

中国宏桥 (1378)

评级: 增持 增持

当前价格 (港元): 5.25

2019.08.19

铝业巨舰, 再度启航

-中国宏桥首次覆盖报告

	刘华峰 (分析师)	汤龔 (分析师)	邬华宇 (分析师)
	0755-23976751	0755-23976656	021-38674938
	liuhuafeng@gtjas.com	tangyan@gtjas.com	wuhuayu@gtjas.com
证书编号	S0880515060003	S0880519010001	S0880518100005

交易数据

52周内股价区间 (港元)	3.97-6.50
当前股本 (百万股)	8580
当前市值 (十亿港元)	45

本报告导读:

铝产能仍居行业首位、自备电成本优势短期难以撼动、产业集群优势越加凸显, 我们认为铝供给侧改革后的宏桥显被市场低估。

摘要:

首次覆盖增持评级。我们认为 2019 供需边际好转将促使铝价触底反弹, 公司为铝行业龙头将充分受益于铝价上行。综合 PB 和 FCFE 估值法, 首次覆盖给予目标价人民币 8.26 元 (折合 9.20 港币/股), 预测公司 2019-2021 年 EPS 0.69/0.82/1.05 元, 对应 2019-2021 年 PE 12/10/8 倍估值, 当前价格 5.25 港币/股, 折合人民币 4.71 元/股, 空间 75%, 首次覆盖增持评级。

与众不同的认识。市场普遍认为供给侧改革对公司影响巨大, 其竞争优势或已荡然无存, 而我们认为公司仍为行业龙头, 其产能、自备电、产业集群优势短期内难以撼动, 竞争优势目前已被显著低估: ①公司 646 万吨电解铝产能仍位居行业首位, 铝价上行盈利弹性巨大, 弹性测算显示, 铝价每上行 500 元/吨, 公司归母净利润将增加约 16 亿元; ②公司自备电或将征收 (补缴) 过网费及政府性基金一直是市场担忧所在, 但我们认为在煤价上行, 自备电相对成本优势已明显缩减及国家努力降低工业企业用电成本大前提下, 公司短期内补缴相关费用的可能性较小, 自备电成本优势短期内较难撼动; ③公司产业集群优势带来的降本增效或被市场低估, 上游原材料氧化铝、阳极采购价明显低于市场价, 下游临近加工客户, 高铝水占比有效节约运输、重熔成本, 除电力外, 公司上下游成本优势同样突出, 竞争优势极其明显。

2019 供需边际好转, 铝价有望触底反弹。我们认为铝价有望在 2019 迎来反弹: 供给端受限于全行业盈利尚不乐观, 电解铝企业减产意愿加强及新增产能投产放缓, 或增量有限, 而需求端 2019 房地产竣工回暖有望带动需求边际改善, 铝价有望触底反弹, 公司身为龙头将充分受益。

催化剂: 铝价上行

风险提示: 铝消费不及预期, 公司自备电补缴政府性基金及过网费的风险

财务摘要 (亿人民币)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	614.00	933.00	902.00	911.20	937.70	959.10
(+/-)%	39.2%	52.0%	-3.3%	1.0%	2.9%	2.3%
毛利润	142.00	149.00	154.00	174.73	194.03	224.43
净利润	69.00	53.00	58.00	63.28	75.90	97.19
(+/-)%	86.5%	-23.2%	9.4%	9.1%	19.9%	28.1%
PE	4.73	6.49	7.32	12.00	10.00	8.00
PB	0.74	0.71	0.66	0.64	0.64	0.63

1. 投资要点

市场普遍认为供给侧改革促使公司大幅关停 264 万吨产能（占目前运行产能约 41%），再考虑到公司自备电未来或补缴政府性基金等费用，其竞争优势或已大幅走弱，而我们认为公司仍为行业龙头，仍具备相当竞争优势，目前已被显著低估：①公司 646 万吨电解铝产能仍位居行业首位，铝价上行盈利弹性巨大，弹性测算显示，铝价每上行 500 元/吨，公司归母净利润将增加约 16 亿元；②自备电方面，我们认为在国家努力降低工业企业用电成本大前提下（包括电解铝行业），公司短期内补缴相关费用的可能性较小，公司电力成本优势短期内较难撼动；③公司产业集群优势带来的降本增效或被市场低估，上游原材料氧化铝、阳极采购价明显低于市场价，下游临近加工客户，高铝水占比有效节约运输、重熔成本，故除电力外，公司上下游成本优势同样突出，竞争优势极其明显。

2. 逆势扩张的铝业龙头，历经供改产能仍位居第一

中国宏桥集团有限公司（下文简称“中国宏桥”）位于山东，主要从事液态铝合金、铝合金锭、铝合金铸轧产品及铝母线的生产和销售业务，是全球规模最大的铝生产商。公司通过“铝电网一体化”、“上下游一体化”和“全球一体化”的产业模式，加快推进产业集群发展，已逐步形成了一条从电力-铝土矿-氧化铝-铝合金-铝型材-铝板带箔的完整铝加工产业链，并在当地形成了持续、健康的铝产业集群。公司目前具备电解铝产能约 646 万吨，氧化铝产能 1400 万吨（国内 1300 万吨+印尼 100 万吨），铝加工产能 94 万吨。

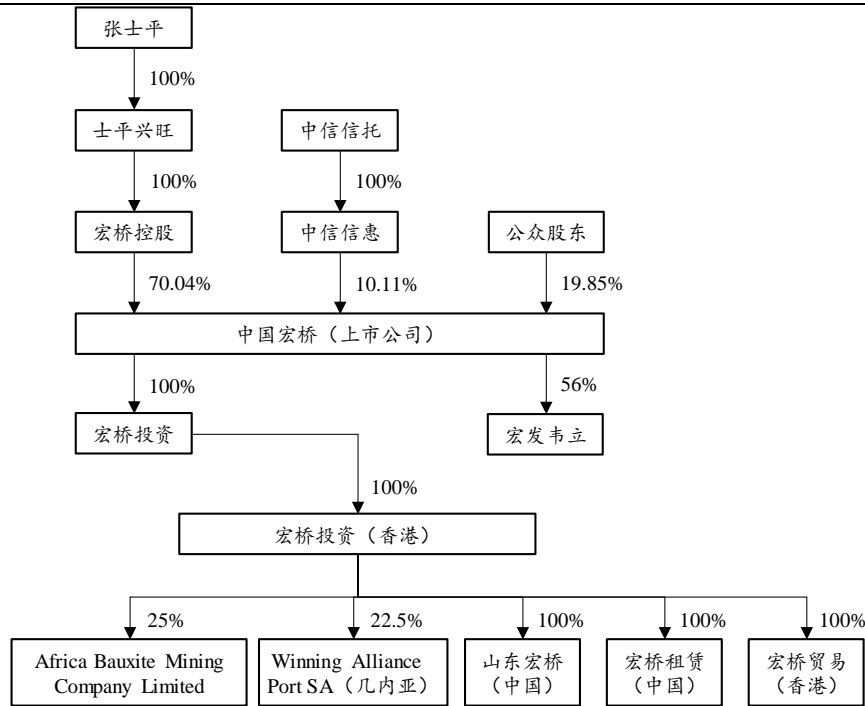
图 1: 中国宏桥为全球规模最大的铝生产商



资料来源：国泰君安证券研究

公司实际控制人为张士平先生，其通过宏桥控股间接持有公司 70.04% 股份（截至 2018 年报），中信信托及其他公众股东分别持有剩余 10.11% 及 19.85% 股权。注：张士平先生 2019 年已逝世。

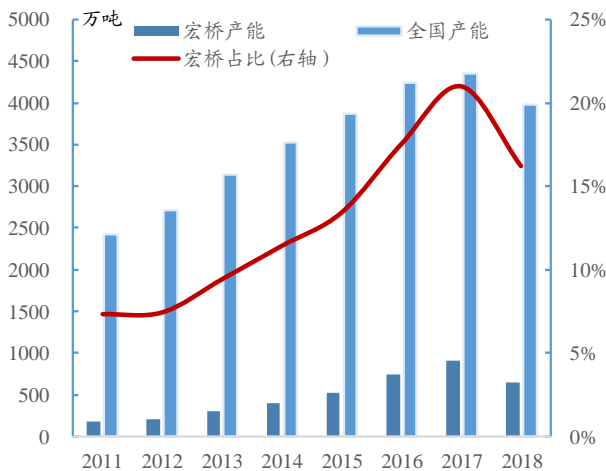
图 2: 公司实际控制人为张士平先生



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

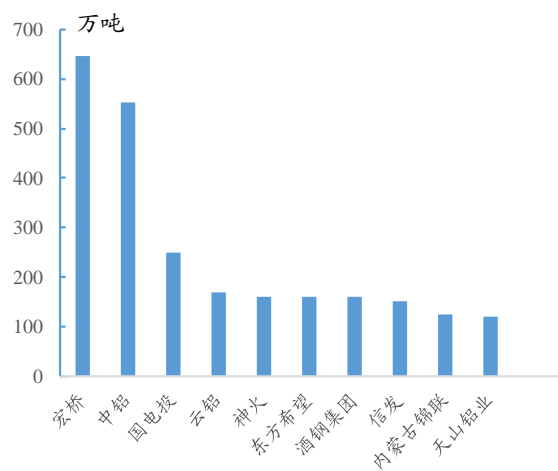
2011-2018 年公司电解铝产能从约 178 万吨扩展到 646 万吨, 年均复合增长率约 20%, 全国产能占比从 7% 大幅提升至 16%。注: 2017 年供给侧改革公司关停约 268 万吨产能 (关停前产能约 914 万吨), 但目前产能仍位居行业首位 (截至 2019Q1)。

图 3: 宏桥电解铝产能从 2011 年约 178 万吨增长到 2018 年 646 万吨



数据来源: ALD, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 截至 2019Q1, 宏桥电解铝产能位居国内铝行业第一



数据来源: ALD, 百川资讯, 国泰君安证券研究

表 1: 2017 供改全国/宏桥关停产能 424/264 万吨

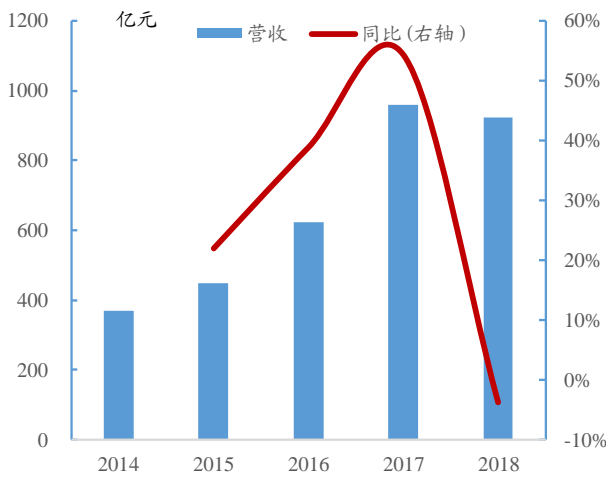
省份	公司	建成产能	关停产能
山东	宏桥铝电	914	264
新疆	新疆东方希望	160	60

重庆	重庆京宏源	10	10
山东	山东信发	220	70
新疆	新疆嘉润	75	20
合计		424	

数据来源：国泰君安证券研究

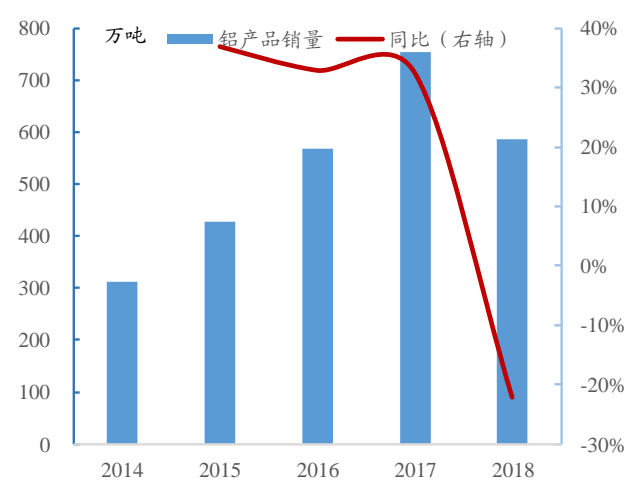
公司主营业务包括铝合金产品、铝加工产品，以及蒸汽。2014-2017年，公司主营业务收入为 360.86、441.10、613.96、933.13 亿元，同比增速为 22.72%、22.24%、39.19%、51.99%。2018 年主营业务收入为 901.95 亿元，同比略微下降 3.34%，主要原因为国内铝行业供给侧改革，公司部分铝合金生产线关停，铝产品产销下降：2018 铝产品销售 587 万吨，同比下滑约 22.1%。

图 5：2014-2017 年公司营收连年增长，2018 年略有下滑（同比-3.34%）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6：2014-2017 年公司铝产品销售量逐年增长，2018 受供改影响下滑约 22.1%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司主要收入和利润来源为铝合金产品，包括液态铝合金和铝合金锭。2018 年铝合金产品收入达 715.16 亿元，占总收入 79%，其中液态铝合金收入 674.20 亿元，铝合金锭收入 40.96 亿元。利润角度，2018 年铝合金产品毛利达 115.59 亿元，毛利率为 16.16%，占总毛利 75%。

图 7：2018 年公司业务收入结构（亿元）

- 铝合金产品
- 铝合金加工产品
- 氧化铝
- 供应蒸汽

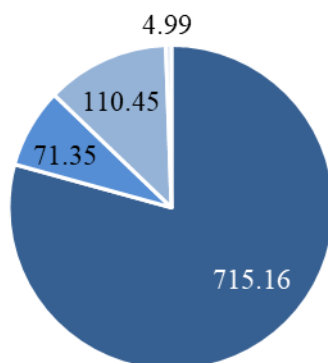
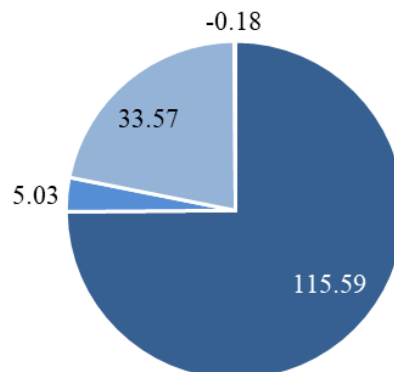


图 8：铝合金产品贡献主要毛利（亿元）

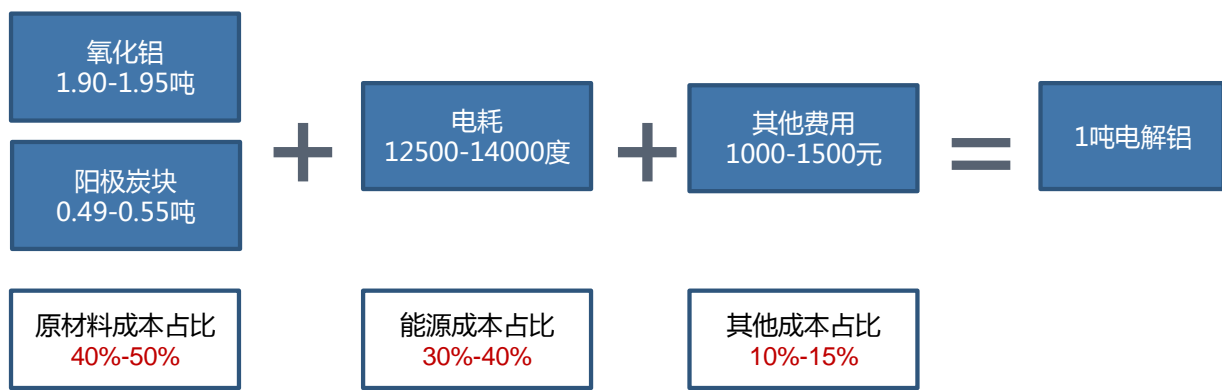
- 铝合金产品
- 铝合金加工产品
- 氧化铝
- 供应蒸汽



3. 有远忧但无近虑, 电力成本优势短期难以撼动

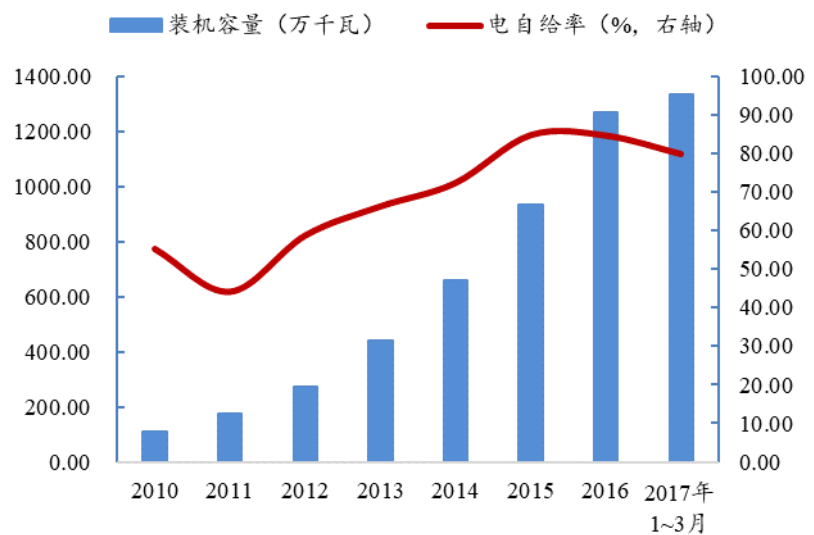
电解铝生产成本中电力成本占比较高约为 30%-40%，故电价在很大程度上决定了各公司的相对竞争优势，宏桥拥有自备电厂和自建输电网络，所有生产基地由自建的输电网络相连接，电力系统可持续稳定的供应生产，相对于全部网上购电模式，成本优势明显。2012-2016 年公司电力自给率逐年提高，从 2012 年的 59% 提升到 2016 年的 85%，（2017-2018 约为 78%-80%），而 2010-2018 年公司自备电成本在 0.20-0.30 元/度之间波动，远低于外购电的 0.30-0.40 元/度，若按吨铝耗电 13000 度，自备电较外购电便宜 0.05-0.1 元/度测算可节约生产成本约 650-1300 元/吨。

图 9: 电解铝生产成本中电力成本占比较高约为 30%-40%



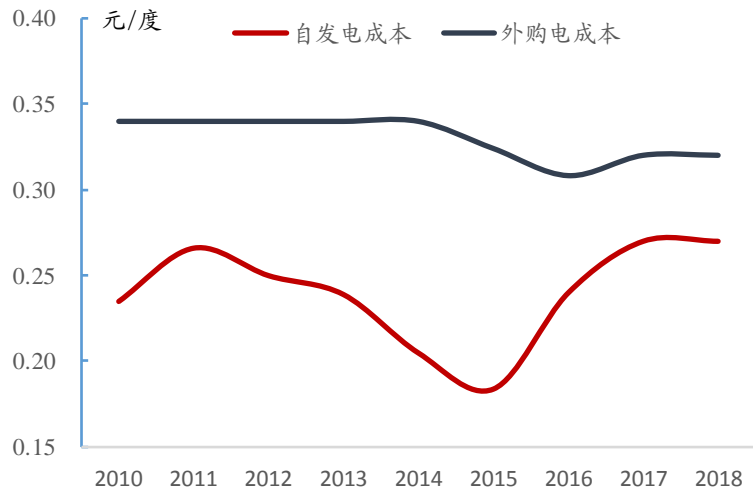
资料来源: 国泰君安证券研究

图 10: 2011-2016 年公司电力自给率稳步提高



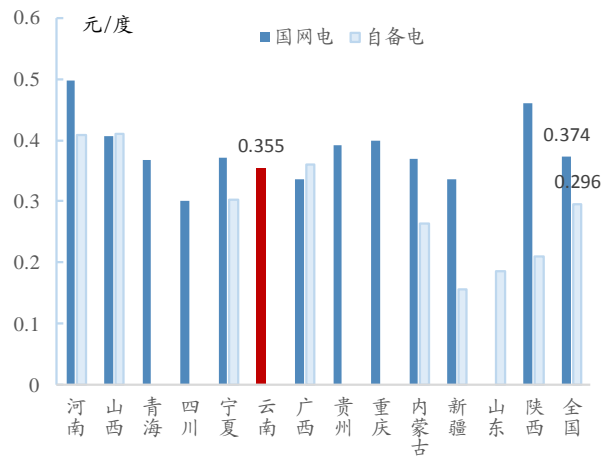
数据来源: 公司债券募集说明书, 国泰君安证券研究

图 11: 2010-2018 年公司自备电成本低于外购电成本



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 12: 2019Q1 全国电解铝网电成本 0.374 元/度, 自备电 0.296 元/度



数据来源: AM, 国泰君安证券研究

2018 年下半年山东等地自备电厂费用征缴政策接连出台, 自备电厂未来或将面临补缴交叉性补贴及政府基金费用。以公司所在的山东省为例, 自备电厂或将补缴: ①交叉性补贴 0.1016 元 (2020 年后), ②政府性基金 0.0291 元, 两者合计约 0.13 元。

表 2: 山东省自备电补缴政策概览

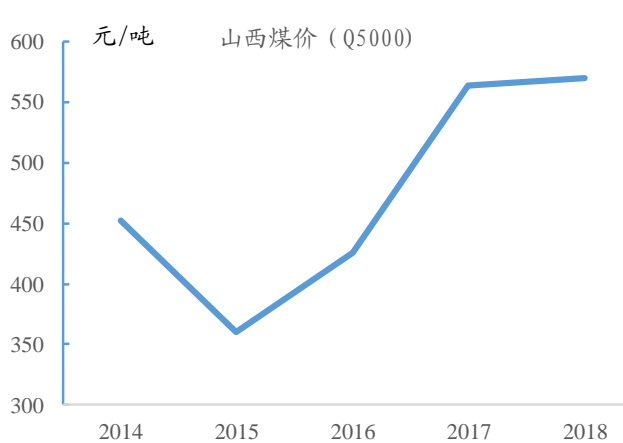
费用类别	规定内容	相关文件
交叉性补贴	2018 年 7 月 1 日-2019 年 12 月 31 日缓冲期内自备电厂需缴纳交叉性补贴 0.05 元/度, 2020 年后缴纳 0.1016 元	《关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》及《关于完善自备电厂价格政策的通知》
政府性基金	之前已缴纳政府性基金的费用从 0.0504 元将至 0.0291 元/度, 之前未缴纳的 2018 年 7 月 1 日后需缴纳 0.0291 元	

资料来源: 山东发改委、物价局, 国泰君安证券研究

而公司自备电或将征收 (补缴) 过网费及政府性基金一直是市场担忧所

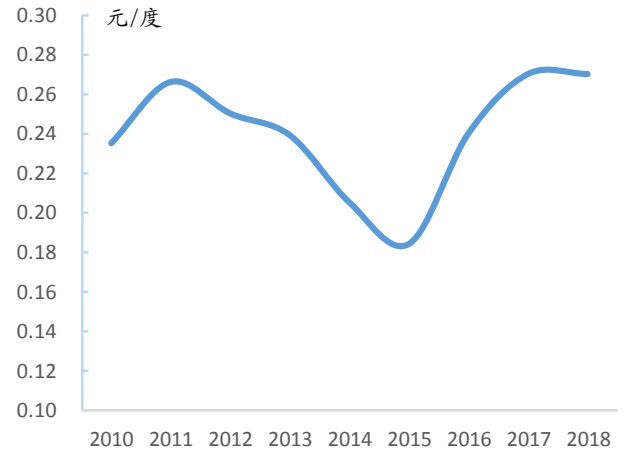
在(吨铝成本或因此抬升 1000 元/吨以上),但我们认为补缴短期内落地可能性较小: 煤价上行, 自备电发电成本已上升明显, 而网电用电成本有下降趋势, 自备电相对成本优势已明显缩减。宏桥自备电厂用煤主要采购自山西, 而 2015-2018 年山西动力煤价格明显上扬, Q5000 价格从 2015 年约 360 元/吨(含税)大幅增长 58%至 2018 年 570 元/吨(含税), 若按供电煤耗 350 克/kwh 测算, 公司自备电煤耗成本已增长约 0.06 元/度, 折算吨铝成本增加约 800 元/吨(不考虑其他成本变动)。

图 13: 2015-2018 年山西动力煤 (Q5000) 价格中枢稳步上扬



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

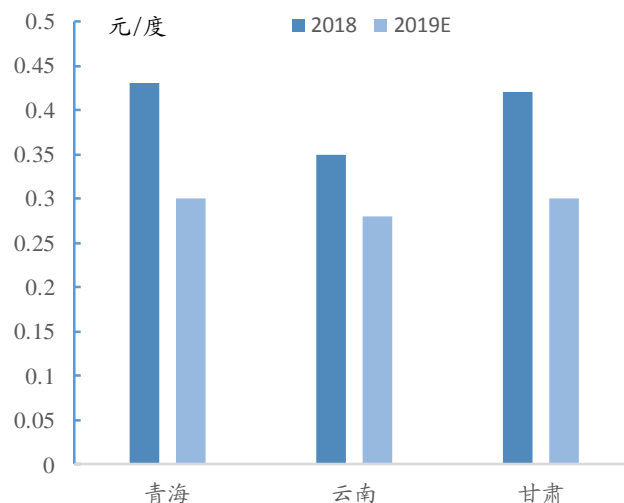
图 14: 2015-2018 年公司自备电发电成本整体呈现上升态势



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

与之相比, 网电成本却呈现下降趋势。2019 年初政府工作报告指出要降低制造业用电成本, 一般工商业平均电价再降 10%, 电解铝行业属于大工业用电, 虽不在范畴之内, 但 2019 已有不少省市拟降低铝企用电成本, 据阿拉丁 (ALD) 2019Q1 调研, 多地确认网购电价下调, 如青海明确电价下降至 0.3 元/度; 甘肃基本确定电价下降至 0.3 元/度, 云南新建项目电价在 0.25-0.3 元/度不等, 全行业网购电价呈现下降趋势, 折算电解铝企业网电生产成本下降 500-1000 元/吨。

图 15: 预计青海、云南等地 2019 年网购电价将明显下降



数据来源: ALD, AM, 国泰君安证券研究, 注: 云南为新建产能用电成本

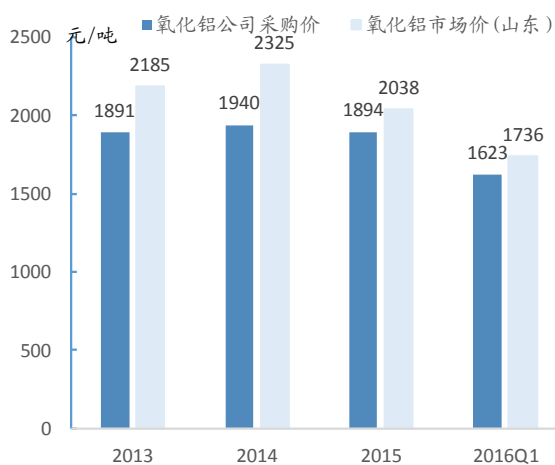
我们认为对自备电征收补缴主要是为了消除自备电与网电不对等局面，而目前不对等状况已大为改善，推测立刻征收必要性及紧迫性已有所下降，再考虑到公司龙头地位，供给侧改革已大幅关停产能，在铝价尚未大幅上涨之前若再征收将对公司盈利及地方民生造成较大影响，综上所述我们认为自备电方面，公司虽有远忧但无近虑，自备电成本优势有望延续。

4. 产业集群优势明显，成本优势尽显无疑

除上述自备电成本优势外，我们认为公司产业集群优势带来的降本增效或被市场低估，公司主要生产地址位于山东省滨州市铝产业集群范围内，该产业集群地理位置优越，交通网络发达。公路、铁路及河流运输体系链接铝产品下游主要产区及山东省、山西省及河南省的主要氧化铝产区和煤炭资源产地。公司能够快速并以较低成本将公司产品发送给客户和从供应商处购进原材料，从而保证了产业链上下游公司皆具备明显竞争优势。

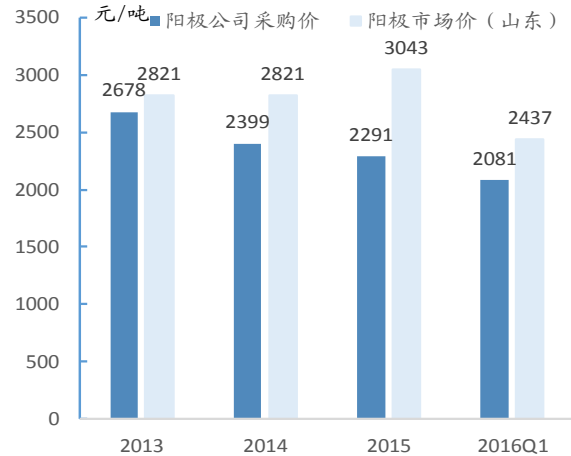
1) 产业链上游，公司享有更为低廉的原材料采购价格(氧化铝及阳极): 运输费用的节省有效的保障了公司和产业集群内企业可持续的低成本优势。滨州铝产业集群基本能够做到自给自足，需要外部采购的原料仅仅是铝矾土和煤炭，从而整个产业集群的成本都较低。阳极碳块成本约占铝产品成本的 14%左右，公司阳极碳块供应商主要是周边铝业科技公司，由于运输距离近、采购量大及付款及时，公司平均采购价格较市场价格便宜 100 元至 500 元不等。氧化铝成本占铝产品成本的 40%左右，高新铝电是公司氧化铝的稳定供应商，并给予公司一定折扣，降低了采购成本；公司与高新铝电相邻，节省了运输成本。

图 16: 2013-2016Q1 公司外购氧化铝价格低于山东市场平均价



数据来源: Wind, 公司债券募集说明书, 国泰君安证券研究

图 17: 2013-2016Q1 公司阳极采购价低于山东阳极市场平均价

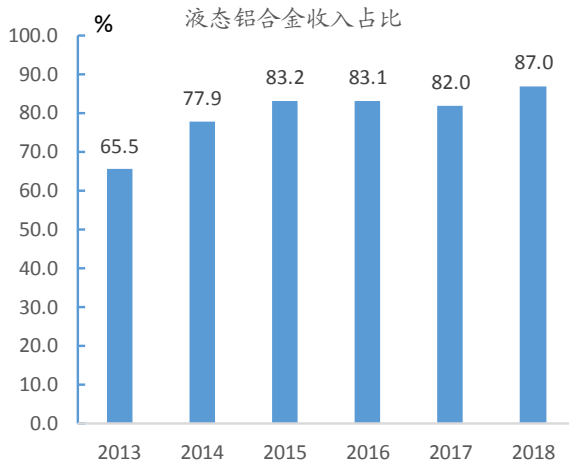


数据来源: Wind, 公司债券募集说明书, 国泰君安证券研究

2) 产业链下游方面，公司的下游客户大都建在公司周围，需求稳定且对公司的依赖性较高。公司液态铝合金产品无需客户二次重熔或购买熔

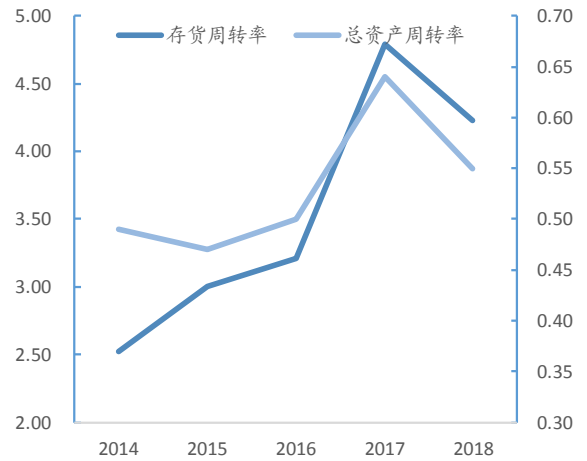
融设备，为下游厂家节省了成本投入，促进了向下游的销售，并赋予公司充足的定价权，减少存货，提高运行效率。

图 18: 2013-2018 公司液态铝合金收入占比不断提升，已超 85%



数据来源：公司债券募集说明书，国泰君安证券研究

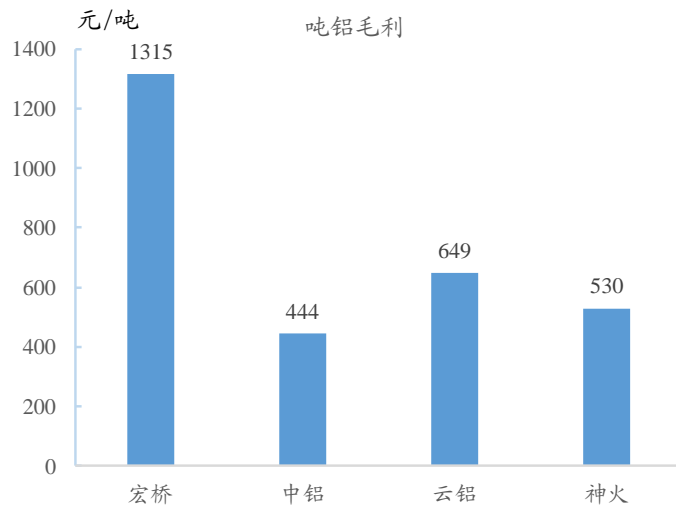
图 19: 2014-2018 年公司存货周转率/总资产周转率不断改善



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

前述自备电成本优势及上述原材料采购价格优势致使公司成本竞争优势极为明显，据测算 2018 年宏桥吨铝毛利约 1315 元/吨，远高于同行上市其他企业。

图 20: 2018 宏桥吨铝毛利远高于同行上市公司

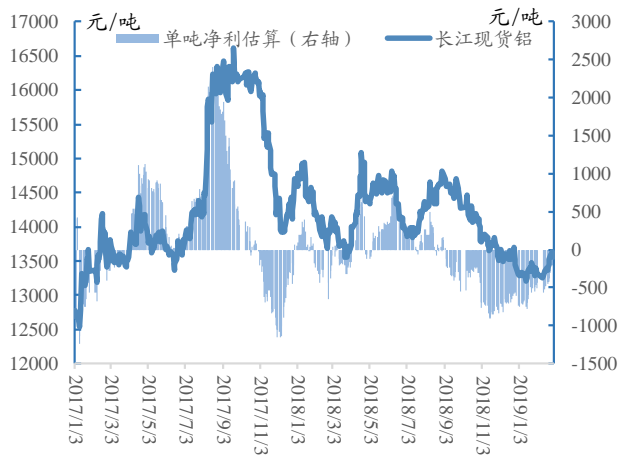


数据来源：各公司公告，宏国泰君安证券研究，注：宏桥按债券募集说明书公布的 2018Q1 数据测算，铝产品包含铝锭和铝合金液

5. 2019 铝价有望触底反弹，铝业龙头有望充分受益

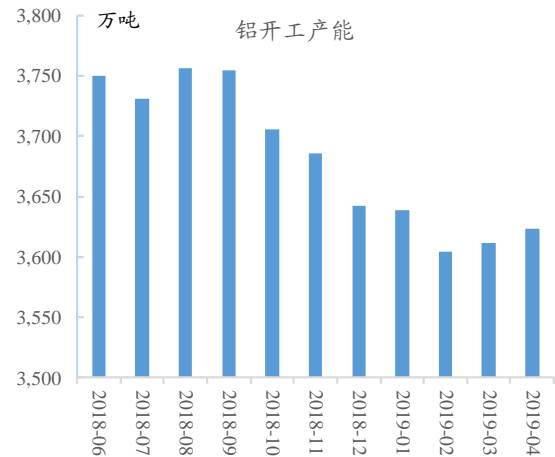
我们认为铝价有望在 2019 迎来反弹：供给端受限于全行业普遍亏损现状，电解铝企业减产意愿加强及新增产能投产放缓，或增量有限，而需求端 2019 房地产竣工回暖有望带动需求边际改善，铝价有望触底反弹。供给端：2018 年下半年以来铝价低迷及原材料氧化铝价格居高不下致使全行业呈现普遍亏损状况，全国铝开工产能不断下滑，截至 2019 年 4 月开工产能已从年中高点接近 3750 万吨将至年末不到 3650 万吨。

图 21: 2018 年下半年以来铝全行业普遍亏损



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 22: 2018 年下半年以来铝开工产能不断下滑



数据来源：ALD，国泰君安证券研究

开工产能下滑主要源于企业亏损主动减产，据我的有色网统计，2018 年国内电解铝减停产总计约 158 万吨。而据百川资讯 2019Q1 电解铝企业继续减产约 64 万吨，同期投放新产能约 79 万吨，等同于实现净投放仅约 15 万吨。我们认为企业普遍亏损，纷纷主动减产印证行业底部已逐渐凸显，后续新增产能投放进度大概率将不及市场预期。预计 2019 年全国电解铝产量约 3763 万吨，较 2018 年小幅增长约 3%。

表 3: 2018 年国内电解铝减停产总计约 158 万吨

单位: 万吨	运行产能	停产产能	总产能	停产原因
中铝贵州	0	17.5	34	成本高，减产转移指标
黄果树铝业	10	2	12	大槽维修，成本高
重庆东升	0	3	8	成本高，减产转移指标
新疆希望	80	20	80	减产 20 万吨，违规产能
邹平铝业	0	6	10	成本高，减产转移指标
河南神火	29	4	33	检修
山西兆丰	13	10	23	一共 2 期，分别是 13 和 10 万吨
太原东铝	8	8	10	2018 年 10 月份减产
铜川铝业	0	18	24	产能置换
云南铝业	116	4	120	检修
中铝连城	50	15	53	500KA 停产
林州铝业	0	24	24	24 万吨计划全部停产
中孚实业	40	6	46	减产 10%，9 月份开始
陕县恒康	11	13	24	取暖季结束，根据价格来定复产

甘肃中瑞	0	10	10	2018年8月份减产
甘肃东兴	165	15	170	大槽维修, 成本高
汇总		158		

数据来源: 我的有色网, 国泰君安证券研究

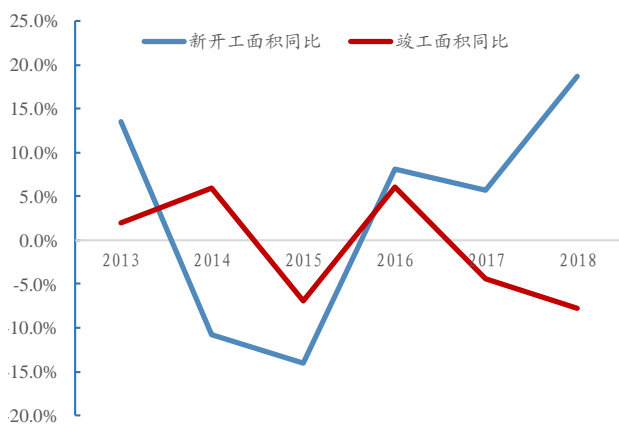
表 4: 2019Q1 国内电解铝企业减停产共计 64 万吨

企业	停产产能 (万吨)	备注
华圣铝业	4	中铝旗下, 1月已停, 指标拟出售给云铝
华圣铝业	11	中铝旗下, 待停, 指标拟出售给云铝
华宇新材料	11	中铝旗下, 1月已停
中铝山西新材料	4	中铝旗下, 1月已停
恒康铝业	12	1月已停
西部水电	5	1月已停
河南永登	5.5	2月已停
内蒙古通顺	11.5	3月已停
合计	64	

数据来源: 百川资讯, 安泰科, 国泰君安证券研究

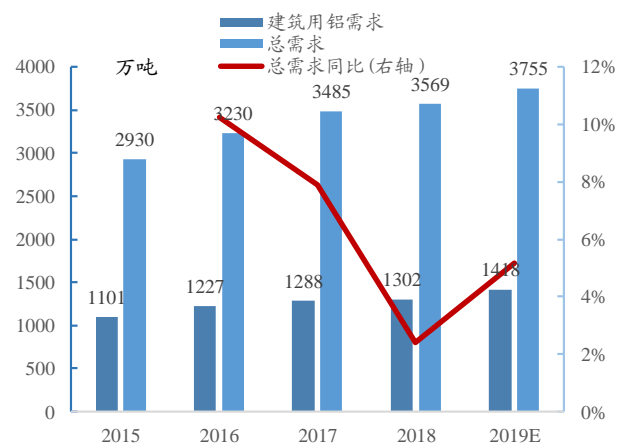
而需求端, 我们认为房产竣工回暖有望明显提振铝需求增长。2018 年房产竣工同比下滑 8%, 而新开工同比增长约 19%, 展望 2019 及未来几年, 我们认为竣工与新开工之间裂口终将弥合, 开工终将走向竣工, 竣工大幅转正将直接带动电解铝需求回暖。在 2019 年房屋竣工同比 15% 假设下, 预计建筑铝需求将较 2018 年增长约 116 万吨, 带动电解铝总需求同比增长约 5%。近期在供给端增长缓慢, 需求改善下, 铝社会库存出现快速去化, 我们认为后续随着库存继续去化及前期宏观悲观预期的逐步修复(中美贸易战等影响), 铝价有望在 2019Q2/Q3 迎来反弹。

图 23: 2016-2018 年房屋新开工及竣工同比裂口不断增大



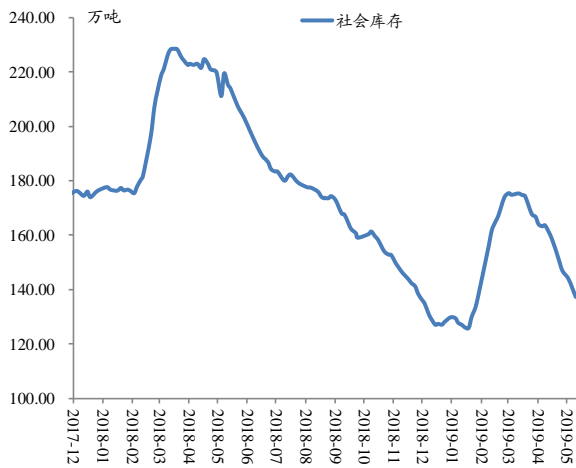
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 24: 预计 2019 年房屋竣工回升 (假设同比 15%) 将拉动建筑用铝需求增长 116 万吨



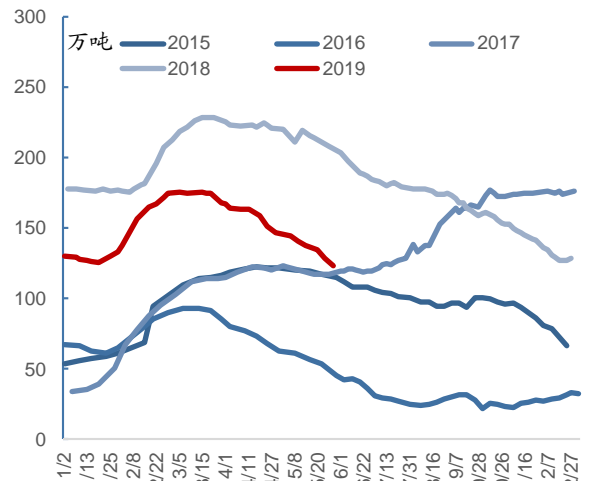
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 25: 截至 2019 年 6 月, 铝社会库存已从高点去化接近 50 万吨



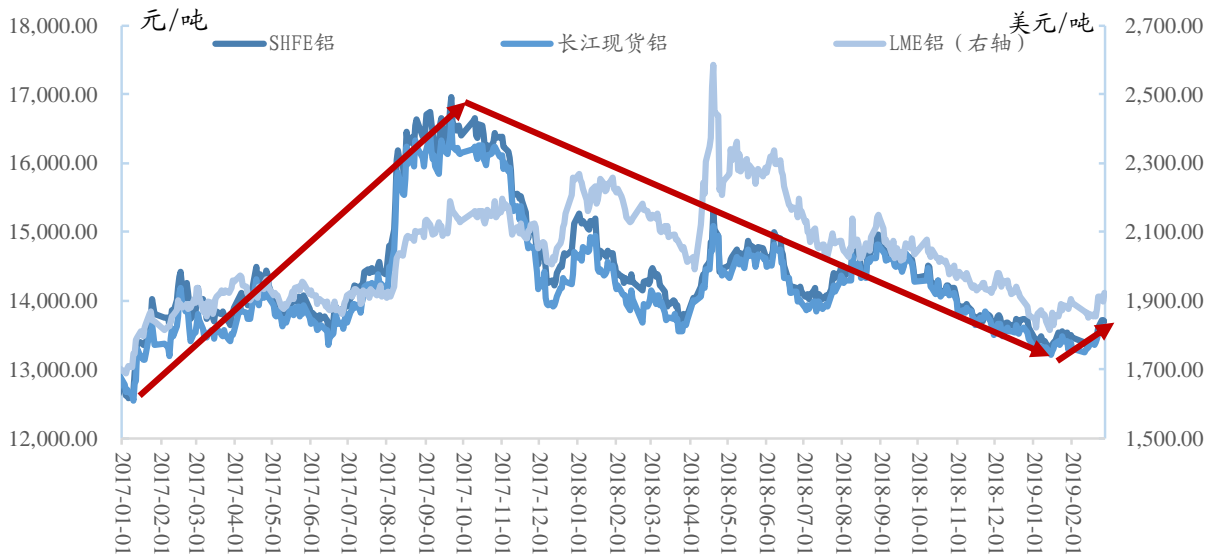
数据来源: SMM, 国泰君安证券研究

图 26: 2019 春节过后铝库存快速去化



数据来源: SMM, 国泰君安证券研究

图 27: 铝价自 2017 年高点回落, 低位徘徊已久, 近期已有反弹迹象



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

公司盈利有望明显改善, 盈利弹性测算显示, 铝价每上涨 500 元/吨, 公司归母净利润将增加约 16 亿元 (按 2019 年估计产量 650 万吨测算)。

6. 盈利预测及估值

6.1. 核心假设: 2019 铝行业利润有望迎来修复

我们认为 2019 铝供需边际好转有望促使铝价反弹 (如前所述), 而原材料价格氧化铝及阳极有望保持相对弱势, 铝行业利润有望迎来修复, 公司为行业龙头, 原铝产量位居首位将充分受益于价格上涨。铝价 14100/14200/14500 元/吨 (含税) 假设下, 预计公司 2019/2020/2021 将实现归母净利润约 59/71/91 亿元。

表 5: 2019-2021 年公司分业务盈利预测 (单位: 亿元)

		2018A	2019E	2020E	2021E
液态铝合金	收入	674	686	691	706
	成本	541	521	510	504
	毛利	133	165	181	202
铝合金锭	收入	41	44	44	45
	成本	35	36	35	35
	毛利	6	7	9	10
铝加工材	收入	70	73	88	90
	成本	64	66	80	81
	毛利	7	7	9	9
氧化铝	收入	110	102	108	112
	成本	77	82	87	84
	毛利	34	20	20	28
合计	收入	902	911	938	959
	成本	748	736	744	735
	毛利	154	175	194	224

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

6.2. 估值: 结合 PB 法和绝对估值法给予公司目标价 8.26 元

6.2.1. PB 估值法目标价 8.14 元

PB 估值法对应每股合理估值 10.80 元。 参考盈利预测和可比铝业上市公司 PB 均值 1.12 倍, 我们预计公司 2019 年实现每股净资产为 7.27 元, 则对应每股合理估值 8.14 元。

表 6: 可比标的盈利预测及估值

公司代码	公司名称	股价 (元) 2019/08/15	EPS			PB(LF)	投资评级
			2018	2019E	2020E		
000807	云铝股份	4.69	-0.56	0.15	0.25	1.47	增持
000933	神火股份	4.2	0.13	0.21	0.37	1.30	增持
600219	南山铝业	2.27	0.15	0.14	0.16	0.70	增持
601677	明泰铝业	10.06	0.84	1.08	1.39	1.00	增持
平均值			0.14	0.40	0.54	1.12	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

6.2.2. FCFE 估值法目标价 8.38 元

绝对估值法合理估值每股 8.38 元。 使用 FCFE 模型进行估值, 参考我们对利润表和资产负债表的预测, 预计 2019-2021 年自由现金流为 61/65/63 亿元。假设未来自由现金流永续增长率为 1%, 参考 SW 电解铝行业 beta 1.3, 中国五年期国债收益率 3.1%, 沪深 300 指数五年年化收益率 11.8%, 计算得到公司 WACC 为 9.6%, 在此假设下运用两阶段模型, 推算公司合理估值每股 8.38 元。

首次覆盖增持评级。 综合 PB 和 FCFE 估值法, 考虑到 2019 铝价有望反弹公司作为龙头将充分受益, 首次覆盖给予目标价人民币 8.26 元 (折

合 9.20 港币/股），预测公司 2019-2021 年 EPS 0.69/0.82/1.05 元，对应 2019-2021 年 PE 12/10/8 倍估值，当前价格 5.25 港币/股，折合人民币 4.71 元/股，空间 75%，首次覆盖增持评级。

7. 风险提示

铝消费不及预期的风险：若国内宏观经济持续走弱及中美贸易战持续发酵，或将对电解铝消费产生较大影响，铝消费不及预期将使供需格局进一步走弱，压制铝价。

公司自备电补缴的风险：前述公司自备电补缴可能性较小，但若补缴将对公司成本造成较大压力，竞争优势明显减弱。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路669号博华广场20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甲9号金融街中心南楼18层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		