

基础化工/原材料

沃尔核材 (002130)

新材料+新能源双轮驱动显现

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 21.81

当前价格: 16.97

2015.07.21

谷琦彬 (分析师)	张舒 (研究助理)	洪荣华 (分析师)
010-59312711	010-59312860	021-38675854
guqibin@gtjas.com	zhangshu@gtjas.com	hongronghua@gtjas.com
证书编号 S0880513050004	S0880115060067	S0880514080002

本报告导读:

公司热缩材料和辐射交联线缆两大主流产品市场优势显著,陶瓷硅橡胶新材料替代效应日益凸显,新能源开发即将进入收获期,新材料+新能源双轮驱动效应显现。

投资要点:

- **首次覆盖, 增持评级。**我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.33/0.46/0.59 元 (不考虑持有长园集团股权的新增投资收益), 基于公司在热缩材料和交联辐射线缆产品的优势, 以及新材料/新能源业务带来的新增长, 结合 PE 和 PEG 估值法, 我们给予 21.81 元目标价, 增持评级。
- **热缩材料国内龙头, 辐射交联线缆优势显著。**公司通过资产并购、合资公司、申请供应体系认证、增持长园集团股权等方式, 将热缩材料产品加快推进电子、核电、航天航空等高端市场领域, 提高公司在行业内的产品定价能力, 热缩材料国内龙头地位凸显。同时, 受益于住建部对建筑线缆使用寿命、环保标准要求的提高, 以及中高端和特种线缆市场需求的快速增长, 公司环保型辐射交联线缆产品优势显著, 未来市场的应用空间将有望持续扩大。
- **传统电力产品稳定增长, 新材料/新能源带来新增长。**受益于电力投资向农配网倾斜, 我们认为公司传统的中低压电力产品将保持稳定增长。公司新材料陶瓷化硅橡胶于 2014 年取得发明专利, 目前新材料成本不断下降, 有望取代云母带成为线缆的主要绝缘充填物, 未来替代市场空间巨大。另一方面, 公司积极推进风电项目开发, 目前已有两个风电场项目获得核准, 装机规模共计 97.2MW, 我们预计有望 2016 年下半年并网发电, 每年将贡献超过 1 个亿的营业收入。
- **风险提示:** 新材料替代传统产品低于预期, 风电项目开发进度缓慢。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.15-32.03
总市值 (百万元)	9,663
总股本/流通 A 股 (百万股)	569/387
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	68%
日均成交量 (百万股)	3830.31
日均成交值 (百万元)	992.24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,499
每股净资产	2.63
市净率	6.4
净负债率	65.81%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.03	0.02
Q2	0.04	0.05
Q3	0.05	0.08
Q4	0.12	0.18
全年	0.24	0.33

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3	12M
绝对升幅	-26%	-28%	59%
相对指数	-10%	-23%	-22%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,332	1,629	2,019	2,561	3,200
(+/-)%	100%	22%	24%	27%	25%
经营利润 (EBIT)	130	212	255	336	426
(+/-)%	50%	62%	21%	32%	27%
净利润	83	137	187	260	334
(+/-)%	-10%	64%	37%	39%	29%
每股净收益 (元)	0.15	0.24	0.33	0.46	0.59
每股股利 (元)	0.20	0.12	0.12	0.12	0.12

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	9.8%	13.0%	12.7%	13.1%	13.3%
净资产收益率 (%)	8.1%	11.8%	14.7%	17.7%	19.3%
投入资本回报率 (%)	7.7%	11.8%	13.4%	18.2%	19.5%
EV/EBI DA	54.1	38.1	35.4	27.0	21.8
市盈率	116.3	70.7	51.8	37.2	28.9
股息率 (%)	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.07.21

股票研究

原材料
基础化工

沃尔核材 (002130)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 21.81

当前价格: 16.97

2015.07.21

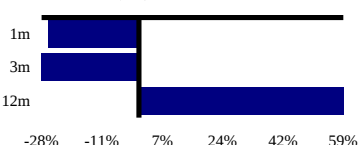
公司网址

www.woer.com

公司简介

公司是核辐射改性新材料的高新技术企业,专业从事核技术应用电子和电力新产品、新设备的技术研发、制造和销售,主导产品包括:热缩套管、热缩母排、热缩电缆附件、冷缩电缆附件、电缆分支箱等9大类2500多种产品。公司先后获得了"中国驰名商标"、"中国最具竞争力中小企业500强"、"中国自主创新能力行业十强"、"深圳市自主创新百强中小企业"等荣誉称号。

绝对价格回报 (%)



52周价格范围

10.15-32.03

市值 (百万)

9,663

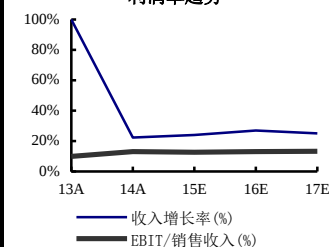
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,332	1,629	2,019	2,561	3,200
营业成本	975	1,157	1,440	1,815	2,262
税金及附加	7	10	12	15	19
销售费用	126	135	167	212	265
管理费用	94	116	144	182	228
EBIT	130	212	255	336	426
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	2
财务费用	25	48	45	39	39
营业利润	95	150	213	299	389
所得税	21	28	38	52	67
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
净利润	83	137	187	260	334
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	156	120	90	90	90
其他流动资产	1	0	0	0	0
长期投资	40	584	584	584	584
固定资产合计	824	896	835	818	776
无形及其他资产	150	185	180	190	201
资产合计	1,878	2,659	2,769	2,781	3,222
流动负债	793	1,392	1,103	924	1,101
非流动负债	36	68	350	350	350
股东权益	1,032	1,154	1,273	1,464	1,730
投入资本(IC)	1,345	1,494	1,582	1,537	1,812
现金流量表					
NOPLAT	104	176	212	280	354
折旧与摊销	55	65	43	45	47
流动资金增量	36	-144	-95	38	-307
资本支出	-107	-93	35	-26	-4
自由现金流	88	4	194	337	90
经营现金流	116	26	99	369	100
投资现金流	-118	-599	37	-24	-2
融资现金流	-100	527	-166	-345	-98
现金流净增加额	-103	-46	-30	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	99.8%	22.3%	23.9%	26.9%	25.0%
EBIT 增长率	50.3%	62.5%	20.6%	31.7%	26.7%
净利润增长率	-9.7%	64.5%	36.6%	39.2%	28.6%
利润率					
毛利率	26.9%	29.0%	28.7%	29.1%	29.3%
EBIT 率	9.8%	13.0%	12.7%	13.1%	13.3%
净利率	6.2%	8.4%	9.2%	10.1%	10.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.1%	11.8%	14.7%	17.7%	19.3%
总资产收益率(ROA)	4.4%	5.1%	6.7%	9.3%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	7.7%	11.8%	13.4%	18.2%	19.5%
运营能力					
存货周转天数	84	75	75	70	70
应收账款周转天数	90	91	95	79	76
总资产周转天数	507	508	491	395	342
净利润现金含量	1.39	0.19	0.53	1.42	0.30
资本支出/收入	8%	6%	-2%	1%	0%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	54.9%	52.5%	45.8%	45.0%
净负债率	32.6%	78.2%	68.9%	43.8%	37.7%
估值比率					
PE	116.3	70.7	51.8	37.2	28.9
PB	9.4	8.4	7.6	6.6	5.6
EV/EBITDA	54.1	38.1	35.4	27.0	21.8
P/S	7.3	5.9	4.8	3.8	3.0
股息率	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

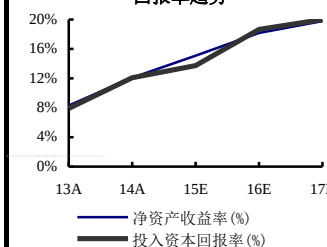
股票绝对涨幅和相对涨幅



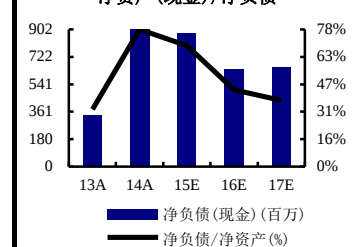
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

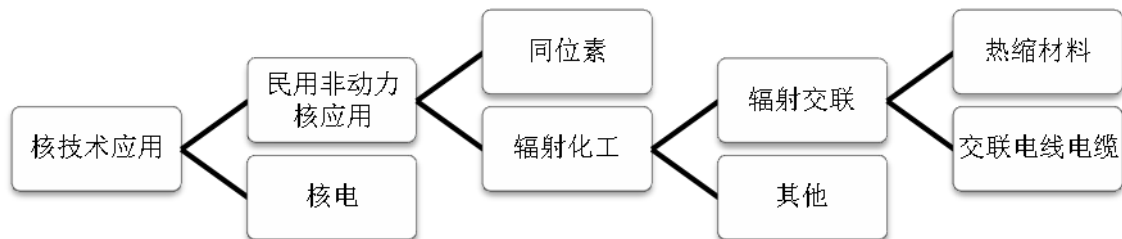
1. 热缩材料国内龙头，辐射交联线缆优势显著	4
1.1. 我国辐射化工行业市场空间广阔	4
1.2. 热缩材料龙头企业，逐渐向高端市场渗透	5
1.3. 中高端市场需求高速增长，辐射交联电线电缆优势显著	6
2. 传统电力产品稳定增长，新材料/新能源带来新增长	7
2.1. 配电投资持续加码，传统电力产品稳定增长	7
2.2. 新材料带来新增长，新能源进入收获期	8
3. 盈利预测与估值	9
4. 风险提示	11

1. 热缩材料国内龙头，辐射交联线缆优势显著

1.1. 我国辐射化工行业市场空间广阔

国家政策大力支持辐射化工产业发展，公司热缩材料、交联线缆产品齐受益。辐射化工是民用非动力核技术应用产业的重要组成部分，辐射交联技术推动了电线电缆绝缘层材料、热收缩材料等辐射新产品发展。国务院 2010 年 9 月审议通过《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，七大产业中 5 个与辐射加工产业密切相关。我们预计辐照产业发展有望列入国家“十三五”规划，国家产业政策支持的支持为辐照加工产业的快速发展提供了难得的机遇和挑战。

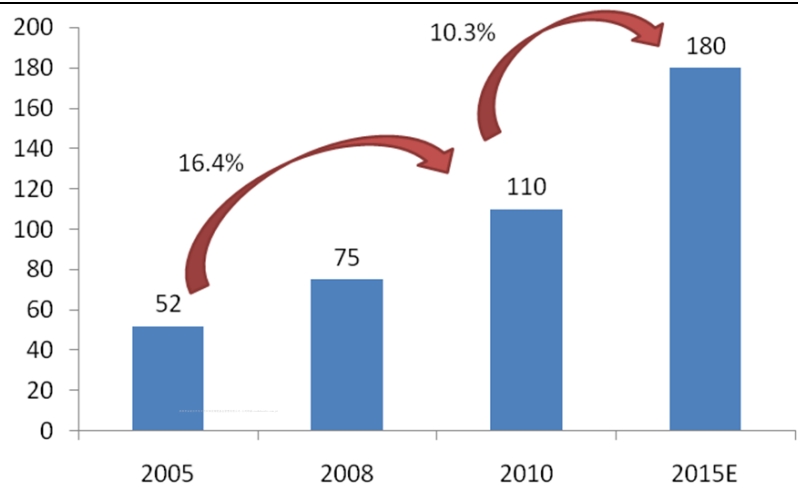
图 1：国家大力支持辐射化工产业发展，辐射交联技术应用市场空间广阔



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

辐射化工产业规模快速增长，未来市场空间广阔。我国辐射化工从 80 年代进入产业化，2005 年辐射化工行业产值 52 亿元，“十一五”期间行业产值增长率为 16.2%；预计 2015 年行业总产值有望达到 180 亿元，“十二五”期间年均增长率达 10.4%。辐射化工产品附加值高，涉及通信、电子、电力、交通、石油化工、航空航天等诸多国民经济重要领域。随着我国高端装备制造等新兴产业的发展，对高性能辐射改性材料的需求将日益增加，未来辐射化工产业的市场空间一定会更加广阔。

图 2：辐射化工产业规模快速增长（亿元）

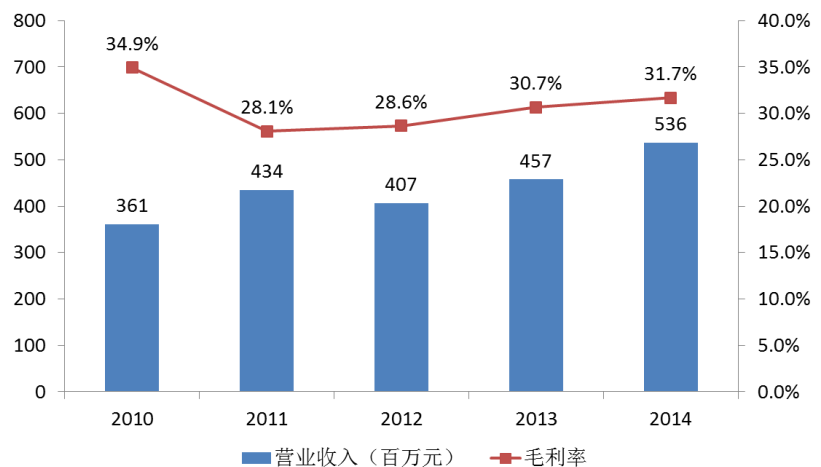


数据来源：《全国辐射加工技术产业十二五发展规划建议》、国泰君安证券研究

1.2. 热缩材料龙头企业，逐渐向高端市场渗透

收购乐庭电线产生协同效应，电子产品收入稳定增长。2013 年公司收购乐庭电线，加快进入技术含量较高的消费电子线缆领域，扩大公司电子产品热缩套管等配套产品的销售。国内信息产业部制定《电子信息产品污染防治管理办法》，禁止销售含有毒或有害物质的电子信息产品，公司热缩套管和特材系列环保产品优势显著。2014 年公司电子产品营业收入为 5.36 亿元，从上市以来年均复合增长率 14.2%。电子产品毛利率从 2011 年开始逐步回升，公司在行业内垄断地位进一步稳固。

图 3：电子产品营业收入持续增长，毛利率逐年回升



数据来源：2010-2014 年公司年报、国泰君安证券研究

积极拓展应用产业，加快进入高端市场。2013 年 4 月，公司与中广核组建合资公司中广核沃尔，持股占注册资本 40%，充分发挥和集中彼此优势，加快热缩材料产品在核电领域的应用。2014 年 9 月，热缩套管产品进入中国商飞供应体系，推动公司产品在民用航空领域的发展。产品进入核电、航空航天行业门槛较高，公司加快进入热缩材料下游的高端市场，有利于产品毛利率的提高，以及公司未来的可持续发展。

增持长园集团，打造行业共赢模式。公司及其一致行动人从二级市场购买长园集团股票 242,882,159 股，占其总股本 27.4%。其中公司持股比例 3%，并且公告拟使用总额不超过人民币 5.5 亿元的资金，受让一致行动人持有的部分长园集团股权。公司战略性入股长园集团，一方面有利于稳定热缩管市场双寡头地位，避免产品价格的恶性竞争；另一方面积极开发中高端产品，共同对抗美国瑞侃、日本住友等外资企业，实现在军工等高端市场的进口产品替代。

表 1：公司及其一致行动人继续增持长园集团股票

序号	持股股东	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1	深圳市沃尔核材股份有限公司	26,698,229	3.0169%
2	周和平	42,947,711	4.8531%

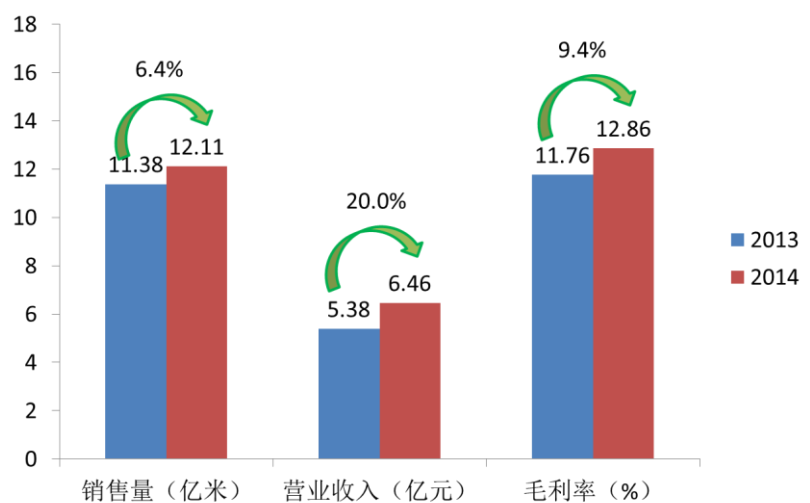
3	万博兄弟资产管理(北京)有限公司	410,000	0.0463%
4	外贸信托·万博稳健2期证券投资集合 资金信托计划	2,995,215	0.3385%
5	外贸信托·万博稳健7期证券投资集合 资金信托计划	5,116,022	0.5781%
6	外贸信托·万博稳健9期证券投资集合 资金信托计划	5,155,332	0.5825%
7	易华蓉	42,975,795	4.8563%
8	邱丽敏	39,642,595	4.4796%
9	新华基金-工行-万博稳健10期资产管 理计划	6,085,853	0.6877%
10	易顺喜	31,178,395	3.5232%
11	童绪英	39,677,012	4.4835%
合计		242,882,159	27.4457%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

1.3. 中高端市场需求高速增长, 辐射交联电线电缆优势显著

中高端线缆市场需求高速增长。中国电线电缆行业已经超过万亿的年产值, 我们预计耐火型电线电缆约占5%。公司2013年开始进军线缆行业, 以环保型辐射交联线缆为切入点, 产品具备无卤、低毒、阻燃、耐高温等众多优势, 广泛应用于核电、医疗、机场、地铁等行业。2014年电线电缆销售量12.11亿米, 创造营业收入6.5亿元, 综合毛利率12.9%。我们认为随着市场对中高端和特种线缆需求的高速增长, 公司线缆产品的营业收入和毛利率将呈现双升态势。

图4: 电线电缆产品呈现营业收入和毛利率双升态势



数据来源: 2010-2014年公司年报、国泰君安证券研究

建筑电线电缆使用寿命提至70年, 公司辐射交联电线电缆产品优势显著。2013年, 住建部通过《建筑用0.6/1kV无卤低烟阻燃电缆》和《建

筑用 750V 无卤低烟阻燃电线》，建筑用电线电缆使用寿命与 70 年房屋产权同步。公司富社电线产品具有无卤、阻燃、耐高温、少烟尘和载流量大等优势，使用寿命可以达到 60-70 年。随着对建筑用电线电缆要求的提高，富社电线有望取代传统 PVC 产品，低压阻燃、耐火型电缆应用领域也将更加广阔，辐射交联电线电缆产品市场替代效应将日益显现。

图 5：富社电线阻燃性能和短路试验，性能远远优于 PVC 电线



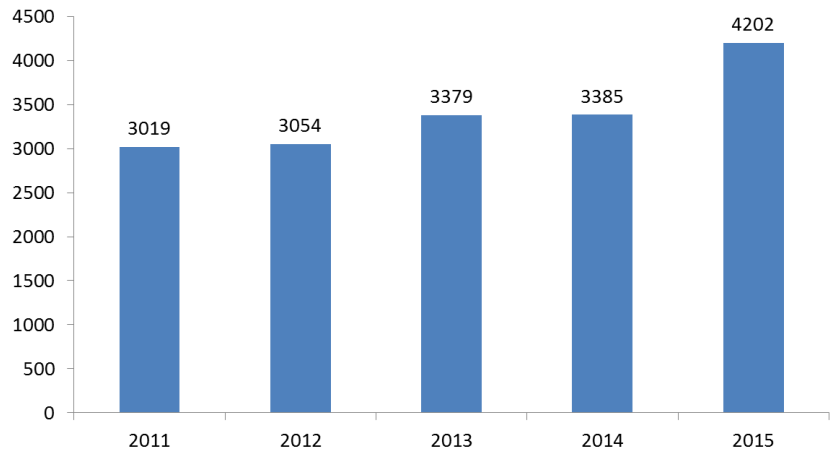
数据来源：天猫商城、国泰君安证券研究

2. 传统电力产品稳定增长，新材料/新能源带来新增 长

2.1. 配电投资持续加码，传统电力产品稳定增长

配电投资持续加码。根据国家电网“十三五”电网规划，2016-2020 年电网投资总规模有望达到 2.5 万亿，其中 110 千伏及以下投资接近 9000 亿元。加上南方电网的投资，预计“十三五”期间我国电网投资规模将超过3万亿元。2015 年，国家能源局计划实施新增农网改造升级投资项目近千亿，国家电网公司农网改造投资将达到 1600 亿元，投资规模创历史新高。我们认为电网投资将逐渐向配电网和农网改造倾斜，配电网电力设备市场将迎来新周期。

图 6：2015 年国家电网投资持续增长，逐渐向农配网投资倾斜



数据来源：天猫商城、国泰君安证券研究

公司中低压产品占比高，电力设备市场需求增长稳定。公司电力产品包括热缩/冷缩/预制型电缆附件和电力母排管等，覆盖电压等级 110kV、35kV、10kV 及以下，高电压等级产品的覆盖有利于提高产品毛利率，2014 年公司电力产品毛利率高达 48.6%。我们认为受益于未来农配网投资增加，公司电力产品的需求将保持稳定增长；同时，管型母线对旧产品的替代，必将进一步带动电力母排管的市场需求。

2.2. 新材料带来新增长，新能源进入收获期

新材料价格进一步下降，替代市场空间增大。传统耐火电线电缆充填物以云母带为主，公司新材料陶瓷化硅橡胶于 2014 年取得发明专利（ZL201110266011.0），遇火后转化成陶瓷状的物体，提高火灾情况下电力、通讯安全运行能力。陶瓷化硅橡胶绝缘性能和机械性能突出，在中高压和柔性电缆产品中性能优势显著。我们预计每年供应线缆的云母带约几十亿市场空间，公司通过控制和优化生产工艺流程，生产的陶瓷化硅橡胶产品单价已经接近云母带，未来在中低压耐火线缆替代的市场空间将进一步增大。

图 7：陶瓷化硅橡胶样品图，材料燃烧后变为陶瓷状保护层，提高线缆安全运行能力

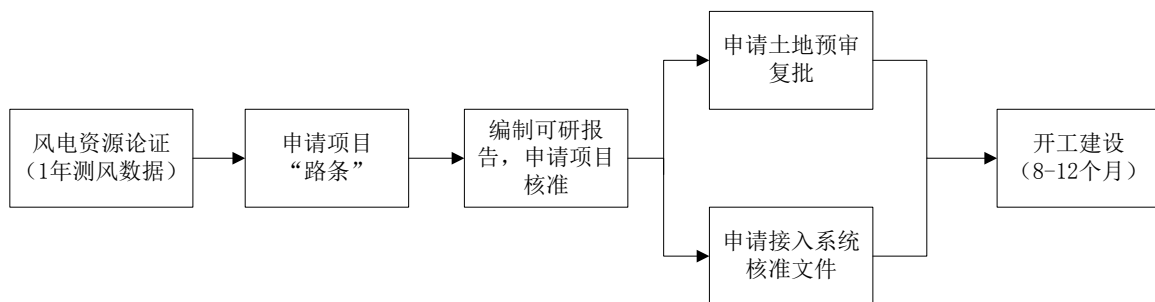


数据来源：《陶瓷化防火耐火硅橡胶及其陶瓷化防火耐火硅橡胶复合带的研究及其在防火耐火电线电缆中的应用研究》、全景网、国泰君安证券研究

耐火母线槽通过检测，新材料向产品化方向迈进。母线槽是现代高层建筑和现代化工业厂房普遍应用的新型电力传输设备，具有输送电流大、结构紧凑、互换性好、通用性强、引出分支电流方便等特点。公司生产的耐火母线槽，采用陶瓷硅橡胶作为耐火绝缘材料，国内首家通过 180min（3 小时）耐火测试。我们认为耐火母线槽是新材料的产品化应用，将进一步促进公司产品结构升级，有望 2015 年营业收入的增长。

风电项目终获核准，有望进入收获期。风电项目从申请到开工建设周期较长，仅风资源论证就需要 1 年以上测风数据。2014 年，山东莱西东大寨风电场项目和河头店风电场项目获得核准，两个项目装机规模均为 48.6MW，发电年利用小时数可达 2214 小时和 2209 小时。我们预计上述两个风电项目有望 2016 年下半年并网发电，每年将贡献超过 1 个亿的营业收入。同时，公司还在积极开发内蒙地区风电场项目，我们认为公司风电项目运营即将进入收获期。

图 8：风电开发建设周期较长，项目获核准、开工在即



数据来源：《风电开发建设管理暂行办法》、国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

我们基于以下几点假设进行盈利预测：

- 未来我国电网投资将向配电网和农网改造倾斜，公司中低压电力设备将持续受益；同时，考虑公司耐火母线槽新产品已经通过检测，有利于提高公司电力产品毛利率，我们判断公司电力产品收入仍将保持高速增长。
- 住建部提高建筑用线缆使用寿命和环保标准，受益于轨道交通、新能源、核电等行业的高速发展，以及考虑耐火陶瓷硅橡胶产品的替代效应，电线电缆产品将维持高增长。
- 公司两个风电场项目已获核准，预计从 2016 年开始贡献业绩，风电场并网发电以后，成本主要以人工成为主，因此其毛利率可以维持较高水平。
- 电子产品、线缆保护产品市场增长稳定，毛利率基本维持原状。

我们认为公司电子产品和电力产品仍将保持稳定增长，新材料/新能源有望打开新的增长空间，预计公司 2015-2017 年业务收入分别为 20.19/25.61/32.00 亿元（不考虑长园集团股权的未来投资收益），净利润分别为 1.87/2.60/3.34 亿元，对应的 EPS 分别为 0.33/0.46/0.59 元。

表 2: 分业务预测

		2014	2015E	2016E	2017E
电线电缆产品	收入 (百万元)	645.96	807.44	1009.31	1261.63
	增速	20%	25%	25%	25%
	毛利率	12.9%	13.0%	13.0%	12.9%
电子产品	收入 (百万元)	536.20	621.99	721.51	829.73
	增速	17%	16%	16%	15%
	毛利率	31.7%	31.0%	30.8%	30.5%
电力产品	收入 (百万元)	401.00	541.34	719.99	935.98
	增速	43%	35%	33%	30%
	毛利率	48.6%	49.0%	48.8%	48.6%
线路保护产品	收入 (百万元)	28.31	29.72	31.21	32.77
	增速	-25%	5%	5%	5%
	毛利率	37.4%	37.3%	37.2%	37.1%
风电	收入 (百万元)			60.00	120.00
	增速				50%
	毛利率			42.0%	42.0%
其他	收入 (百万元)	17.73	18.26	19.18	20.14
	增速	-2%	3%	5%	5%
	毛利率	80.33%	23.50%	23.50%	23.50%
合计	收入 (百万元)	1629.19	2018.76	2561.19	3200.25
	增速	22%	24%	27%	25%
	毛利率	29.00%	28.65%	29.13%	29.31%

数据来源: WIND 资讯, 国泰君安证券研究

PE 估值法: 行业可比公司 2016 年平均 PE 为 43 倍, 考虑到公司是热缩材料国内龙头, 热缩材料和辐射交联线缆产品已经进入轨道交通、航空航天、核电等高端市场, 以及新材料产品和新能源业务带来业绩的新增长, 我们给予公司高于可比公司平均估值的 2016 年 45 倍 PE 水平, 对应 20.53 元估值。

PEG 估值法: 从 PEG 指标来看, 可比公司平均 PEG 估值水平为 1.15 倍, 而沃尔核材的 PEG 估值水平为 1.10 倍, 低于行业平均水平。我们按照行业平均给予 2016 年 1.15 倍 PEG 为目标, 得出 17.75 元估值。

长园集团股权估值: 考虑公司持有长园集团股份, 认购外贸信托万博稳健及新华基金购买长园集团股份, 以及拟使用总额不超过人民币 5.5 亿元的资金受让公司一致行动人易顺喜持有的长园集团部分股权, 我们按照长园集团股票的现价水平, 得出 2.67 元估值。

PE 法得出的估值为 20.53 元, PEG 法得出的估值为 17.75 元, 综合此两种估值方法, 我们取两者平均得到 19.14 元。同时, 考虑公司未来持有长园集团股权的估值为 2.67 元, 得到 21.81 元的股票目标价格, 首次覆盖给予增持评级。

表 3: 可比公司估值表

股价 (元)		EPS (元)			PE			PEG (2015-17)
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
长园集团	21.04	0.58	0.81	1.03	36	26	20	0.78
智慧能源	29.14	0.44	0.64	1.02	67	46	29	0.87
江苏神通	32.56	0.40	0.59	0.76	81	55	43	1.46
积成电子	30.29	0.50	0.67	0.85	61	45	36	1.49
平均值						43		1.15
沃尔核材	16.97	0.33	0.45	0.59	52	37	29	1.10

数据来源: WIND 资讯, 国泰君安证券研究 注: 数据来自 2015 年 7 月 20 日, 可比公司盈利预测为 WIND 一致预期

4. 风险提示

- 公司发明耐火新材料陶瓷硅橡胶, 在电气绝缘和机械性能上均优于传统云母带。目前, 公司陶瓷硅橡胶成本有所下降, 产品单价接近云母带, 但是新材料替代传统产品需要一定时间推广, 可能存在市场替代不达预期的风险。
- 公司风电项目已获核准, 但是仍然需要取得土地使用复批和接入系统文件才能开工建设, 风电场建设周期一般 8-12 个月, 可能存在风电项目并网发电进展缓慢的风险。

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，需在允许的范围内使用，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		