

徐工机械 (000425)

## 优质资产再注入 又获向上业绩弹性

### ——徐工机械拟现金收购大股东又两块资产点评

 吕娟 (分析师)	 常微 (研究助理)	 王浩 (分析师)
021-38676139	021-38674937	0755-23976068
lvjuan@gtjas.com	changwei014300@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com
证书编号 S0880511010047	S0880114090009	S0880513090004

#### 本报告导读:

继7月之后,这是公司年内第二次公告收购大股东优质资产,公司又获向上业绩弹性。未考虑运河项目,仅考虑已公告的两次收购大股东资产预期,上调目标价至11.5元。

#### 投资要点:

**结论:** 大股东优质资产再注入,又获向上业绩弹性,同时受益国企改革和走出去;基于公司现有业务,预计公司2014-16年EPS分别为0.50、0.60、0.66元;考虑2014年7月和此次公告的两次收购大股东资产,预计公司2014-16年EPS分别为0.66、0.78、0.87元。考虑两次资产收购方案以及收购资产的成长性较高,给予估值溢价,目标价由10元上调至11.5元,相当于2014年现有业务23倍PE,维持增持评级。

**优质资产再注入,公司又获向上业绩弹性。** ①此次公告收购的大股东持有的两家合资公司罗特艾德与力士(徐州)资产较为优质,负债率分别仅为14.7%和12.5%、净利率分别达9%、11.2%。②预计本次收购标的合计权益净利润增长率2014-16年分别为49.9%、20%、20%,具有较高成长性,为公司再次贡献向上业绩弹性。

**国企改革正在推进,或带来更大的业绩弹性。** ①同类龙头公司中,徐工机械高管激励力度远远不够,国企改革具有巨大空间。②徐工机械作为当地政府进行国企改革的重要试点标的,将有望实现突破性改革,为公司更快更好走出工程机械行业低迷期注入活力。

**受益于“一带一路”,公司将进一步走出去。** ①中国基础设施建设的成功,是我国工程机械行业的最好宣传,一带一路提及的标志性工程、基础设施建设,势必会带动工程机械行业的出口,尤其是综合性工程机械龙头的出口。②徐工机械作为出口优势企业,“走出去”准备充分。

**风险因素:** 国内需求大幅下滑的风险、原材料价格大幅上涨的风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	32,184	26,995	22,643	23,289	24,038
(+/-)%	-2.4%	-16.1%	-16.1%	2.9%	3.2%
经营利润 (EBIT)	2,776	2,288	1,393	1,674	1,885
(+/-)%	-30.2%	-17.6%	-39.1%	20.2%	12.6%
净利润	2,438	1,509	1,026	1,235	1,368
(+/-)%	-27.8%	-38.1%	-32.0%	20.5%	10.7%
每股净收益 (元)	1.18	0.73	0.50	0.60	0.66
每股股利 (元)	0.12	0.10	0.08	0.09	0.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	9.9%	10.8%	9.0%	10.5%	11.6%
净资产收益率 (%)	14.0%	7.8%	5.1%	5.8%	6.1%
投入资本回报率 (%)	12.2%	8.2%	6.3%	6.8%	7.3%
EV/EBITDA	8.9	9.7	13.9	11.5	10.2
市盈率	8.0	12.9	18.9	15.7	14.3
股率 (%)	1.3%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 11.50**

上次预测: 10.00

当前价格: 9.44

2014.11.21

#### 交易数据

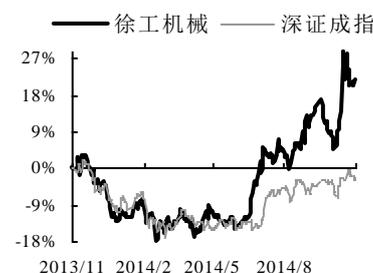
52周内股价区间 (元)	6.41-10.43
总市值 (百万元)	19,473
总股本/流通A股 (百万股)	2,063/2,056
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	28.65
日均成交值 (百万元)	257.59

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	19,805
每股净资产	9.60
市净率	1.0
净负债率	52.59%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.22	0.20
Q2	0.19	0.17
Q3	0.10	0.03
Q4	0.22	0.10
全年	0.73	0.50

#### 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	17%	22%
相对指数	12%	14%	25%

#### 相关报告

《业绩低于预期 期待国企改革等落地》  
2014.10.31

《份额逆势增长 基本面率先见底》2014.08.31

《增持释放积极信号 现金收购显现第一波业绩向上弹性》2014.07.19

《基本面底部确立 向上弹性逐步显现》  
2014.06.15

模型更新时间: 2014.11.21

股票研究

工业  
资本货物

徐工机械 (000425)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.50**

上次预测: 10.00

当前价格: 9.44

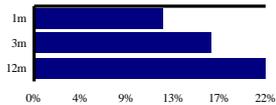
公司网址

www.xcmg.com

公司简介

公司是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司,产品达四大类、七个系列、近100个品种,主要应用于高速公路、机场港口、铁路桥梁、水电能源设施等基础设施的建设与养护。公司主导产品徐工牌装载机获得了“中国名牌产品”称号,徐工牌压路机、装载机荣获“全国用户满意产品”称号。

绝对价格回报 (%)



52周价格范围

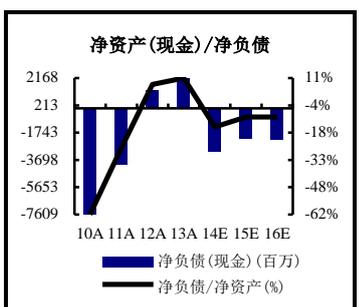
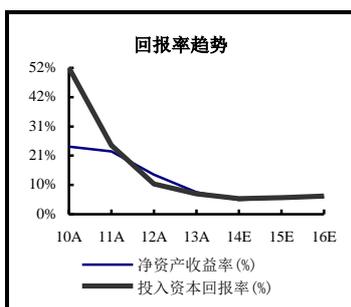
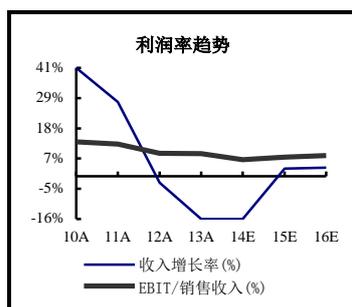
6.41-10.43

市值(百万)

19,473

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>							
营业收入	25,752	32,971	32,184	26,995	22,643	23,289	24,038
营业成本	20,185	26,152	25,198	21,109	18,051	18,563	19,132
税金及附加	90	121	152	132	106	109	113
营业费用	868	1,271	1,743	1,607	1,404	1,397	1,370
管理费用	1,137	1,315	1,790	1,419	1,449	1,304	1,298
EBIT	3,312	3,977	2,776	2,288	1,393	1,674	1,885
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	32	1	3	11	10	10	10
财务费用	2	79	310	678	287	333	388
营业利润	3,309	3,898	2,466	1,610	1,106	1,342	1,497
所得税	481	570	343	222	157	189	209
少数股东损益	-8	0	-6	39	24	29	32
净利润	2,935	3,379	2,438	1,509	1,026	1,235	1,368
<b>资产负债表</b>							
货币资金、交易性金融资产	9,165	8,368	6,985	6,606	12,995	13,420	14,666
其他流动资产	11,822	19,520	29,148	31,765	22,536	24,316	25,254
长期投资	6	7	211	211	157	183	179
固定资产合计	3,010	5,331	6,977	7,967	8,890	9,676	9,938
无形资产及其他资产	1,343	1,487	2,231	2,548	2,764	3,067	3,331
资产合计	25,347	34,714	45,552	49,097	47,343	50,661	53,368
流动负债	12,923	16,322	21,301	19,591	17,100	17,754	17,989
长期负债	191	3,237	6,699	9,794	9,687	11,242	12,500
股东权益	12,233	15,155	17,552	19,712	20,556	21,665	22,880
投入资本(IC)	5,481	13,929	22,828	27,852	22,236	24,568	25,751
<b>现金流量表</b>							
NOPLAT	2,844	3,403	2,433	2,001	1,212	1,457	1,640
折旧与摊销	286	321	409	623	642	781	905
流动资金增量	3,071	6,134	7,172	4,274	(7,413)	1,366	711
资本支出	373	2,318	1,646	991	1,500	1,500	1,100
自由现金流	6,574	12,176	11,660	7,889	(4,059)	5,104	4,356
经营现金流	682	(2,030)	(3,478)	(383)	8,850	1,087	2,025
投资现金流	(787)	(3,110)	(2,827)	(2,168)	(1,796)	(1,853)	(1,412)
融资现金流	4,111	4,352	4,903	2,207	(664)	1,191	633
现金流净增加额	4,006	(788)	(1,402)	(344)	6,390	425	1,246
<b>财务指标</b>							
<b>成长性</b>							
收入增长率	40.8%	28.0%	-2.4%	-16.1%	-16.1%	2.9%	3.2%
EBIT增长率	62.6%	20.1%	-30.2%	-17.6%	-39.1%	20.2%	12.6%
净利润增长率	68.5%	15.1%	-27.8%	-38.1%	-32.0%	20.5%	10.7%
利润率							
毛利率	21.6%	20.7%	21.7%	21.8%	20.3%	20.3%	20.4%
EBIT率	12.9%	12.1%	8.6%	8.5%	6.2%	7.2%	7.8%
净利润率	11.4%	10.2%	7.6%	5.6%	4.5%	5.3%	5.7%
<b>收益率</b>							
净资产收益率(ROE)	24.0%	22.3%	14.0%	7.8%	5.1%	5.8%	6.1%
总资产收益率(ROA)	11.6%	9.7%	5.4%	3.1%	2.2%	2.4%	2.6%
投入资本回报率(ROIC)	51.9%	24.4%	10.7%	7.2%	5.5%	5.9%	6.4%
<b>运营能力</b>							
存货周转天数	86	88	96	116	122	106	107
应收账款周转天数	44	79	162	273	295	240	248
总资产周转天数	287	332	456	640	777	760	793
净利润现金含量	0.23	(0.60)	(1.43)	(0.25)	8.63	0.88	1.48
资本支出/收入	1.45%	7.03%	5.11%	3.67%	6.62%	6.44%	4.58%
<b>偿债能力</b>							
资产负债率	51.7%	56.3%	61.5%	59.9%	56.6%	57.2%	57.1%
净负债率	-62.2%	-26.6%	7.5%	11.0%	-15.1%	-9.9%	-9.8%
<b>估值比率</b>							
PE	3.3	5.8	8.0	12.9	19.0	15.8	14.2
PB	1.6	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.9	6.6	8.9	9.7	13.9	11.5	10.2
P/S	0.76	0.59	0.61	0.72	0.86	0.84	0.81
股息率	0.0%	2.6%	1.3%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%



## 目 录

1. 核心推荐逻辑.....	4
2. 优质资产再注入，公司又获向上业绩弹性.....	4
2.1. 2014年7月大股东已兑现部分承诺，注入优质资产.....	4
2.2. 优质资产再注入，公司又获向上业绩弹性.....	5
3. 国企改革正在推进，或带来更大的业绩弹性.....	6
4. 受益于“一带一路”，公司将进一步走出去.....	7
5. 盈利预测与投资建议.....	7
6. 风险因素.....	8
6.1. 国内需求大幅下滑的风险.....	8
6.2. 原材料价格上涨的风险.....	8

## 1. 核心推荐逻辑

**结论:** 大股东优质资产再注入, 又获向上业绩弹性, 同时受益国企改革和走出去; 基于公司现有业务, 预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.50、0.60、0.66 元; 考虑 2014 年 7 月和此次公告的两次收购大股东资产, 预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.66、0.78、0.87 元。目标价由 10 元上调至 11.5 元, 相当于 2014 年现有业务 23 倍 PE, 主要考虑已公告的两次资产收购方案以及收购资产的成长性较高, 给予估值溢价, 维持增持评级。

**优质资产再注入, 公司又获向上业绩弹性。** ①此次公告收购的大股东持有的两家合资公司罗特艾德与力士(徐州)资产较为优质, 负债率分别仅为 14.7% 和 12.5%、净利率分别达 9%、11.2%。②预计本次收购标的合计权益净利润增长率 2014-16 年分别为 49.9%、20%、20%, 具有较高成长性, 为公司再次贡献向上业绩弹性。

**国企改革正在推进, 或带来更大的业绩弹性。** ①同类龙头公司中, 徐工机械高管激励力度远远不够, 国企改革具有巨大空间。②徐工机械作为当地政府进行国企改革的重要试点标的, 将有望实现突破性改革, 为公司更快更好走出工程机械行业低迷期注入活力。

**受益于“一带一路”, 公司将进一步走出去。** ①中国基础设施建设的成功, 是我国工程机械行业的最好宣传, 一带一路提及的标志性工程、基础设施建设, 势必会带动工程机械行业的出口, 尤其是综合性工程机械龙头的出口。②徐工机械作为出口优势企业, “走出去”准备充分。

**风险因素:** 国内需求大幅下滑的风险、原材料价格大幅上涨的风险。

## 2. 优质资产再注入, 公司又获向上业绩弹性

### 2.1. 2014 年 7 月大股东已兑现部分承诺, 注入优质资产

2014 年 7 月 1 日, 公司以现金方式收购集团三家合资公司的中方股权、徐工基础 100% 股权。这些集团注入资产盈利质量较高, 其中徐工基础成立于 2010 年 3 月, 是 2009 年集团资产注入承诺计划之后成立的公司, 是承诺外新增注入的优质资产。

7 月份拟注入的四家公司资产将分别增厚公司 2014-2016 年业绩 0.12 元、0.13 元、0.15 元。公司 2014-2016 年业绩将由 0.5、0.6、0.66 增厚至 0.62、0.73、0.81 元。

表 1: 拟通过现金收购方式注入的徐工集团优质资产基本情况

注入资产类型	公司名称	成立时间	主营业务	注入股权份额
履行承诺注入资产	徐州派特	1993 年 12 月	PAT 力限器、交通监控系统	50%
	徐州赫思曼	2006 年 8 月	工程机械自动化控制产品, 电子产品	50%
	美驰车桥	1996 年 3 月	各类驱动桥及配件	40%
承诺外注入资产	徐工基础	2010 年 3 月	旋挖钻机、水平定向钻机、掘进机等	100%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

**表 2: 公司新注入资产相对优质**

资产类型	公司名称	公司营业收入 (万元)		公司净利润 (万元)		资产负债率 (%)		净利率 (%)		目前概况
		2014Q1	2013	2014Q1	2013	2014Q1	2013	2014Q1	2013	
新注入资产	徐州派特	3363	13918	148	571	55.64	49.05	4.40	4.10	徐工机械与加拿大 IRD 公司共同投资。徐州派特自 2000 年引进 PAT 品牌的弯板式称重系统以来, 该产品在国内市场的占有率始终保持在 70% 以上。
	徐州赫思曼	5963	25303	1472	7793	44	43.66	24.69	30.80	徐工机械与德国 Hirschmann 集团共同投资。是德国 Hirschmann 在全球第二大公司, 拥有与德国同步的产品及技术。业务及客户遍布全国。
	美驰车桥	21774	67572	968	-1342	70.16	68.33	4.45	-1.99	徐工机械与美国美驰公司共同投资。是中国最大的工程机械及特种车辆车桥专业化生产企业。产品涵盖汽车起重机桥等四大类 300 多种桥型。
	徐工基础	65730	169509	5192	10169	89.61	90.02	7.90	6.00	2013 年旋挖钻机市场占有率第一、水平定向钻机持续市场占有率第一, 新培育的掘进机产业化步伐很快, 快速增长率行业第一。

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2.2. 优质资产再注入, 公司又获向上业绩弹性

2014 年 11 月 20 日徐工机械公告计划收购的两家公司为大股东徐工有限与蒂森克虏伯 (拥有两家收购标的各 60% 股权) 的合资公司--罗特艾德与力士 (徐州)。这两家公司资产优质, 资产负债率低、盈利能力强。罗特艾德与力士 (徐州) 2013 年资产负债率分别仅为 14.66%、12.46%; 罗特艾德与力士 (徐州) 2013 年净利率分别达到 9.06%、11.22%。加上 7 月公告收购另外三家合资公司股权, 至此大股东兑现了 2009 年承诺的注入五家合资公司股权。

**表 3: 2014 年 11 月 20 日收购标的基本情况**

公司名称	注册资本	成立时间	业务范围
徐州罗特艾德回转支承有限公司	4880 万美元	2002 年 4 月 2 日	普通货运、大型物件运输; 生产回转支承、钢球、回转支承和钢球专用零配件, 销售自产产品; 仅限力士 (徐州) 回转支承有限公司自产产品的批发、佣金代理 (拍卖除外)、出口以及提供售后服务和咨询服务
力士 (徐州) 回转支承有限公司	5050 万美元	2004 年 12 月 6 日	生产销售回转支承, 仅限于徐州罗特艾德回转支承有限公司自产产品的批发、佣金代理 (拍卖除外)、出口、售后服务和咨询服务以及其他相关配套业务

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 4: 2014 年 11 月 20 日收购标的报表项目一览

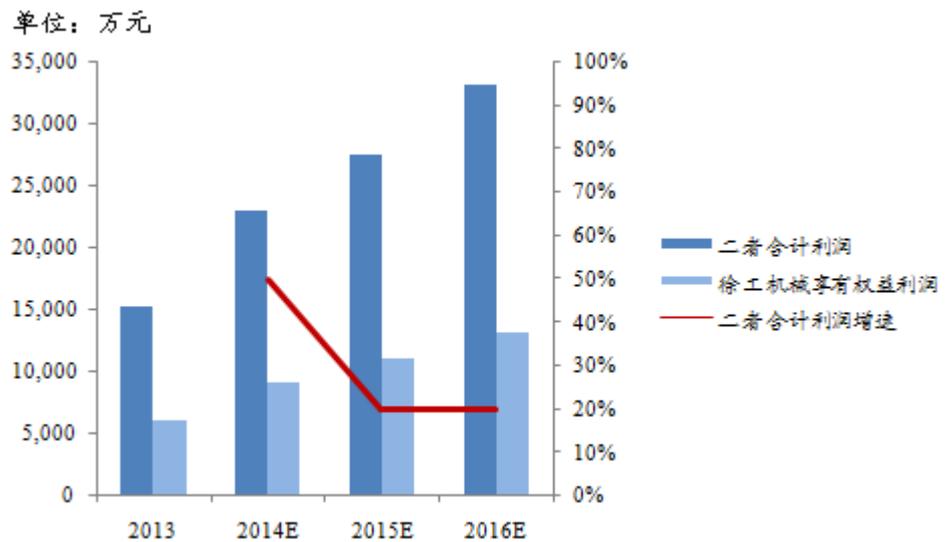
报表项目	徐州罗特艾德		徐州力士	
	2014 年 1-9 月	2013 年度	2014 年 1-9 月	2013 年度
营业收入	57,268	64,755	72,605	84,427
营业利润	9,014	7,204	13,734	12,504
利润总额	9,000	7,068	13,781	12,787
净利润	6,738	5,869	10,341	9,475
总资产	88,603	88,043	131,450	129,153
负债	12,727	12,905	17,043	16,087
净资产	75,877	75,139	114,407	113,066
净利率	11.77%	9.06%	14.24%	11.22%
资产负债率	14.36%	14.66%	12.97%	12.46%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

预计罗特艾德与力士(徐州)二者 2014 年合计利润 2.3 亿元左右, 2014 年二者合计利润增速将为 49.9%, 我们判断 2015、2016 年二者合计利润增速依然可达 20% 左右, 2014-2016 年年复合增速达 29%。

徐工机械 2014-2016 年享有的权益利润分别可达 0.92 亿元、1.10 亿元、1.32 亿元。此次 2014 年 11 月 20 日收购将对公司 2014-2016 年业绩分别增厚 0.04、0.05、0.06 元。考虑此次收购及 2014 年 7 月 20 日公司对四家公司的收购, 公司 2014-2016 年业绩将由 0.5、0.6、0.66 增厚至 0.66、0.78、0.87 元, 再获向上业绩弹性。

图 1: 2014 年 11 月 20 日收购标的合计利润及利润增速



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

### 3. 国企改革正在推进, 或带来更大的业绩弹性

相比三一重工、中联重科, 徐工机械管理层的激励远远低于同类公司水平, 无论是持股的高管人数比例还是高管合计持股数量占总股本比例, 徐工机械与三一重工、中联重科都存在显著差距。新一轮国企改革必将

会为公司发展注入活力。

**表 5: 2013 年徐工机械与可比公司股权激励力度对比**

	徐工机械	三一重工	中联重科
持股的高管人数比例	20.83%	52.78%	75.86%
高管合计持股数量占总股本比例	0.0025%	5.8177%	0.2498%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

9月初徐州政府下发了《关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》《意见》对徐工为代表的国企改革提出具体要求。具体有: 1) 明确“坚决支持”徐工集团“引进战略投资者优化股权结构”, 并“对国有企业新投资项目原则上实行混合所有制”; 2) 明确提出“允许混合所有制企业员工持股”, 并且企业高管及技术骨干“可以在本公司持有较高比例的股权”。《意见》的推出将大大加快徐工集团改革步伐, 届时公司内部活力将被极大激发, 或为公司带来更大的业绩弹性。

#### 4. 受益于“一带一路”, 公司将进一步走出去

11月4日上午习近平主持召开中央财经领导小组第八次会议, 会议主要内容: 1) 一带一路建设应由近及远, 抓住标志性工程。不仅开展交通、电力、通信等基础设施建设, 还要促进教育、旅游、学术、艺术交流。2) 发起并合作建立亚洲基础设施投资银行和丝路基金以支持一带一路建设, 与国家和区域性开发银行形成业务互补。

我们认为中国基础设施建设的成功, 是我国工程机械行业的最好宣传。一带一路提及的标志性工程、基础设施建设, 势必会带动工程机械行业的出口, 尤其是综合性工程机械龙头的出口。徐工机械作为出口优势企业, “走出去”准备充分, 公司在国际市场的近一步突破可期。

#### 5. 盈利预测与投资建议

不考虑尼加拉瓜运河项目, 不考虑集团资产注入方案, 仅基于现有业务和经营情况, 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.50、0.60、0.66 元, 同比增长率分别为-32%、20.5%、10.7%。

若考虑此次 2014 年 11 月 20 日以及 2014 年 7 月集团资产注入, 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.66、0.78、0.87 元。基于简单假设: (1) 2014 年 7 月 20 日注入的四家公司资产 2014 年全年权益净利润相当于 2014 年一季度的 4 倍, 2015、2016 年权益净利润增速均为 10%。(2) 此次 2014 年 11 月 20 日收购的两家公司资产 2014-2016 年权益净利润增速为 49.9%、20%、20%。

考虑两次资产收购方案以及收购资产的成长性较高, 给予估值溢价, 目标价由 10 元上调至 11.5 元, 相当于 2014 年现有业务 23 倍 PE, 维持增持评级。

**表 6: 同类公司估值比较**

证券代码	证券简称	市盈率(2014PE)
600031.SH	三一重工	23.9
000157.SZ	中联重科	19.9
000528.SZ	柳工	42.2
600815.SH	厦工股份	
000680.SZ	山推股份	
000923.SZ	河北宣工	
600710.SH	常林股份	
同类公司剔除异常值后平均估值		21.9

数据来源: WIND (2014-11-21, 最新 PE 计算值, 基于 WIND 一致盈利预测预期)、  
 国泰君安证券研究

## 6. 风险因素

### 6.1. 国内需求大幅下滑的风险

国内微刺激政策不断, 将对工程机械需求产生刺激作用, 尤其是龙头公司受益。但是国内投资低迷, 工程机械存量设备利用率不高, 国内工程机械新机需求仍在底部徘徊, 仍存在大幅下滑的可能。

### 6.2. 原材料价格上涨的风险

虽然目前全球经济不支持钢材等原材料价格大幅上涨, 但是不排除有贸易政策等特别因素, 扰动原材料价格, 给需求处于低迷期的工程机械行业雪上加霜。

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

	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。	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
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。	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		