



房地产/金融

中天城投 (000540)

大地产如日中天，大金融版图初现

	侯丽科 (分析师)	梁荣 (研究助理)	李品科 (分析师)
	0755-23976713	0755-23976775	010-59312815
	houlike@gtjas.com	liangrong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880113090015	S0880511010037

本报告导读:

公司为贵阳去大盘化最大受益者；进军互联网金融及大健康产业，成长空间巨大。给予12个月目标价23.2元，现价空间70%。

投资要点:

- 维持增持评级，上调目标价至23.2元，现价空间70%。贵阳去大盘化最大受益者，进军互联网金融及大健康产业，成长空间大。收购的招商贷到2015年底估值或达90亿元。贵阳市场好于预期，故上调2014、15年EPS至0.96(+5%)、1.31元(+8%)。执行力超强，其他拓展预计会逐步落实；故参考可比公司，上调2015年目标PE至18倍，相应上调12个月目标价至23.2元。
- 未来方舟、金融中心、假日方舟等重点项目顺利推进，优质资源有望未来3年集中释放，公司业绩预计进入快增轨道。1) 未结储备近2300万方，基本位于贵阳。项目进展良好，扣除净负债的重估值14.1元。2) 受益贵阳去大盘化，近期再融资等丰富资金可推动开发加速。
- 公司近期系列布局显示，大金融是公司深思熟虑的战略选择，预计后续会逐步落实，想象空间较大。1) 公司近期公告与合石电商合作，借力“招商贷”平台，进军P2P；合石电商2014年净利润约1500万元，预计2015年还将大幅提高。2) 公司还与小额贷款公司签订合作框架协议（交易对方已累计实现利润约1700万元），并设立股权投资基金等。3) 网贷发展空间巨大，公司招商贷估值到2015年底预计可达近百亿。4) 控股贵阳互联网金融产投，近期也在打造在线供应链金融服务平台、互联网直销银行、移动金融，并申请网络支付牌照。
- 催化剂：大金融板块拓展逐步落地
- 风险提示：房地产项目主要位于贵阳，受单一市场影响较大

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,554	7,576	11,040	15,278	21,872
(+/-)%	7%	113%	46%	38%	43%
经营利润 (EBIT)	310	1,614	2,466	3,378	4,210
(+/-)%	-37%	421%	53%	37%	25%
净利润	438	1,081	1,643	2,245	2,765
(+/-)%	-16%	147%	52%	37%	23%
每股净收益 (元)	0.26	0.63	0.96	1.31	1.61
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	8.7%	21.3%	22.3%	22.1%	19.2%
净资产收益率 (%)	18.5%	31.8%	22.1%	23.8%	23.2%
投入资本回报率 (%)	2.4%	9.6%	11.8%	14.3%	11.9%
EV/EBITDA	59.2	16.2	10.7	7.9	7.8
市盈率	53.7	21.8	14.3	10.5	8.5
股息率 (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.20

上次预测: 12.50

当前价格: 13.72

2015.01.25

交易数据

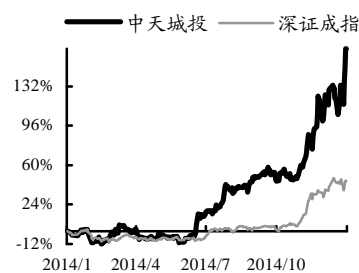
52周内股价区间 (元)	4.80-14.38
总市值 (百万元)	23,543
总股本/流通A股 (百万股)	1,716/1,282
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	75%
日均成交量 (百万股)	42.81
日均成交值 (百万元)	432.49

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,336
每股净资产	2.53
市净率	5.4
净负债率	254.01%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.17	0.18
Q2	0.13	0.38
Q3	0.13	0.20
Q4	0.21	0.20
全年	0.63	0.96

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	33%	82%	166%
相对指数	25%	38%	121%

相关报告

《丰富资源或加速释放，互联网金融空间巨大》2014.12.16

《大幅低估的高成长公司代表》2014.09.17

《新进互联网金融及大健康产业，成长性增》2014.08.24

《“去大盘化”最大受益者，销售业绩将高增》2013.11.15

《充分受益于保障房、文化产业建设、省矿业

模型更新时间: 2015.01.25

股票研究

金融
房地产

中天城投 (000540)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.20

上次预测: 12.50

当前价格: 13.72

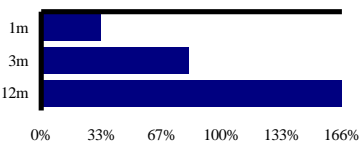
公司网址

www.ztcn.cn

公司简介

公司是贵州省第一家上市公司,唯一一家房地产类上市公司,具有壹级房地产开发资质,AAA级信誉等级,以土地开发、地产运营、城市建设为主业,产品类型囊括了住宅、酒店、商业中心、工业园区、会议展览场馆等。作为贵州房地产行业的龙头企业,公司陆续开发的项目截止 2010 年共 40 余个。

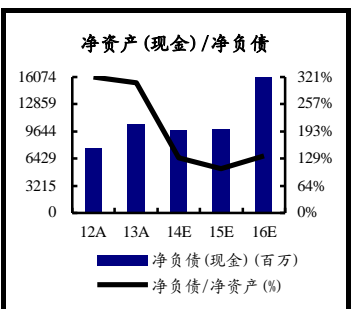
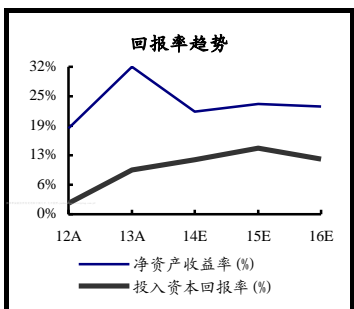
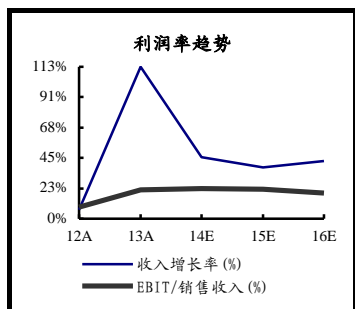
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 4.80-14.38
市值 (百万) 23,543

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	3,554	7,576	11,040	15,278	21,872
营业成本	2,345	4,399	6,422	8,830	13,299
税金及附加	328	846	1,104	1,604	2,242
销售费用	318	392	574	825	1,181
管理费用	253	325	475	642	941
EBIT	310	1,614	2,466	3,378	4,210
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	0	0	0
财务费用	108	185	260	366	515
营业利润	191	1,387	2,206	3,012	3,695
所得税	163	389	551	753	924
少数股东损益	0	0	11	14	6
净利润	438	1,081	1,643	2,245	2,765
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,141	3,923	4,968	5,347	7,655
其他流动资产	86	106	85	85	85
长期投资	771	1,750	1,750	1,750	1,750
固定资产合计	2,928	2,865	2,691	2,520	2,352
无形及其他资产	126	294	238	312	386
资产合计	25,899	36,450	51,404	61,884	93,336
流动负债	16,409	23,684	35,033	43,512	72,449
非流动负债	6,863	9,113	8,675	8,677	8,680
股东权益	2,367	3,402	7,432	9,418	11,924
投入资本(IC)	9,474	12,369	15,679	17,776	26,536
现金流量表					
NOPLAT	226	1,188	1,849	2,533	3,157
折旧与摊销	115	123	111	108	106
流动资金增量	-3,512	-2,776	-3,338	-2,193	-8,855
资本支出	-41	-124	119	-12	-12
自由现金流	-3,211	-1,590	-1,259	437	-5,604
经营现金流	-1,552	-162	-747	1,187	-4,669
投资现金流	-179	-1,815	119	-12	-12
融资现金流	2,679	2,230	1,674	-796	6,988
现金流净增加额	947	253	1,046	379	2,308
财务指标					
成长性					
收入增长率	6.7%	113.2%	45.7%	38.4%	43.2%
EBIT 增长率	-37.1%	421.1%	52.7%	37.0%	24.6%
净利润增长率	-16.5%	146.6%	51.9%	36.6%	23.2%
利润率					
毛利率	34.0%	41.9%	41.8%	42.2%	39.2%
EBIT 率	8.7%	21.3%	22.3%	22.1%	19.2%
净利润率	12.3%	14.3%	14.9%	14.7%	12.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.5%	31.8%	22.1%	23.8%	23.2%
总资产收益率(ROA)	1.7%	3.0%	3.2%	3.6%	3.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.4%	9.6%	11.8%	14.3%	11.9%
运营能力					
存货周转天数	2313	1824	1837	1805	1702
应收账款周转天数	10	24	24	24	24
总资产周转天数	2255	1502	1452	1353	1295
净利润现金含量	-3.54	-0.15	-0.45	0.53	-1.69
资本支出/收入	1%	2%	-1%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	89.9%	90.0%	85.0%	84.3%	86.9%
净负债率	321.3%	307.6%	131.0%	104.4%	134.8%
估值比率					
PE	53.7	21.8	14.3	10.5	8.5
PB	7.4	5.2	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	59.2	16.2	10.7	7.9	7.8
P/S	4.9	2.3	1.6	1.2	0.8
股息率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%



目 录

1. 贵阳去大盘化最佳受益者，优质资源得以重估	4
2. 大金融为战略布局，P2P 空间巨大	5
2.1. 公司近期系列布局显示，大金融是公司深思熟虑的战略选择， 预计后续会逐步落实	5
2.2. 网贷发展空间巨大，公司招商贷估值到 2015 年底或可达近百亿 6	
3. 维持增持评级，上调目标价至 23.2 元	8

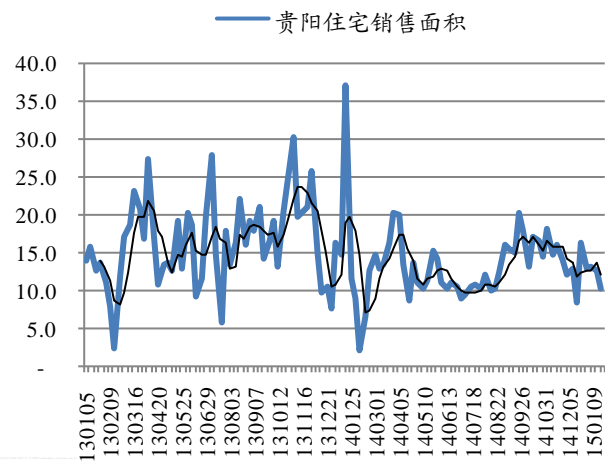
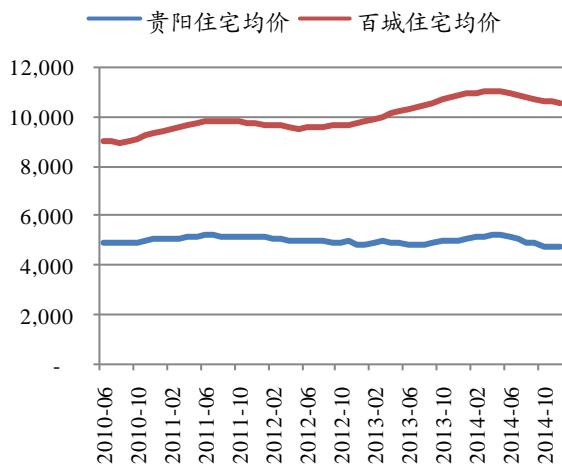
1. 贵阳去大盘化最佳受益者，优质资源得以重估

土地出让模式去大盘化、控制容积率，未来土地供应预计有所收敛，房地产供求格局进一步优化。1) 根据贵阳市《关于进一步推进“净地”出让工作的实施意见(试行)》，自2014年1月1日起，经营性用地禁止采用“现状”、“政府收取纯收益”、“生地净挂”等方式供应，全面推行“净地”出让。2) 同时，《关于进一步促进房地产业持续健康发展的若干意见(试行)》规定：①对全市住宅类项目容积率，老城区原则上不高于3.5，老城区以外的其他区域不得突破2.5。；②住宅类房地产单宗用地不得超过20公顷，超过须按程序报批。

贵阳凭借其省会城市地位、低廉的房价、买房送户口的政策，吸引了大量外来购房需求，需求有保证。1) 区位优势：贵阳位于贵州中部，与地州市间交通非常便利，车程基本在2小时以内；贵阳市基础设施建设及公共服务配套均显著、大幅优于省内其他城市。2) 价格优势：贵阳住宅销售均价不足5000元/平，二线城市中最低；3) 买房送户口，吸引大量外来人口：根据2012年9月出台的贵阳市《关于推进保障性安居工程和棚户区区域城中村改造及重点项目建设的若干措施(试行)》，在贵阳市购买商业、办公用房和首次购买住房的，可办理入户手续或居住证，享受本市户籍人口就业、入学和就医等同等待遇，不受入住时间和购房面积的限制。

中天城投为“去大盘化”的最大受益者。1) 目前贵阳几个千万方建面的大盘项目，或销售殆尽，或定位与公司存差异。未来方舟和假日方舟将成为贵阳少数主打刚需改善产品的大盘项目，销售较为有保障。2) 土地供给新模式或将带来土地成本上升，公司现有项目拿地基本完成，受影响较小。3) 公司在贵阳市场话语权提升。地价上升情形下，公司在贵阳市场产品定价方面更为主动；若房价出现上行，公司产品可直接受益。

图 1: 贵阳房价绝对水平较低，当前均价 4811 元/平 图 2: 贵阳住房销售情况较 2014 年中期已有所改善



数据来源: wind、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

2. 大金融为战略布局，P2P 空间巨大

2.1. 公司近期系列布局显示，大金融是公司深思熟虑的战略选择，预计后续会逐步落实

与合石电商合作，借力“招商贷”平台，进军 P2P；合石电商 2014 年净利润约 1500 万元，预计 2015 年还将大幅提高。1) 2015 年 1 月 20 日，公司公告与贵州合石电子商务有限公司签订战略合作框架协议。2) 合石电商是贵州省首家从事互联网金融企业，主要为本土中小企业和投资者提供投融资信息咨询服务。该公司主要业务平台是招商贷，为一家 P2P 业务平台。3) 招商贷 2013 年 6 月上线运营，截止 2014 年 12 月底，共计撮合资金约 31 亿，扶持中小企业 300 余家，并拥有稳定完整的管理团队。4) 合石电商 2014 年主营业务收入约 4000 万元，利润总额约 2000 万元，净利润约 1500 万元。预计 2015 年净利润将大幅提高。5) 后续合作方面，双方拟整合优质资源，适时引进优质战略投资者，在做大现有 P2P 规模的基础上，逐步开展第三方支付、大数据金融、互联网金融门户、众筹信息化金融机构等互联网金融业务。

与小额贷款公司签订合作框架协议，交易对方已累计实现利润约 1700 万元；后续进一步发展空间较大。1) 2015 年 1 月 19 日，公司全资子公司贵阳金控与高新黔投签署合作框架协议。贵阳高新黔投小额贷款公司成立于 2010 年 12 月，注册资本金为 5000 万元，是一家以服务“三农”和中小企业为重点。2) 高新黔投成立以来，利息回收率达到 100%。2013 年度由人民银行核定的信用评级机构对其信用等级评审为 A+ 级。截止 2014 年 12 月底，高新黔投对外贷款累计达 3.3 亿，累计实现利润约 1700 万元。3) 未来发展方向上，以小额贷款及票据贴现相关业务为重点，推进产业链贷款、汽车消费贷款、购房装修贷款、工薪贷款等各类以个体消费者为基础的消费金融贷款业务开拓。

设立股权投资基金，未来拓展空间极具想象力。1) 公司未来发展的核心业务架构定位为在保证房地产主业持续稳定增长的基础上，积极布局大金融、大健康产业发展方向，并初步确立了“产融结合、并购重组、创新发展”的未来发展思路。2) 公司以全资子公司贵阳金控为核心，与公司部分董事、高管人员共同成立股权投资合伙企业——上海虎魄股权投资基金，为公司搭建股权投资与并购重组的平台。其中，贵阳金控拟出资 4,000 万元，公司董事石维国、财务负责人何志良、执行副总裁李俊以及蓝永强、李红欣等 2 位非关联自然人共出资 1,000 万元。3) 利润分成方面，净收益中的 50% 向普通合伙人和有限合伙人分配，剩余 50% 的净收益将用于虎魄基金的自身发展。

全资子公司贵阳金控业务范围包括资产管理、互联网金融服务、移动支付、第三方支付等，预计后续也会逐步落实。2015 年 1 月 16 日，公司公告以现金和公司持有贵阳互联网金融产业投资发展有限公司 65% 的股权对公司全资子公司贵阳金控增加注册资本至 275,000 万元，增资工作已完成。贵阳金控的业务范围包括资产管理、互联网金融服务、移动支付、第三方支付、房地产开发与经营、住宿、餐饮等等，预计后续业务

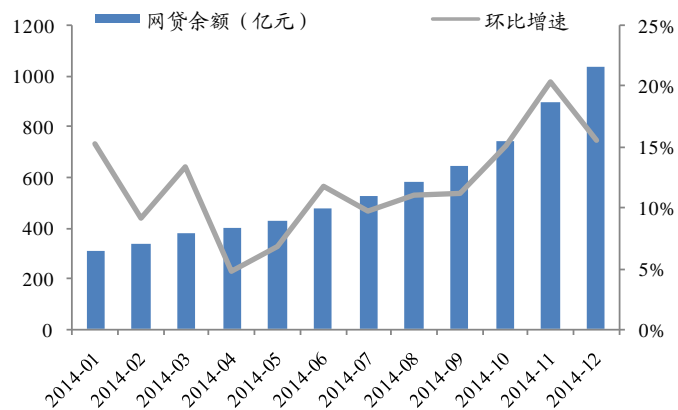
层面会逐步做实。

控股贵阳互联网金融产投，拟打造在线供应链金融服务平台、互联网直销银行、推进贵阳移动金融发展，并申请网络支付牌照等。1) 2014年5月贵阳市成立了贵阳互联网金融产业投资发展有限公司，公司后以自有资金出资3000万元，参与贵阳互联网金融产投公司增资扩股并成为其第一大股东，占其注册资本6500万元的46.15%；2) 2014年11月，公司再次以自有资金出资3500万元，全额认购参与完成贵阳互联网金融产投公司增资扩股，持股比例达65%。3) 贵阳互联网金融产投近阶段主要业务包括：1、打造在线供应链金融服务平台，满足大宗商品交易市场等高端企业客户的金融需求；2、打造互联网直销银行，目前该项目以贵阳农商行为试点，已进入总体设计阶段；3、推进贵阳移动金融发展。推动贵州通TSM平台建设，加快移动金融业务发展；4、网络支付牌照申请，未来将利用网络支付做好贵阳互联网产业园园区企业配套和智慧社区、智慧城市、智慧旅游的打造。

2.2. 网贷发展空间巨大，公司招商贷估值到2015年底或可达近百亿

2014年末我国网贷余额1036亿元，较2013年底增287%，发展速度极快。1) 我国P2P贷款仍处于快速发展阶段，2014年末我国网贷余额1036亿元，较2013年底增长了287%，较11月末环比增速也有16%。2) 区域分布方面，北京、广东、上海、浙江、江苏、山东六省余额居前六位，累计贷款余额达903.21亿元，占全国的87.18%。

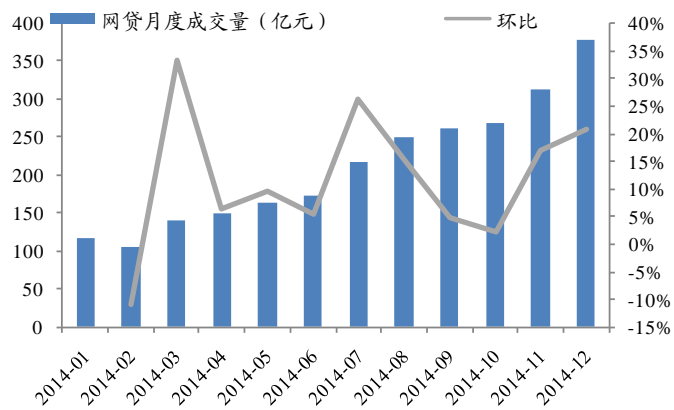
图 3: 2014 年末我国网贷余额 1036 亿元，较 2013 年底增 287%



数据来源：网贷之家、国泰君安证券研究

2014 年我国网贷成交额 2528 亿元，较 2013 年增 139%。1) 逐月来看，2014 年成交额也基本呈逐渐增长的态势；2014 年 12 月，我国网贷成交额 378 亿元，折合年化额达 4536 亿元。2014 年 12 月单月成交额较 2 月的低点也有 260% 的上升。2) 区域分布方面，2014 年 12 月网贷成交量居前五位的省份为广东、北京、上海、浙江、江苏，累计成交量 305 亿元，占全国总成交量的 82%。

图 4: 2014 年我国网贷成交额 2528 亿元, 较 2013 年增 139%



数据来源: 网贷之家、国泰君安证券研究

招商贷平台贷款利率较高, 预计吸引力较强。 1) 从贷款余额来看, 排名前三的是陆金所、红岭创投、人人贷。招商贷成立时间不算早, 但后续发展空间较大。2) 招商贷平台贷款利率较高, 预计吸引力较强, 有助其加速发展。招商贷的平均利率 21%, 远高于排名前十的其他公司 (基本在 8-15%), 预计吸引力较强。

表 1: 招商贷平台贷款利率较高, 预计吸引力较强

排名	平台	贷款余额(亿)	平均利率	平均借款期限	最近 30 日成交额 (亿)	年化成交额 (亿)
1	陆金所	95.15	8%	31.0	13.3	160
2	红岭创投	68.07	15%	5.9	32.0	384
3	人人贷	42.2	12%	28.6	5.9	71
4	有利网	32.88	10%	10.1	7.4	89
5	爱投资	30.19	13%	8.1	3.4	40
6	积木盒子	23.66	9%	4.9	6.6	79
7	你我贷	22.76	13%	31.2	4.1	49
8	宜人贷	20.36	11%	31.9	6.2	75
9	PPmoney	17.16		2.6	12.5	149
10	团贷网	14.02	15%	5.9	2.9	35
?	招商贷		21%	2.5	2.0	24

数据来源: 网贷之家、国泰君安证券研究; 注: 数据按 2014 年 12 月末贷款余额排行, 该指标排行下招商贷排名未知。

招商贷近 30 天成交额 1.97 亿, 年化 23.6 亿; 如果 2015 年增长 300%, 年化成交额可达 94 亿元, 对应估值也在 90 亿元左右。 1) 招商贷近 30 天成交额 1.97 亿, 对应年化成交额约 23.6 亿。2) 2014 年 12 月单月成交额较 2 月的低点也有 260% 的上升, 如果 2015 年行业成交量增速与之类似, 假设公司与行业类似, 如果 2015 年增长 300%, 则到 2015 年底的年化成交额可达 94 亿元。3) 国外网贷行业一般按年化成交额的 0.8-1 倍给估值, 招商贷 2015 年底的估值或可达 90 亿元左右。

表 2: 招商贷增速和估值的敏感性分析: 到 2015 年底估值或可达 90 亿元

2015 年 12 月贷款额同比增速假设	50%	100%	150%	200%	250%	300%	350%
对应 2015 年 12 月单月贷款额 (亿)	3	4	5	6	7	8	9
对应的年化贷款额 (亿)	35	47	59	71	83	95	106
对应的估值-0.7 倍年化贷款额 (亿元)	25	33	41	50	58	66	75
对应的估值-1 倍年化贷款额 (亿元)	35	47	59	71	83	95	106

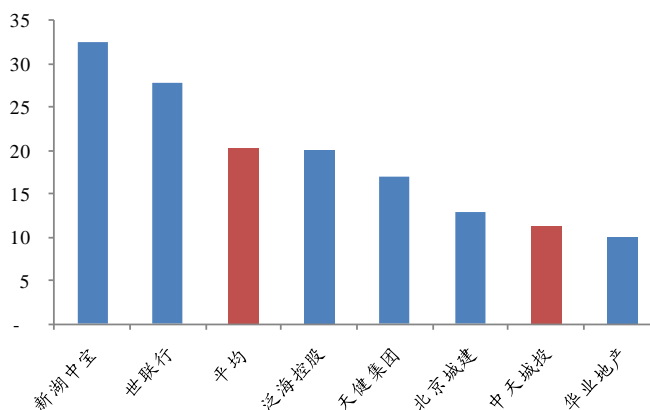
数据来源: 国泰君安证券研究

3. 维持增持评级, 上调目标价至 23.2 元

公司为贵阳去大盘化最大受益者; 进军互联网金融及大健康产业, 成长空间巨大。执行力超强, 预计向大金融板块的拓展会逐步落实。贵阳房地产市场情况好于此预期, 故上调 2014、15 年 EPS 至 0.96、1.31 元 (+5%、+8%)。

维持增持评级。公司执行力超强, 预计多元拓展会逐步落地。参考可比公司估值, 上调 2015 年目标 PE 至 18 倍, 相应上调 12 月目标价至 23.2 元。1) 可比公司 2015E PE 的均值在 21 倍, 公司当前股价对应的 2015E PE 为 10.5 倍, 相对较为低估。2) 公司资源丰富, 执行力超强, 看好公司后续在大金融板块的拓展。上调 2015 年目标 PE 至 18 倍, 相应上调 12 个月目标价至 23.2 元。其中, 公司房地产业务重估价值约 14.1 元。

图 5: 中天城投当前股价对应的 2015E PE 在可比公司较低



数据来源: wind、国泰君安证券研究

注: 新湖中宝、泛海控股的盈利预测采用 wind 一致预期

表 3: 中天城投房地产业务估值在 14.1 元

RNAV(开发)	房地产开发	30750.14
	净负债	7765.05
	开发合计	22985.09
RNAV(出租)	出租	263.95
RNAV 测算	开发出租合计	23249.04
	其他	966.91
	总股本	1716.00
	房地产业务估值	14.11

数据来源: 国泰君安证券研究

表 4: 公司前三季度净利润同增 80%，表现靓丽

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2013Q3	2014Q3
主营业务收入增长率	79.6%	103.5%	0.1%	6.7%	113.2%	154.9%	54.2%
净利润增长率	141.1%	20.5%	-5.3%	-16.5%	146.6%	88.2%	79.5%
经常性净利润增长率	114.4%	64.8%	-35.7%	-60.0%	675.8%	353.6%	44.8%
毛利率	40.8%	38.4%	37.4%	34.0%	41.9%	37.7%	30.5%
ROE	38.2%	32.2%	24.4%	18.5%	31.8%	24.2%	30.0%
三项费用率	9.8%	6.9%	13.0%	19.1%	11.9%	11.0%	6.6%
净利率	28.2%	16.7%	15.8%	12.3%	14.3%	13.5%	15.7%
存货周转率	0.24	0.25	0.19	0.13	0.17	0.16	0.19

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究。

表 5: 再融资完成后，公司净负债率由 254%降低到 118%

项目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2013Q3	2014Q3
现金	1299.7	2043.2	1193.4	2140.9	3922.5	3355.0	3266.9
每股经营性净现金流	-0.86	-0.38	-1.28	-1.21	-0.13	0.02	0.00
预收款项	574.0	3179.9	4369.8	8221.7	13569.8	11030.1	13817.2
银行借款	3076	4754	6146	9744	14388	12016	14280
银行借款/负债	61.0%	45.2%	39.5%	41.9%	43.9%	43.0%	39.7%
速动比率	0.69	0.40	0.13	0.15	0.22	0.20	0.17
资产负债率	80.2%	84.8%	86.4%	89.9%	90.0%	89.6%	88.6%
真实资产负债率	71.1%	59.2%	62.1%	58.1%	52.7%	54.2%	54.6%
净负债率	147.3%	157.5%	229.8%	321.3%	307.6%	289.4%	254.0%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究。

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		