



亚泰集团 (600881)

产业结构“换挡”，开启新周期

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.39

当前价格: 6.03

2014.11.23

	鲍雁辛 (分析师)	胡博新 (分析师)	黄涛 (研究助理)
	0755-23976830	0755-23976766	0755-23976764
	baoyanxin@gtjas.com	huboxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880514030007	S0880113110040

本报告导读:

我们判断公司未来将逐步实现产业结构与资本结构调整,实现自身产业周期的“换挡”,发展医药产业为新的支柱产业,开启传统行业公司的新周期。

投资要点:

- 我们预计 2014-2015 年可实现归属于母公司所有者的净利润分别为 2.00 亿元、3.70 亿元, EPS 分别为 0.11 元、0.20 元。综合类公司市场普遍在分部估值基础上给予一定折让,谨慎假设下,按照合理市值 159 亿元,对应目前股本合理股价为 8.39 元。首次覆盖给予“增持”评级。
- 我们推荐亚泰集团的核心逻辑在于其自身产业周期的转变:在上一轮周期中(自 1995 年上市以来),在水泥、地产、煤炭等强周期领域的“加杠杆”亚泰实现了快速扩张,并累计了较高的负债率,而未来将逐步实现产业结构与资本结构调整:即资产结构去杠杆(负债率降低),同时在多年培育的医药产业加大投入,实现自身产业周期的“换挡”,发展医药产业为新的支柱产业,开启传统行业公司的新周期。
- 产业结构调整凸显“转型”:我们的研究表明,目前公司资产负债表主要构成为传统行业(水泥、地产)等领域,未来或将“做减法”,而医药产业目前虽然收入占比仅 7% 左右,但已初具研发、制造、连锁药店的完整产业链,且在抗癌中药、生物疫苗等领域拥有一定竞争力,从目前的布局和规划判断,未来有望占比大幅提升。
- 资本结构“去杠杆”:根据公司 2014 年 10 月定增方案,募集约 29 亿元主要用于偿还银行贷款,并补充流动资金,另外,我们判断未来水泥、煤炭等传统业务板块可能进一步调整,以实现传统产业累计的高债务负担的资产结构的调整。
- 风险提示:国内货币、房地产宏观政策风险。

交易数

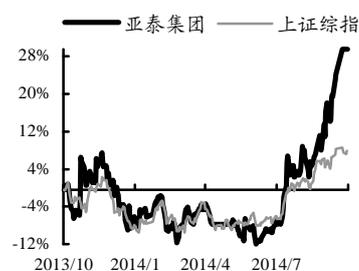
52 周内股价区间 (元)	3.56-6.14
总市值 (百万元)	11,425
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,895/1,895
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	29.18
日均成交值 (百万元)	146.80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,081
每股净资产	4.27
市净率	1.4
净负债率	310.39%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.03	0.03
Q2	0.07	0.03
Q3	0.04	0.02
Q4	-0.02	0.03
全年	0.11	0.11

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	1 Y
绝对升幅	17%	43%	50%
相对指数	11%	32%	37%

相关报告

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	11,625	13,448	12,785	14,482	16,703
(+/-)%	-1%	16%	-5%	13%	15%
经营利润 (EBIT)	910	873	559	871	1,327
(+/-)%	-56%	-4%	-36%	56%	52%
净利润	395	218	200	370	602
(+/-)%	-47%	-45%	-8%	85%	63%
每股净收益 (元)	0.21	0.11	0.11	0.20	0.32
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	7.8%	6.5%	4.4%	6.0%	7.9%
净资产收益率 (%)	4.9%	2.7%	2.5%	4.5%	7.0%
投入资本回报率 (%)	2.7%	1.3%	1.3%	1.9%	2.8%
EV/E ITDA	15.2	15.5	18.4	15.4	12.7
市盈率	24.6	44.8	48.8	26.3	16.2
股息率 (%)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

模型更新时间: 2014.11.23

股票研究

原材料
建材

亚泰集团 (600881)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.39

当前价格: 6.03

2014.11.23

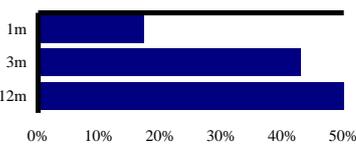
公司网址

www.yatai.com

公司简介

公司是一家综合类上市公司, 是东北地区的大型企业集团。
公司以地产、水泥、证券为主业, 并涉足煤炭、医药、商贸等领域。

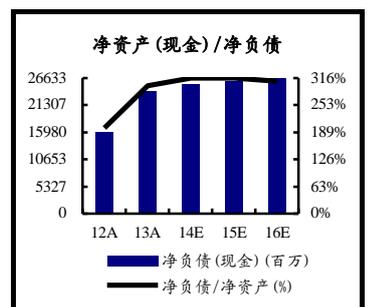
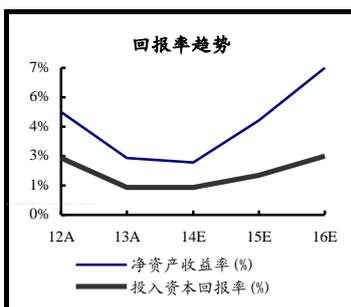
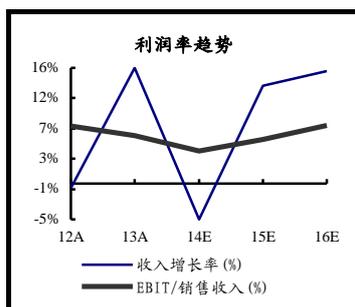
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 3.56-5.15
市值 (百万) 9,739

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	11,625	13,448	12,785	14,482	16,703
营业成本	8,607	10,283	10,038	11,238	12,722
税金及附加	281	267	254	288	332
销售费用	719	783	754	811	902
管理费用	1,110	1,241	1,180	1,274	1,420
EBIT	910	873	559	871	1,327
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	451	415	400	400	400
财务费用	984	1,038	809	822	872
营业利润	278	170	150	449	855
所得税	239	268	88	162	264
少数股东损益	83	10	63	117	190
净利润	395	218	200	370	602
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	6,301	4,807	3,836	4,345	4,176
其他流动资产	2,174	6,314	7,206	7,206	7,206
长期投资	4,826	4,343	4,343	4,343	4,343
固定资产合计	12,205	13,727	13,237	12,898	12,360
无形及其他资产	3,320	4,967	5,428	5,955	6,481
资产合计	43,250	48,839	49,186	51,334	53,598
流动负债	23,520	26,764	27,167	29,016	30,675
非流动负债	8,131	10,028	9,900	9,902	9,905
股东权益	8,039	8,036	8,030	8,210	8,622
投入资本(IC)	22,762	31,654	33,117	33,944	35,290
现金流量表					
NOPLAT	607	401	419	653	995
折旧与摊销	782	1,301	1,344	1,443	1,542
流动资金增量	-2,918	-1,543	-602	-639	-1,358
资本支出	-1,083	-503	-1,115	-1,430	-1,330
自由现金流	-2,612	-345	46	27	-151
经营现金流	-4,243	-1,528	377	1,597	1,336
投资现金流	-2,835	-608	-715	-1,030	-930
融资现金流	5,631	2,474	-633	-58	-574
现金流净增加额	-1,447	338	-972	509	-169
财务指标					
成长性					
收入增长率	-0.6%	15.7%	-4.9%	13.3%	15.3%
EBIT 增长率	-56.4%	-4.0%	-36.0%	55.8%	52.4%
净利润增长率	-47.2%	-45.0%	-8.3%	85.3%	62.7%
利润率					
毛利率	26.0%	23.5%	21.5%	22.4%	23.8%
EBIT 率	7.8%	6.5%	4.4%	6.0%	7.9%
净利润率	3.4%	1.6%	1.6%	2.6%	3.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.9%	2.7%	2.5%	4.5%	7.0%
总资产收益率(ROA)	0.9%	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%
投入资本回报率(ROIC)	2.7%	1.3%	1.3%	1.9%	2.8%
运营能力					
存货周转天数	283	295	340	330	325
应收账款周转天数	27	39	50	45	45
总资产周转天数	1212	1250	1399	1267	1147
净利润现金含量	-10.73	-7.02	1.89	4.32	2.22
资本支出/收入	9%	4%	9%	10%	8%
偿债能力					
资产负债率	73.2%	75.3%	75.4%	75.8%	75.7%
净负债率	198.9%	298.0%	315.8%	315.3%	308.9%
估值比率					
PE	24.6	44.8	48.8	26.3	16.2
PB	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	15.2	15.5	18.4	15.4	12.7
P/S	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
股息率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%



目 录

1. 产业结构“换档”，开启新周期.....	4
1.1. 上一轮周期，强周期加杠杆.....	4
1.2. 新周期上路，首次给予“增持”评级.....	5
2. 建材板块：雄居一隅，重置价值稳中有升.....	7
2.1. 东北区域需求仍有较大提升空间.....	8
2.2. 高集中度，竞争格局或维持稳定.....	10
2.3. 公司水泥资产盈利能力或维持稳定.....	11
3. 房地产板块：存量做减法.....	12
4. 医药板块：外延、内生，打造新增长极.....	14
4.1. 投资控股型架构，工商业布局，保持稳步增长.....	15
4.2. 中药——独家品种，市场具备较大拓展空间.....	16
4.3. 医药零售连锁——探索网络销售新模式.....	17
4.4. 生物制品——期待生产恢复与新品获批.....	19
4.5. 保健品——长白山资源优势，挖掘新板块.....	19
4.6. 外延整合或将助力.....	19
5. 金融板块：券商银子股，具备较高向上弹性.....	20
5.1. 东北证券重估弹性较大.....	21
5.2. 吉林银行具备安全边际.....	21
6. 其他：商贸零售及煤炭，影响弱化.....	22
7. 风险提示.....	22

1. 产业结构“换档”，开启新周期

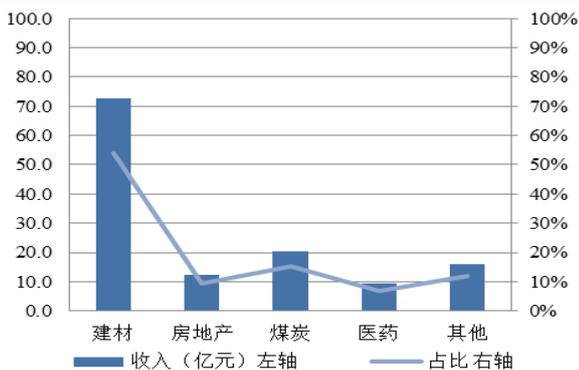
我们推荐亚泰集团的核心逻辑在于其自身产业周期的转变：在上一轮周期中（自 1995 年上市以来），在水泥、地产、煤炭等强周期领域的“加杠杆”亚泰实现了快速扩张，并累计了较高的负债率，而未来将逐步实现产业结构与资本结构调整：即资产结构去杠杆（负债率降低），同时在多年培育的医药产业加大投入，实现自身产业周期的“换档”，发展医药产业为新的支柱产业，开启传统行业公司的新周期。

产业结构调整凸显“转型”：我们的研究表明，目前公司资产负债表主要构成为传统行业（水泥、地产）等领域，未来或将“做减法”，而医药产业目前虽然收入占比仅 7% 左右，但已初具研发、制造、连锁药店的完整产业链，且在抗癌中药、生物疫苗等领域拥有一定竞争力，从目前的布局 and 规划判断，未来有望占比大幅提升。

资本结构“去杠杆”：根据公司 2014 年 10 月定增方案，募集约 29 亿元主要用于偿还银行贷款，并补充流动资金，另外，我们判断未来水泥、煤炭等传统业务板块可能进一步调整，以实现传统产业累计的高债务负担的资产结构的调整。

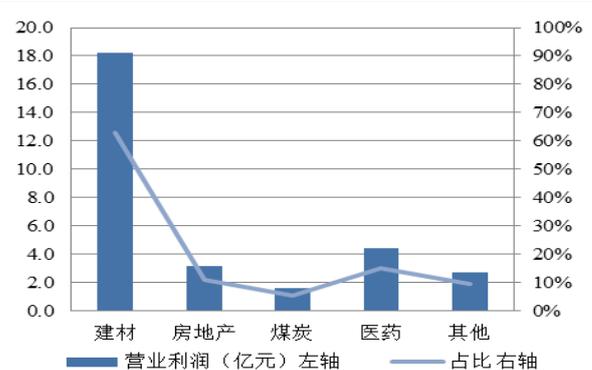
管理层、产业资本参与：根据公司 2014 年 10 月增发方案，发行对象为北方水泥、吉林敖东、华安基金、长春城发、冀东水泥、金塔投资（公司高管）6 家投资者，按增发后股本测算，金塔投资持股比例达到约 5%，高管及产业资本参与定增，彰显了对公司转型及发展的信心。

图 1 各板块收入及占比（2013 年）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 2 各板块营业利润及占比（2013 年）



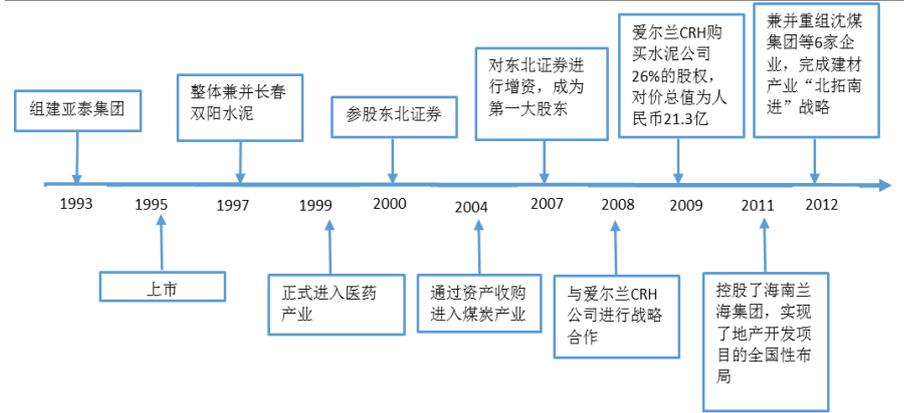
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

1.1. 上一轮周期，强周期加杠杆

亚泰集团系长春市国资委控股的综合类公司（持股比例 15%），创立于 1986 年，1995 年在上交所挂牌上市，以水泥及地产业务起家。

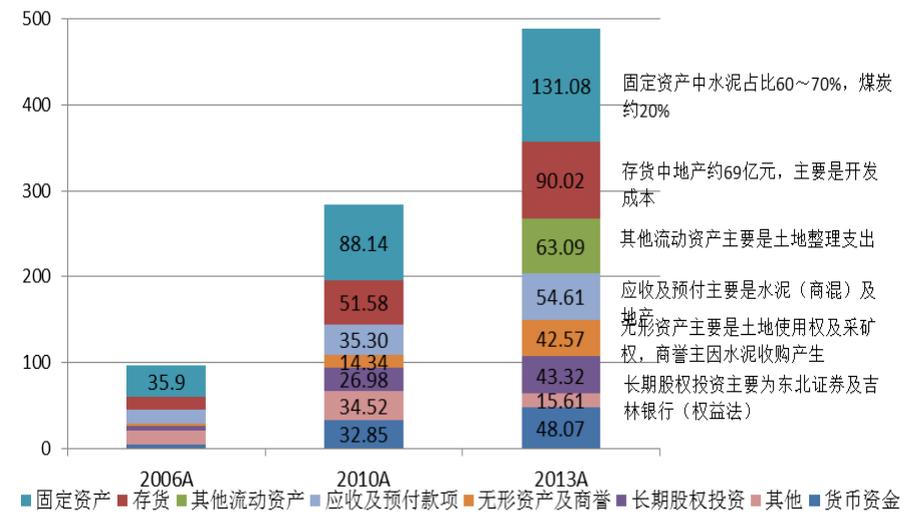
我们的研究表明，近年来公司总资产规模的扩张主要体现在水泥及地产板块，并依靠债务增长，负债率截止 2014 年 3 季度末达到 75.64% 的历史高位。

图 3: 亚泰集团各业务板块发展历程



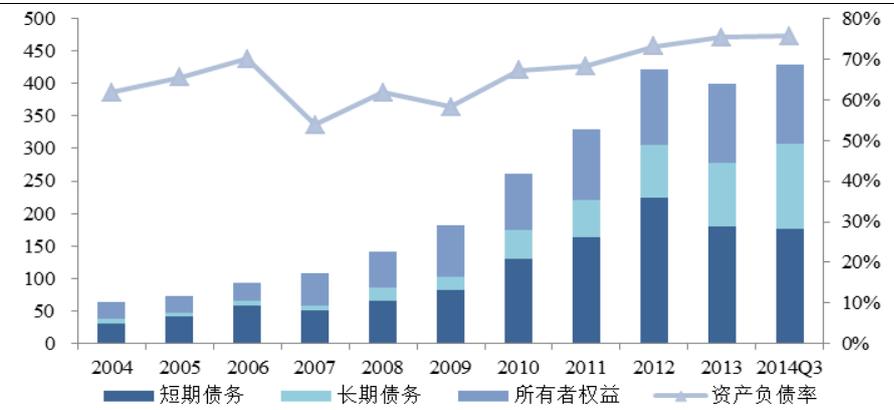
数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

图 4 公司 2006-2013 年总资产增长解构, 主要体现为水泥、地产 (亿元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 5 公司十年资产负债结构变化 (单位: 亿元) (2004 ~ 2014Q3)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

1.2. 新周期上路, 首次给予“增持”评级

我们认为, 在产业结构调整的阶段更适合从资产的角度审视公司价值

及安全边际:

- 水泥行业新建产能自 2009 年停批，我们判断未来 5 年内放开新建产能的概率较小，而东北地区城镇化水平偏低，近年来重置成本稳中有升；水泥业务更适合采用 PB 估值，结合并购成本及二级市场 PB 估值水平，仅按水泥业务主要的 5 家子公司的合计净资产约 40 亿元，给予下限 1.5 倍 PB 估值（并购/重置成本普遍明显高于二级市场 PB），则水泥板块市值约 60~70 亿元。
- 地产业务在资产负债表主要体现为原值计入的存货（开发成本）和其他流动资产（土地整理支出），具备安全边际；地产业务估值更适合用 PB 估值，谨慎假设下，我们按照公司目前 150 万平方米的土地储备，按照公司主要历史土地储备及东北地区平均拿地成本进行估算（2000~2500 元/平米），谨慎下给予 PB 1 倍，估算地产业务市值为 30~40 亿元。
- 金融资产（东北证券 30.71% 股权、吉林银行 9.96% 股权）则体现为长期股权投资科目（权益法），仅以被投资单位拥有的净资产计入，而 2015 年市场交易可能逐步活跃的背景下，该部分资产具备较高重估增值空间；我们认为对金融资产部分更适合计算重估价值（理论上说存在交易变现的可能），资产增值的弹性主要来自持股东北证券部分（简单折算重估市值超 60 亿元）。
- 医药产业属轻资产高成长业务，盈利前景客观；我们认为更适合采用 PE 进行估值，2013 年整体医药业务收入 9.28 亿元，5 年复合增速 25.23%。估算合并净利润近 1 亿元，我们估算 2014 年医药业务可维持 25~30% 左右增长，预计合并净利润约 1.2~1.3 亿元，归属于上市公司股东约 0.8~0.9 亿元，按照可比公司 PE 估值约 30 倍计算，则医药业务估值约 24~27 亿元。

表 1: 分板块估值对比

行业板块	估值方式	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)	估值倍数	估值(亿元)
水泥	PB	40		1.5	60~70
房地产	PB	30~40		1	30~40
金融	PB	42.7		1.7	73~80
医药	PE		0.8~0.9	30	24~27
合计					187~217

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们预计 2014-2015 年可实现归属于母公司所有者的净利润分别为 2.00 亿元、3.70 亿元，EPS 分别为 0.11 元、0.20 元。综合类公司市场普遍在分部估值基础上给予一定折让，谨慎假设下，按照合理市值 159 亿元，对应目前股本合理股价为 8.39 元。首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 分板块估值对比 (截至 2014 年 11 月 21 日)

板块	证券简称	股票代码	股价	EPS(2014E)	PB (最新一期)	PE (2014E)
水泥	江西水泥	000789	10.88	1.20	1.90	9.07
	海螺水泥	600585	17.16	2.28	1.45	7.53
	塔牌集团	002233	8.10	0.74	1.76	10.95
	祁连山	600720	8.55	0.87	1.43	9.83
	平均				1.64	9.34
房地产	万科 A	000002	9.37	1.65	1.31	5.68
	招商地产	000024	13.18	1.91	1.21	6.90
	保利地产	600048	5.88	1.24	1.14	4.74
	金地集团	600383	7.93	0.85	1.24	9.33
	平均				1.23	6.66
煤炭	潞安环能	601669	4.01	0.39	1.08	10.28
	陕西煤业	601225	5.98	0.14	1.70	42.71
	兰花科创	600123	8.83	0.12	1.06	73.58
	平均				1.28	42.19
金融	广发证券	000776	13.47	0.63	2.16	21.38
	海通证券	600837	12.61	0.61	1.84	20.67
	招商证券	600999	14.85	0.58	2.19	25.60
	中国太保	601601	21.09	1.27	1.72	16.61
	北京银行	601169	8.20	1.45	0.93	5.66
	南京银行	601009	11.19	1.84	1.02	6.08
	宁波银行	002142	11.30	1.76	1.09	6.42
医药	云南白药	000538	53.56	2.37	5.25	22.60
	九州药业	603456	37.39	0.90	3.36	41.54
	一心堂	002727	48.04	1.16	6.19	41.41
	太极集团	600129	16.76	1.04	5.58	16.12
	平均				5.09	30.42

注: 股价截止 2014 年 11 月 21 日 除水泥公司为国泰君安估算, 其余均为 wind 一致预期

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 建材板块: 雄居一隅, 重置价值稳中有升

亚泰拥有熟料产能约 2000 万吨, 水泥产能约 2800 万吨。在吉林市场占有率约 50%, 在黑龙江和辽宁占有率约 25%, 为东北首屈一指的水泥企业, 形成了覆盖黑龙江哈大齐经济带、吉林长吉图开发区和辽宁绕沈阳市一小时经济圈三大核心经济区在内的东北三省总体战略布局。

我们认为, 东北地区城镇化仍有较大提升空间, 2015 年基建投资有望回升, 而区域产能释放高峰已过, 供求格局向好, 且较高的集中度使得竞争相对有序, 公司水泥产能盈利能力有望维持在相对高位。

水泥业务在资产负债表中主要体现在固定资产及短期债务科目, 从重置价值 (新产能自 2009 年已停止审批) 的角度我们观察到东北地区近年来 7 宗收购的吨熟料成本在约 490 元/吨 (承债式收购, 对应 PB 平均值为 2.9 倍) 且呈现上升趋势, 考虑到负债的因素, 我们认为, 水泥业务更适合采用 PB 估值, 结合并购成本及二级市场 PB 估值水平, 按水泥

业务主要 5 家子公司合计净资产约 40 亿元，谨慎给予 1.5 倍 PB 估值，则水泥板块市值约 60 亿元。

表 3: 东北水泥并购成本参考

收购公司	收购时间	股权比例 (%)	收购价格 (万元)	对应 PB	产能(t/d)	熟料产能 (万吨)	吨熟料成本 (元)
亚泰集团							
通化水泥	2009	100%	33,379.47	2.73	4000	80	389.52
金圆水泥	2009	100%	51,075.29	4.34	2500	77.5	402.12
铁新水泥	2010	95%	159,477.25	1.41	10000	310	541.52
辽中北水泥	2012	80%	109,468.80	3.16	5000	155	706.25
交通水泥	2012	80%	97,519.00	2.86	5000	155	629.15
冀东水泥							
灵寿冀东水泥	2013	59%	26,609.00		4500	139.5	323.3
吴堡冀东特种水泥	2012	51%	17,391.00		2500	77.5	440
平均吨熟料成本							490.27

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 4: 水泥行业主要上市公司估值比较 (截至 2014 年 11 月 21 日)

证券简称	股价	EPS(2014E)	PB (最新一期)	PE (2014E)
江西水泥	10.88	1.20	1.90	9.07
海螺水泥	17.16	2.28	1.45	7.53
塔牌集团	8.10	0.74	1.76	10.95
祁连山	8.55	0.87	1.43	9.83
平均			1.64	9.34

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 5: 公司水泥业务主要子公司 (2013 年报)

公司名称	持股比例	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)
吉林亚泰水泥有限公司		53.84	16.21	1.22
亚泰集团通化水泥股份有限公司		6.81	2.30	0.65
吉林亚泰明城水泥有限公司		27.56	11.66	0.49
吉林亚泰鼎鹿水泥有限公司		10.65	3.86	0.45
亚泰集团铁岭水泥有限公司		12.33	6.48	0.33
合计		111.19	40.50	3.14

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

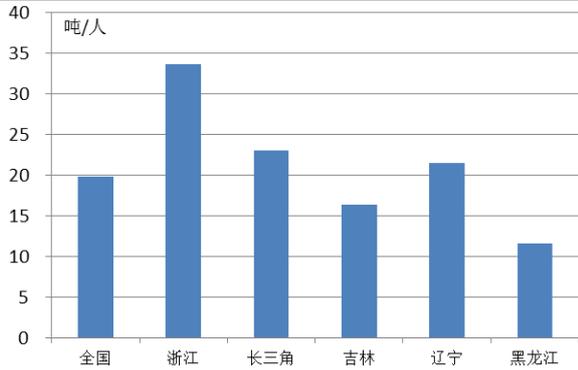
2.1. 东北区域需求仍有较大提升空间

东北地区水泥需求结构中基建需求占比较高（我们估算公司下游基建占比 35%，房地产及商混各占 25%，其他经销商占 15%），我们以人均累计水泥用量指标表征城镇化发展水平，我们判断，东北地区水泥需求仍具备较大提升空间。

我们认为，继 2014 年货币政策宽松后，2015 年财政政策有望加码宽松，有利于基建投资回升（2014 年受资金影响，铁公基项目进度迟

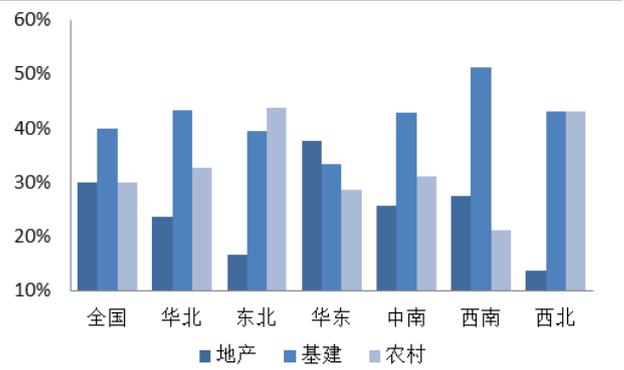
缓), 区域供求格局向好。

图 6 城镇化仍有差距: 人均水泥累计消耗量比较



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 7 各区域水泥需求解构 (2013 年)



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

表 6: 东三省水泥产量 (万吨)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
东北累计	8,295	8,778	11,281	12,259	14,125	13,740	14,535	14,535
累计同比增速%	19.5	5.8	28.5	8.7	15.2	-2.7	5.8	0.0
辽宁	3,744	4,084	4,693	4,777	5,690	5,709	6,005	6,017
吉林	2,951	2,718	3,989	3,975	4,221	4,158	4,502	4,610
黑龙江	1,600	1,975	2,598	3,507	4,214	3,873	4,028	3,907

数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

2014 年 8 月 18 日, 国务院公布《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》, 其中着重强调了推动城市转型发展、加快推进重大基础设施建设等方面内容。

表 7: 东北地区主要振兴规划

省份	相关振兴政策	相关内容
吉林	《吉林省人民政府关于国务院近期支持东北振兴若干重大政策举措的落实意见》	加快吉林至琿春、辽源至长春、白城至镇西等铁路建设; 力争 2014 年年底开工建设松原机场; 积极推进长春至白城、长春至西巴彦花、四平至松江河、敦化至松江河铁路前期工作; 加快推进长春地铁 1、2 号线建设
黑龙江	《黑龙江省促进经济稳增长的若干措施》	推进城市基础设施建设, 今明两年投资 235 亿元; 抓住国家加快铁路建设机遇, 今明两年投资 530 亿元; 推进民航基础设施建设, 今明两年投资 30 亿元
辽宁	《辽宁省人民政府关于促进当前经济稳增长十五条措施的通知》 《辽宁省关于进一步促进投资增长的若干意见》	加快棚户区、城中村改造, 加大保障性安居工程建设力度, 积极推行住房拆迁货币化安置, 大力推广精装修住房 结合国家和我省新型城镇化规划的出台, 继续狠抓县城建设和重点镇建设, 使县域房地产成为房地产业新的增长点。结合地区产业发展实际, 重点发展工业地产、商业地产、旅游地产、文化地产等非住宅领域

数据来源: 各政府网站, 国泰君安证券研究

表 8: 吉林省在建和 2014-2015 年拟开工建设部分重大项目列举 (共 3000 亿元)

在建项目 (18 个)	投资额 (亿元)
-------------	----------

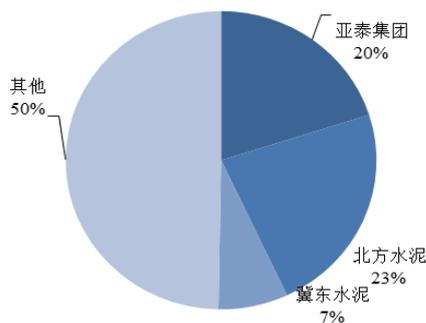
吉图珲铁路客运专线	366	线下工程基本完成, 铺轨完成 7%
长春地铁 1,2 号线工程	315	1 号线 2015 年底通车, 2 号线 2017 年底通车
小沟岭至松江河高速公路	166	已完成投资 10%
目前具备基本条件, 今明两年可开工建设 (5 个)		
长春至白城铁路扩能工程	242	待批可研
长春至西巴彦花铁路	165	已核准
正在开展前期工作, 争取今明两年开工的项目 (12 个)		
四平至松江河铁路扩能改造	290	预可研待铁路总公司审查
一汽大众公司奥迪 Q 工厂	158	正在开展前期工作
车丰至双辽高速公路	142	正在开展前期工作

数据来源: 吉林省政府网站、国泰君安证券研究

2.2. 高集中度, 竞争格局或维持稳定

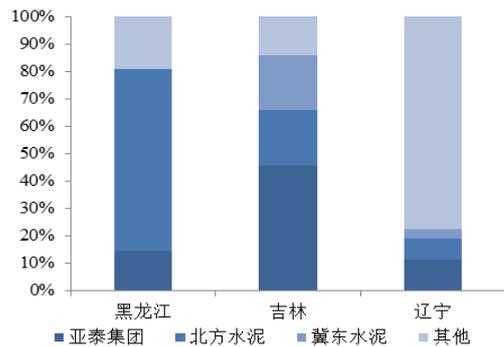
东北地区水泥市场高集中度较高, 亚泰集团、北方水泥以及冀东水泥占据了整个东北三省水泥超过 50% 的总产能。特别是公司核心市场吉林省, 以亚泰集团为首的三家企业水泥产能占据该地区水泥产能 80% 以上。

图 8 东北三省 CR3>50%



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 9 吉林三家水泥公司掌控力超过 80%



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

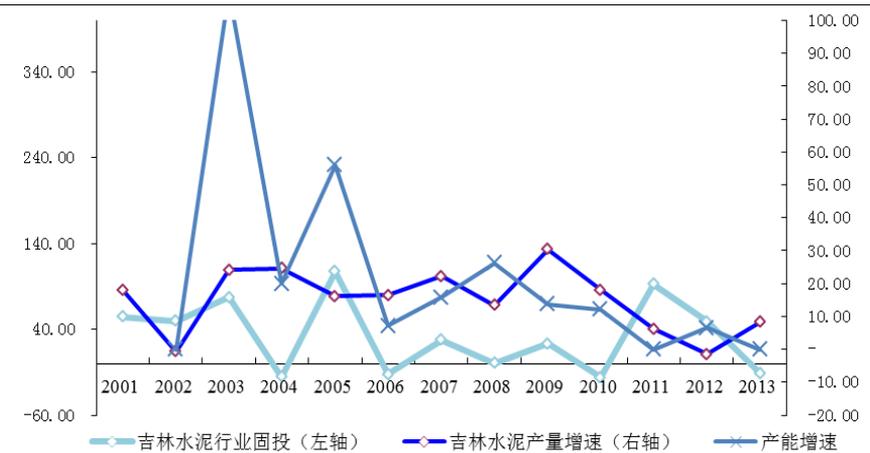
东北地区产能释放高峰已过, 在建产能较少, 且主要集中在辽宁, 竞争格局或将维持稳定, 有利于水泥价格的维持。

表 9: 东北三省目前在建产能 (万吨)

	区域	产能 (t/d)	拟投产时间
中远实业集团水泥厂 (华电能源牡丹江第二发电厂)	黑龙江	1600	2014 年
喀左丛元号水泥有限责任公司 (山水水泥)	辽宁	5000	2014 年
铁岭大伏房水泥有限责任公司一期	辽宁	5000	2015 年

数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 10 吉林省水泥产量及产能增速比照 (单位: %)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 11 东北水泥价格 (元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 12 全国水泥价格 (元/吨)

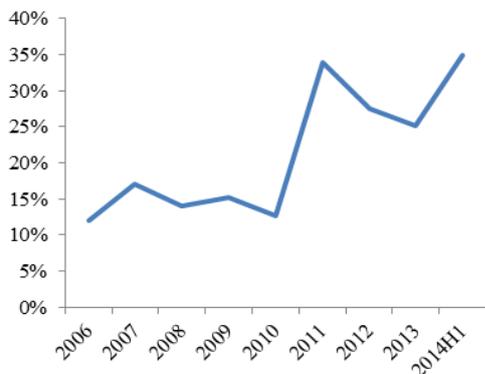


数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

2.3. 公司水泥资产盈利能力或维持稳定

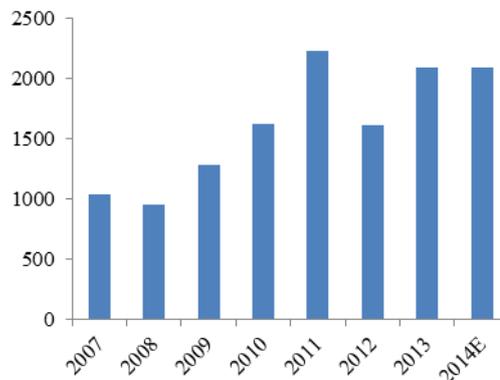
公司现有 19 条熟料生产线, 11 条位于吉林省, 3 条位于黑龙江, 5 条位于辽宁 (源自收购铁新水泥), 合计熟料产能约 2000 万吨, 预计 2014 年销量同比持平, 我们判断公司水泥资产整体盈利能力或将维持稳定。

图 13 公司建材板块 (主要为水泥) 毛利率



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 14 公司水泥及熟料销量 (万吨)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

表 10: 公司熟料产能 (万吨)

企业名称	权益比例	熟料产能	水泥产能	投产/年
------	------	------	------	------

		100%	2000 t/d	62	86.8
		100%	2000 t/d	62	86.8
	吉林亚泰水泥有限	100%	2500 t/d	77.5	108.5
	公司	100%	2500 t/d	77.5	108.5
吉 林 省		100%	5000 t/d	155	217
		100%	5000 t/d	155	217
	吉林亚泰明城水泥	100%	5000 t/d	155	217
	公司	100%	5000 t/d	155	217
	亚泰集团伊通水泥	100%	2500 t/d	77.5	108.5
	有限公司				
	吉林亚泰明城水泥	100%	1200 t/d	37.2	52.08
	公司	100%	2500 t/d	77.5	108.5
黑 龙 江		100%	1000 t/d	31	43.4
		100%	2500 t/d	77.5	108.5
	哈尔滨水泥(阿城)	100%	5000 t/d	155	217
		100%	2500 t/d	77.5	108.5
辽 宁 省		100%	2500 t/d	77.5	108.5
		100%	5000 t/d	155	217
	辽宁交通水泥	50%	5000 t/d	155	217
	辽中北水泥	49%	5000 t/d	155	217
	总计			1975	2765

数据来源: 卓创资讯, 国泰君安证券研究

表 11: 公司商混产能 (万平方米)

企业名称	商混产能
哈尔滨建材公司	90
沈阳建材公司	60
长春建材公司	90

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

表 12: 公司水泥及熟料销售情况

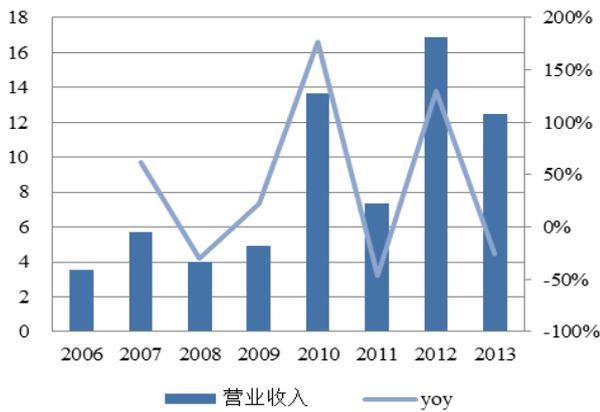
	2009	2010	2011	2012	2013
水泥销量 (万吨)	1057	1317	1632	1308	1704
熟料外销 (万吨)	222	309	586	300	385
水泥售价 (元/吨)	339	339	405	446	398
熟料售价 (元/吨)	262	254	355	350	304

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

3. 房地产板块: 存量做减法

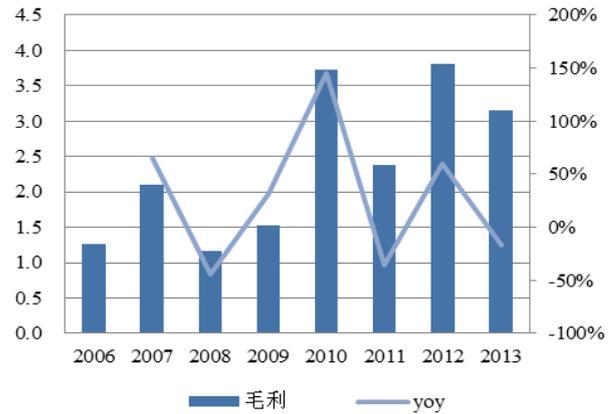
地产是亚泰目前“三大业务板块”之一, 公司是吉林省最大的房地产开发商, 国家房地产综合开发一级资质企业, 年综合开发能力 150 万平方米、销售能力 70 万平方米, 2013 年实现销售收入 12.49 亿元。我们认为目前的经济背景下, 未来公司房地产业务或将存量做减法。

图 15 房地产板块营收情况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

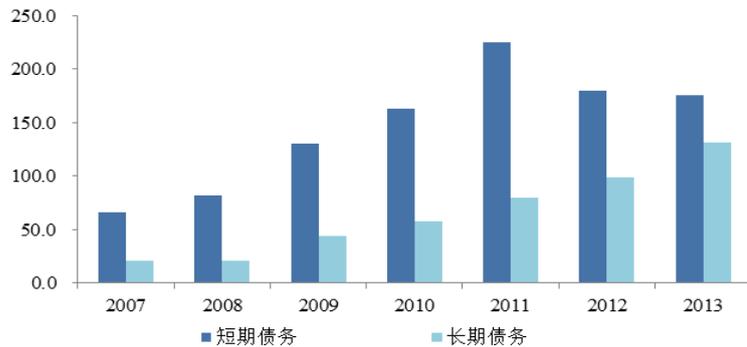
图 16 房地产板块毛利 (亿元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

房地产业务主要体现在资产负债表中的存货 (2013 年存货总量为 90.0 亿元, 其中房地产存货为 68.6 亿元, 主要是开发成本)、其他流动资产 (2013 年底 63.09 亿元, 全部为土地整理支出) 及长期债务科目 (近年来, 为了与地产开发周期匹配, 公司加大了长期债务的规模), 房地产业务可能是公司近年来负债率不断攀升的主要因素。

图 17 公司债务结构分析 (亿元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

房地产业务估值更适合用 PB 估值, 谨慎假设下, 我们按照公司目前 150 万平方米的土地储备, 按照公司主要历史土地储备及东北地区平均拿地成本进行估算 (2000 ~ 2500 元/平方米), 给予 PB 1 倍, 估算房地产业务市值为 30 ~ 40 亿元。

表 13: 地产行业主要上市公司估值比较 (截至 2014 年 11 月 21 日)

证券简称	股价	EPS(2014E)	PB (最新一期)	PE (2014E)
万科 A	9.37	1.65	1.31	5.68
招商地产	13.18	1.91	1.21	6.90
保利地产	5.88	1.24	1.14	4.74
金地集团	7.93	0.85	1.24	9.33
平均			1.23	6.66

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 14: 公司部分土地储备主要指标

土地储备主体	土地性质	规划总建筑面积 (万平方米)	开工时间	拿地时间	土地价格 (元/平方米)
亚龙湾酒店项目	商业服务业	2.59	尚未开发	2008.10.29	2690
沈阳亚泰城项目	商业、住宅	151.3	2001.8	2009.12.29	2250
南京亚泰梧桐世家项目	二类居住用地	36	2012.5	2011.10.18	2511
天津亚泰澜公馆项目	住宅	29	2012.7	2011.12.29	3002

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

表 15: 公司房地产板块经营情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
当年竣工面积 (万平方米)	4.9	18.3	11.9	10.1	25.8	31.6	32.0
当年施工面积 (万平方米)	21.9	12.1	24.7	31.7	79.7	155.8	157.0
销售面积 (万平方米)	10.9	6.19	7.0	19.9	10.4	26.3	34.3
平均售价 (元/平方米)	4821	5835	6353	6853	6606	6500	7350
新增土地储备 (万平方米)	19.1	24.5	49.6	83.9	26.4	13.2	

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

表 16: 截至 2014H1 公司房地产项目进展情况

	项目投资总金额 (亿元)	进度	累计收益
长春亚泰梧桐公馆	25.97	完工, 交付	23.41 亿元, 毛利 5.04 亿
南京亚泰梧桐世家	18.29	一期接近完成	未竣工结算, 2014 年末确认收入
松原亚泰澜熙郡项目	14.86	二期主体施工	10.71 亿元, 毛利 3.14 亿
沈阳亚泰城项目 (一期)	10.96	竣工	4.87 亿元, 毛利 1.51 亿
海南亚泰人工岛项目	10.98	完成一半	
长春华府项目	4.97	待投	
吉林崧山湖项目	7.39	待投	
沈阳亚泰城二期项目	2.08	待投	
天津澜公馆项目	4.34	待投	

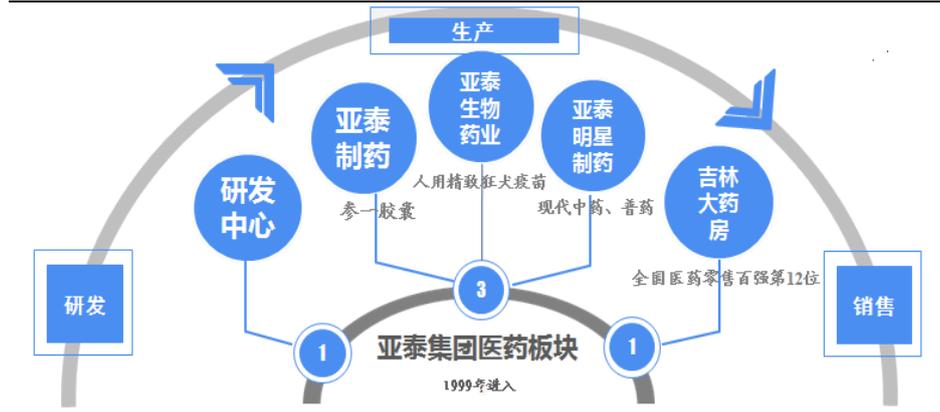
数据来源: 公司半年报, 国泰君安证券研究

4. 医药板块: 外延、内生, 打造新增长极

医药产业是亚泰将重点培育的支柱产业, 目前已经形成一定规模, 2013 年收入占比为 7%。也是吉林省重点政策扶持的产业。

在战略上, 目前已具 1-3-1 布局: 即 1 个研发中心, 3 个生产企业 (亚泰制药、亚泰生物药业、亚泰明星制药), 1 个连锁 (吉林大药房)。我们判断, 公司在医药领域的布局已着手于长期发展考虑, 内生+外延双线发展, 已经启动重点研发项目包括人参 Rg3 注射剂 (申报 I 期临床试验), 出血热疫苗、梦醒安神片 (完成临床试验) 等, 外延方面, 我们预计中成药品种与医药零售或将是主要方向。

图 18 亚泰集团医药业务的“1-3-1”布局



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

医药业务资产属性较轻，我们认为更适合采用 PE 进行估值，2013 年整体医药业务收入 9.28 亿元，5 年复合增速 25.23%。估算合并净利润近 1 亿元，我们估算 2014 年医药业务可维持 25~30% 左右增长，预计合并净利润约 1.2~1.3 亿元，归属于上市公司股东约 0.8~0.9 亿元，按照可比公司 PE 估值约 30 倍计算，则医药业务估值约 24~27 亿元。

表 17: 医药行业主要上市公司估值比较 (截至 2014 年 11 月 21 日)

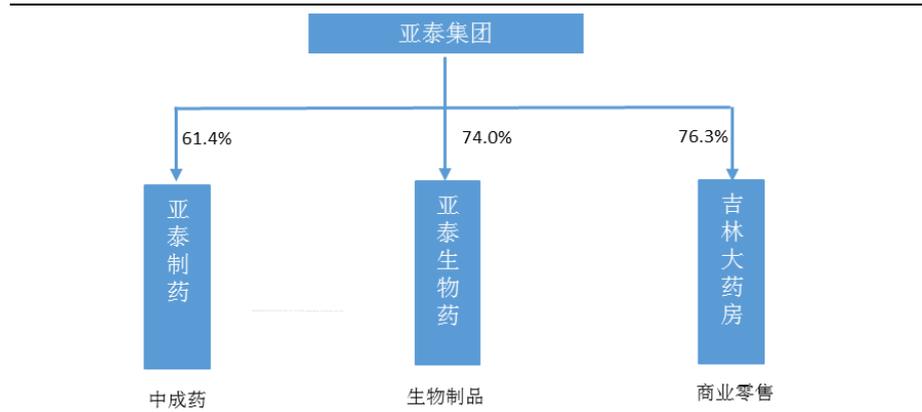
证券简称	股价	EPS(2014E)	PB (最新一期)	PE (2014E)
云南白药	53.56	2.37	5.25	22.60
九州药业	37.39	0.9	3.36	41.54
一心堂	48.04	1.16	6.19	41.41
太极集团	16.76	1.04	5.58	16.12
平均			5.09	30.42

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4.1. 投资控股型架构，工商业布局，保持稳步增长

亚泰医药业务板块的布局以投资控股型为主，前期通过参股投资，后逐步扩大至控股。目前下属核心医药子公司包括吉林亚泰制药股份有限公司（控股比例 61.36%），吉林亚泰生物药业股份有限公司（74%），吉林大药房药业股份有限公司（控股比例 76.30%），细分领域涉足中成药、生物制品与医药零售连锁等。

图 19 亚泰集团医药业务主要架构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

亚泰生物药业主要产品为人用狂犬病纯化疫苗（地鼠肾细胞），目前处于工艺进行改进阶段尚未正式销售，公司医药业务收入以中成药制药和商业零售为主，其中中成药收入占比为 22%。

对比公司其他业务板块，公司医药业务发展更为稳健，至 2013 年整体医药业务收入 9.28 亿元，占公司总收入 7.11%，5 年复合增速 25.23%。估算合并净利润近 1 亿元。

图 20 亚泰集团医药业务收入保持稳定增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 中药——独家品种，市场具备较大拓展空间

吉林亚泰制药成立于 1999 年 9 月，目前拥有药品生产批件 26 个，2013 年收入 2.05 亿元，净利润约 4000 万元。主导产品为独家抗肿瘤中成药——参一胶囊，其他普药因为毛利率较低基本不生产。

参一胶囊为人参皂甙 Rg3 提取物制剂，作为国家中药一类单体抗癌新药，于 2000 年 1 月获批。适应症为原发性肺癌与肝癌，用于提高机体免疫功能，与化疗配合用药。

参一胶囊具有明确的抑制肿瘤新生血管的作用，是《肿瘤中医诊疗指南》推荐药物，也是《NCCN 非小细胞肺癌临床实践指南（中国版）》推荐抗肿瘤新生血管药物中唯一一个中药产品。

根据 2013 年 CFDA 南方所数据，参一胶囊在抗肿瘤中成药销售额处于第 3 位。按照目前的销量计算，和益佰制药的康赛迪规模相近。

表 18: 参一胶囊处于抗肿瘤中成药销售额第三位

排序	品种	份额	排序	品种	份额
1	复方斑蝥胶囊	7.63%	11	施保利通片	2.34%
2	槐耳颗粒	7.30%	12	地榆升白片	2.25%
3	参一胶囊	5.37%	13	西黄丸	2.21%
4	华蟾素胶囊	4.20%	14	消癌平片	2.05%
5	金龙胶囊	3.58%	15	复方皂矾丸	2.04%
6	复方红豆杉胶囊	3.50%	16	威麦宁胶囊	1.91%
7	小金丸	3.43%	17	威力欣胶囊	1.89%

8	小金胶囊	2.69%	18	平消胶囊	1.83%
9	华蟾素片	2.64%	19	西黄胶囊	1.77%
10	安康欣胶囊	2.34%	20	芪胶升白胶囊	1.71%

数据来源: CFDA 南方所, 国泰君安证券研究

目前, 参一胶囊纳入医保省份约 11 个, 作为肿瘤辅助用药, 报销范围相对宽泛, 宁夏等少数省份限定肺癌和肝癌使用。公司主要市场为吉林、辽宁、北京、天津、山东、江苏、浙江、上海、重庆等省市综合性医院和肿瘤专科医院。

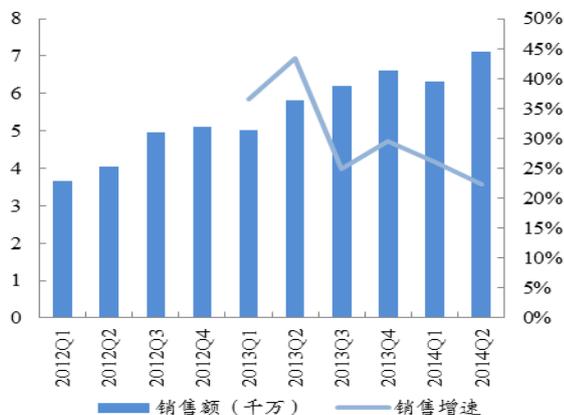
表 19: 参一胶囊地方医保及中标价格情况

地方医保	地方中标价 (元/盒)	医保备注
吉林	223	
黑龙江	189	
江苏	154	
山东		
河南	160	
河北	165	
甘肃		
重庆	172	
新疆		
宁夏		限肺癌、肝癌
湖南		限恶性肿瘤放化疗辅助用药

数据来源: 各省招标办, 国泰君安证券研究

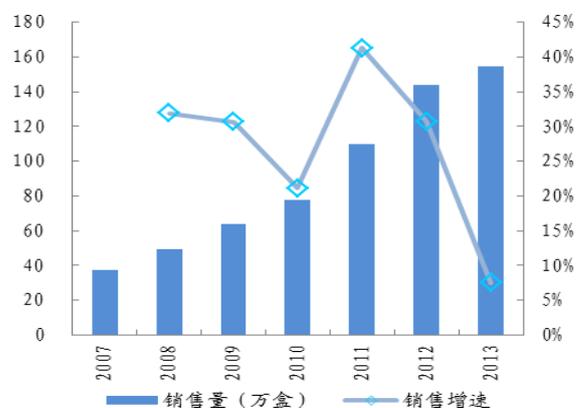
公司以自营销队伍为基础, 逐步开拓市场。目前公司在二级以上医院覆盖率仍不足 30%, 仍有较大的提升空间。上海、北京等核心市场尚未纳入医保, 如果 2015 年能顺利进入国家医保, 市场空间有望突破 5 亿元。依靠公司自有销售推广, 我们预计未来 3 年保持 20% 增长。

图 21 参一胶囊在样本医院保持增长稳定



数据来源: IMS, 国泰君安证券研究

图 22 参一胶囊销量 5 年复合增速 25.73%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.3. 医药零售连锁——探索网络销售新模式

公司医药商业板块主要是吉林大药房。参考中国药店发布数据 2013 年

吉林大药房旗下拥有药店 511 家，处于全国直营连锁药店百强的第 15 位。从收入规模来看，吉林大药房规模位于省内首位。

表 20: 2013 年全国直营连锁药店百强前 15 位

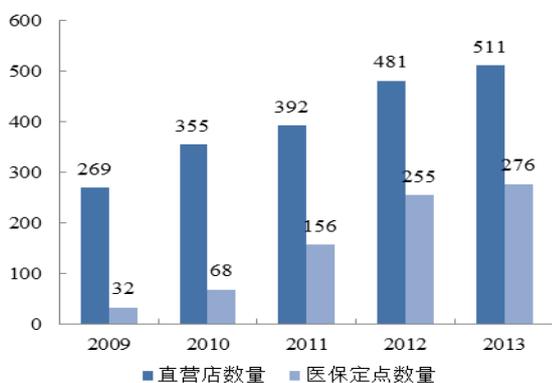
排序	公司名称	直营	加盟	分店数量	医保定点药店
1	云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	2389	0	2389	1616
2	国药控股国大药房有限公司	2087	0	2087	-
3	中国海王星辰连锁药店有限公司	2066	0	2066	-
4	*重庆和平药房连锁有限责任公司	1820	790	2610	-
5	广东大参林连锁药店有限公司	1400	0	1400	-
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	1306	7000	8306	2518
7	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	1025	0	1025	614
8	哈尔滨宝丰医药连锁有限公司	800	0	800	-
9	金天医药集团股份有限公司	794	0	794	-
10	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	716	169	885	763
11	益丰大药房连锁股份有限公司	666	0	666	-
12	修正堂连锁集团	612	1397	2009	-
13	江西黄庆仁栈华氏大药房有限公司	605	0	605	-
14	吉林省益和大药房有限公司	597	0	597	261
15	吉林大药房药业股份有限公司	511	0	511	276

数据来源：中国药店，国泰君安证券研究

根据商务部统计数据，我们推算 2013 年吉林大药房收入约 7.2 亿元，2014 年上半年实现净利润 2652 万元，销售利润率约 7%，略高于一心堂，益丰大药房。

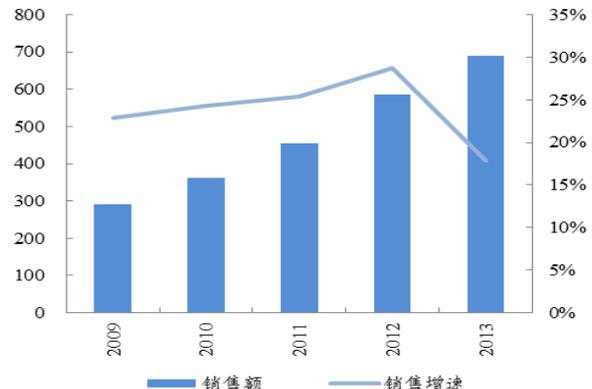
公司业务增长主要依靠新增网点，最近 4 年开店速度在 60 家左右，同时单店规模也有提升。我们预计 5 年内网点有望增加至 1000 家，覆盖东北三省及部分华北地区，预计未来开店和并购的速度有望加快。2014 年 4 月，公司公告投资 2000 万元设立辽宁亚泰大药房有限责任公司，筹备开发辽宁市场。

图 23 吉林大药房网点数量增长



数据来源：中国药店，国泰君安证券研究

图 24 吉林大药房销售额增速和开店速度一致



数据来源：公司公告，商务部，国泰君安证券研究

吉林大药房也是目前省内唯一一家获得互联网药品交易服务资格的企

业。旗下拥有官网销售平台：[\(http://www.jldyf.net/\)](http://www.jldyf.net/)，目前长春市范围内可以实现 24 小时内配送到。为了增加流量，我们判断未来可能进驻天猫医药馆。

图 25: 吉林大药房网上官网平台



数据来源：公司网站

4.4. 生物制品——期待生产恢复与新品获批

吉林亚泰生物药业目前拥有 2 个产品批文：人用狂犬病疫苗(地鼠肾细胞)与卡介菌多糖核酸注射液。2013 年底，国家对人用狂犬病疫苗的质量标准进行了提升高。为了满足新的标准，公司对原有生产工艺进行改进及优化，并报批申请。目前尚未获批，我们预计 2014 年亚泰生物出现亏损，若 2015 年生产能够顺利恢复，亚泰生物则有望扭亏。

新产品方面，在研 Vero 细胞流感疫苗，2013 年已完成临床批件申报，目前正在国家药品审评中心进行技术审评，预计 2016 年左右获批。

4.5. 保健品——长白山资源优势，挖掘新板块

2014 年 3 月公司投资 5000 万元，设立亚泰长白山医药保健科技开发有限公司，5 月正式注册完成，开始试水保健品领域。我们判断公司将充分利用人参、五味子、红景天、鹿茸等长白山地道资源进行产品开发。

4.6. 外延整合或将助力

2014 年 7 月公司宣布与江苏威凯尔医药科技有限公司签订维卡格雷和 VCP-2 等一类新药的合作协议，其中维卡格雷是用于急性冠脉综合征患者的血小板聚集抑制药，其研发设计思路主要针对对氯吡格雷无法代谢的患者，初步的临床前研究结果表明，维卡格雷的作用效果与设计思想完全一致。2013 年氯吡格雷销售额超过 45 亿元（IMS 数据），维卡格雷如果能顺利上市，将是过亿级的重磅品种。目前维卡格雷原料药及其制剂维卡格雷片新药申请于 2014 年 4 月上报国家药监局并通过现场考核。

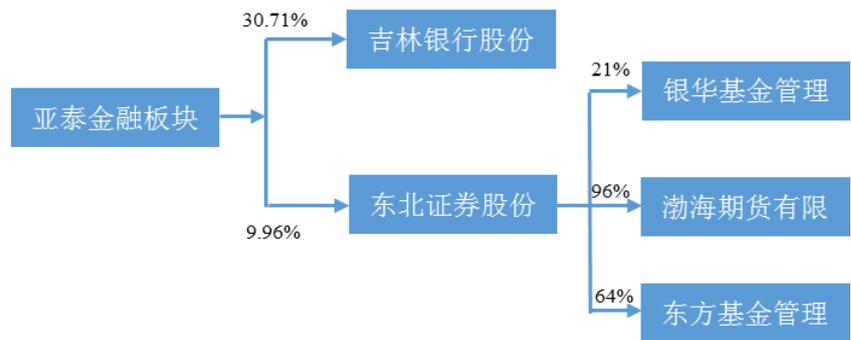
我们预计公司未来资本开支计划将主要用于医药行业并购整合。从现有业务基础和产业整合方向来看，我们认为中成药品种与医药零售将

是公司并购方向。

5. 金融板块：券商银子股，具备较高向上弹性

亚泰集团控股与参股的金融企业包括：东北证券、吉林银行。其中，公司持有东北证券股权的 30.71%，为控股股东。持有吉林银行 7 亿股，占吉林银行总股本的 9.96%，为第三大股东。

图 26 金融板块持股情况



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

金融板块在资产负债表中体现为长期股权投资（权益法），而不产生负债，并以在被投资单位拥有的净资产计入，我们认为对金融资产部分更适合计算重估价值（理论上说存在交易变现的可能），资产增值的弹性主要来自持股东北证券部分。

表 21：长期股权投资科目明细（2013 年报）

被投资单位	核算方法	投资成本 (亿元)	期末余额 (亿元)	被投资单位表决权比例
东北证券股份有限公司	权益法	16.30	24.38	30.71%
吉林银行股份有限公司	权益法	11.45	14.43	9.96%
长春市康泰投资发展有限公司	权益法	3.60	3.84	47.37%
北京预制建筑工程研究院有限公司	权益法	0.04	0.04	40.00%
铁岭县新岗采石游戏责任公司	权益法	0.01	0.01	20.00%
合计		31.40	42.70	

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 22：主要金融上市公司估值比较（截至 2014 年 11 月 21 日）

证券简称	股价	EPS(2014E)	PB(最新一期)	PE(2014E)
广发证券	13.47	0.63	2.16	21.38
海通证券	12.61	0.61	1.84	20.67
招商证券	14.85	0.58	2.19	25.60
太平洋	21.09	1.27	1.72	16.61
北京银行	8.20	1.45	0.93	5.66

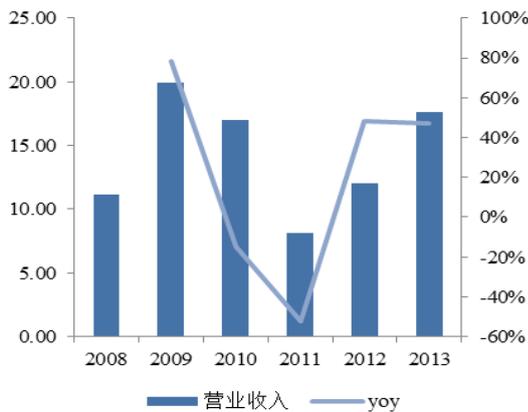
南京银行	11.19	1.84	1.02	6.08
宁波银行	11.30	1.76	1.09	6.42

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

5.1. 东北证券重估弹性较大

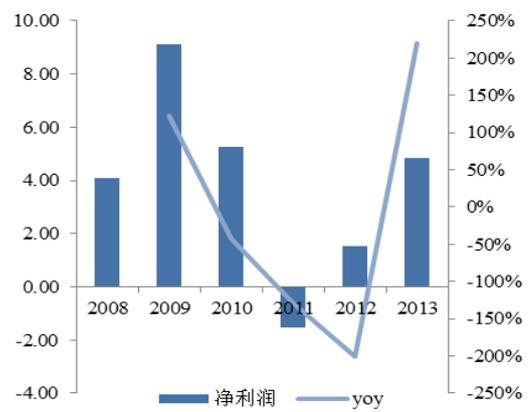
东北证券为东北地区唯一综合类券商, 公司具有比较明显的区域优势和相对竞争优势, 也是目前国内 19 家上市券商之一。截至 2014 年 10 月 30 日, 东北证券市值为 200 亿元, 公司持有 30.71% 的股权, 简单折算重估市值超 60 亿元, 而 2015 年市场交易可能逐步活跃的背景下, 该部分资产具备较高重估增值空间。

图 27 东北证券营收情况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 28 东北证券净利润 (亿元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

5.2. 吉林银行具备安全边际

吉林银行是吉林省内唯一省级商业银行, 位列中国金融 500 强第 47 位。

2013 年吉林银行净利润 24.62 亿元, 2014 年上半年净利润 13.52 亿元, 预计全年净利润约 27 亿元。

若按吉林银行 2013 年净资产总额约为 158.7 亿元, 公司持有股份对应资产价值约为 15.8 亿元; 同时, 若选取同类型上市公司 (北京银行、南京银行、宁波银行) 一致预期 2014E PE 平均为 6.3x, 2014 年吉林银行净利润预计约 27 亿元, 则公司所持有股份对应市值约为 17 亿元, 比照 2013 年期末余额 14.43 亿元, 具备安全边际。

表 23: 亚泰集团金融板块近年变化

时间	事件
2009 年 5 月	受让长春市融兴公司持有的吉林银行 1.8 亿股股权、认购吉林银行增资扩股的 2 亿股股权、受让长春长泰热力公司持有的吉林银行 5089 万股股权和受让长春吉盛投资有限责任公司持有的吉林银行 9000 万股股权, 亚泰合计持有吉林银行 5.2 亿股股份, 占吉林银行总股本 9.815%
2011 年 5 月	亚泰集团将持有的江海证券有限公司 41,000 万元的股权以 88,000 万元的价格转让给中国华融资产管理公司, 不再持有江海证券股权

2011年12月	受让吉林亚泰生物药业股份有限公司持有的吉林银行股份1.21亿股。股权受让后，公司将持有吉林银行股份6.42亿股，占吉林银行总股本的9.77%
2013年1月	受让长春吉盛投资有限责任公司持有的吉林银行股份6200万股，受让后持有吉林银行股份7.03亿股，占吉林银行总股价的9.96%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

6. 其他：商贸零售及煤炭，影响弱化

商贸产业包括亚泰超市和亚泰饭店等，主要依托房地产开发后剩余区域开发，2013年公司板块营收15.9亿元，由于商贸零售成本较高且各项费用较多，导致板块毛利率仅有17%左右，板块维持微利，对公司业绩贡献较小。

煤炭产业包括原煤生产及选煤，我们判断以满足水泥等生产燃料需求为主（估算在70%左右），而新型燃料及水泥窑协同处置城市生活垃圾等的普及，煤炭产业对公司影响可能进一步弱化。

7. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要的下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内我们预判煤炭价格上行空间不会很大，但一旦大幅上涨，短期内影响水泥企业的盈利能力。

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		