22	0.30	0.26

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	3.0%	7.6%	2.0%	4.4%	5.8%
净资产收益率 (%)	5.3%	7.1%	10.3%	13.0%	10.3%
投入资本回报率 (%)	0.4%	1.1%	0.2%	0.6%	0.8%
EV/EBITDA	152.5	68.5	346.9	175.2	116.9
市盈率	61.5	43.0	27.6	19.9	23.3
股息率 (%)	0.4%	0.7%	1.1%	1.5%	1.3%

模型更新时间: 2010.11.07

股票研究

 工业
 建筑工程业

浦东建设 (600284)
评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 21.00

上次预测: 首次

当前价格: 19.82

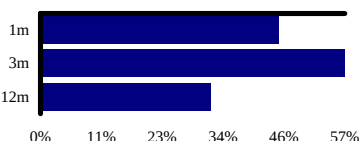
公司网址

www.pdjs.com.cn

公司简介

公司地处上海市,是以工程建设为龙头、机械化施工为依托,集工程投资管理、施工、运输、沥青混合料生产、建材供应等为一体的综合性股份制企业。公司拥有市政公用工程施工总承包一级和公路路面工程专业承包一级资质,核心技术为从原料生产、运输到路面摊铺的“黑色一条龙”,公司承担了浦东大部分基础设施建设任务,承建的世纪大道等多项工程荣获“中国市政金杯示范工程”殊荣。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.63-19.82

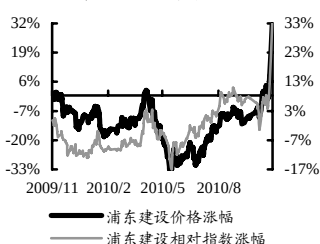
市值 (百万)

6,858

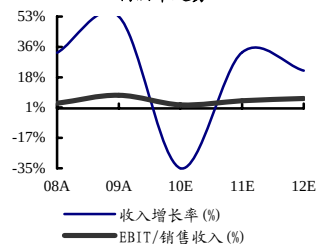
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	1,149	1,760	1,151	1,526	1,860
营业成本	1,053	1,517	1,023	1,327	1,591
税金及附加	12	36	23	31	37
销售费用	1	3	1	2	2
管理费用	50	69	81	99	121
EBIT	34	134	23	67	108
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	97	75	669	829	730
财务费用	27	24	263	257	280
营业利润	114	176	443	631	533
所得税	13	39	75	112	93
少数股东损益	0	5	139	196	166
净利润	111	159	249	345	294
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	557	465	507	477	515
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	6,951	9,687	11,188	12,188	12,588
固定资产合计	107	101	96	101	105
无形资产及其他资产	31	18	15	15	15
资产合计	8,514	11,444	12,730	13,594	15,413
流动负债	5,164	7,627	1,582	2,008	3,455
非流动负债	158	497	7,515	7,515	7,515
股东权益	2,112	2,235	2,421	2,662	2,869
投入资本(IC)	7,471	9,790	8,953	9,512	10,798
现金流量表					
NOPLAT	30	108	19	56	90
折旧与摊销	35	54	10	0	0
流动资金增量	-42	350	-469	380	-846
资本支出	-26	-29	17	18	16
自由现金流	-2	483	-422	454	-740
经营现金流	55	63	72	343	-827
投资现金流	-4,392	-2,053	-814	-153	346
融资现金流	4,402	1,898	784	-220	520
现金流净增加额	66	-92	42	-30	38
财务指标					
成长性					
收入增长率	32.3%	53.2%	-34.6%	32.5%	21.9%
EBIT 增长率	-28.6%	294.9%	-82.7%	189.2%	61.1%
净利润增长率	-0.8%	43.0%	56.0%	38.9%	-14.7%
利润率					
毛利率	8.3%	13.8%	11.1%	13.0%	14.4%
EBIT 率	3.0%	7.6%	2.0%	4.4%	5.8%
净利润率	9.7%	9.1%	21.6%	22.6%	15.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.3%	7.1%	10.3%	13.0%	10.3%
总资产收益率(ROA)	1.3%	1.4%	2.0%	2.5%	1.9%
投入资本回报率(ROIC)	0.4%	1.1%	0.2%	0.6%	0.8%
运营能力					
存货周转天数	212	177	263	150	230
应收账款周转天数	52	51	90	70	90
总资产周转天数	1915	2070	3832	3149	2847
净利润现金含量	0.49	0.40	0.29	0.99	-2.81
资本支出/收入	2%	2%	-2%	-1%	-1%
偿债能力					
资产负债率	62.5%	71.0%	71.5%	70.1%	71.2%
净负债率	176.3%	268.7%	198.3%	186.0%	203.2%
估值比率					
PE	61.5	43.0	27.6	19.9	23.3
PB	3.2	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	152.5	68.5	346.9	175.2	116.9
P/S	6.0	3.9	6.0	4.5	3.7
股息率	0.4%	0.7%	1.1%	1.5%	1.3%

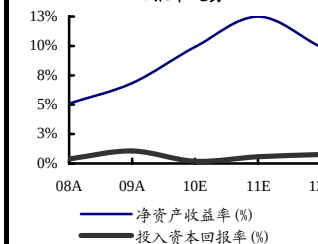
股票绝对涨幅和相对涨幅



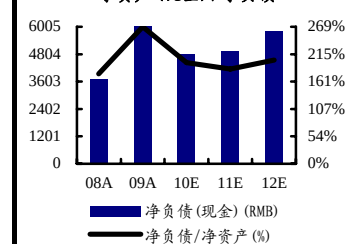
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

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		