

冀东水泥 (000401)

报表持续改善，弹性将进一步展现

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (分析师)
	0755-23976830	021-38674879
	baoyanxin@gjas.com	huangtao@gjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

我们认为冀东水泥再逢布局时点，京津冀集中了优质的基建项目，将成为专项债发力的抓手，冀东水泥作为区域龙头，报表质量持续改善，业绩弹性有望进一步展现。

投资要点:

- **维持“增持”评级:** 我们维持公司 2019-21 年 EPS 预测 2.09、2.57、3.01 元，维持目标价 21.08 元。
- **逆周期调控大幕已开启，京津冀集中了最优质基建项目:** 我们认为专项债、降准政策陆续出台，正式拉开逆周期调控的大幕；同时我们宏观判断今年年内有望提前下达 2020 年专项债额度及新增额度，并且后续降息可期，而同时优质的项目或将成为稀缺，我们认为对于基建弹性较大的“三北”地区，京津冀或集中了最优质的基建项目，水泥需求有望持续量价齐升，超过市场预期。
- **京津冀需求空间领跑全国，冀东有望继续展现业绩弹性:** 我们认为“三北”水泥需求主要受基建拉动，2018 年 7 月国常会后华北地区需求明显反弹，2019 年至今需求增速领跑全国。2019 年 10 月雄安新区建设以及全面进入大规模城市开发建设开发阶段，而京津冀一体化持续深化，华北区域需求有望继续释放，冀东做为京津冀水泥龙头，有望继续展现业绩弹性。
- **收购水泥窑危废处置企业红树林，打开协同处置成长空间:** 近日公司公告收购红树林，红树林为金隅最优质资产之一，主营水泥窑危废处置。我们认为首先可以整合红树林内部的水泥窑产能，同时有望开发冀东内部优质水泥窑资源，打开成长空间；此外，由于参与协同处置的水泥窑可以不参加冬季错峰，有利于提升错峰停产中的灵活性。
- **风险提示:** 宏观经济下滑，基建工程项目投放不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,168	30,849	41,620	47,160	52,152
(+/-)%	104%	23%	35%	13%	11%
经营利润 (EBIT)	2,739	4,756	8,967	10,836	12,529
(+/-)%	426%	74%	89%	21%	16%
净利润 (归母)	504	1,483	2,822	3,467	4,060
(+/-)%	854%	194%	90%	23%	17%
每股净收益 (元)	0.37	1.10	2.09	2.57	3.01
每股股利 (元)	0.00	0.40	0.70	0.85	1.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.9%	15.4%	21.5%	23.0%	24.0%
净资产收益率 (%)	3.7%	10.2%	17.1%	18.5%	18.9%
投入资本回报率 (%)	5.5%	10.9%	20.4%	26.0%	28.9%
EV/EBITDA	7.2	4.5	2.4	1.4	0.7
市盈率	45.0	15.3	8.0	6.5	5.6
股息率 (%)	0.0%	2.4%	4.2%	5.1%	5.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **21.08**

上次预测: 21.08

当前价格: 16.83

2019.10.13

交易数据

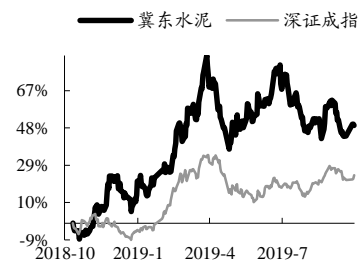
52 周内股价区间 (元)	9.74-20.30
总市值 (百万元)	22,679
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,348/1,347
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	22.29
日均成交值 (百万元)	369.20

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	14,886
每股净资产	11.05
市净率	1.5
净负债率	77.78%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.43	0.03
Q2	1.11	1.00
Q3	0.37	0.75
Q4	0.05	0.31
全年	1.10	2.09

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-6%	0%
相对指数	1%	-11%	-28%

相关报告

《持续改善，明年弹性更值得期待》2019.10.10

《需求高增长确定，盈利再创新高》2019.08.23

《量价齐升超预期，大国大城新篇章》2019.04.24

《Q4 销量大增，京津冀都市圈提升需求潜力》2019.03.22

《业绩预告符合预期，整合更进一步》2019.01.10

模型更新时间: 2019.10.12

股票研究

原材料
建材

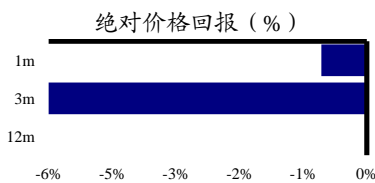
冀东水泥 (000401)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **21.08**
上次预测: 21.08
当前价格: 16.83

公司网址
www.jdsn.com.cn

公司简介

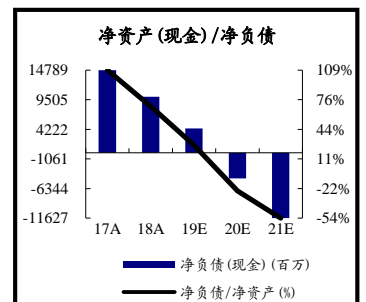
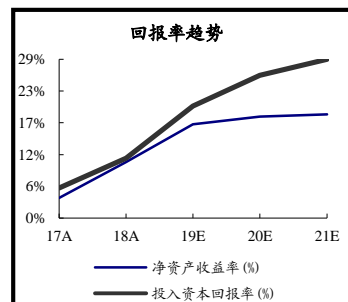
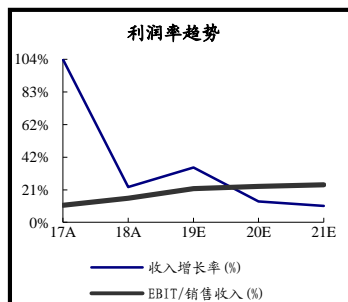
公司是一家综合型建材企业, 集水泥、混凝土业务平台, 集水泥、混凝土、砂石骨料、干混砂浆、外加剂、环保、耐火材料、物流、矿粉等为一体, 形成上下游配套的完整建材产业链, 布局京、津、冀、辽、吉、黑、蒙、陕、晋、鲁、豫、湘、渝等多个省。
公司始终坚持以“绿色发展、循环发展、低碳发展”的理念为指导, 以自主知识产权为依托, 全面促进集团水泥产业环保转型的步伐。



52 周价格范围 9.74-20.30
市值 (百万) 22,679

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	25,168	30,849	41,620	47,160	52,152
营业成本	18,435	21,398	26,161	29,298	32,217
税金及附加	300	460	583	660	730
销售费用	928	1,082	1,332	1,415	1,460
管理费用	3,154	3,552	4,578	4,952	5,215
EBIT	2,739	4,756	8,967	10,836	12,529
公允价值变动收益	199	41	0	0	0
投资收益	-201	64	60	60	60
财务费用	1,260	1,270	455	259	57
营业利润	1,433	3,436	9,022	11,087	12,982
所得税	479	856	2,255	2,772	3,246
少数股东损益	435	1,076	3,945	4,848	5,677
净利润	504	1,483	2,822	3,467	4,060
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	5,796	9,366	12,505	14,167	18,382
其他流动资产	488	1,097	1,097	1,097	1,097
长期投资	1,412	1,342	1,342	1,342	1,342
固定资产合计	30,110	28,519	27,728	26,834	27,748
无形及其他资产	5,229	5,562	5,366	4,313	4,168
资产合计	57,059	61,675	68,195	70,466	77,762
流动负债	29,477	31,001	31,699	26,800	25,707
非流动负债	7,975	6,244	6,243	6,243	6,243
股东权益	13,580	14,580	16,457	18,779	21,492
投入资本(IC)	33,018	32,821	32,944	31,200	32,532
现金流量表					
NOPLAT	1,813	3,564	6,725	8,127	9,397
折旧与摊销	2,489	2,515	2,447	2,547	2,731
流动资金增量	-697	1,566	-109	-203	-563
资本支出	-621	-529	-1,460	-600	-3,500
自由现金流	2,985	7,115	7,603	9,870	8,065
经营现金流	3,527	6,531	8,519	10,857	11,902
投资现金流	814	-427	-1,400	-540	-3,440
融资现金流	-3,309	-2,929	-3,979	-8,655	-4,247
现金流净增加额	1,032	3,175	3,139	1,662	4,214
财务指标					
成长性					
收入增长率	104.0%	22.6%	34.9%	13.3%	10.6%
EBIT 增长率	426.0%	73.7%	88.5%	20.8%	15.6%
净利润增长率	853.7%	194.1%	90.2%	22.9%	17.1%
利润率					
毛利率	26.8%	30.6%	37.1%	37.9%	38.2%
EBIT 率	10.9%	15.4%	21.5%	23.0%	24.0%
净利润率	2.0%	4.8%	6.8%	7.4%	7.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.7%	10.2%	17.1%	18.5%	18.9%
总资产收益率(ROA)	0.9%	2.4%	4.1%	4.9%	5.2%
投入资本回报率(ROIC)	5.5%	10.9%	20.4%	26.0%	28.9%
运营能力					
存货周转天数	34	33	30	30	30
应收账款周转天数	28	28	24	24	24
总资产周转天数	715	702	569	537	519
净利润现金含量	6.99	4.40	3.02	3.13	2.93
资本支出/收入	2%	2%	4%	1%	7%
偿债能力					
资产负债率	65.8%	61.0%	56.1%	47.3%	41.4%
净负债率	108.9%	68.9%	26.4%	-24.3%	-54.1%
估值比率					
PE	45.0	15.3	8.0	6.5	5.6
PB	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.2	4.5	2.4	1.4	0.7
P/S	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4
股息率	0.0%	2.4%	4.2%	5.1%	5.9%



目 录

1. 逆周期调控加码，京津冀基建弹性有望继续领跑.....	4
1.1. “三北”水泥需求主要受基建拉动.....	5
1.2. 京津冀重点工程项目成为抓手，雄安进入大规模建设阶段.....	5
2. 坐拥京津冀核心经济带，冀东业绩弹性或进一步展现.....	8
2.1. 金隅冀东合并完成，京津冀水泥龙头报表质量持续改善.....	8
2.2. 报表质量持续改善，有望进一步展现业绩弹性.....	9
2.3. 整合金隅集团最优质资产之一的红树林，打开水泥窑协同处置 成长空间.....	11
3. 风险提示.....	11

1. 逆周期调控加码，京津冀基建弹性有望继续领跑

我们认为 2019 年 6 月 10 日国务院发布的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，预示着逆周期调控政策开始出台。而 9 月的国常会再次强调六个稳，提出及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，及央行年内第二次全面降准正式拉开了逆周期调控的大幕。

我们认为结合 8 月财政部下达文件《关于报送 2019 年 1-7 月新增债券使用情况的通知》，提前摸底 2020 年地方政府新增债券需求情况，可能是为今年年内下达 2020 年专项债部分新增额度做好准备；并且我们宏观团队预计四季度可能提前下发 2020 年专项债额度 7000-10000 亿，后续降息可期。

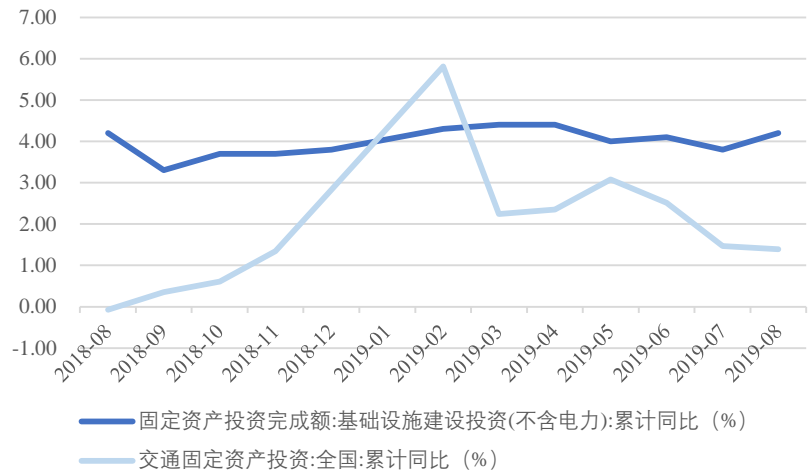
表 1: 专项债、降准政策出台，标示逆周期调控大幕开启

会议或文件名称	时间	与基建相关内容
中共中央办公厅、国务院办公厅:《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	2019 年 6 月 10 日	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。
国务院常务会议	2019 年 7 月 24 日	要按照宏观政策的要求，统筹运用多种工具，推动实际利率有效下降，支持中小银行发展，降低企业特别是小微、民营企业融资成本。要压实地方责任，防范金融风险。区域金融改革创新要服从服务于宏观政策的大局。
财政部:《关于报送 2019 年 1-7 月新增债券使用情况的通知》	2019 年 8 月	要求地方上报 2020 年地方政府新增债券需求情况
国务院常务会议	2019 年 9 月 4 日	根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。 及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融。
央行公开市场业务操作室	2019 年 9 月 6 日	为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

2019 年 1-8 月基础设施建设投资完成额（不含电力）同增 4.2%，较 1-7 月提高 0.4pct，其中交通固定资产投资 1-8 月累计值同比增长 1.39%，基建投资数据持续回暖，我们认为在逆周期调控加码背景下，基建将成为重要的抓手。

图 1 基建投资数据稳中向好

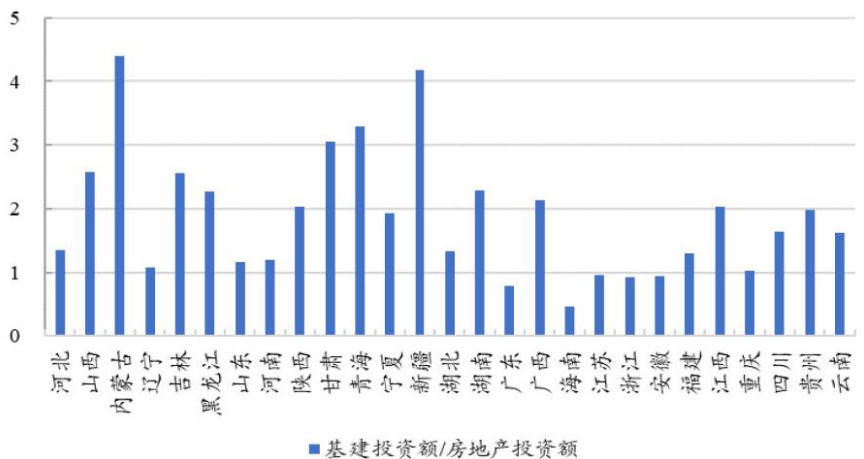


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.1. “三北”水泥需求主要受基建拉动

水泥下游需求对应基建、地产及农村建设,分区域看,“三北”地区(华北、东北、西北)水泥需求以基建占比高,而华东以及华南地区则地产占比高。我们以 2015 年基建投资额与房地产投资额的比值表征区域主导因素 (>1 表征基建主导, <1 表征地产主导),“三北”地区基建/地产值显著>1,而浙江、江苏、安徽等长三角区域省市以及广东省则明显呈现出地产需求占优。

图 2 “三北”水泥需求基建主导,华东及华南则为地产驱动



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.2. 京津冀重点工程项目成为抓手,雄安进入大规模建设阶段

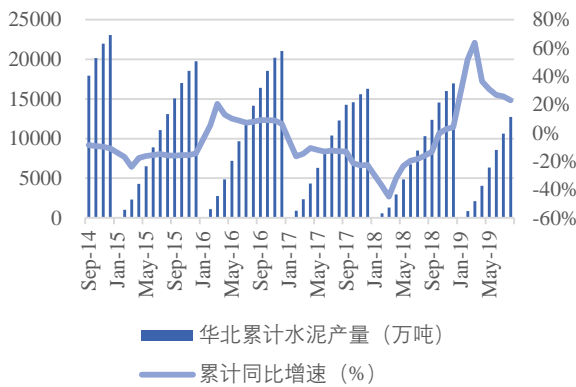
我们认为华北坐拥京津冀核心经济带,基础设施建设体量为北方之最。在京津冀一体化以及雄安新区的发展空间指引之下,华北水泥需求进一步释放的概率较大;并且雄安新区建设已经进入大规模城市开发实施阶段,有望提供向上弹性。

河北 2019 年基建投资持续发力,年内多个高速或机场项目开建或竣工。2019 年 1 月,河北省发改委对外公示《2019 年河北省重点项目名单》,其中计划开工项目 100 个,续建项目 100 个、保投产(含部分投产)项

目 100 个、前期项目 100 个。河北省交通运输工作会会议提及，2022 年冬奥会重大交通保障项目延崇高速主线将确保在年内建成通车，并加快延崇高速延伸线、赤城支线建设进度；开工建设大兴国际机场北线高速廊坊段；张家口宁远机场改扩建工程上半年竣工，邢台军民合用机场开工建设。2019 年河北省交通运输工作的主要预期目标为固定资产投资完成 900 亿元以上，保持稳定增长。

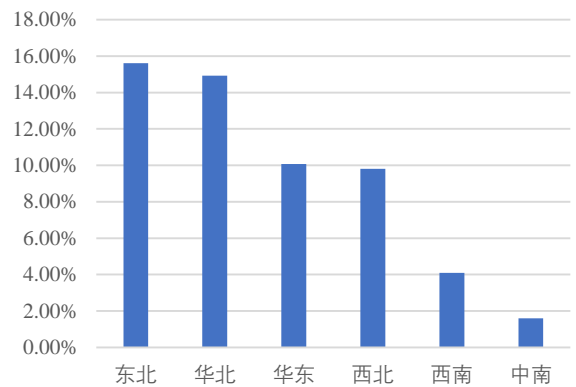
雄安新区大规模城市开发建设进入实施阶段，10 月雄安新区容城县自然资源局发布《雄安商务服务中心项目国有建设用地使用权出让公告》。雄安商务服务中心项目用地面积约 21 公顷，规划地上建筑面积约 58 万平方米，地下建筑面积约 31 万平方米。

图 3 华北累计水泥产量增速处同期高位



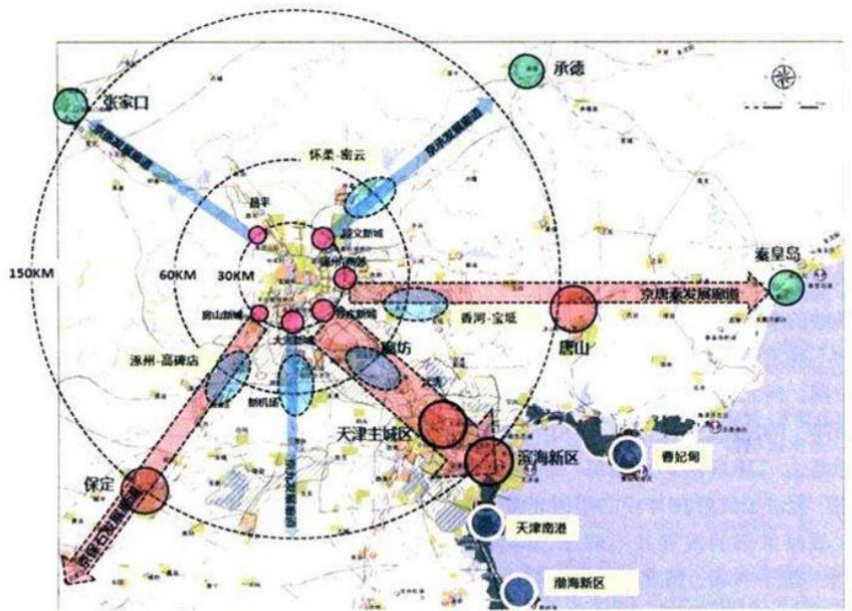
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 4 截至 8 月华北水泥产量增速仅次于东北



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 5 京津冀核心城市结构



数据来源：新浪财经

图 6 雄安新区规划范围



数据来源：新华网

表 2: 2019 年河北、北京部分规划开工重点工程

项目类别	项目代表
河北	
油气管线	曹妃甸新天液化天然气有限公司唐山 LNG 接收站及外输管线 河北省天然气有限责任公司长输管线
产业园区	邢台松赫环保科技有限公司循环经济产业园 金风科技股份有限公司风电科技产业园
文化旅游	万德公司承德班夫国际旅游度假区 中赫太舞文化旅游有限公司太子城冰雪小镇一期 河北骏驰旅游开发有限公司奥伦达部落五色天路运动休闲特色小镇 崇礼冰雪旅游 遵化融晟旅游发展有限公司中国古温泉旅游度假区 秦皇岛艾伦旅游开发有限公司秦皇岛冷口温泉文化旅游度假区
公路	河北高速建设(张北至尚义、新机场北线高速公路廊坊段、京港澳高速南口引线)
北京	
铁路	北京城市副中心站综合交通枢纽(通州区-潞城镇)
公路	京雄高速(北京段) 国道 109 新线高速公路(六环-市界)
轨道交通	轨道交通新机场线北延 轨道交通 11 号线西段(冬奥支线) 13 号线扩能提升工程
城市道路	北清路快速化提级 京新高速至京承高速 安立路快速化提级 九棵树西路道路工程 高井规划一路
交通枢纽	东夏园交通枢纽

	清河站交通枢纽 (一期) 王佐公交保养场及场站 延庆综合交通服务中心 (公交停保中心) 临空经济区大礼路 (大广高速-京台高速) 管廊工程
垃圾处理	首钢鲁家山环境公园化改造
水务工程	新航城再生水厂 (一期)

数据来源: 政府网站, 国泰君安证券研究

表 3: 河北省 2019 年交通固定资产投资

	投资目标
公路	高速公路完成 552 亿元, 普通干线完成 120 亿元, 农村公路完成 75 亿元
铁路	地方铁路完成 20 亿元, 路网改造完成 43 亿元
港口	港口建设完成 30 亿元
场站	机场建设完成 40 亿元, 公路场站 20 亿元

数据来源: 政府网站, 国泰君安证券研究

2. 坐拥京津冀核心经济带, 冀东业绩弹性或进一步展现

2.1. 金隅冀东合并完成, 京津冀水泥龙头报表质量持续改善

2019 年 1 月, 冀东与间接控股股东金隅集团重大资产重组实施完毕, 冀东成为唯一水泥资产整合平台, 京津冀水泥龙头正式启航。根据中国水泥网发布的 2018 年各企业水泥熟料产能, 公司熟料产能约 0.99 亿吨, 仅次于中国建材 (3.75 亿吨) 以及海螺水泥 (2.08 亿吨), 位列全国第三。

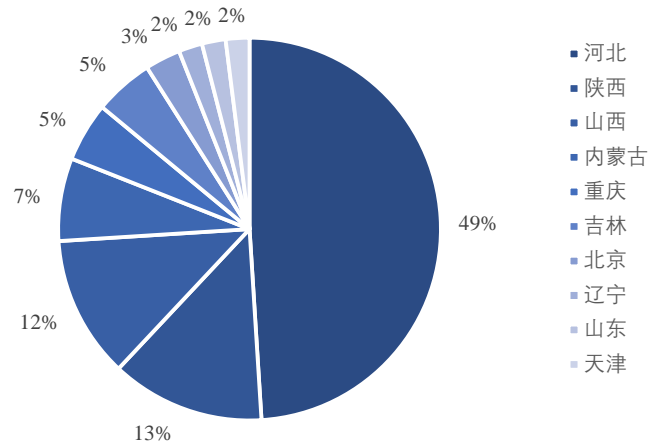
公司市场覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等 13 个省 (直辖市、自治区), 公司在北方特别是京津冀地区的市场占有率及市场竞争优势得到了进一步提升, 在山西地区的产能也提升至 1085 万吨, 占山西市场份额 17.27%, 位居省内第一。

图 7 金隅冀东水泥熟料产能仅次于中国建材、海螺水泥 (万吨)



数据来源: 中国水泥网, 国泰君安证券研究

图 8 产能主要分布在华北地区



数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

表 4: 金隅冀东重点区域产能占比

排名	企业	熟料年产能 (万吨)	占比
河北省水泥熟料产能排行			
1	金隅冀东	4764.7	46.89%
2	曲寨水泥	806.0	7.93%
3	新峰水泥	403.0	3.97%
4	福成水泥	279.0	2.75%
5	第二水泥厂	248.0	2.44%
山西省水泥熟料产能排行			
1	金隅冀东	1085.0	17.27%
2	山水水泥	837.0	13.33%
3	华润水泥	465.0	7.40%
4	吉港水泥	310.0	4.94%
5	金圆水泥	248.0	3.95%
陕西省水泥熟料产能排行			
1	尧柏集团	1494.2	25.50%
2	金隅冀东	1193.5	20.37%
3	海螺水泥	992.0	16.93%
4	声威建材	728.5	12.43%
5	生态水泥	279.0	4.76%

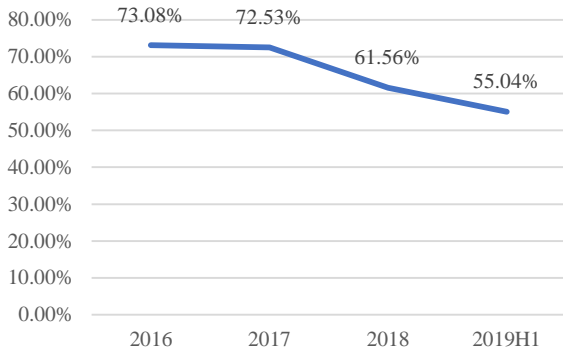
数据来源：中国水泥网，国泰君安证券研究

2.2. 报表质量持续改善，有望进一步展现业绩弹性

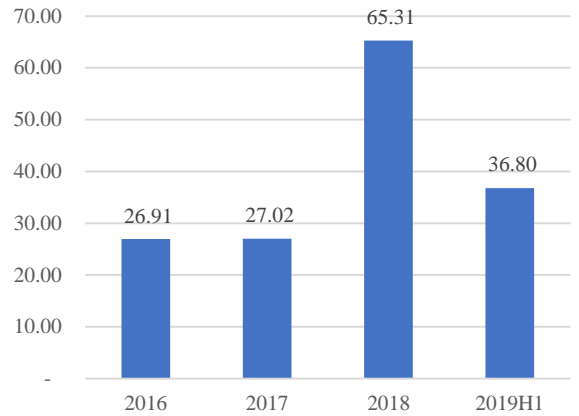
伴随金隅冀东整合的逐步完成，公司经营成效显著，报表持续改善，资产负债率从 2016 的 73.08% 降至 2019H1 的 55.04%，减少 18.04 个百分点。现金流角度观察，2019H1 经营活动产生的现金流量净额为 36.80 亿元，同比增长 44.90%，明显超过净利润。

图 9 公司近三年资产负债率

图 10 公司近三年经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



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

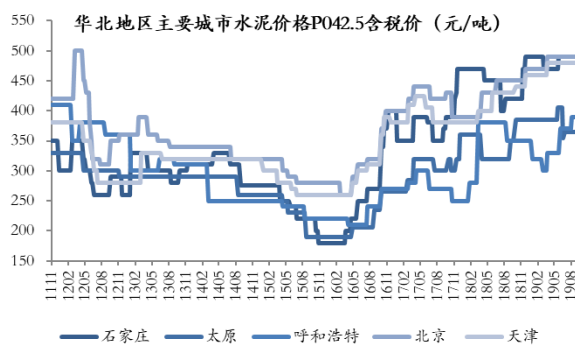
我们认为冀东产能聚焦华北市场(尤其是核心经济带京津冀),向西北及东北地区点状扩散,京津冀水泥需求的释放有望驱动冀东的业绩弹性。

我们观察到,今年第三季度,北方项目释放叠加夏季错峰停产,华北市场水泥出现供不应求,淡季价格不降反升,凸显区域内供需结构出现明显的改善。

从供给端看,中国环保政策虽然不再“一刀切”,但在大气污染物排放硬性指标下,水泥错峰生产及环保力度难言放松。2019年9月,《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》出台,文件指明要进一步加大大气污染治理以缓解厄尔尼诺天气带来的负面影响;方案要求河北石家庄、唐山、保定分别淘汰水泥产能260万吨、260万吨、4万吨。我们认为夏季及冬季错峰生产将成为常态,区域内供给格局持续向好。

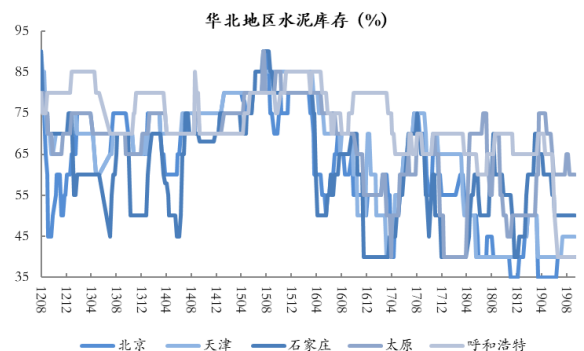
我们认为,随着国庆后需求的释放,目前华北区域企业平均库存均只有4成左右,整体处于供不应求的状态,后续价格有望进一步上涨。我们认为冀东金隅重组后对于区域的控制力度将强化,而逆周期调控开启基建加码,华北基建需求有望进一步抬升,公司未来有望继续展现业绩弹性。

图 11 华北水泥价格 19Q2 淡季不降



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 12 华北 19Q2 水泥库存处同期低位



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

表 5:冀东业绩弹性测算

	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3E	2019Q4E	2019E	悲观	中性	乐观
销量-万吨	8295	1113	2464	2838	2200	8615	9046	9477	9907
吨出厂均价 (元/吨)	297	324	367	360	330	350	355	360	370
吨成本 (元/吨)	206	217	223	225	225	223	223	223	223
吨毛利 (元/吨)	91	107	144	135	105	127	132	137	147
吨三项费用 (元/吨)	57	101	51	60	72	66	66	66	66
吨净利润 (元/吨)	24	4	76	60	26	50	53	57	65
净利润 (万元)	255962	10790	243398	168966	64533	487686	530691	598081	713332
归母净利润 (万元)	148323	4491	143472	98000	34203	280000	307801	346887	413733

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.3. 整合金隅集团最优质资产之一的红树林, 打开水泥窑协同处置成长空间

2019年10月8日, 冀东水泥公告称拟从金隅集团, 以一半现金一半股权对价形式收购金隅红树林环保, 使公司对金隅红树林最终净持股由26.98%提升至100%。

红树林是我国最早的做水泥窑处置危废的企业, 资质较为齐全, 且占据京津冀的区位优势(危废禁止跨省运输), 盈利能力稳定, 交易评估价35亿, 相当于1.4倍PB, 2019年1-5月净利润1.15亿元, 估算以2019年超过2.5亿净利润, 净利率约20%, 推算对应19年15倍以内PE收购价, 截止5月底, 在手现金5.6亿元, 无有息负债, 按照2018年度现金流量看, 经营性净现金流远大于净利润。

我们认为金隅红树林拥有相当的水泥窑处置危废技术积淀, 过去投资金隅集团内部水泥窑协同处置项目为主, 此次变身为冀东水泥子公司, 一方面符合金隅集团将整个水泥业务由冀东整合的思路(红树林内部本身也有两条水泥窑), 同时有望开发冀东内部优质的水泥窑资源(冀东的水泥窑单线规模更大, 且更新), 打开成长空间。由于水泥窑处理危废属高利润朝阳行业(海螺创业此业务毛利率高于70%), 我们认为此举有望增厚股东利润

根据错峰停产政策规定, 参加水泥窑协同处置的水泥窑在理论上可以不参加冬季错峰, 随着冀东优质水泥窑在此次交易后逐步参与协同处置, 将提升在错峰停产中的灵活性和主动权。

3. 风险提示

基建工程项目投放不及预期: 北方水泥需求主要由基建拉动, 若华北基建“补短板”项目落地不及预期, 将影响水泥需求。

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
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。	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:	gtjaresearch@gtjas.com		