



运输/工业

大秦铁路 (601006)

大秦起舞：2015 年不容错过的投资机会

郑武 (分析师) 糜怀清 (分析师)  
0755-23976528 021-38676053  
zhengwu@gtjas.com mihuaiqing@gtjas.com  
证书编号 S0880514030002 S0880514030008

本报告导读：

半个月前我们上调了大秦铁路目标价，并邀请公司总经理、董秘等高管在深圳召开季报交流会议。我们判断，大秦铁路将是 2015 年交运投资不容错过的机会。

投资要点：

**估值方法切换，上调目标价至 11.4 元：**随着 2015 年铁路改革展开讨论，市场将预期大秦铁路重新具备再投资机会，估值方法将从分红收益率转向市盈率。参考公路股 PE 水平，暂不考虑 2015 年国铁提价，维持 2014-15 年 EPS 0.97、1.00 元的预测不变，上调目标价至 11.4 元。

**提价尾声，改革起步。**市场希望大秦铁路持续提价并提高分红比例，而我们判断 2015 年铁路提价接近尾声。从全球铁路改革经验来看，提价的尾声，才是改革的起步。当中铁总公司无法通过提价改善盈利，经营与投资的改革势在必行。提价结束之后，企业有望获得一定的弹性定价权。

**铁路运量未必大幅提升，回报率将严重分化。**行业改革往往导致不同公司回报率分化，铁路也不例外。铁路密度经济和周转效率两大属性，导致运量最大的公司不仅成本最低，而且定价能力最强。铁路改革的深化，将促使运量集中，而不是分散。长期而言，随着行业回报率的分化，资金雄厚的公司有望获得留存利润再投资机会。

**从 DDM 到 DCF。**过去三年，大秦股价隐含的分红收益率波动区间为 6-8%，远高于国内外其它铁路 1-2.5% 的波动区间，反映了贴现率的国别差异以及再投资预期的差异。DDM 估值贴现分子为每股红利，留存利润再投资被忽略，即假设大秦无法获得再投资机会。当市场重新预期大秦铁路具备留存利润再投资条件，估值方法将从分红收益率切换到 PE，带来估值体系的切换。

**风险提示：**铁路运量下滑，其他铁路的分流影响，铁路改革进程低于预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	45,962	51,343	53,800	56,035	57,434
(+/-)%	2%	12%	5%	4%	2%
经营利润 (EBIT)	13,582	14,165	16,758	16,798	15,886
(+/-)%	-7%	4%	18%	0%	-5%
净利润	11,503	12,692	14,485	14,939	14,652
(+/-)%	-2%	10%	14%	3%	-2%
每股净收益 (元)	0.77	0.85	0.97	1.00	0.99
每股股利 (元)	0.39	0.43	0.49	0.51	0.50

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	29.5%	27.6%	31.1%	30.0%	27.7%
净资产收益率 (%)	16.4%	16.5%	17.2%	16.3%	14.8%
投入资本回报率 (%)	16.6%	17.2%	20.1%	19.8%	18.4%
EV/EBITDA	7.5	6.9	5.7	5.4	5.2
市盈率	11.0	10.0	8.7	8.5	8.6
股息率 (%)	4.6%	5.1%	5.8%	6.0%	5.8%

评级：**增持**

上次评级：增持

目标价格：**11.40**

上次预测：9.70

当前价格：8.51

2014.11.11

交易数据

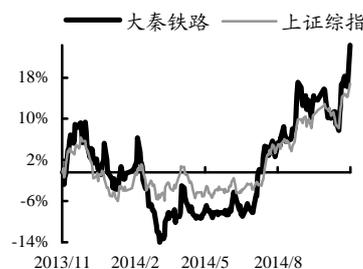
52 周内股价区间 (元)	6.24-8.55
总市值 (百万元)	126,516
总股本/流通 A 股 (百万股)	14,867/14,867
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	44.26
日均成交值 (百万元)	341.13

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	80,967
每股净资产	5.45
市净率	1.6
净负债率	-2.09%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.23	0.24
Q2	0.21	0.25
Q3	0.21	0.27
Q4	0.21	0.21
全年	0.85	0.97

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	20%	25%
相对指数	5%	8%	7%

相关报告

《Q3 业绩同比增长 26.4%，上调目标价至 9.7 元》2014.10.30

《大秦线 7 月运量 3893 万吨，同比增长 6.2%》2014.08.30

《业绩符合预期，期待货运价格上涨》2014.08.28

《铁路运量仍低迷，投资退守低估值》2014.06.03

《铁路运价市场化改革最大受益者》

模型更新时间: 2014.11.11

**股票研究**

工业  
运输

**大秦铁路 (601006)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 11.40**

上次预测: 9.70

当前价格: 8.51

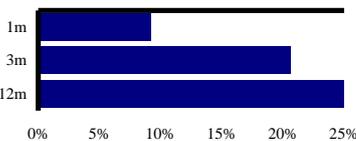
公司网址

www.daqintielu.com

**公司简介**

公司是中国第一家以铁路网核心主干线为公司主体的股份公司,公司管辖京包、北同蒲、大秦三条铁路干线,口泉、云冈、宁肯、平朔四条支线,衔接神朔、大准、宁静、蓟港四条地方铁路,区跨山西、河北、北京、天津两省两市。公司管内大秦铁路是中国第一条单元电气化重载运煤专线,是山西、陕西、内蒙古西部煤炭外运的主通道,主要用户包括中西部各大煤企、全国四大电网、五大发电集团、十大钢铁公司和数以万计的工矿企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

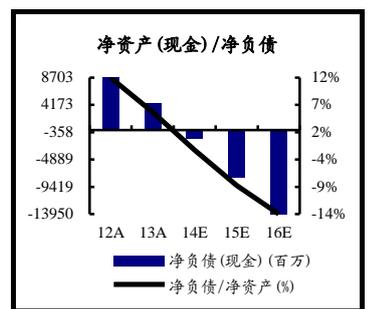
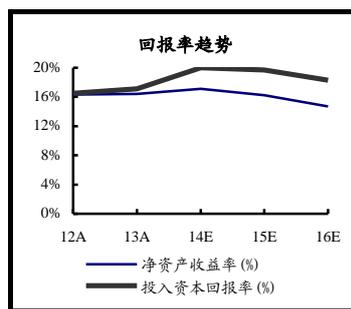
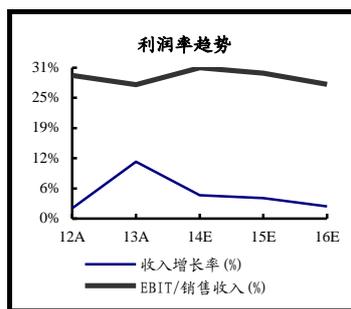
6.24-8.55

市值 (百万)

126,516

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	45,962	51,343	53,800	56,035	57,434
营业成本	28,321	32,307	33,082	35,103	37,313
税金及附加	1,358	1,530	204	213	218
销售费用	0	189	167	185	185
管理费用	2,702	3,152	3,588	3,738	3,831
EBIT	13,582	14,165	16,758	16,798	15,886
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2,065	2,693	2,366	2,822	3,099
财务费用	862	664	455	350	89
营业利润	14,784	16,194	18,669	19,271	18,896
所得税	3,198	3,376	4,110	4,239	4,158
少数股东损益	0	3	4	4	4
净利润	11,503	12,692	14,485	14,939	14,652
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	7,754	8,785	9,717	9,100	14,652
其他流动资产	1,266	1,259	1,261	1,260	1,261
长期投资	15,000	16,672	17,972	17,972	17,972
固定资产合计	66,062	67,068	66,611	67,172	67,712
无形及其他资产	4,426	4,306	4,205	4,107	4,012
资产合计	100,388	103,955	106,206	106,112	112,676
流动负债	16,335	19,649	14,754	12,218	11,516
非流动负债	13,705	7,038	6,996	2,023	2,018
股东权益	70,188	77,073	84,258	91,668	98,935
投入资本(IC)	64,052	64,975	65,060	66,127	67,202
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	10,627	11,190	13,055	13,085	12,375
折旧与摊销	4,510	4,852	4,998	5,378	5,794
流动资金增量	-1,659	-170	-598	-620	-625
资本支出	-3,920	-4,719	-4,510	-5,928	-6,322
自由现金流	9,558	11,153	12,944	11,916	11,223
经营现金流	12,916	14,760	16,962	17,235	16,874
投资现金流	-2,643	-3,498	-3,444	-3,105	-3,223
融资现金流	-7,198	-10,314	-12,587	-14,746	-8,098
现金流净增加额	3,075	948	932	-617	5,552
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	2.1%	11.7%	4.8%	4.2%	2.5%
EBIT 增长率	-7.4%	4.3%	18.3%	0.2%	-5.4%
净利润增长率	-1.7%	10.3%	14.1%	3.1%	-1.9%
利润率					
毛利率	38.4%	37.1%	38.5%	37.4%	35.0%
EBIT 率	29.5%	27.6%	31.1%	30.0%	27.7%
净利润率	25.0%	24.7%	26.9%	26.7%	25.5%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	16.4%	16.5%	17.2%	16.3%	14.8%
总资产收益率(ROA)	11.5%	12.2%	13.6%	14.1%	13.0%
投入资本回报率(ROIC)	16.6%	17.2%	20.1%	19.8%	18.4%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	20	19	21	21	21
应收账款周转天数	12	15	15	15	16
总资产周转天数	772	726	713	691	695
净利润现金含量	1.12	1.16	1.17	1.15	1.15
资本支出/收入	9%	9%	8%	11%	11%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.9%	25.7%	20.5%	13.4%	12.0%
净负债率	12.4%	5.7%	-1.7%	-8.5%	-14.1%
<b>估值比率</b>					
PE	11.0	10.0	8.7	8.5	8.6
PB	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.5	6.9	5.7	5.4	5.2
P/S	2.8	2.5	2.4	2.3	2.2
股息率	4.6%	5.1%	5.8%	6.0%	5.8%



## 1. 提价接近尾声，倒逼改革起步

过去三年铁路货运价格大幅提升，发改委提高管制运价被看作铁路投资的核心逻辑。但是过去三年大秦铁路更适合保险机构持有，满足了信托责任对安全性的要求，但未能如我们预期那样获得相对收益。

我们认为，提价不是改革。提价仍是政府主导的严格价格管制，并且提高了社会物流成本，因此并非可持续的手段。更为关键的是，提价不会改变企业的经营效率，不会促使不同线路的货量走向集中，因而，提价也不会导致铁路资产回报率快速分化。

提价只是为制定改革方案赢得了时间。当提价走到水穷之处，我们期待改革迎来云起之时。

### 1.1. 铁路提价接近均衡点

过去三年，铁路货运价格持续大幅上升。市场原本预期随着高铁网络分流国铁系统的客运运量，国铁的货运能力将得到释放。

但事实是，2014年的提价已经导致铁路货运量连续7个月同比下滑。在我们看来，从经济学角度，货运量下滑的持续，也许意味着国铁整体运价已经接近均衡点。

同样值得注意的是，煤炭运量并未下滑。这种结构上的分化，体现的是不同货种价格承受能力的差异。

图 1 铁路货运量自提价后连续 7 个月同比下滑

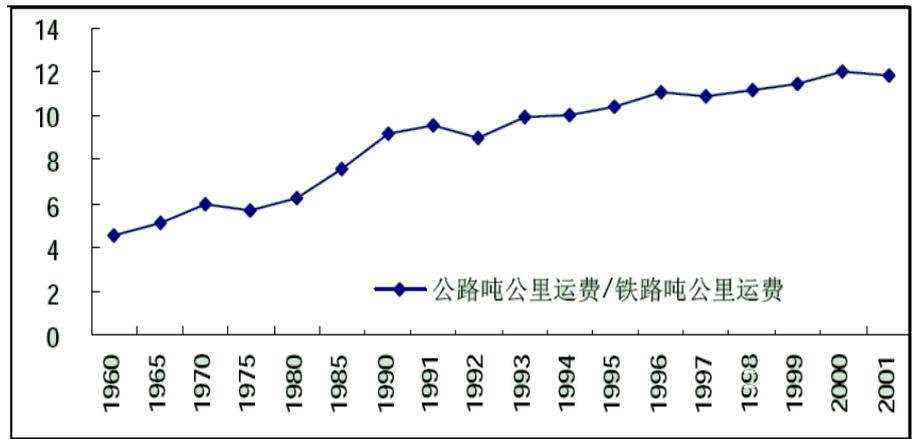


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

有实业专家建议根据公路货运调研均价的 1/3，作为近年铁路提价的目标水平。但是如果观察美国铁路/公路运价，发现该比例在 1/6-1/10，差价远大于中国。

我们认为，铁路运价会持续大幅低于公路运价。相对于直接实现门到门的公路货运而言，货主除了享受铁路线上较低的运价之外，还要多支付两次短途运输、两次装卸甚至两次仓储的成本。此外，考虑到递远递减的运价规律，平均运距较长的铁路运价，必然长期大幅低于公路运价。

图 2 美国公路铁路货运价格比

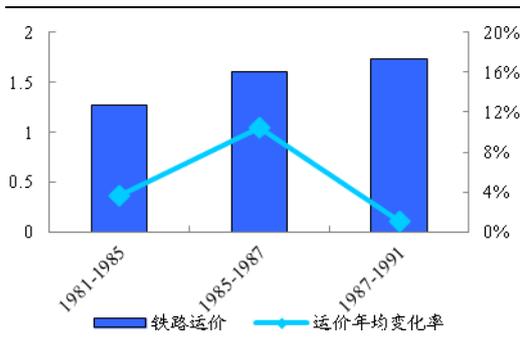


数据来源：美国交通部，国泰君安证券研究

### 1.2. 提价尾声，往往是改革的前奏

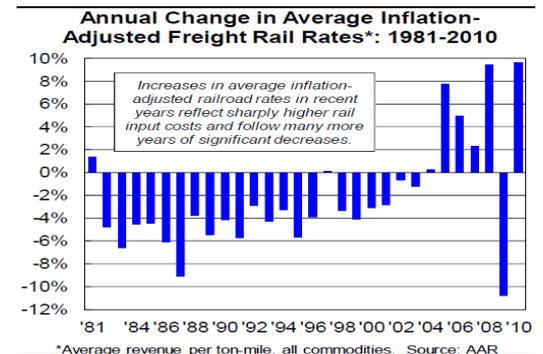
从全球经验看，中国并不是特例。从全球经验看，改革之前铁路往往持续提价，改革之后运价却相对稳定。从某种意义上，提价是延缓改革压力的措施。

图 3 日本 1987 年铁路改革前后的货运运价



数据来源：《铁路民营化对竞争行为的影响》，国泰君安证券研究

图 4 美国铁路 1981 年改革后的运价



数据来源：AAR，国泰君安证券研究

## 2. 改革的真正含义——铁路回报率分化

提价提高了社会物流成本，虽然缓解了铁路运营压力，但因为不可持续，注定只是改革前夜的缓兵之计。

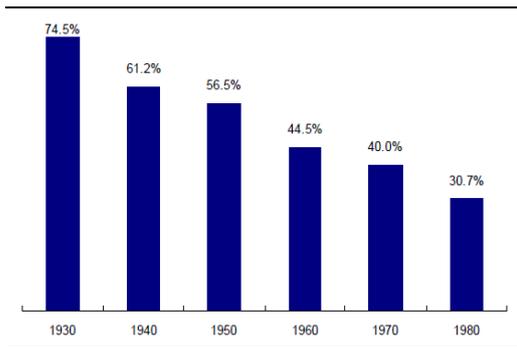
我们认为，与大多数行业的改革一样——改革的结果是回报率的分化，而不是回报率的整体提升。

### 2.1. 改革未必带来运量骤增

日本和英德等国分别在 80 和 90 年代推动了铁路改革，非常有趣的是，大多数国家铁路货运的市场份额，并未在改革后提升。

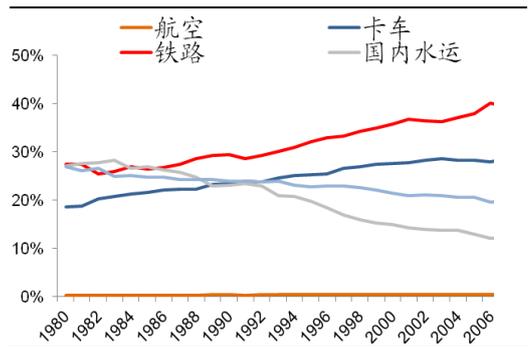
美国是最被广泛引用的案例，其 1981 年铁路改革之后铁路市场份额确实出现了回升。但是根据我们的研究，美国铁路份额提升的根本原因不是铁路改革，而是 1980 年代后，美国开始把制造业外包到东亚。（参看我们 2010 年铁路集装箱行业深度报告：海铁联运与公铁联运）

图 5 1930-1980 年美国铁路市场份额持续下降



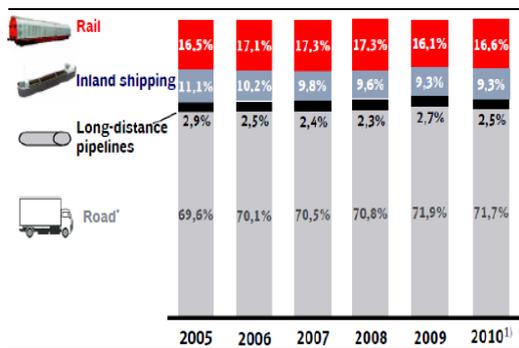
数据来源：AAR，国泰君安证券研究

图 6 集装箱发展提高了美国铁路货运份额



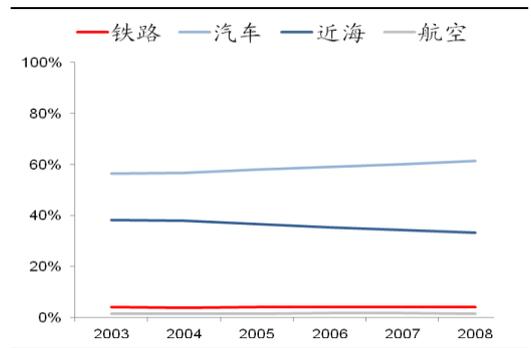
数据来源：美国交通部，国泰君安证券研究

图 7 德国铁路货运市场份额并没有提升



数据来源：德意志银行铁路运输法规研讨会，国泰君安证券研究

图 8 日本铁路市场份额仍然很低



数据来源：日本国土交通部，国泰君安证券研究

**2.1.1. 放松管制增加竞争，货主逐渐获得线路选择权**

市场对于大秦铁路最大的担忧是新建线路的分流，而美国的案例可以提供非常有启发的参考。

恰好在 100 年前，美国铁路里程到达历史高点。过去一百年，美国铁路里程不断萎缩，大量铁路被废弃。显然，美国是一个里程过剩的国度。然而，美国铁路货运量却极度集中。

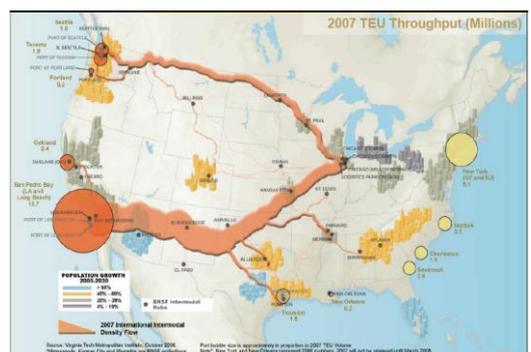
铁路公司的价值不在于里程的长短，而在于关键里程是否具有竞争力。在计划体系下，铁路公司决定了客户的线路选择，并且可以根据自身的计划，选择未必是最合适的物流路径。然而，改革重新把决定权交还给货主。

图 9 BNSF 铁路煤炭运量径流图



数据来源：BNSF

图 10 BNSF 集装箱运量径流图



数据来源：BNSF

### 2.1.2. 规模经济与密度经济，将令运量集中

铁路改革的结果，不是让所有铁路走向繁荣，而是大量的铁路被废弃，生存下来的铁路，获得了更集中的货物流，并为社会提供了更低的成本。

背后的原因，在于铁路具有极强的密度经济属性。轴重越大，单位运输成本就越低；全周转时间越短，客户的资金成本就越低。

## 2.2. 改革最终导致回报率分化

从中国主要行业的改革经验看，改革往往不是导致全行业回报率的上升，而是导致不同企业回报率的分化。我们认为，中国铁路改革的长远前景，也不例外。

一旦运量集中，铁路的回报率就会出现显著的分化。因为大运量的线路，受益于：

- 1、最低的单位成本；
- 2、最低运输成本带来的运量集中；
- 3、运量集中带来的资产周转率提高；
- 4、更好的盈利与现金流；
- 5、更强大的再投资能力。

巴菲特在 2009 年整体收购了 BNSF，而 BNSF 在历史上并购了超过 500 家铁路公司，才形成了现在的资产池。

## 3. 改革将导致大秦铁路估值方法切换

铁路改革启动之前，大秦铁路的估值方法是分红收益率，对应于 DDM 模型。隐含的假设是，大秦铁路的再投资回报率为零。

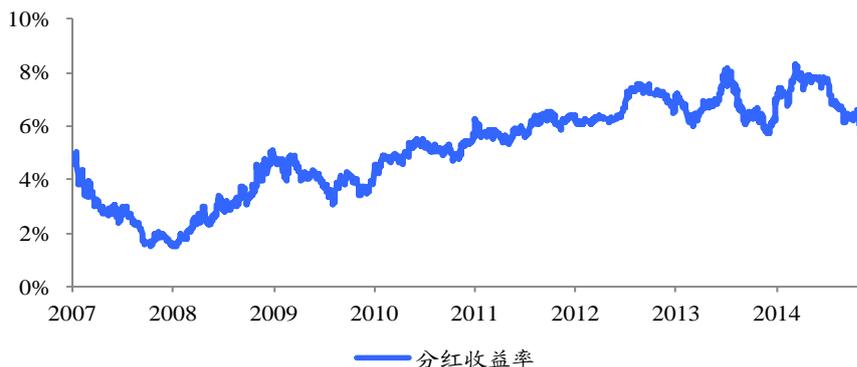
铁路改革启动之后，大秦铁路的估值方法有望切换为 PE，对应于 DCF 模型。隐含的假设是，公司将获得估值公允的投资机会。

从分红收益率估值到 PE 估值，大秦铁路过去三年的估值箱体将被彻底打破。我们建议投资者高度重视这一重大的变化。

### 3.1. 以往的大秦铁路估值——分红收益率与 DDM

从过去三年看，大秦铁路股价隐含的分红收益率波动区间为 6-8%，意味着市场按照 DDM 模型对大秦铁路进行估值。

图 11 大秦铁路分红收益率

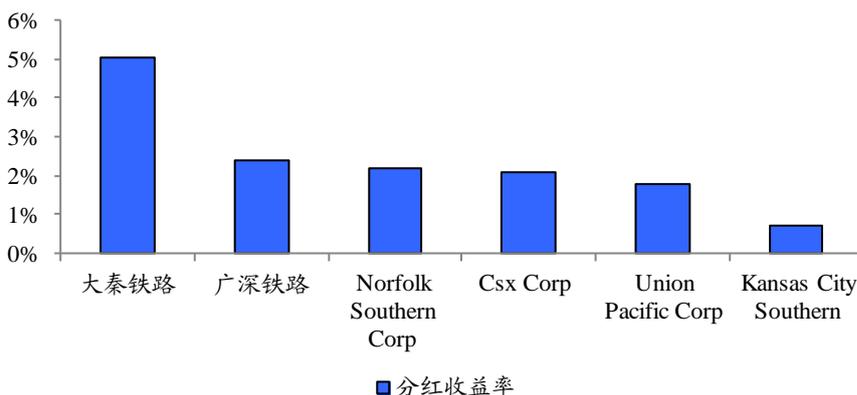


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：分红收益率=当年每股分红/当年股价，假设 2014 年每股分红 0.49 元

有趣的是，美国铁路股的分红收益率普遍显著低于大秦铁路。究其原因，首先是美国的无风险收益率更低，其次是美国铁路股实际上按照 PE 估值。

图 12 中国和美国铁路公司分红收益率对比



数据来源：Wind，Bloomberg，国泰君安证券研究

注：大秦铁路、广深铁路分红采用 2013 年数据

A 股市场之所以采取分红收益率估值，隐含的预期是市场判断大秦铁路留存利润无法找到适当的投资项目。鉴于刘志军离职后大秦铁路的注资工作中止数年，过去市场的估值有其合理性。

### 3.2. 未来的大秦铁路估值——市盈率与 DCF

然而，随着铁路货运大提价接近尾声，铁路改革已经难以继续拖延。一旦铁路改革启动，对大秦铁路再投资的预期将随之改变。

**表 1: 中国和美国铁路公司 PE/PB 情况**

	PE			PB
	2013	2014	2015	
大秦铁路	10.0	8.8	8.5	1.6
Norfolk Southern Corp	15.9	17.4	15.4	2.9
Csx Corp	15.9	18.6	16.4	3.2
Union Pacific Corp	17.9	21.1	18.3	4.9
广深铁路	18.4	25.5	23.6	0.9
Kansas City Southern	31.4	25.8	22.3	3.4
铁龙物流	24.6	27.1	24.6	2.2

数据来源: Wind, Bloomberg, 国泰君安证券研究

注: 股价取自 2014 年 11 月 10 日收盘价

考虑到中美无风险收益率的差异, 美国铁路的 PE 和分红收益率虽有参考意义, 但难以直接作为 A 股大秦铁路的估值参照系。

## 4. 2015 年最不容错过的交运投资机会

### 4.1. 估值的切换——从分红收益率到 PE

我们在 11 天前的季报点评中, 已经上调过大秦铁路目标价, 主要假设是无风险收益率下行。假设大秦铁路分红收益率波动区间从 6-8% 下行到 5-7% 的区间, 对应股价从 6.1-8.2 元变动到 7.0-9.8 元。

**表 2: 大秦铁路分红收益率对应股价情况**

2014 年预期每股分红 (元)	分红收益率	大秦铁路股价
0.49	5%	9.78
	6%	8.15
	7%	6.98
	8%	6.11

数据来源: 国泰君安证券研究

注: 假设 2014 年每股分红 0.49 元

大秦铁路之所以 PE 低于与之属性相似的公路、铁路和港口公司, 根本原因在于市场预期公司无法进行再投资, 所以采用了分红收益率估值, 即简化的 DDM 模型。

**表 3: A 股主要基建类上市公司 PE 以及分红收益率情况**

	PE			分红收益率
	2013	2014	2015	
福建高速	16.2	13.3	11.7	3.1%
中原高速	18.3	12.0	11.3	1.7%
华北高速	23.6	23.0	17.8	1.4%
深高速	18.2	6.3	11.1	2.7%
皖通高速	10.3	9.6	9.3	4.2%
山东高速	8.2	8.3	7.9	3.8%
宁沪高速	11.8	10.8	10.9	6.0%

公路行业平均	15.3	11.9	11.4	3.3%
铁龙物流	24.3	27.1	24.6	0.0%
广深铁路	18.4	25.5	23.6	2.4%
<b>大秦铁路</b>	<b>10.0</b>	<b>8.8</b>	<b>8.5</b>	<b>5.1%</b>

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 股价取自 2014 年 11 月 10 日收盘价

随着“十三五”铁路改革的启动, 我们预期 2015 年铁路改革方案将展开讨论, 大秦铁路未来再投资的预期将从无到有, 并导致估值体系切换至 PE 估值。

参考公路公司平均 11.4 倍的平均市盈率, 我们上调大秦铁路目标价至 11.4 元。处于谨慎考虑, 该 PE 计算暂不考虑 2015 年铁路运价上调或发改委设立铁路运价弹性区间的贡献。

#### 4.2. 观察窗口与风险

我们判断, 2015 年将是铁路改革方案设计的关键一年。由于铁路改革事关重大, 预计方案将会引起广泛讨论, 并决定估值切换的成败。

未来大秦铁路估值的变化, 主要有以下几个关键观察窗口:

##### 1、无风险收益率的下降是否稳定?

考虑到年初以来 10 年期和 30 年期国债到期收益率均下降 100 个 BP, 即使仍按照分红收益率估值, 大秦铁路隐含分红收益率将下降到 5%, 意味着目标价为 9.8 元。

##### 2、2015 年铁路改革与再投资预期

市场普遍预期 2015 年铁路改革必须提上日程, 未来的方案难以预测。但是考虑到 2014 年以来铁路建设并未减速, 中铁总盈利未能改善, 我们认为大秦铁路未来获得再投资机会, 属于大概率事件。

对应的风险是, 铁路改革属于顶层设计, 我们的推理未必符合实际的方案。但是我们认为, 大秦铁路留存利润的再投资方向确定, 只是时间问题, 不是方向问题。

##### 3、2015 年铁路定价

年初市场普遍预期 2015 年铁路将进行改革前的最后一次提价, 但是 2014 年提价之后货运量连续 7 个月同比下滑, 导致提价的预期出现分歧。从近期铁路新线定价模式来看, 我们判断有可能继续行政性提价, 也可能制定价格波动弹性区间。

由于我们的盈利预测采用了最保守即不提价的假设, 因而只要其中一种模式兑现, 都会进一步提高大秦铁路盈利与估值。

## 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		