

海昌控股 (2255)

打造国内领先的海洋主题文化旅游平台

——掘金港股系列之一·海昌控股首次覆盖

	陈均峰 (分析师)	许娟娟 (分析师)
	021-38674930	021-38676545
	chenjunfeng@gtjas.com	xujuanjuan@gtjas.com
证书编号	S0880513080009	S0880511010028

评级: **增持**

当前价格 (港元): 1.81

2015.06.23

交易数据

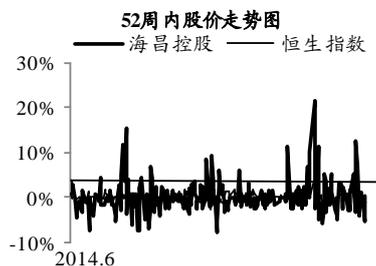
52周内股价区间 (港元)	1.05-1.89
当前股本 (百万股)	4000
当前市值 (百万港元)	68.4

本报告导读:

散客占比提升、园区设施和活动升级将带动客单价提高;上海、三亚项目将成为未来重要增长点;轻资产管理输出模式提升公司盈利能力和长期成长性。

摘要:

- **建议增持海昌控股:** ①公司通过智慧园区建设及升级现有主题公园设施,提升公园吸引力,增加公园游客体验互动性从而实现客流增长、客单价提升。②新建上海、三亚两大项目,继续海洋文化主题公园全国布局,项目建成后公司收入和利润将有望大幅提升。③轻资产管理输出业务起步,公司通过输出海洋公园设计及动物保育技术,管理输出提升公司长期成长空间。预计2015-16年EPS分别为0.07/0.08元人民币,对应0.09/0.10港元,公司未来将通过主题公园的异地复制和轻资产管理输出的模式打造成为国内领先的海洋主题文化旅游休闲平台,首次覆盖给予增持评级。
- **未来五年国内主题公园游客CAGR将超15%,海昌非门票收入提升空间大,客流和客单价有望实现双增长。** ①散客比重提升推动门票客单价提高:海昌非门票收入仅占14%,提升空间大,园区升级将提高游客二次消费,改善现有收入结构。②海昌领先的动物保育技能和差异化定位有助于公司应对其他主题公园的竞争。③上海、三亚项目将陆续动工,海洋主题公园继续全国布局。
- **上海、三亚项目将成为未来重要增长点,将贡献40%-50%收入增量。** 上海、三亚项目亮点在于①规模大:上海、三亚项目总体占地面积达116.7万平方米,远超现有项目整体规模。②选址佳:处于发达经济地带,区域客流基数大。③定位好:实行差异化定位战略,与区域内的其他主题公园或者商业设施形成产品的互补(三亚海棠湾与商业互补,上海与迪士尼形成产品差异化)。
- **试水管理输出,“轻资产”模式提高盈利能力和长期成长性。**公司开始尝试商业物业中的中小型儿童娱乐项目海洋主题建设,充分发挥公司动物保育、海洋公园设计竞争优势,预计管理输出业务将开始贡献收入和利润。



财务摘要 (百万人民币)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	890.43	1126.42	1542.18	1870.27	2270.84	2681.39
(+/-)%	30%	26.5%	36.91%	21.98%	21.30%	18.00%
毛利润	180.32	272.91	243.34	452.23	552.56	655.02
净利润	59.62	86.11	191.98	264.04	313.93	358.01
(+/-)%	98.44%	44.44%	122.95%	37.54%	18.89%	14.04%
EPS	0.02	0.02	0.05	0.07	0.08	0.09
PE			29.04	21.12	17.76	15.57

目录

1. 海昌控股：国内领先主题公园运营商	3
2. 现有项目增长稳定，上海三亚项目前景可期，试水管理输出	4
2.1. 公司现有项目稳定增长，多管齐下提升客单价	4
2.1.1. 入园人次增速快，毛利率低于宋城	4
2.1.2. 散客比重提升、公园配套设施升级助力客单价提升	4
2.1.3. 领先保育技能和行业认可度成为公司主要竞争优势	5
2.1.4. 差异化定位战略规避过度竞争	6
2.1.5. 新增上海、三亚两大项目，逐步完善网络布局	6
2.2. 上海、三亚项目潜力大，将成为海昌未来重要增长点	7
2.2.1 上海项目：同迪士尼错位互补，将受益迪士尼开业带来客流提升	8
2.2.2 三亚项目：景区选址区位客流增长空间大	9
2.3. 主题公园前景展望：预计未来五年主题公园游客年均复合增长率将超 15%，海昌主题公园发展前景广阔	11
2.4. 试水“轻资产”营运模式，打造海洋主题管理输出第一品牌	11
2.5. 配套物业业务：为游客提供一站式服务，增强同园区盈利的协同效应	12
3. 盈利预测与投资建议	14

1. 海昌控股：国内领先主题公园运营商

海昌控股成立于 2011 年，控股股东为海昌集团有限公司，是国内领先的主题公园及配套商用物业开发及运营商。

表 1: 海昌控股发展历程

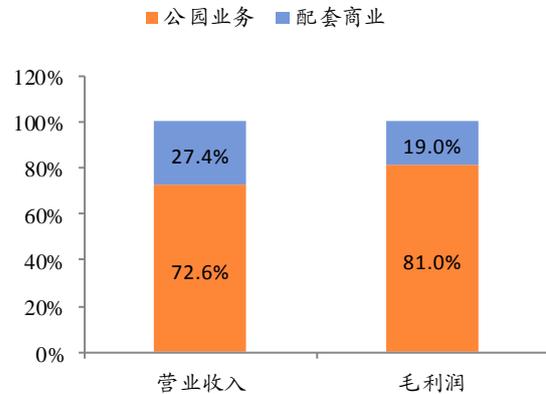
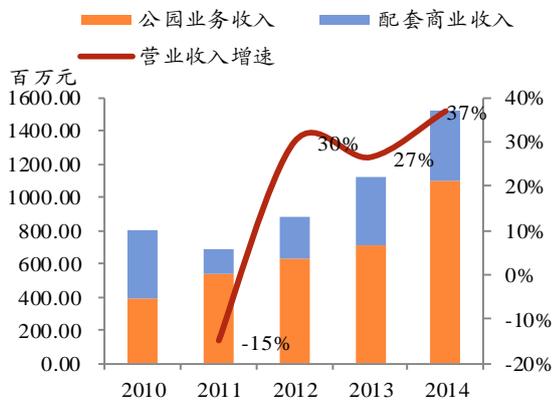
时间	事件
2002	大连老虎滩公司开始营业
2006	青岛极地海洋世界开始营业
2009.12	欧力士中国投资 6 亿元
2010-2011	成都、天津、武汉极地海洋世界相继开业
2012.05	弘毅投资公司投资 0.8 亿美元
2013	收购大连发现王国、重庆海昌加勒比海以及上海海昌全部股权
2013	三亚海昌公司成立
2014.03	公司在港交所挂牌上市

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

主营业务收入近三年快速增长，公园业务利润贡献比重最大。2014 年，海昌控股总营收为 15.42 亿元人民币，同比增长 37%；毛利润为 2.43 亿元，同比降低-10.83%，其中公园业务毛利润占比最大为 81%，配套商业业务毛利润占 19%。

图 1: 公司近三年主营收增速快

图 2: 公司公园业务毛利润占比最大，达 81%



数据来源：公司招股说明书、公司年报、国泰君安证券研究

数据来源：公司招股说明书、公司年报、国泰君安证券研究

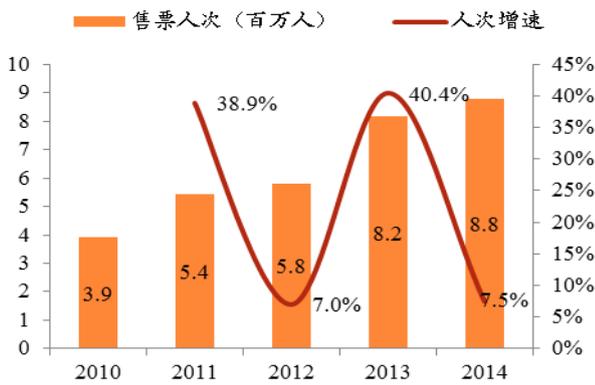
2. 现有项目增长稳定，上海三亚项目前景可期，试水管理输出

2.1. 公司现有项目稳定增长，多管齐下提升客单价

2.1.1. 入园人次增速快，毛利率低于宋城

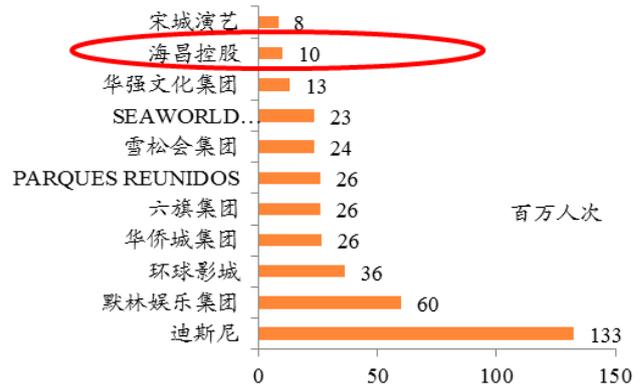
海昌主题公园主要收入来源于门票收入，占公园业务总收入的 86%。2015 年 1 季度购票入园人次达 95 万，同比增长 20.3%。根据 AECOM 报告显示，2013 年海昌入园人数位列全球第十。

图 3: 主题公园主要收入来源于门票收入



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

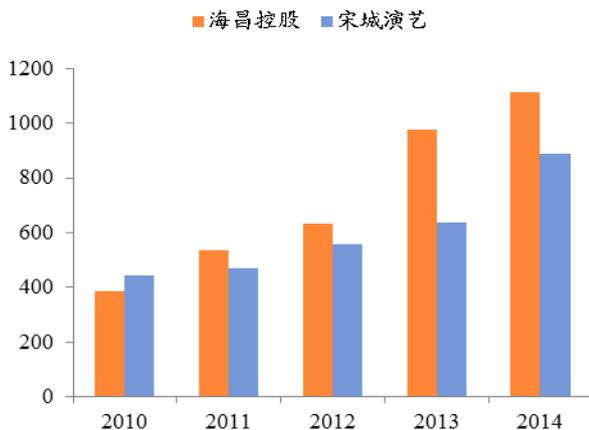
图 4: 2013 年海昌入园人次位居全球第十



数据来源：TEA&AECOM、国泰君安证券研究

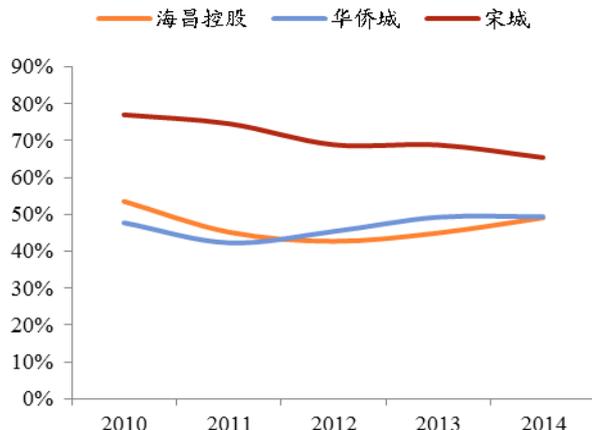
海昌主题公园业务 A 股可对标公司有宋城演艺、华侨城，海昌控股主题公园业务收入规模高于宋城，但其毛利率低于宋城，2014 年海昌控股毛利率为 49%，华侨城为 49.4%，宋城演艺为 65.4%。

图 5: 海昌控股主题公园业务收入略高于宋城



数据来源：公司年报、公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 6: 海昌控股公园业务毛利率略低于行业平均水平



数据来源：公司年报、公司招股说明书、国泰君安证券研究

2.1.2. 散客比重提升、公园配套设施升级助力客单价提升

散客占比提高，门票客单价有望提升。2014 年门票客单价和非门票客单价分别增长了 5.4%、7.5%。其中门票客单价提高主要是由于团散比发生变化，散客比重提升（公司给团队折扣率为 30%，团队门票客单价

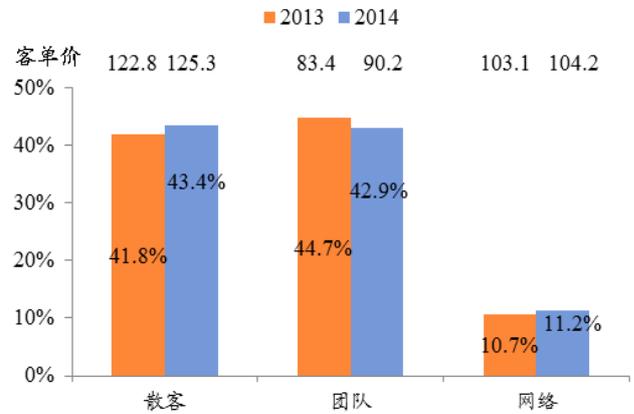
在 90 左右，而网络票折扣率为 15%，其门票客单价在 100 左右)。我们预计，未来随着自助游升温，散客占比的提升将带动平均门票客单价增加。

图 7: 2014 年实现门票、非门票客单价双增长



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

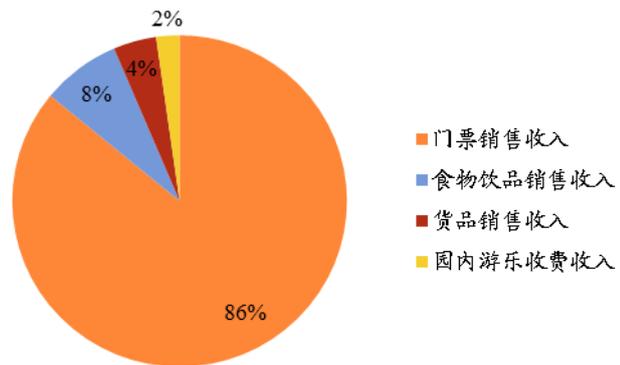
图 8: 散客比重提升带动门票客单价的提高



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

现有公园升级改造，非门票客单价提升空间大。2014 年，主题公园非门票收入比重仅占公园总收入 14%，同欧美主题公园收入结构相比，海昌非门票收入仍有较大提升空间。公司计划对现有公园进行升级改造，以增加公园娱乐互动内容及非门票消费产品吸引力，这一举措将会大幅提高游客二次消费，从而提升非门票的客单价。

图 9: 非门票收入占比较低，未来提升空间大



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

2.1.3. 领先保育技能和行业认可度成为公司主要竞争优势

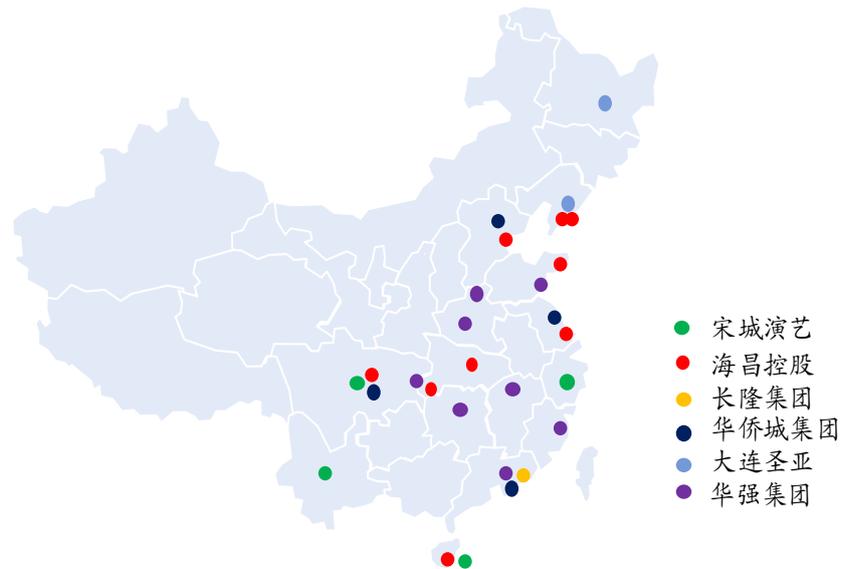
公司拥有庞大的动物种群及领先的保育技能。海昌在动物种群、动物饲养、动物救治方面均处于行业领先地位。目前，海昌拥有约 30 种 500 多只海洋和极地动物以及超过 40000 多条鱼类、珊瑚及水母等其他动物，动物资产居国内首位，此外公司拥有超 600 人专业的动物护理员团队。与全球领先主题公园合作，将提高公司整体运营能力。海昌拥有两个 5A 级、五个 4A 级景区称号，是国际海洋权威协会成员，在全球拥有多个合作伙伴，如团圆娱乐、柏林动物园、香港海洋公园、台湾花莲远熊海

洋公园。

2.1.4. 差异化定位战略规避过度竞争

未来行业竞争加剧背景下，差异化定位将凸显竞争优势。目前国内大型公园区域分布较为集中，但随着新建主题公园（如迪士尼等）增加，以及现有大型公司多点布局，未来行业竞争将更加激烈，差异化战略有望避免过度竞争。

图 10: 大型主题公园区域分布较为集中，未来将逐步实现多点布局



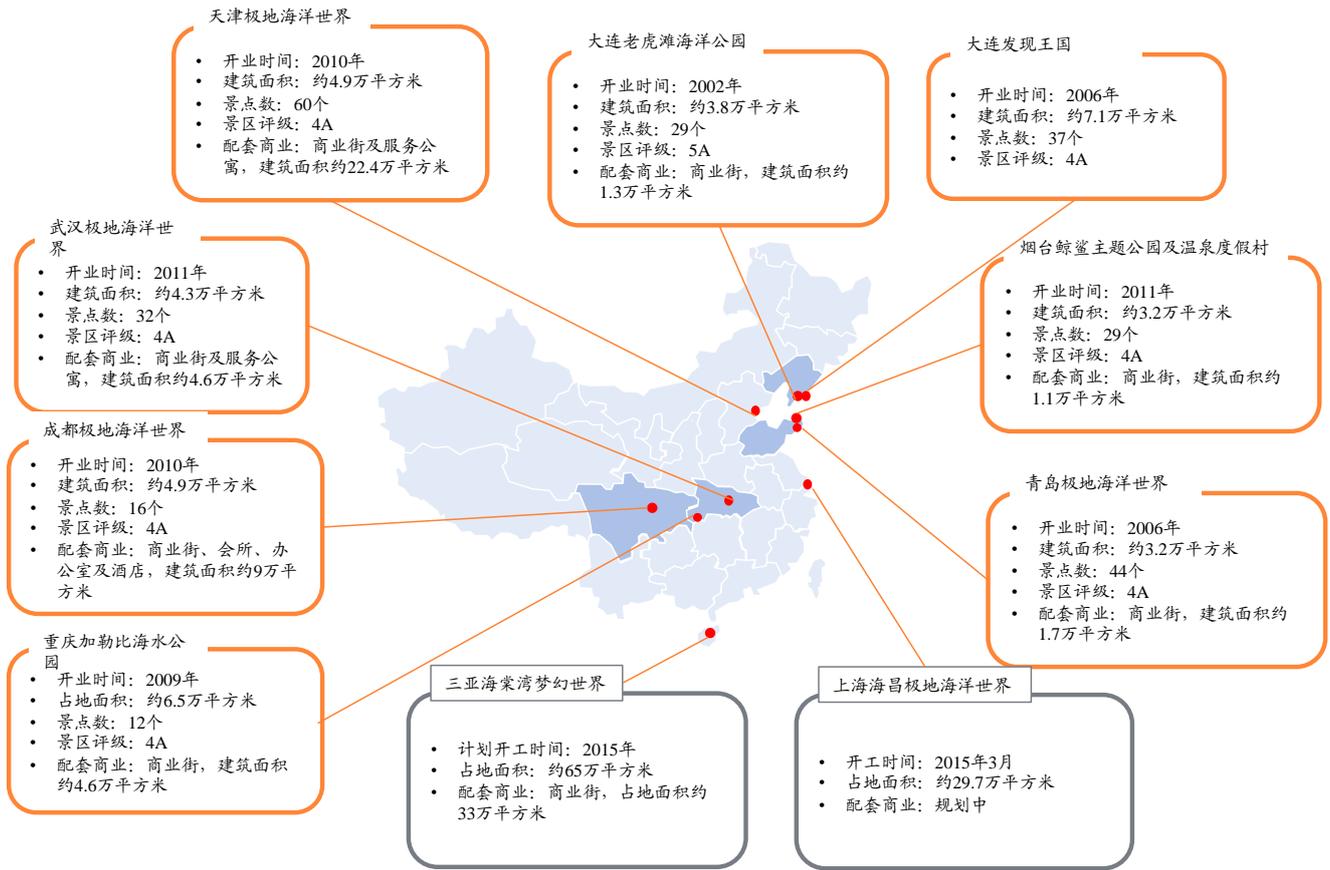
数据来源：各公司官网、国泰君安证券研究

现有大型主题公园定位略有差异。海昌控股和大连圣亚均侧重于打造海洋特色主题公园，宋城演艺侧重于打造大文化休闲旅游平台，长隆集团侧重于打造大型旅游休闲度假旅游目的地，华侨城则侧重于“旅游+地产”模式，华强集团主攻科技主题。

2.1.5. 新增上海、三亚两大项目，逐步完善网络布局

主题公园向长三角和海南岛延伸，逐步实现多点布局。目前，海昌控股共有 8 个主题公园，其中包括大连、青岛、天津、烟台、武汉、成都六个海洋主题公园以及重庆加勒比海水公园和大连发现王国游乐主题公园。未来三年，公司有望新增三亚海棠湾梦幻世界和上海海昌极地海洋世界。

图 11: 公司主题公园从环渤海地区、长江中上游向长三角、海南岛延伸，逐步完善网络布局



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 上海、三亚项目潜力大, 将成为海昌未来重要增长点

图 12: 上海、三亚新增两地项目概览

	上海海昌极地海洋公园	三亚海棠湾梦幻不夜城
项目时间进展	<ul style="list-style-type: none"> • 2015年3月, 奠基仪式 • 2016年下半年, 公园主题结构封顶 • 2017年, 具备开园条件 	<ul style="list-style-type: none"> • 2015年上半年, 开工建设 • 2017年基本完成一期建设 • 2018年, 具备开园条件
地理位置	<ul style="list-style-type: none"> • 项目位于上海临港新城滴水湖畔西北地块。离浦东国际机场和上海迪士尼仅半小时车程 • 占地面积29.7万平方米, 建筑面积14.6万平方米 	<ul style="list-style-type: none"> • 项目位于三亚海棠湾国家海岸 • 占地约87万平方米, 建筑面积约36万平方米
园区定位	<ul style="list-style-type: none"> • 世界级海洋生命文化主题体验综合体, 为游客提供最精彩的海洋动物表演、最独特的极地动物展示形式、最具特色的海洋主题餐厅、最难忘的娱乐体验 	<ul style="list-style-type: none"> • 定位“海上丝绸之路”主题, 拟打造海棠湾最具吸引力的开放式综合旅游休闲度假目的地
园区亮点	<ul style="list-style-type: none"> • 全球瞩目的虎鲸表演、大型天幕影院及主题动感影院、海洋主题包装过山车等大型游乐设备、主体化包装的灯光游船巡游表演、国家级科普教育基地 	<ul style="list-style-type: none"> • 设有海洋主题特色娱乐设施、海洋动物舞台剧、国际知名品牌定制娱乐项目、家庭娱乐中心、人工沙滩、主题餐饮商业、演艺等
发展前景	<ul style="list-style-type: none"> • 同迪士尼文化游乐互补, 可参考香港迪士尼同香港海洋公园协同发展 • 预计受益迪士尼开业, 每年将接待500-600万人以上 	<ul style="list-style-type: none"> • 项目靠近三亚国免、复星亚特兰蒂斯, 三个项目定位不同, 亚特兰蒂斯为高端水公园、国免为免税城、海昌主要满足夜间娱乐需求。

数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

2.2.1 上海项目：同迪士尼错位互补，将受益迪士尼开业带来客流提升

(1) 上海项目概况

上海海昌极地海洋公园位于上海临港区滴水湖畔，总占地面积为 29.7 万平方米，总规划建筑面积约为 19 万平方米，主要包括 12 个展示场馆、4 个大型海洋动物互动体验项目、3 个特效影院以及 15 项大中型游乐设备。项目整体投入约为 30 亿，预计 2017 年具备开园条件。

图 13: 上海海昌极地海洋公园效果图



数据来源：凤凰网

(2) 项目所在地客流充足

毗邻临港大学城，城内师生将为潜在客流提供者。项目所在地距离大学城约 9.1 公里，车程约为 40 分钟左右。临港大学城目前入驻师生约 3.7 万人，现有上海海事大学、上海海洋大学、上海电机学院三所高校入住，远期还有上海剑桥学院、上海电力学院、同济大学海洋科技中心等高校入住。预计未来大学城人口还将继续增加，而大学生作为休闲旅游的主力军将为该项目提供潜在客流。

16 号线开通大大提高交通便利度。上海项目离迪士尼约 30 分钟车程，离浦东机场约 40 分钟车程，离陆家嘴约 70 分钟车程。乘 16 号线从临港新城到 2 号线龙阳路站约 30 分钟。

图 14: 上海项目同上海主要旅游景点交通便捷



数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

园区特色与迪士尼错位互补，将受益于迪士尼所带来的客流提升。海昌上海项目致力于为客户带来海洋互动表演力体验，而迪士尼则为文化游乐体验。参考香港迪士尼和香港海洋公园的发展历程来看，香港海洋公园差异化定位使得香港迪士尼的开业并未给其带来巨大的客流流失，反而互相补充。

我们在《Disney 点燃中国休闲娱乐“新纪元”》报告提及上海 disney 开业将带动华东区域成为最具吸引力的目的地，拉动上海和华东区域客流快速提升，海昌上海项目有望从中获益。

2.2.2 三亚项目：景区选址区位客流增长空间大

(1) 三亚项目概况

三亚湾梦幻不夜城占地 1000 亩，总投资 69 亿元，项目规划为 14 大分区，包括梦幻小街、疯狂小镇、瀑布小镇、发现港湾、童梦奇境等。园区定位“海上丝绸之路”主题，被列为 2015 年海南省重点项目。

图 15: 三亚海棠湾梦幻不夜城鸟瞰图



数据来源: 三亚旅游官网

(2) 景区地位优势凸显

三亚项目位于三亚海棠湾国家海岸, 紧邻连接市区的海棠大道, 与市区车程约为 30 分钟, 距离中国海棠湾免税购物中心仅需 5 分钟车程。

海棠湾客流增速高, 鲜明区域规划将带动客流高速提升。2015 年一季度, 海棠区共接待游客 326 万, 是 2014 年上半年接待游客人数的两倍, 客流快速增长。三亚海棠湾为海南岛目前最大的旅游开发区, 总面积约 100 平方公里, 以建设世界级的旅游休闲度假区为目标, 总体规划为“一点、一带、三区、六片、五楔”, 其中梦幻不夜城位于海棠湾南区, 该区域定位为多元化度假区。相辅相成的功能区将带动整个区域内客流高速增长, 未来梦幻不夜城将直接受益于海棠湾整体客流量增长。

图 16: 梦幻不夜城位于海棠湾南区

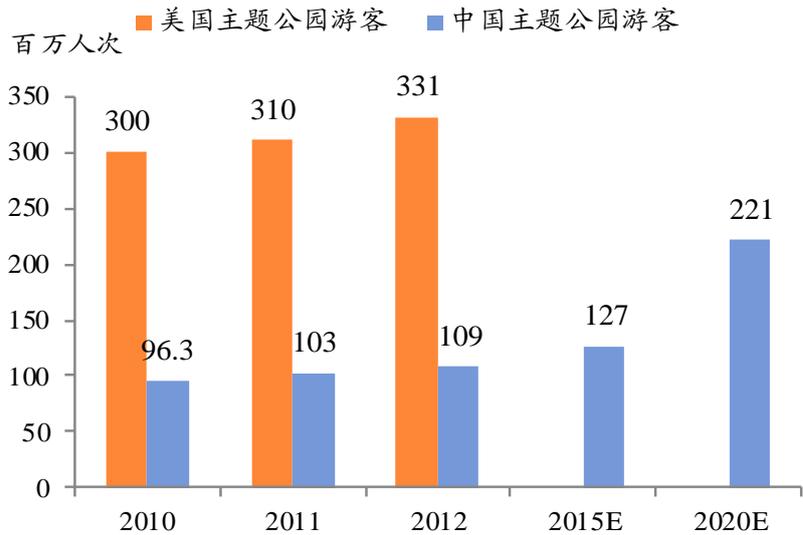


数据来源: 海棠湾官网、国泰君安证券研究

2.3. 主题公园前景展望：预计未来五年主题公园游客年均复合增长率将超 15%，海昌主题公园发展前景广阔

随着我国人均收入的提高，主题公园娱乐性的增加，未来 5 年内我国主题公园入园人次有望达 2 亿人次。同美国主题公园市场相比，我国主题公园市场仍处于尚未被完全开发状态，2012 年美国主题公园游客达到 3.31 亿人次，而我国仅为 1.09 亿人次。海昌作为国内领先的主题公园运营商，随着主题公园升温其客流量将随之提高。

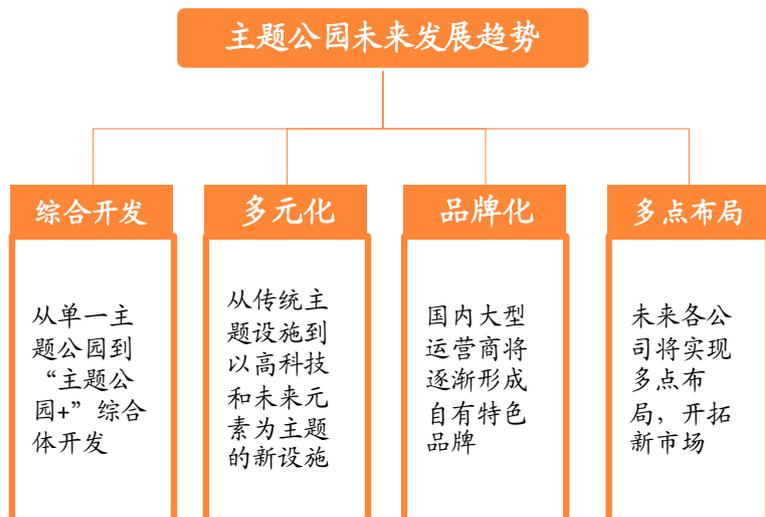
图 17: 中国主题公园游客约为美国主题公园游客 1/3



数据来源：TEA&AECOM、国泰君安证券研究

根据 AECOM 报告显示未来我国将有 59 个主题公园预期规划建设，综合型开发、主题多元化、成熟品牌培育、多点布局将成为未来主题公园的主要发展趋势，海昌未来发展战略基本契合主题公园发展的大趋势。

图 18: 主题公园未来发展趋势



数据来源：AECOM、国泰君安证券研究

2.4. 试水“轻资产”营运模式，打造海洋主题管理输出第一品牌

海昌将积极尝试以海洋文化为特色的室内儿童娱乐项目，组建或收购团队打造海洋主题文化娱乐创意和内容制作能力，开发文化演艺和娱乐产品。2015年2月，公司同淘米网打造的《摩尔庄园大电影3》火热上映，同时在周星驰《美人鱼》中融入海昌极地海洋世界元素。

图 19: 跨界合作探索海洋主题文化相关产业发展



数据来源：公司公告

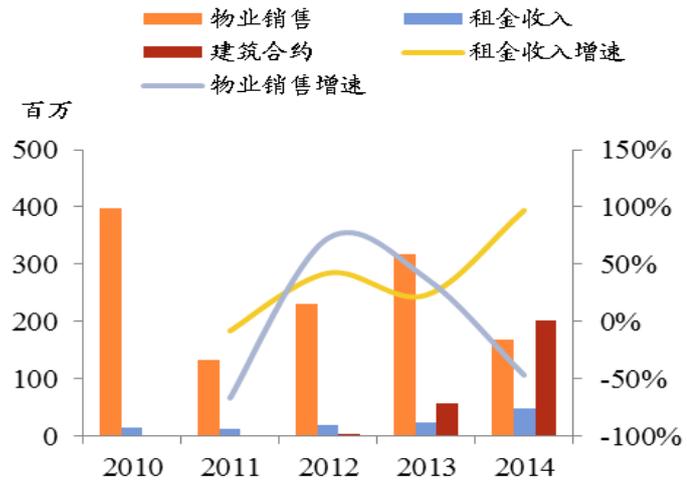
海昌将充分发挥现有动物保育技术和海洋公园设计两大核心竞争优势，将其转化为咨询和技术管理输出服务，主要包括对商业物业进行升级改造，根据客户需求提供从设计到运营到管理一体化服务。目前公司已同广州正佳、秦皇岛圣蓝、横店签订服务协议。

轻资产运营同管理输出业务开展，将有利于同现有重资产业务扩张互补，缩短主题公园业务投入回报周期，并提升公司长期成长性和盈利性。

2.5. 配套物业业务：为游客提供一站式服务，增强同园区盈利的协同效应

物业销售收入有所下滑，租金收入保持稳步增长，建筑合约收入增速快。近三年，物业销售、租金收入和建筑合约收入 CAGR 分别为-9.7%，34.4%，287%。受国内房地产市场整体下滑影响，公司近年物业销售表现欠佳。目前，除上海项目外海昌商业地产面积达 70 万平方米，已销售掉 20 万平方米，余下大部分准备自持用于出租。未来随着主题公园客流增加，新商户入住海昌租金收入将持续增长。

图 20: 物业销售下滑, 租金收入稳步上升、建筑合约增速快

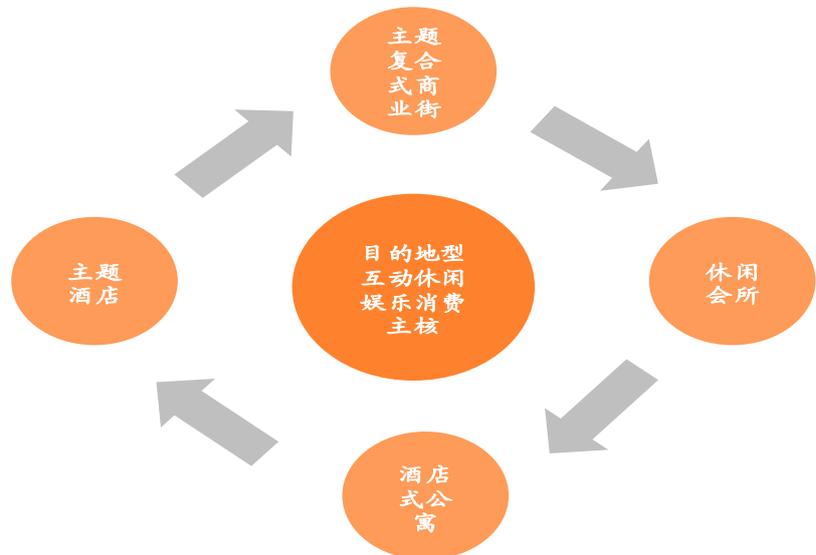


数据来源: 公司交易报告书、国泰君安证券研究

同阿里旅行及支付宝合作, 打造战略性系列品牌活动。2015 年 4 月底, 公司宣布海昌天猫官方旗舰店正式上线, 此外同支付宝推出“码上游”活动, 借此节省游客购票和入园时间, 提升游客入园效率和体验度。

引入多种休闲娱乐业态, 突出公园同配套商业的协同效应。公司通过引入温泉、婚庆、儿童娱乐等协同效应强的企业以及自主建立主题公园、主题餐厅从而增加游客在景区逗留时间和消费的可能性。

图 21: 以“目的地型互动休闲娱乐消费为核心”, 实现协同发展



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

建设智慧园区, 公司新增园区内免费 WIFI、二维码、APP 地图等智慧服务。

3. 盈利预测与投资建议

2015-16 年 EPS0.07/0.08 元的盈利预测主要基于以下关键假设:

- 公司现有主题公园 2015-16 年售票人次增长 12%，非门票客单价增长 8%，门票客单价增长 <4%，主题公园总收入增长 16% 左右。
- 由于国内房地产整体增速放缓，假设现有物业销售收入增速为 5%。租金收入、建筑合约收入增速为 30%。

首次覆盖给予增持评级: ①公司现有主题公园升级改造，智慧园区建设以及散客比重增加将实现售票人次和客单价双增长。②新增上海、三亚项目，实现主题公园全国网络性布局，奠定公司未来盈利增长基础。③“轻资产”管理输出服务将于 2015 年贡献收入，未来将提升公司整体盈利性。

表 1: 海昌控股财务概况

指标分类	指标名称	单位	2012A	2013A	2014A
总体情况	收入	百万人民币	890.43	1126.42	1542.18
	净利润	百万人民币	59.62	86.11	191.98
	EPS		NA	0.03	0.05
成长性	收入增速	%	30	26.5	36.91
	净利润增速	%	98.44	44.44	122.96
盈利能力	ROE	%	8.70	9.49	8.76
	毛利率	%	44.96	45.16	43.99
	营业利润率	%	21.17	34.06	20.36
	净利润率	%	6.71	7.67	12.54
ROE 分解	总资产周转率		0.12	0.15	0.20
	净利润率	%	6.71	7.67	12.54
	财务杠杆率		11.17	8.00	3.47

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

- 1) 上海和三亚项目投入运营项目推迟的风险;
- 2) 管理输出项目运营效果不达预期的风险;
- 3) 现有公园的客流下滑的风险。

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

本报告仅限中国大陆地区发行，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香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 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香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		