



2010.10.12

中间体和定制模式

伐谋周刊（10A）


国泰君安专项组

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

S0880108023064

王丽妍

021-38674623

wangliyan008084@gtjas.com

摘要:

最近看医药股，被海翔药业、海正药业和华海药业的涨势吸引，这三个公司都是原料药企业，很久之前就开始向制剂药企业转型，他们都选择与客户合作开发，从提供定制的原料药或制剂药开始，逐步转向独立研发。他们上涨很大原因是接到定制服务的订单。定制服务对业绩增长带来多大的促进作用。这里我们想到的是上市公司中最早采用定制模式并将这种模式成功的转化为成长力的联化科技。通过对联化科技的分析，我们认为定制模式的优点在于：

1. 定制生产获得稳定的高毛利率。
2. 定制生产可以和客户建立长期互利的关系以减少周期性波动。
3. 定制生产可能提高公司技术水平和公司品牌声誉。

而能获得定制生产订单的企业一般有以下特征：

1. 强大的研发能力。
2. 稳定的客户资源。
3. 突出的综合管理能力。

考虑到产业转移，再结合海翔、海正和华海三个公司的例子，我们总结出能采用定制模式承接国外转移产能的几个因素：

1. 产品属于将要转移产能的领域，比如下游是即将过期的专利药。
2. 有全球医药巨头作为长期的大客户
3. 在技术上或生产工艺、规模上至少有一项优势

接下去从产品、客户及技术方面来审视除了海翔、海正、华海、联化的其他上市的原料药和医药中间体企业，寻找了产品可能属于将要转移的领域，有国外巨头作为大客户、并且有一定的技术优势的企业。

虽然中间体板块不乏优秀的公司，但估值普遍偏高，我们先做跟踪，但暂时不调入股票池。

本周不得不知的数据：

下降 9.5 万

美国劳工部 8 日公布的数据显示，9 月份美国非农就业人数下降 9.5 万，大幅差于预期，该消息增强了美联储采取进一步措施刺激经济的可能性，消息公布后，美元指数急剧下跌，对日元再创 15 年新低。美元持续走软，为节后人民币汇率走势埋下伏笔，8 日，国庆假期后中国外汇市场首个交易日，人民币对美元汇率中间价、最高价及收盘价均创出 2005 年汇改以来新高。日本政府刚刚通过了一份高达 5.05 万亿日元的追加经济对策，以应对日元的升值。韩国、越南、泰国以及巴西等国家最近也纷纷出手，遏制本国货币升值，预计未来将有更多经济体加入这场全球汇市干预潮中。

70%~80%居民用电价格不调整

国家发改委价格司 9 日公布《关于居民生活用电实行阶梯电价的指导意见》，征求意见稿将全国居民电价分为三个阶梯，电价实行分档累进递增。第一档为居民基本用电需求，该档电价维持较低价格水平，基本保持 3 年内不调整，并将覆盖 70%-80%居民用电价格保持稳定。第二档为居民合理用电需求，该档电价将体现电力企业发电输电成本，起步阶段电价在现行基础上提价 10%。第三档为满足较高生活质量的用电量，起步阶段提价标准不低于 0.2 元，电价原则控制在第二档电价 1.5 倍左右，以体现资源稀缺状况补偿环境损害成本。

相关报告

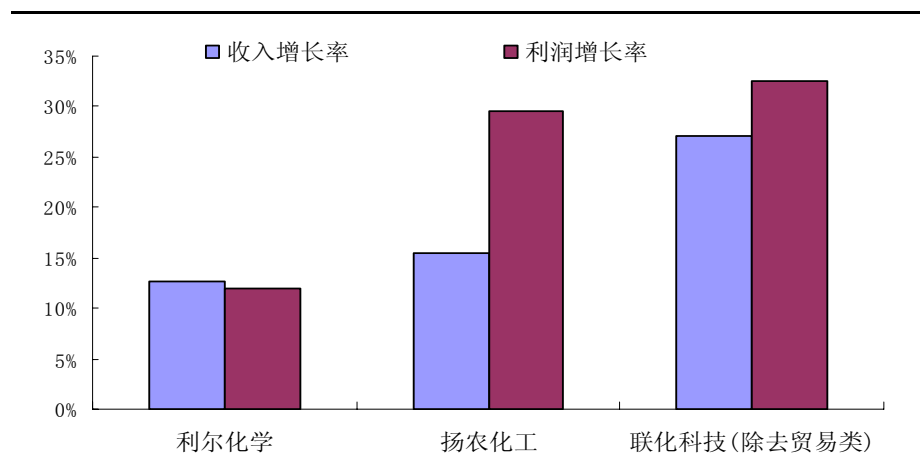
《宽带建设、光纤接入和物联网》	2010.09.06
《能源战略下的内蒙板块》	2010.08.30
《儿童消费的投资机会》	2010.08.23
《北斗群星》	2010.08.16

最近看医药股，被海翔药业、海正药业和华海药业的涨势吸引，这三个公司都是原料药企业，很久之前就开始向制剂药企业转型，他们都选择与客户合作开发，从提供定制的原料药或制剂药开始，逐步转向独立研发。他们上涨很大原因是接到定制服务的订单：华海药业今年3月与默克公司签订了一项多年期的制剂委托加工协议，华海药业将为默克的某专利产品进行制剂加工，加工后的成品由默克在国际市场上独家销售；海正药业与礼来、先灵葆雅、英威特等跨国企业长期合作，09年底与英威特和先灵葆雅兽用预混剂的定制生产协议，开始与国际巨头合作进入制剂药领域；海翔药业08年开始与Boehringer Ingelheim长期合作提供定制生产，海翔药业为此合作扩大了生产规模，BI公司也为海翔药业提供技术指导，预计随着专利药过期，未来这块未来会放量，股权激励今年7月通过也显示了管理层的信心。这些定制服务都使投资者调高了对他们未来业绩的预期，因此也给与了更高的估值。

定制服务对业绩增长带来多大的促进作用。这里我们想到的是上市公司中最早采用定制模式并将这种模式成功的转化为成长力的联化科技。

联化科技主要从事医药和农药高级中间体的生产和销售。自从2001年12月联化科技与美国FMC公司签订首个中间体定制生产合同以来，该模式发展迅速，目前已经与美国FMC、杜邦、汽巴、艾丽斯达、上海联友、陶氏、日本东丽、日本住商等8家公司开展医药和农药中间体定制合作，定制生产2009年占中间体业务收入的70%以上。随着定制生产占公司业务比重的不断加大，公司中间体业务增长迅速。2005-2009年，中间体收入和毛利润年复合增长率分别达到27.17%和32.46%，远高于其他农药公司。

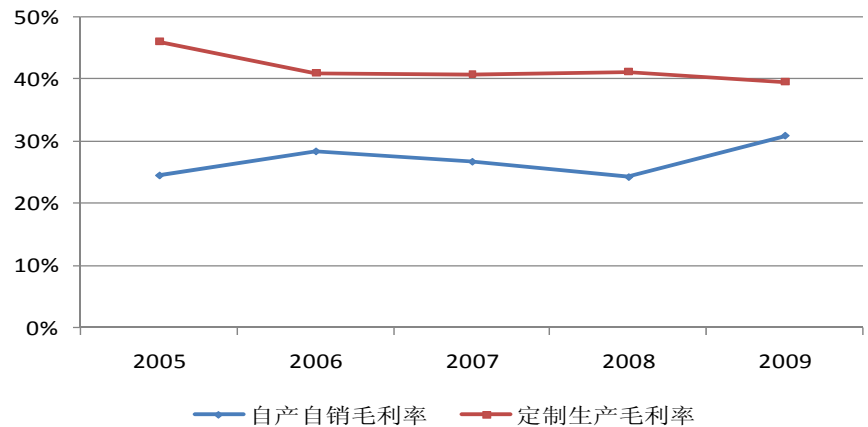
图 1：三个农药公司成长情况对比



定制生产模式除了使联化科技业绩取得快速增长外，还反映出以下优点：

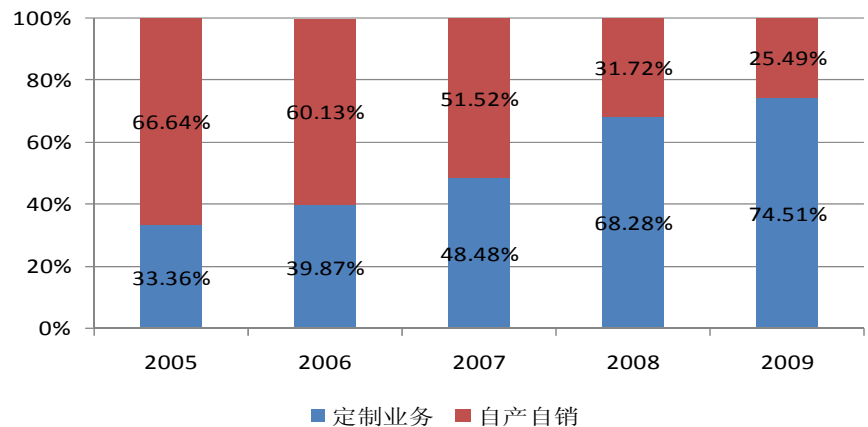
定制生产获得稳定的高毛利率。定制生产采用协商定价模式，客户负担所用原材料成本、人工费用以及其他制造费用，公司只收取定制生产费用。这种定价方式回避了原料价格波动对利润的影响，获得相对稳定的高毛利率。2005-2009年，联化科技定制生产的毛利率一直稳定在40%左右；而自产自销毛利率在30%以下，并且受原材料价格以及下游客户需求的影响，毛利率波动较大。

图 2：联化科技定制和自销业务利润率比较



定制生产可以和客户建立长期互利的关系以减少周期性波动。定制生产客户都是能抵御风险的国际巨头，因此定制生产每年销量虽有变化但波动会小于自产自销。联化科技定制服务的销量每年都在增加，在公司主营收入中的比例也不断提高。

图 3：联化科技定制业务占收入比例稳步提高



定制生产可能提高公司技术水平和公司品牌声誉。定制生产有时会和客户合作开发产品，或者客户直接为公司提供技术支持，这都将提高公司自身技术水平。另外通过与国际知名公司的合作，塑造公司的国际品牌和商誉，掌握国际新产品研发的最新进展，积蓄和提升公司的研发实力。

那么什么样的企业能获得定制生产的订单呢？联化科技也给了我们一点启示。

定制生产产品的质量标准、程序控制尤为重要，频繁更换供货商必然引起最终成品质量的变化，增加定制客户的成本，因此客户对于生产厂家的选择非常慎重，往往在定制生产前会经过一个较长时期的考察过程。联化科技能成为诸多国际知名企业定制生产的合作对象，我们认为这与公司拥有的核心竞争优势有关。

强大的研发能力。联化科技拥有氨氧化、氟化、加氢还原、苯骈噻唑类产品的环化合成、核苷类系列产品合成、新型染料合成等六大核心技术，其中氨氧化技术更是达到国际先进水平。公司还有 23 个新产品，其中 6 个产品填补了国内空白，2 个产品达到国际先进水平，15 个产品为国内技术领先。同时，公司生产装置采取了柔性设计，通过简洁的改装和灵活的管道连接，同一套生产装置可以快速的改良为不同产品的生产线，提高了公司资产的使用效率，使公司具有对客户特殊要求做出快速反

应的能力。

表 1: 联化科技的 6 大核心技术

技术名称	技术来源	是否拥有所有权	技术水平
氨氧化技术	自主开发	有	国际先进
氟化技术	自主开发	有	国内先进
加氢还原技术	自主开发	有	国内先进
苯骈噻唑类产品的环化合成技术	自主开发	有	国内先进
核苷类系列产品合成技术	自主开发	有	国内先进
新型染料合成技术	自主开发	有	国内先进

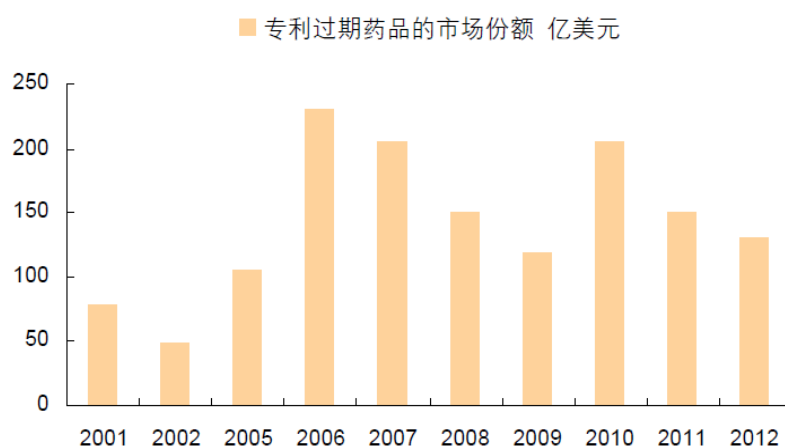
稳定的客户资源。联化科技在精细化工品领域已有 20 多年历史，与国际大型医药、化工企业建立了良好而稳定的合作关系，如美国的 FMC、杜邦、陶氏、柯达公司，德国的 Dystar、巴斯夫、拜耳公司，瑞士的科莱恩、汽巴公司，韩国的 LG 公司，日本的化药、住友、蝶理公司及台湾永光公司等国际性的大型企业。联化科技在与国际大型化工企业多年的合作过程中，获得了良好的口碑，这样在跨国企业产业转移，寻找定制生产合作伙伴时获得更多机会。

突出的综合管理能力。国外大型化工企业在考察合作企业时除了技术、质量等指标，在环境保护、职业健康等综合管理指标也有严格考察。公司生产环境的安全性和生产过程的低污染性使其通过考察。

另外，海翔、海正和华海业绩增长预期提高的原因还有是国际药业巨头向中国转移生产，使原料药需求增加，原料药企业发展更快，同时原料药企业向制剂药企转型也成为可能。

2006 年开始，国际市场新药专利过期出现高潮，2010 年起又一个新药过期的高潮来临。由于新药研发投入大进度较慢，以前的原研药厂也开始跟踪研究仿制药，专利药保护期过后可能会有一大批仿制药出现，他们的价格可能比原先专利药便宜 20%-30%，这种竞争使市场整体价格下降。为了保持高利润，向低成本国家转移生产成为必然。

图 4: 2001 年到 2012 年有大批新药专利过期



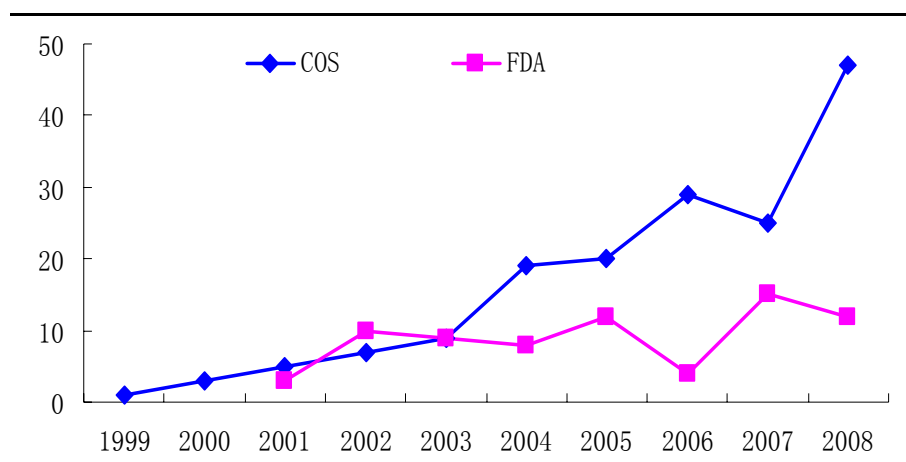
另外，价格的下跌也使该药的需求增大销量增加，从而需要更多的原料药用于生产制剂。

中国的原料药和医药中间体企业在生产方面有成本优势和丰富的经验，产品出口国外制药业巨头也有较长历史，国外药企向中国转移生产概率极大。近年来国内企业获得 FDA 和 COS 认证数目不断增加，也为承接国外产业转移做好了准备。

定制模式是国内企业承接国外产能的一个比较独特的模式。国内原

料药和医药中间体企业大多为民营企业，可能较难投入大量人力物力研发新产品，定制服务一来可以获得技术支持，二来保证了产品销路，设备投资的风险较小。

图 5：中国历年获得 COS 和 FDA 认证的药品个数



考虑到产业转移，再结合海翔、海正和华海三个公司的例子，我们总结出能采用定制模式承接国外转移产能的几个因素：

1. 产品属于将要转移产能的领域，比如下游是即将过期的专利药

虽说可能到最终所有的药都是在中国生产便宜，但有些药即将被淘汰，没有生产的必要；有些药专利未过有足够的利润空间；有些药技术很难没有专利也少有人模仿，而转移到中国反而泄露了技术。海翔为 Boehringer Ingelheim 定制生产的都是其热销的降糖类、抗凝类药物的中间体。华海药业接受的定制产品是即将专利到期的沙坦类药物。海正的富阳基地主要生产的专利即将到期的培南类药物和重组人白蛋白等生物药制剂。

2. 有全球医药巨头作为长期的大客户

只有世界医药巨头才能支付起定制生产的费用，给国内企业留较高的利润空间，也保证收购量的小波动性。对照看海翔、海正和华海药业，他们也有一定的客户优势和技术壁垒。海翔药业很早就与 Boehringer International, 和 Pfizer 等有长期合作。海正药业与礼来、先灵葆雅、英威特等长期合作。华海药业与默克长期合作。

3. 在技术上或生产工艺、规模上至少有一项优势

一般国外转移产能会考虑印度和中国，因为成本较低；但是也需要这个企业的产品达到要求，能通过 FDA 等国家级认证；或者有足够研发优势能使他们在研发上少支出。海翔药业每年有多个产品通过国际认证；克林霉素盐酸盐、克林霉素磷酸酯等五个产品通过了 COS 认证，盐酸克林霉素通过了 FDA 认证。海正药业在 API 原料药避工艺专利研发有较强优势，公司历史上几个重要品种如阿佛霉素、辛伐他汀等，均是公司提前研发成功避专利工艺，在专利到期后迅速投入国际市场获得成功。华海药业已能生产所有沙坦类药物，并已获得美国、欧洲所有认证，生产规模也是全球最大，

接下去从产品、客户及技术方面来审视除了海翔、海正、华海、联化的其他上市的原料药和医药中间体企业，寻找了产品可能属于将要转移的领域，有国外巨头作为大客户、并且有一定的技术优势的企业。

表 2: 符合要求的一些公司

证券简称	产品及市场前途	客户	优势
现代制药	主要产品是抗生素阿奇霉素原料药，供给国内；调解血糖类药硫辛酸原料药	硫辛酸原料药出口日本，未来可能出口欧洲。公司未披露前 5 大客户名称，第一大客户占营收比 16.2%	硫辛酸原料药获得欧洲 CEP 证书
信立泰	盐酸氯氟吡格雷和高端头孢类头孢吡肟和头孢西丁钠、头孢唑辛钠的原料药，都是国内首仿药，竞争者很少	盐酸氯氟吡格雷为制剂药，几个头孢类原料药也是供给自身生产制剂或提供给国内厂商	三个头孢类原料药技术较复杂，国内极少数企业参与竞争，同时公司在首仿方面也有一定经验
天马精化	造纸施胶剂 AKD 系列施胶剂和多肽类药物中间体氨基酸保护剂等，多肽类药物的用途再不断扩大	有 Bayer、Wyeth、BACHEM、Merck 等十余家跨国公司	在 AKD 生产方面公司是国内唯一掌握无溶剂法的企业，成本低污染少；多肽类中间体方面，拥有高难度特殊化学反应的工业化生产能力，如零下 70℃ 超低温反应、格式反应等，一些产品已是全球第一
永太科技	含氟类液晶化学品和医药、农药中间体，下游主要为喹酮类抗生素、各类杀虫剂等，喹酮类抗生素是仅次于头孢的受国外欢迎的抗生素，但国内喹酮类抗生素原料药的技术水平目前还达不到欧美标准	还没有国外药企	资源优势：靠近萤石产地
建新股份	造纸原料 2,5 酸, 间羟基, 医用中间体间氨基苯酚	拜耳、巴斯夫、科莱恩等国外 500 强，以及浙江龙盛、浙江传化等国内化工企业	是 2,5 酸行业标准制定者，这三个产品的纯度都能远超过国内其他企业，通过欧盟 REACH
新开源	PVP 产品，PVP 产品用途很广，其中共聚维酮 PVP/VA 是抗艾滋病药物依发韦仑生产中的增溶剂，物依发韦仑即将过专利保护期	以色列海水淡化公司，以及一些国外经销商销售	改进 PVP 合成工艺，是掌握无苯合成法全球唯一一家

天马精化

天马精化目前产品仍以造纸用施胶剂 AKD 系列产品为主约占销售收入的 70% 以上；医药中间体主要包括氨基酸保护剂（A 酯、A 胺等）、保护氨基酸和葡辛胺等三个系列 150 多个产品，毛利率在 30% 左右，远高于 AKD 系列产品 20% 多的是未来公司要重点发展的方向。

公司有较强的技术优势，在 AKD 原粉上拥有国内唯一的环保工艺生产专利，保持国内市场份额第一；在多肽中间体生产方面掌握了数十个单元反应的生产和控制技术，拥有高难度特殊化学反应的工业化生产能力，产品氨基酸保护剂 A 酯、A 胺在国内市场占有率也是第一。

施胶剂能够提高纸和纸板的表面强度防止水质液体的扩散和渗透，是中高档造纸工业中不可或缺的化学专用品。但由于造纸行业短期内收到政策影响扩产可能性不大，所以 AKD 行业也不会有大的增长。公司募投项目虽有扩产但增加不多，未来三年复合增长可能在 15% 左右。

多肽类药物中间体能给公司未来带来快速发展。一方面通用医药中间体氨基酸保护剂（A 酯、A 胺等）已经是下游客户的主要供应商，市场前景广阔，产品供不应求。公司募投项目产能扩大 2 倍多，预计未来复合增长率能在 60% 以上。

公司目前的医药中间体的销售已经开始进入定制加工模式，占 40% 左右。公司与 22 家跨国公司形成了紧密的战略合作关系，与这些客户定制加工合作的潜力医药中间体的个数约 42 个，如部分保护氨基酸、TICC、CMPP 以及不包含在募投项目内的部分产品。未来新品种还将不断增加。

同时，公司也跟踪一些跨国企业正在申请临床试验的药物，公司已经做好了技术准备。这些药物已到临床 2 期和 3 期，随着这些药物面世，其核心中间体的需求也将有爆发式的增长。像 TICC、CMPP 等订单已经有了突破。因此公司在定制医药中间体业务方面可能会超预期。

表 3：公司定制加工产品分布

	下游开发阶段	占比
1	已上市	40%
2	临床 3 期	30%
3	临床 2 期	30%

11 年后公司产能释放，定制生产那块需求爆发，因此我们预计 11 业绩会有大幅增长，EPS 达到 0.9 元。而 12 年后这种增长还能持续，预计公司总体增长在 30% 以上。目前股价 32.65，对应 11 年市盈率 35 倍。

永太科技

永太科技的主要产品是液晶单晶材料和含氟医药中间体，两者市场容量都分别在十亿美元左右，公司最大优势在于一体化的综合生产平台。公司实现了从源头的基础化工原料开始，围绕“氟苯”中间体生产二氟、三氟、五氟、邻氟和对氟 5 大系列 80 多个产品的生产，这些产品既可以实现对外销售，又可以用于生产公司的其他产品。这种独特的生产模式有助于降低原料成本和原料价格风险；有助于灵活应对市场需求，降低市场风险；有助于变废为宝，降低成本和增加额外收益。

募投的单体液晶项目是公司未来 3 年最大看点。TFT 液晶显示器已经成为市场主流显示器，占 90% 以上份额，并且未来仍将以 15%-20% 的速度增长，预计到 2012 年，单体液晶的全球需求量将接近 800 吨。公司 TFT 液晶募投项目达产后产能为 81 吨，有足够的市场空间消化产能，此外，永太科技原本主要生产的单晶中间体（三氟苯酚和三氟溴苯）是单体液晶的上游，其下游客户与单体液晶需开发的客户有很多是重叠的，也就是说永太其实是以其规模化优势帮下游客户做了一部分前期工作，从成本控制的角度来看，这些跨国巨头也并不会反对使用永太的单晶产品，公司已与永生华清签订了液晶中间体和单晶的战略合作协议，在同等的价格条件下，永生华清将优先向永太科技采购液晶化学品。该细分行业国内暂无规模生产商参与竞争，项目投产后，公司有望迎来爆发式增长机会。

表 4：永太科技的募投项目及市场需求

主要产品	生产规模 (吨/年)	预计 2010 年的 全球需求量 (吨)
双环己基苯类液晶化学品 (L1)	6	43.6
环己基联苯类液晶化学品 (L2)	10	69.7
双环己基烯烃类液晶化学品 (L3)	30	148.6
烯基双环己基苯类液晶化学品 (L4)	15	81.6
环己基联苯侧向二氟乙氧基类负性液晶化学品 (L5)	20	87.8
合计	81	431.3

虽然中间体板块不乏优秀的公司，但估值普遍偏高，我们先做跟踪，但暂时不调入股票池。

截止 2010.10.8 收盘，我们的虚拟帐户持仓状况如下：（单位：元，%，万股，万元）

配置 类型	首次买入 日期	股票代码	股票名称	平均 成本	当前 价格	收益率	持仓 股数	持仓 市值	买入 成本	分红收 益
核心	2010/5/7	600778	友好集团	10.84	16.37	51.0%	80	1310	867	0.0
核心	2010/5/20	002024	苏宁电器	11.77	16.48	40.0%	200	3296	2354	
核心	2010/5/28	002042	华孚色纺	22.30	22.84	2.4%	80	1827	1784	0
核心	2010/5/28	000829	天音控股	14.01	16.76	19.6%	70	1173	981	0
核心	2010/6/4	600276	恒瑞医药	37.43	50.01	33.6%	40	2000	1497	0
核心	2010/6/25	000869	张裕 A	79.40	120.48	53.2%	5	602	397	6
核心	2010/7/2	600827	友谊股份	15.48	16.88	10.3%	60	1013	929	12
核心	2010/7/16	600765	中航重机	11.73	18.00	53.5%	200	3600	2346	0
核心	2010/7/23	600068	葛洲坝	8.73	9.05	3.7%	400	3620	3492	0
卫星	2010/5/14	600267	海正药业	24.38	43.29	77.6%	50	2165	1219	0
卫星	2010/5/14	000790	华神集团	13.03	17.46	34.0%	100	1746	1303	0
卫星	2010/6/4	600521	华海药业	13.00	21.79	67.6%	60	1307	780	0
卫星	2010/6/18	002163	中航三鑫	12.64	16.07	27.1%	50	804	632	0
卫星	2010/6/25	002326	永太科技	52.60	57.58	10.0%	10	576	526	3
卫星	2010/6/25	600360	华微电子	7.82	8.86	14.0%	60	532	469	3
卫星	2010/6/25	002184	海得控制	13.83	13.49	-2.1%	40	540	553	2
卫星	2010/6/25	600553	太行水泥	10.16	12.19	20.0%	100	1219	1016	0
卫星	2010/8/6	000978	桂林旅游	11.33	12.24	8.1%	80	979	906	0
卫星	2010/8/20	300086	康芝药业	58.17	68.50	17.8%	6	411	349	0
卫星	2010/8/20	000915	山大华特	13.47	16.05	19.2%	30	482	404	0
核心	2010/5/20	300074	华平股份	70.82	64.00	-9.6%	55	3520	3895	0
核心	2010/9/3	000063	中兴通讯	25.50	26.25	2.9%	50	1313	1275	0
核心	2010/9/3	600498	烽火通信	34.44	33.77	-1.9%	50	1689	1722	0
核心	2010/9/3	600522	中天科技	23.86	24.41	2.3%	50	1221	1193	0
卫星	2010/9/3	002089	新海宜	20.52	20.33	-0.9%	50	1017	1026	0
卫星	2010/9/3	002313	日海通讯	43.04	40.90	-5.0%	25	1023	1076	0
卫星	2010/9/3	002281	光迅科技	35.70	35.80	0.3%	10	358	357	0
卫星	2010/9/17	2102	冠福家用	12.81	13.27	3.6%	100	1327	1281	0
卫星	2010/9/17	600798	宜华木业	3.59	4.41	22.8%	200	882	718	0

（账户总资产¥106,336 万元，其中持仓市值¥41,548 万元，现金¥64,788 万元，仓位 39.1%）

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球策略周报

SIGNAL in Noise

定位于洞察与辨别影响全球资产配置的主要变量



每日酷图

定位于从多种角度观察宏观经济与市场背景

A 股季度策略

定位于为 A 股市场趋势、投资主题和行业配置提供远见



A 股伐谋周刊

定位于寻找短期交易性机会

策略专题系列

定位于宏观经济和证券市场某一面的最深度研究



行业配置月报

定位于详细连贯的行业配置方法、线索和方案

小盘股策略

定位于中小板和创业板的成长发现者



对话

定位于与行业研究员一起探讨行业投资真规则

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		