

医药/必需消费

嘉事堂 (002462)

## 主业进入收获期，战略布局电商业务

丁丹 (分析师) 杨松 (研究助理)  
0755-23976735 0755-23976734  
dingdan@gtjas.com yangsong@gtjas.com  
证书编号 S0880514030001 S0880114080037

**本报告导读：**嘉事堂已在高值耗材、GPO 业务、第三方物流项目深度布局，未来三年将迎来业绩收获期，且已战略性布局电商业务，未来有望成为自营型 B2C 黑马，维持公司增持评级，目标价 33 元。

### 投资要点：

**业绩进入收获期，维持公司增持评级。**公司 GPO 项目运营日渐成熟，高值耗材整合与定制式物流进展顺利，京西物流项目 2015 年也将投产运行，未来三年各项目将进入业绩收获期，将带动净利润保持 35% 以上的快速增长。同时公司已战略性布局电商业务，有望成为 B2C 黑马。维持 2014-16 年 EPS0.93、0.73、0.97 元的预测，维持增持评级，维持目标价 33 元。

**高值耗材整合进展顺利，定制式物流或将发力。**公司从 2011 年开始战略性布局高值耗材，外延并购后的整合进展顺利，2014 年耗材并表收入规模约 15 亿左右，预计 2015 年高值耗材完整并表收入 35 亿左右，归母净利润约 1 亿。公司募投的耗材物流项目未来将重点用于医疗器械定制式物流业务，随着项目推进和物流体系完善，该业务有望实现快速发展。

**GPO 业务扩张顺利。**目前公司已签约首钢、鞍钢、中航医疗三大项目，总规模约 25 亿。前三季度首钢收入 4.4 亿，2014 年收入约 6 亿，鞍钢 GPO 项目 6 月开始运营，前三季度已实现收入 1841 万。未来公司将继续改进推广 GPO 业务，并已开始尝试低值耗材的 GPO 业务。

**京西物流项目进展顺利。**京西物流项目 2015 年上半年将投产，产能瓶颈解决后，未来第三方物流可保持 30% 以上高速增长。

**布局电商业务，资源禀赋优势明显。**公司已增资连锁药店开始实质性发力电商业务，凭借在处方品种、物流体系、药事服务的先发优势，未来有望成为自营型 B2C 医药电商的黑马。

**风险提示：**耗材整合进度低于预期，电商政策放开低于预期

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,554	3,544	5,717	8,875	11,851
(+/-)%	42%	39%	61%	55%	34%
经营利润 (EBIT)	87	141	203	335	508
(+/-)%	44%	61%	43%	64%	51%
净利润	65	130	223	175	234
(+/-)%	2%	100%	71%	-21%	33%
每股净收益 (元)	0.27	0.54	0.93	0.73	0.97
每股股利 (元)	0.15	0.14	0.19	0.15	0.19

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	3.5%	4.0%	3.6%	3.8%	4.3%
净资产收益率 (%)	6.0%	11.0%	16.3%	11.6%	13.8%
投入资本回报率 (%)	6.0%	8.5%	10.1%	12.6%	14.9%
EV/EBITDA	63.3	40.8	27.2	19.0	13.2
市盈率	98.3	49.2	28.7	36.6	27.4
股息率 (%)	0.6%	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **33.00**

上次预测: 33.00

当前价格: 26.80

2015.01.06

### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	13.96-28.45
总市值 (百万元)	6,432
总股本/流通 A 股 (百万股)	240/196
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	82%
日均成交量 (百万股)	3.96
日均成交值 (百万元)	98.06

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,253
每股净资产	5.22
市净率	5.1
净负债率	13.76%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.08	0.52
Q2	0.17	0.15
Q3	0.09	0.12
Q4	0.20	0.14
全年	0.54	0.93

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	13%	83%
相对指数	-8%	-30%	36%

### 相关报告

《嘉事堂电商模式探究：不走寻常路》  
2014.12.23

《增资连锁药店子公司，全面布局电商业务》  
2014.12.19

《业绩增长符合预期，耗材并表节奏加快》  
2014.10.24

《高值耗材深入布局，铸就代理龙头》  
2014.09.11

《心内科耗材全国网络整合者隐现》

模型更新时间: 2015.01.06

**股票研究**

必需消费  
医药

**嘉事堂 (002462)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 33.00**

上次预测: 33.00

**当前价格: 26.80**

公司网址

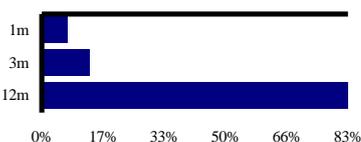
www.cachet.com.cn

公司简介

公司是北京市直营药店规模最大的企业,国内药品经营企业中规模化、现代化、专业化的医药物流中心。

专注于以医药批发、零售为主营业务模式的医药商业经营,在北京地区取得较为明显的行业地位和竞争优势,连锁零售在北京地区拥有数百家全资直营药店,连续多年被评为全国医药零售二十强企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

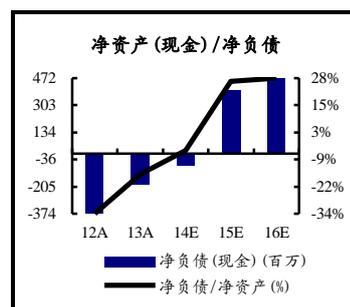
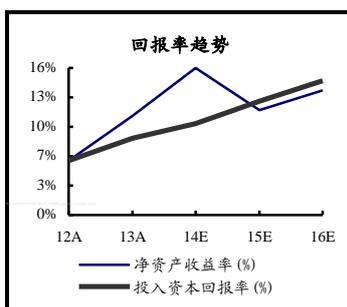
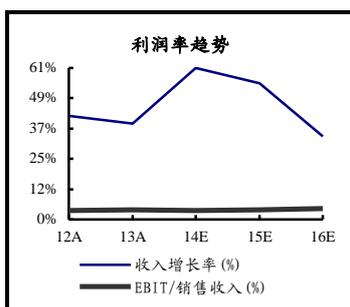
13.96-28.45

市值 (百万)

6,432

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	2,554	3,544	5,717	8,875	11,851
营业成本	2,332	3,207	5,148	7,930	10,611
税金及附加	8	8	12	19	26
销售费用	99	149	277	470	563
管理费用	28	40	76	120	144
EBIT	87	141	203	335	508
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	30	136	0	0
财务费用	6	1	-4	-26	-50
营业利润	92	165	333	308	457
所得税	23	48	83	76	112
少数股东损益	4	16	31	58	111
净利润	65	130	223	175	234
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	384	303	200	300	350
其他流动资产	997	1,870	2,510	4,080	5,326
长期投资	2	2	3	3	4
固定资产合计	321	320	338	331	311
无形及其他资产	215	293	292	291	289
资产合计	1,920	2,788	3,343	5,005	6,280
流动负债	756	1,454	1,807	3,286	4,291
非流动负债	36	31	31	31	31
股东权益	1,094	1,187	1,365	1,505	1,693
投入资本(IC)	1,136	1,388	1,632	2,381	2,778
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	67	108	153	253	384
折旧与摊销	13	17	36	38	40
流动资金增量	104	174	288	92	240
资本支出	65	11	50	30	20
自由现金流	249	309	526	413	684
经营现金流	-35	-191	-24	-401	-10
投资现金流	-65	-11	-51	-31	-21
融资现金流	-28	121	-29	531	81
现金流净增加额	-129	-81	-103	100	50
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	41.8%	38.8%	61.3%	55.2%	33.5%
EBIT 增长率	44.3%	61.3%	43.4%	64.5%	51.3%
净利润增长率	2.4%	99.6%	71.4%	-21.5%	33.5%
利润率					
毛利率	8.4%	9.3%	9.7%	10.4%	10.2%
EBIT 率	3.5%	4.0%	3.6%	3.8%	4.3%
净利润率	2.6%	3.7%	3.9%	2.0%	2.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	6.0%	11.0%	16.3%	11.6%	13.8%
总资产收益率(ROA)	3.4%	4.7%	6.7%	3.5%	3.7%
投入资本回报率(ROIC)	6.0%	8.5%	10.1%	12.6%	14.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	35	51	38	38	38
应收账款周转天数	111	125	110	110	110
总资产周转天数	271	283	210	203	191
净利润现金含量	-0.57	-1.68	-0.13	-3.40	-0.09
资本支出/收入	2.6%	0.3%	0.9%	0.3%	0.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.3%	53.3%	55.0%	66.3%	68.8%
净负债率	-34.2%	-16.0%	-5.2%	26.3%	27.9%
<b>估值比率</b>					
PE	98.3	49.2	28.7	36.6	27.4
PB	5.9	5.4	4.7	4.3	3.8
EV/EBITDA	63.3	40.8	27.2	19.0	13.2
P/S	2.5	1.8	1.1	0.7	0.5
股息率	0.6%	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%



## 目 录

1. 嘉事堂未来三年将进入业绩收获期.....	4
2. 高值耗材整合顺利，定制式物流或将发力.....	4
2.1. 高值耗材 2014 年并表收入约 15 亿.....	4
2.2. 定制式物流或将发力.....	5
3. GPO 业务复制扩张顺利.....	6
4. 京西物流项目投产在即，第三方物流将继续高增长.....	6
5. 公司已战略布局医药电商，有望成为黑马.....	7
5.1. 医药电商尚处初级阶段，潜在空间巨大.....	7
5.2. 嘉事堂拥有高性价比的处方药品种优势.....	8
5.3. 嘉事堂拥有丰富的医药物流经验.....	8
5.4. 公司可为患者提供优质的药事服务.....	8
5.5. 团队激励完成，奠定长期发展基础.....	9
6. 盈利预测与估值.....	9
7. 风险提示.....	9
7.1. 耗材整合进度低于预期.....	9
7.2. 处方药网上销售政策及配套政策放开进度低于预期.....	9

嘉事堂在 GPO 业务、高值耗材、第三方物流的深度布局，已奠定公司未来三年主业净利润 35%以上高速增长的基础，而战略性布局医药的电商业务则可能会将公司带入新的增长平台。随着医药电商政策风起，公司是难得的有坚实业绩基础、有强势主题支撑的投资标的。

## 1. 嘉事堂未来三年将进入业绩收获期

嘉事堂从 2010 年上市开始公司逐步谋求转型，突破区域和业务瓶颈限制。在过去 3 年的转型探索中，利润增长曲线已经改变，扣非净利润增速从 2012 年开始加速。

图 1: 公司扣非净利润保持快速增长 (2009-2016)



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

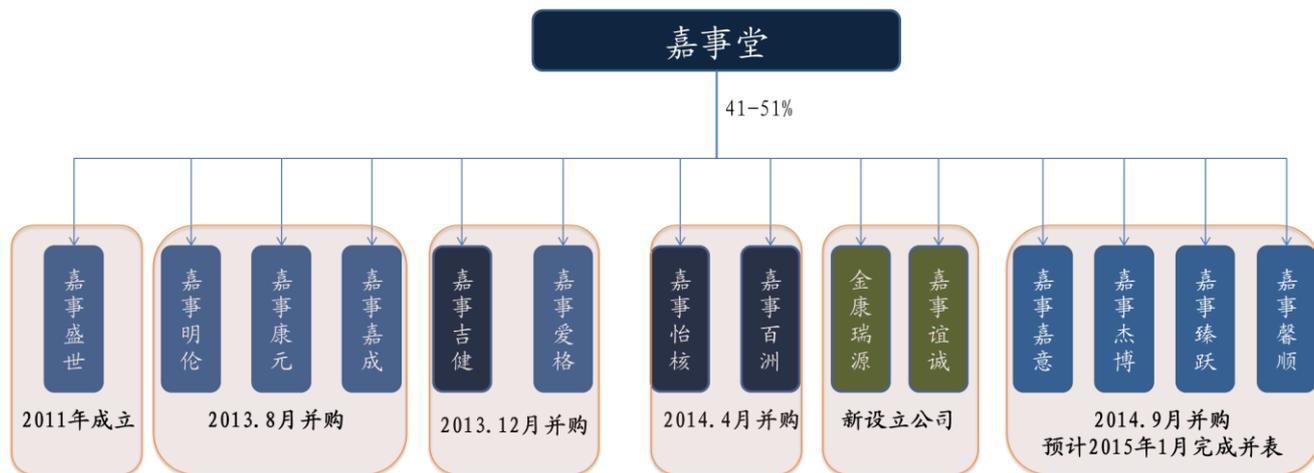
随着 GPO 项目运营日渐成熟，高值耗材整合与定制式物流进展顺利，京西物流项目 2015 年也将投产运行，未来三年公司将进入业绩收获期，复合利润增速将超过 35%。

## 2. 高值耗材整合顺利，定制式物流或将发力

### 2.1. 高值耗材 2014 年并表收入约 15 亿

2011 年公司投资组建嘉事盛世医疗器械公司，开始战略性布局高值耗材领域。目前公司共收购 11 家医疗器械公司以及新设立 3 家公司，已初步完成对北京、上海、广州、深圳、武汉、合肥、重庆、成都等一二线城市销售网络的布局。预计 2014 年并表收入规模约 15 亿，2015 年公司高值耗材业务完整并表收入规模 35 亿左右，归母净利润约 1 亿。

图 2: 嘉事堂耗材业务板块已实现全国布局



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注释: 母公司通过自身持股和子公司对旗下公司均实现 51% 控制, 实际控股比例为 41-51%。

表 1: 嘉事堂医疗器械代理业务拆分, 2015 年收入或将超 35 亿

单位: 万元	持股	项目	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
收购和新设公司	控股 41%-46%	营业收入	58,838	201,025	262,132	315,853	377,832
北京嘉事盛世	控股 51%	营业收入	8,158	25,184	28,961	33,305	38,301
北京金康瑞源	控股 51%	营业收入		3,638	8,000	9,600	11,520
器械板块合计		营业收入	66,997	229,847	299,094	358,759	427,653
		净利润	7,145	17,035	21,683	25,764	30,521
		净利润率	10.7%	7.4%	7.2%	7.2%	7.1%
归母利润估计		利润	3,069	7,311	9,232	10,953	12,959
		利润增速			26.3%	18.7%	18.3%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 注释: 本预测是基于公司收购时的谨慎预测, 未来实际情况预计会好于预测。

## 2.2. 定制式物流或将发力

公司可转债募投项目中有 6200 万是用于医疗器械配送网络平台 (一期) 的建设, 该平台除满足自身物流需求之外, 将重点用于现代化第三方医疗器械物流配送服务, 尤其是针对不同耗材厂商的销售和管理需求, 开展定制式物流业务。

强生、美敦力等国外器械公司的平均物流成本大多在 4% 以上, 凭借优秀的物流管理经验, 嘉事堂通过定制式物流能够更为高效的完成物流管理和配送, 有效控制成本, 预计定制式物流项目的整体净利率为 1.5-2%。随着募投项目的推进和物流体系的完善, 公司耗材定制式物流业务有望实现快速发展。

表 2: 公司在全国各地战略性布局器械物流项目

区域	项目类型	占地面积
北京	大型医疗器械物流配送中心	8,000 平米
上海	大型医疗器械物流配送中心	8,000 平米
广州	中型医疗器械物流配送中心	6,000-7,000 平米
成都	中型医疗器械物流配送中心	6,000-7,000 平米
蚌埠	小型医疗器械物流配送中心	5000 平米

资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3. GPO 业务复制扩张顺利

2013 年公司与首钢医院集团的集中采购项目开始运营，当年实现销售收入 2.36 亿元，预计净利率在 1.5% 左右。随后公司对 GPO 业务进行改进推广，目前公司已签约的首钢、鞍钢、中航医疗三大项目，总规模约 25 亿。

- 2013 年 6 月起公司与首钢医院集团的集中采购项目开始运营，当年实现销售收入 23611 万元。
- 2014 年前三季度首钢 GPO 业务收入 4.4 亿，单季度收入 1.5 亿，预计 2014 年收入规模约 6 亿
- 2014 年 6 月，鞍钢 GPO 项目开始运营，前三季度已实现收入 1841 万，净利润 190 万。
- 2014 年上半年，公司与中航医疗签订战略合作协议，开展 GPO 业务。

从已有项目来看，嘉事堂开展 GPO 模式的有利条件包括：

- 合作方有资金压力。近年来钢铁行业环境较差，如首钢和鞍钢面临的资金压力均较大，通过 GPO 模式，医院能够获得一定的药品差价利润返还。
- 企业有医疗资源整合的动力。许多大型国有企业和医学院校旗下都有数量、规模庞大的医院，若整合后进行集团化经营、专业化管理能够有效提高资源效率，而选择 GPO 可有效提升药品供应链管理效率。
- 符合医药分开的大方向。通过 GPO 先将医院的药品业务整合起来，实现集约化管理，可为进一步的医药分开奠定基础。

预计公司会在总结首钢、鞍钢、中航经验的基础上进行改进扩张，关注的重点将放在重资产型企业下属医院以及部分学校附属医院。随着公司配送规模的增加和管理效率的提升，净利率有望从目前的 1.5% 左右逐步提升到 2-3%。

### 4. 京西物流项目投产在即，第三方物流将继续高速增长

公司从 2013 年开始京西物流项目建设，预计 2015 年上半年将投产，投产后物流中心托位数将超过 49000 万个，合计储存和配送规模将达到 190 亿元。产能瓶颈解决后，第三方物流未来可保持 30% 以上高速增长。

表 3: 嘉事堂物流建设项目产能稳步扩张

	地理位置	投产时间	投资额 (万元)	建筑面积 (平方米)	托位数	储存与配送 规模(亿元)
医药物流(一期)	通州区(北京东南部)	2005 年 11 月	6,000	11,296	8000	30
医药物流(二期)	通州区(北京东南部)	2011 年 9 月	10,950	16,889	21000	60
医药物流(三期)	通州区(北京东南部)	2013 年 6 月	6,745	10,182	6000 (含 1 期增加 3700)	30
京西物流项目	石景山区(北京西部)	2015 年下半年	7,415	20000	20000	70

合计	31,110	58,367	49,000	190
----	--------	--------	--------	-----

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司第三方物流业务优势明显:

- 1) 先发优势明显。目前北京西部地区只有嘉事堂唯一一家物流项目, 占据有先发优势。
- 2) 以服务换份额。公司通过上下游的药事服务, 2014 年成功获得拜耳、赛诺菲等大型企业北京地区的配送商资格, 将有力带动公司物流服务项目收入的增长。
- 3) 管理经验丰富。凭借前三期物流项目的运行, 公司在第三方物流的招商和后续管理上积累起丰富的经验, 将会带来第三方物流服务业务板块整体净利润率的稳步提高。

预计第三方物流业务在未来 3-5 年内收入规模将过亿, 利润率将通过业务范围的管理 (尽可能开展高利润服务项目) 得到提升。

图 3: 嘉事堂第三方物流业务增长迅猛 (2009-2013)



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 5. 公司已战略布局医药电商, 有望成为黑马

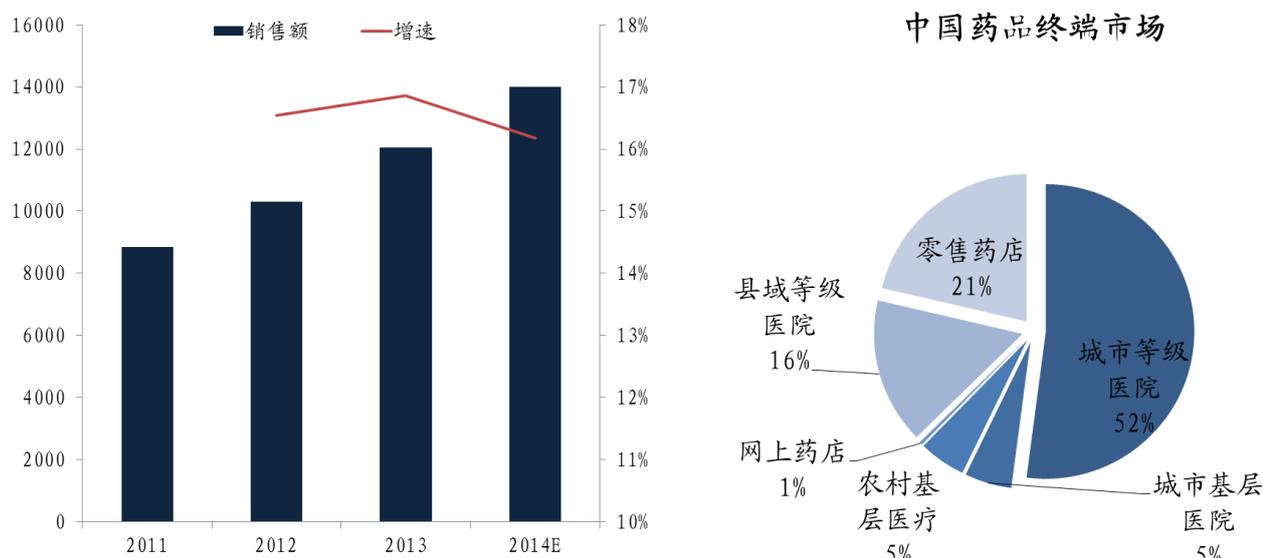
2014 年 12 月, 公司公告称为拓展医药电商业务, 将连锁药店增资到 1 亿, 其中电商运营团队出资 2000 万, 开始实质性发力医药电商业务。

目前限于处方药网售和医保等政策限制以及品种采购成本、物流配送的约束, 医药 B2C 行业规模较小, 整体处于微亏状态, 随着相关政策逐步放开, 医药电商潜在市场空间巨大。嘉事堂凭借 GPO 所积累的品种优势、纯销业务积累的物流配送优势以及连锁药店积累的药事服务优势, 未来有望成为医药自营型 B2C 黑马。

### 5.1. 医药电商尚处初级阶段, 潜在空间巨大

据新康界统计，2013年中国药品整体市场规模约1.4万亿元，主要销售终端为城市等级医院，约6271亿元，占比52%；零售药店约2571亿元，占比21%；而网上药店销售收入约42亿元，占比只有0.4%。无论是相对还是绝对空间，医药电商尚有巨大增长空间。

图 4: 医药电商均对值和占比均较小，潜在增长空间巨大



数据来源：新康界，国泰君安证券研究

### 5.2. 嘉事堂拥有高性价比的处方药品种优势

由于医药电商处方药主要来源于门诊处方分流，掌握大量医院品种资源、对上游工业企业有充分议价能力的公司，转型医药电商将在品种上具有先天优势。根据公司公告，预计嘉事堂目前 GPO 业务储备规模已达 25 亿，已掌握大量医院品种，如果政策放开，公司在品种采购上将获得较强优势：

- **有品质上的保障。**嘉事堂在 GPO 业务中经过多轮筛选评估和长期合作，可以充分保证上游品种的质量可靠性。
- **有可持续的成本优势。**嘉事堂已积累大量拥有价格竞争力的品种，成本优势长期可持续。

### 5.3. 嘉事堂拥有丰富的医药物流经验

嘉事堂从 05 年开始布局建设物流项目，目前拥有华北地区规模最大、现代化程度最高的现代医药物流配送中心，能够实现自动分拣合流、快速拣选，库内作业无纸化，全程网上处理。强大的物流管理经验将可帮助公司快速构建全国范围内的物流配送体系。

### 5.4. 公司可为患者提供优质的药事服务

嘉事堂在北京地区拥有超过 130 家连锁药店，长期以四季药学服务（每季度确立一大类疾病为主题，以用药咨询、社区宣传和专项药品优惠等方式）为载体在药店深入开展专业服务，可以为患者，尤其是中老年

患者，提供最佳的药事服务。

### 5.5. 团队激励完成，奠定长期发展基础

公司已对旗下北京嘉事堂连锁药店有限责任子公司（2010年获《互联网药品交易服务资格证书》）增资到1亿元，其中电商运营团队及技术骨干出资2000万元，持股比例20%，在业务初期即进行团队激励，为长期发展奠定基础。

## 6. 盈利预测与估值

预计2014-2016年EPS分别为0.93（主业0.50，出售金融资产贡献0.43）、0.73、0.97元，参考同类公司（表4）2015年平均PE36X，考虑到公司的耗材业务整合将逐年显现及公司在电商业务上所具有禀赋优势，公司应有一定估值溢价，维持目标价33元（2015 45XPE），维持增持评级。

表4:同类上市公司 PE 比较

公司	代码	股价	EPS				PE			
			20150106	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E
九州通	600998	18.38	0.34	0.34	0.42	0.51	54	53	44	36
瑞康医药	002589	32.24	1.49	0.86	1.12	1.44	22	37	29	22
平均值							38	45	36	29

数据来源：wind，国泰君安证券研究。EPS预测值为wind一致预期的平均值。

## 7. 风险提示

### 7.1. 耗材整合进度低于预期

公司目前在高值耗材领域的布局已经完成，整合基本顺利，但由于涉及的公司较多，并且高值耗材代理相对复杂，未来可能存在整合进展不如预期，从而影响公司收入和利润的风险。

### 7.2. 处方药网上销售政策及配套政策放开进度低于预期

处方药网上销售政策目前已经完成意见征求阶段，正在国家药品监管部门内部讨论中，由于现阶段各方对于处方药网售放开政策仍有争议，我们对于政策出台的具体时间持谨慎乐观态度。尤其需要提醒的是，处方药网售政策和放开的后续配套政策（比如目录和第三方物流监管要求）分属总局不同部门，后续政策出台进度可能会低于预期。处方药网上销售放开后，医药电商的发展在政策上还需要处方外流引导以及医保支付对接等政策出台加以支撑。

## 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
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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		