



运输

中远海控 (1919)

在低谷，等待复苏和变革

——中远海控 H 首次覆盖报告

	陈金海(分析师)	郑武(分析师)
	021-38674925	0755-23976528
	chenjinhai@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880517070003	S0880514030002

本报告导读:

在行业周期和股票估值低谷，等待疫情过去、周期复苏、行业变革等推动价值回归。

摘要:

- **盈利和估值有望回升，首次覆盖，“增持”评级。**集运周期和公司估值都处于历史低点，疫情过去、周期复苏、行业变革等都有望推动公司盈利回升、价值回归。我们预计 2020-22 年 EPS 0.11、0.14、0.17 元人民币。综合 DCF 估值法和可比公司 PB，给予目标价 2.8 港元。
- **负面共振，熊市买点已经出现。**航运长期熊市意味着长期 ROE 低，投资难度极大。只有基本面负面共振、估值反映悲观预期，才可能出现买点。2020 年集运行业处于周期低谷，上半年疫情冲击达到高峰；中远海控估值处于历史低点，熊市买点已经出现。中远海控股价上涨的概率和空间远远大于下跌，不确定性在于时间。
- **三季度需求恢复，2021 年周期复苏。**随着中美贸易冲突的影响边际减弱、疫情缓解后复产复工，预计三季度运输需求将回升。三季度是传统旺季，运输需求将环比增长。国外疫情蔓延将持续影响集运需求，无论是时间还是幅度都具有很大的不确定性。但是 2020-22 年运力低增长，如果库存周期上升推动需求周期复苏，集运行业有望复苏。
- **变革推动盈利和估值中枢上行。**行业集中度提高导致运价下行风险下降，推动行业估值中枢上升。集装箱船大型化放缓，中长期供给压力减轻，推动行业利润率中枢上行。中远海控的市场份额提高带来定价能力提升、内部变革带来成本下降，盈利能力相对行业提高，估值中枢有望上升。集运行业的中长期回报率有望阶段性达到并超过社会平均回报率，PB 有望逐渐回升。
- **风险提示。**全球经济增速下行，全球贸易冲突再起，造船技术大幅进步，突发事件冲击供应链。

评级: **增持**

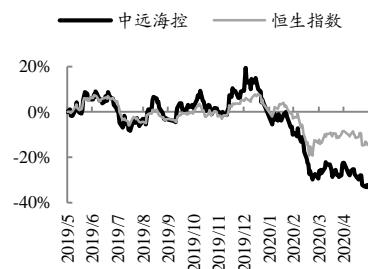
当前价格 (港元): 1.96

2020.05.31

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	1.93-3.45
当前股本 (百万股)	12,260
当前市值 (百万港元)	24,029

52 周内股价走势图



相关报告

《并购整合效率提升，行业景气尚难乐观》
2019.08.31

财务摘要 (百万人民币)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	71,160.18	90,463.96	120,829.53	151,056.68	146,758.93	154,023.39	158,901.14
(+/-)%	9.4%	27.1%	33.6%	25.0%	-2.8%	4.9%	3.2%
毛利润	-705.62	7,859.32	10,224.65	16,227.02	13,908.88	13,642.98	14,240.70
净利润	-9,906.00	2,661.94	1,230.03	6,764.10	1,325.76	1,746.41	2,080.65
(+/-)%	-2211%	-126.9%	-53.8%	449.9%	-80.4%	31.7%	19.1%
PE	-2.51	12.88	21.47	5.12	16.58	12.59	10.56
PB	1.35	1.66	1.15	0.98	0.59	0.56	0.53

目录

1. 投资时机: 估值低点, 周期底部.....	3
1.1. 牛市买上行趋势, 熊市买负面共振.....	3
1.2. 估值: 历史低点, 行业下游.....	4
1.3. 周期: 处于中长期底部.....	5
2. 三季度需求修复, 2021 年周期复苏.....	5
2.1. 下半年需求恢复推动运价上涨.....	5
2.2. 2021-22 年大概率集运周期复苏.....	7
2.3. 长期投资回报率中枢有望回升.....	9
3. 行业和公司变革, 估值中枢上行.....	10
3.1. 联盟和并购后, 下行风险收敛.....	10
3.2. 公司份额提升, 相对竞争力增强.....	11
4. 目标价 2.8 港元, 增持评级.....	12
5. 风险分析.....	13
5.1. 中国出口增速下行.....	13
5.2. 全球贸易冲突再起.....	13
5.3. 造船技术大幅进步.....	13
5.4. 突发事件冲击供应链.....	13

1. 投资时机：估值低点，周期底部

在连续看空航运板块十一年之后，我们认为 2020 年集运行业出现了买入机会。过去十一年，是航运业波动率收缩的熊市上半场。未来十年，可能是延续低波动率的熊市下半场。航运长期熊市意味着长期 ROE 低，长期熊市投资航运股的难度极大。如果兼具三个条件，也许能提升胜率：一是基本面负面共振，二是估值反映悲观预期，三是行业变革推动回报率中枢上行。

2020 年是过去十年里，集运行业面临不确定性最大的一年。我们现在和未来，都无法量化估计全球箱量受疫情冲击的程度。我们预计 2020 年全球集运市场景气度下行，而中远海控港股估值也反映了对全球贸易的悲观情绪。与 2008 年 10 月的干散货航运相似，情绪悲观的高点，容易出现中级反弹的买点。

我们认为，全球供应链终究是一个具有强大自我修复能力的自组织复杂系统。2020 年新冠疫情给全球贸易的冲击，可能会给集运这个已经经历了十年熊市的行业带来更为深远的影响。中远海运依托中国的金融体系和世界工厂地位，预计能够活着穿越熊市。

航运的市场从来不可预测，但我们因为工作需要，不得不作出判断。对于经历了并且预计仍将经历漫长熊市的集运业而言，负面共振的年度，才是值得冒险作出判断的年份。

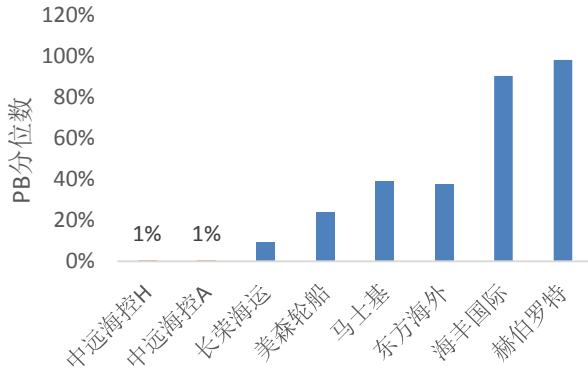
1.1. 牛市买上行趋势，熊市买负面共振

我们对航运的牛市的定义，是指行业持续两年以上获得超额且不断上升的股东回报，而不是个别月度季度的运价飙升。当出现牛市，运价弹性不断放大，趋势投资可行。

如果是熊市，企业的 ROIC 水平处于低位，盈利和估值都难以持续上升。我们把 2009-2019 年定义为熊市上半场，由于 2008 年金融危机之前的订单持续交付，产能利用率震荡下行，盈利弹性与股价弹性震荡变小。我们预计未来十年是熊市下半场，长期亏损的船东逐渐失去融资能力，产能利用率见底回升。

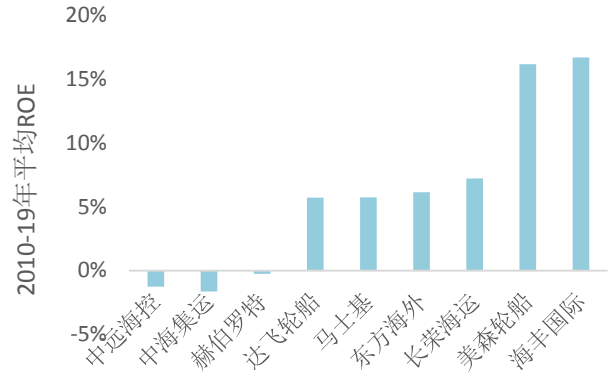
正因为熊市运价难以实现连年的上涨，因此只能在负面共振的时候买入。

图 1: 中远海控 H 估值处于近十年的低分位数



数据来源: Wind, Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 2: 大型班轮公司中长期历史平均 ROE 偏低

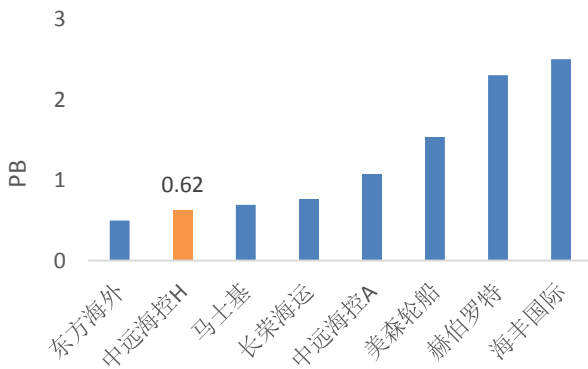


数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2. 估值: 历史低点, 行业下游

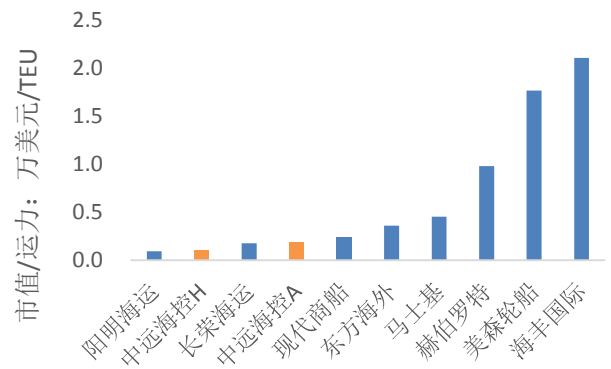
中远海控 H 股的估值处于历史底部、行业下游。在相对有效市场, 历史估值底部具有支撑作用。中远海控 H 股的 PB 处于 1% 低分位, 在估值底部。在集运行业, 中远海控 PB 处于下游, 市值/运营运力处于行业较低水平。

图 3: 中远海控的估值处于行业下游



数据来源: Wind, Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 4: 市值/运营运力处于行业中下游



数据来源: Bloomberg, Alphaliner, 国泰君安证券研究

产业资本并购价格在 1-1.5 倍 PB。集运行业具有的规模效应、网络效应和强周期性, 导致难以用 PB、PE 等估算绝对价值。班轮公司盈利能力差异较大, 也难以横向比较 PE、PB、单箱利润。但是产业资本的并购价格在 1-1.5 倍 PB, 说明 1 倍 PB 以下具有长期投资价值。

表 1: 产业资本对班轮公司的并购估值在 1-1.5 倍 PB

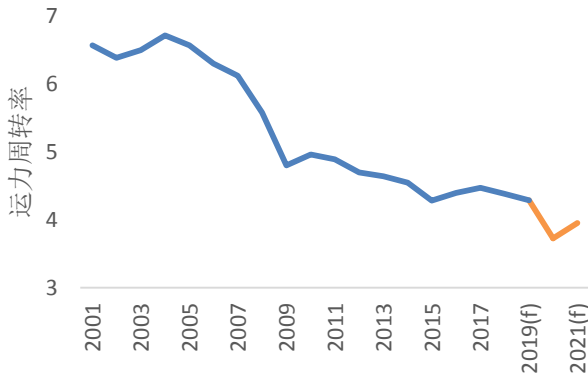
时间	并购标的	并购价格 亿美元	净资产 亿美元	运营运力 万 TEU	PB
2014 年 12 月	智利南美轮船	23.5	18.0	21.1	1.3
2016 年 6 月	东方海皇	25.1	24.9	53.5	1.0
2017 年 5 月	阿拉伯航运	14.4	14.7	51.1	1.0
2017 年 12 月	汉堡南美	43.5	39.6	56.4	1.1
2018 年 6 月	东方海外	62.7	46.4	68.6	1.4

数据来源: Wind, Alphaliner, 公司公告, 国泰君安证券研究

1.3. 周期：处于中长期底部

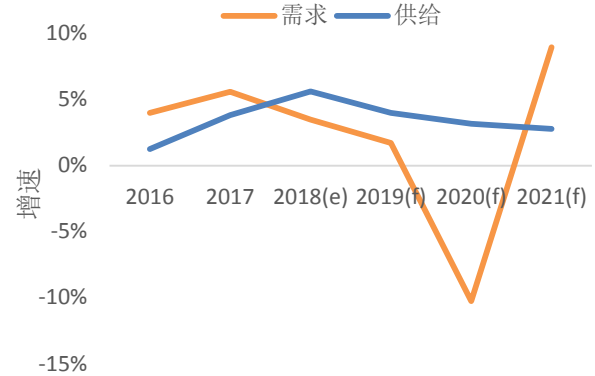
集运行业处于中长期底部。2019年集装箱船舶运力周转率达到20年最低值。从供需变化看，2020年将再创新低，2021年有望回升。

图 5：集装箱船的运力周转率处于历史底部



数据来源：Clarkson，国泰君安证券研究

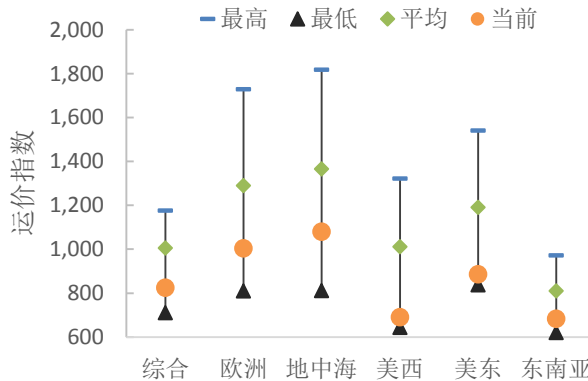
图 6：2020 年需求将大幅下滑，供过于求



数据来源：Clarkson，国泰君安证券研究

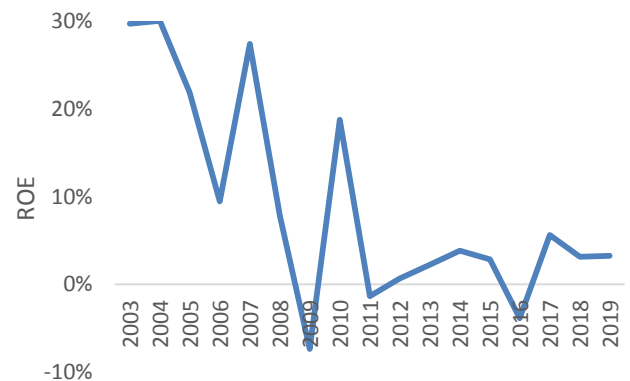
集运运价处于历史较低水平。2019年CCFI主要航线年度运价指数都处于20年均值之下，部分航线接近历史最低点。与之对应，大型班轮公司的平均ROE也处于历史底部。

图 7：集装箱班轮运价处于历史低位



数据来源：Wind，上海航交所，国泰君安证券研究

图 8：大型班轮公司平均 ROE 处于较低水平



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

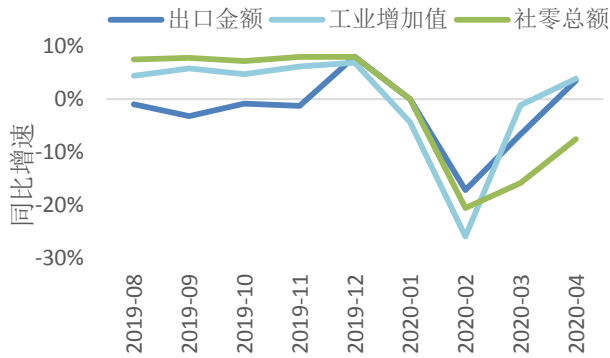
2. 三季度需求修复，2021 年周期复苏

疫情冲击高峰过去、旺季来临，三季度需求将继续修复。2020年集运行业处于周期低点，随着疫情结束，2021年需求有望周期复苏。预计2020-22年运力年均增速2%，低于近十年需求3.5%左右的增速。

2.1. 下半年需求恢复推动运价上涨

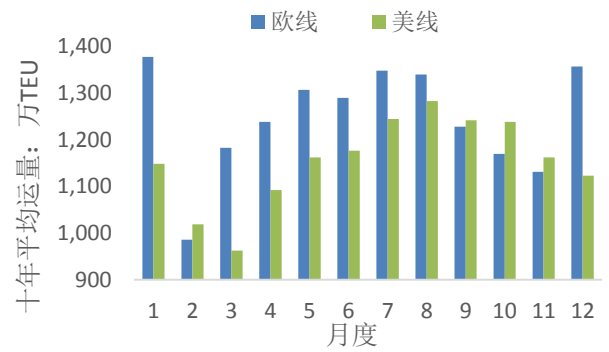
复产复工和旺季来临将推动三季度集运需求恢复。疫情冲击高峰过去后，中国的生产和消费快速恢复。欧美疫情爆发滞后2个月，预计经济活动也将恢复。三季度是集运旺季，运量将环比增长。

图 9: 疫情高峰过去, 经济活动快速恢复



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

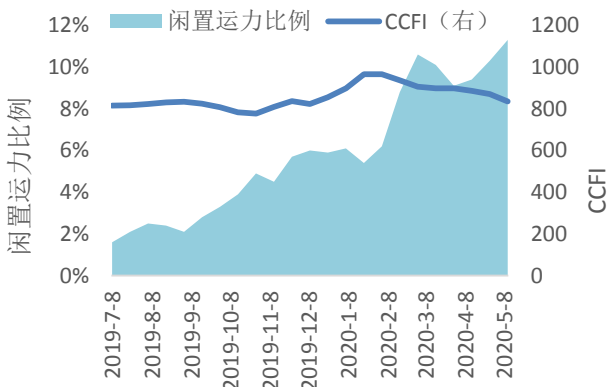
图 10: 旺季来临, 运输需求将环比增长



数据来源: Alphaliner, 国泰君安证券研究

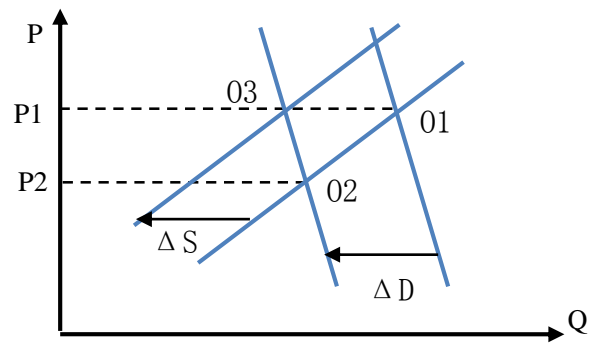
三季度集运需求将恢复, 推动运价上涨, 之后闲置运力才回归运输市场。疫情爆发以来, 班轮公司主动闲置运力, 维持运价和装载率稳定。由于集运需求价格弹性低, 收缩运力来匹配需求符合利润最大化的要求。所以三季度需求恢复后, 闲置运力回归的前提是不会导致运价下跌。

图 11: 疫情以来, 班轮公司闲置运力来维持运价



数据来源: Clarkson, 上海航交所, 国泰君安证券研究

图 12: 需求价格弹性低, 利润最大化要求保运价



数据来源: 国泰君安证券研究

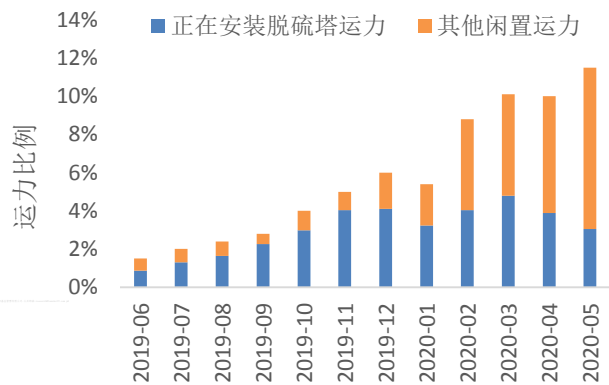
非运营船东和安装脱硫塔延缓运力回归。班轮公司通过退租减少运力, 部分船舶闲置成本由非运营船东承担。随着租船合同到期, 非运营船东的闲置运力比例将继续上升。部分船舶因安装脱硫塔而闲置。正在安装和计划安装脱硫塔的运力占 10%, 将继续占用运力。

图 13: 部分船舶闲置成本由非运营船东承担



数据来源: Alphaliner, 国泰君安证券研究

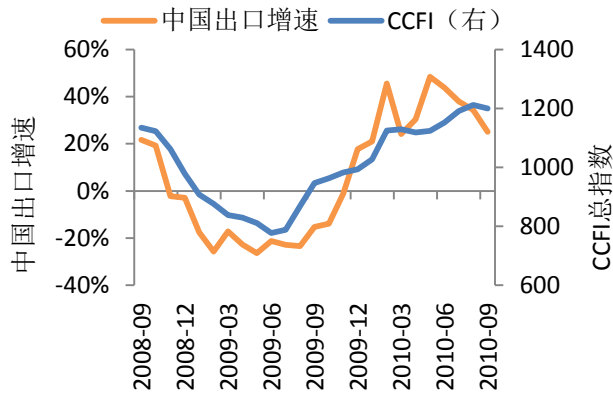
图 14: 闲置运力中, 较大比例在安装脱硫塔



数据来源: Alphaliner, 国泰君安证券研究

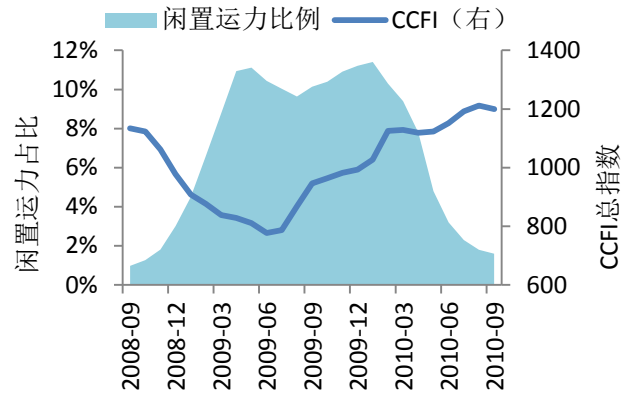
2009年和2016年都是运价上涨后，闲置运力才回归。在2009年和2016年两次中国出口下滑中，运价下跌的同时闲置运力增加。随着出口边际改善，运价开始上涨。但是运价大幅上涨后，闲置运力才回归运输市场。

图 15: 2009 年运输需求边际改善，运价上涨



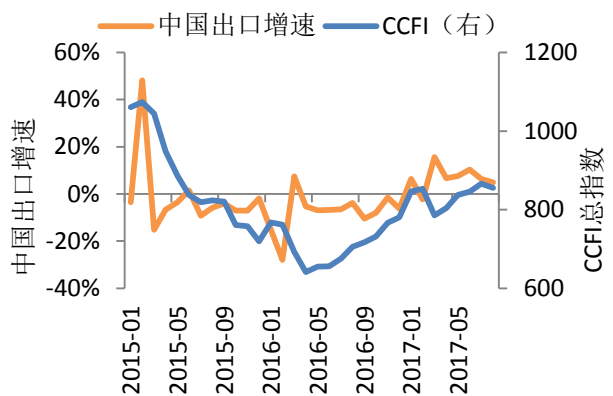
数据来源：海关总署，上海航交所，国泰君安证券研究

图 16: 运价大幅上涨后，2010 年闲置运力才减少



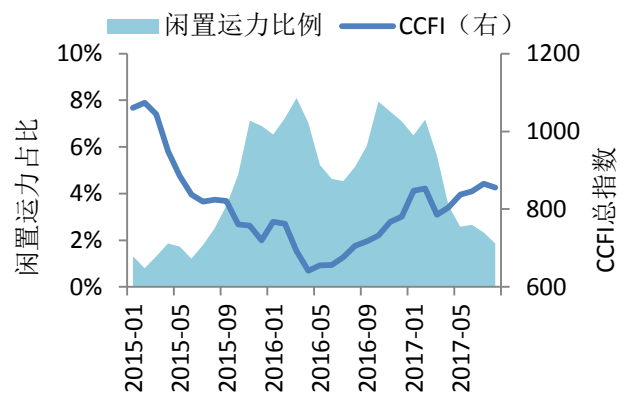
数据来源：Clarkson，上海航交所，国泰君安证券研究

图 17: 2016 年运输需求边际改善，运价开始上涨



数据来源：海关总署，上海航交所，国泰君安证券研究

图 18: 运价大幅上涨后，2017 年闲置运力才减少

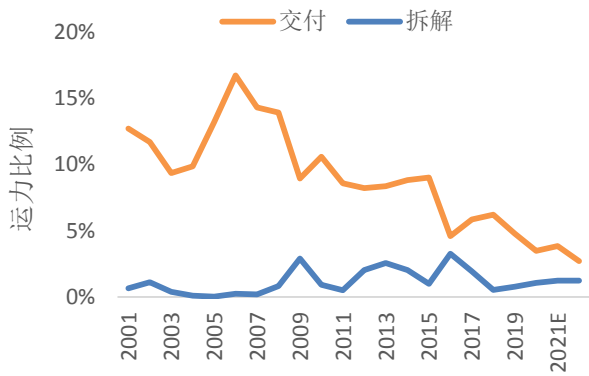


数据来源：Clarkson，上海航交所，国泰君安证券研究

2.2. 2021-22 年大概率集运周期复苏

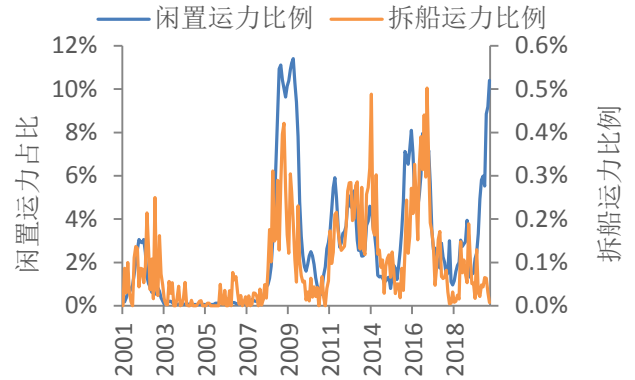
预计 2020-21 年年均运力增速 2% 左右。大型集装箱船的造船周期在 1.5 年以上，所以现有订单决定 2020-21 年的交付量。根据现有订单的交付计划，预计 2020-21 年交付运力/总运力分别为 3.5% 和 3.8%。考虑运输需求低迷导致拆船运力增加，预计总运力增速都在 2% 左右。

图 19: 2020-21 年总运力将低增长



数据来源: Clarkson, 国泰君安证券研究

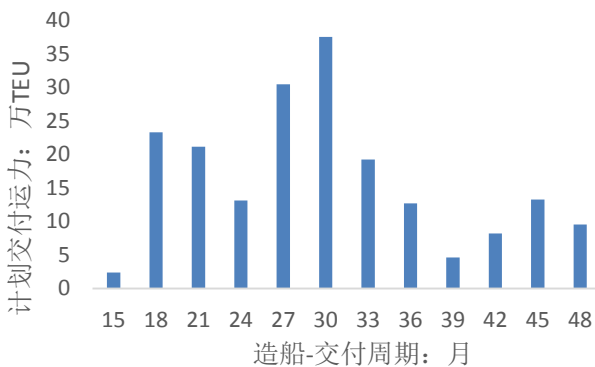
图 20: 运输需求低迷将导致拆船增加



数据来源: Clarkson, 国泰君安证券研究

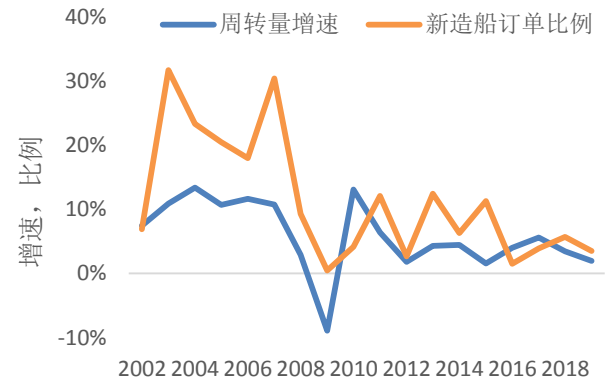
预计 2022 年运力增速 2% 左右。2022 年的交付量取决于现有订单和 2020 年的新订单。疫情将影响未来运输需求预期和班轮公司的投资能力, 预计下半年新造船订单较少, 2022 年交付运力/总运力在 3% 左右。考虑 2009-19 年年均 1.6% 的拆解比例, 预计 2022 年总运力增长 2% 左右。

图 21: 大型集装箱船的计划造船周期在 18 个月以上



数据来源: Clarkson, 国泰君安证券研究

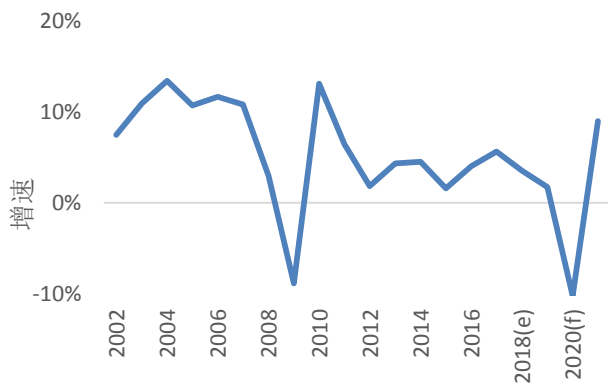
图 22: 运输需求低迷将导致新造船订单较少



数据来源: Clarkson, 国泰君安证券研究

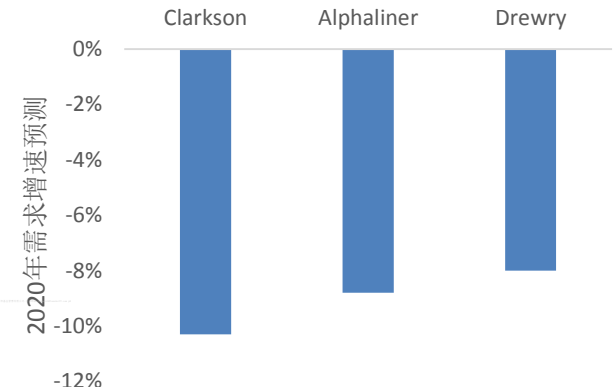
集运需求处于周期底部, 疫情加深了底部。2019 年集运需求已经处于周期底部。2020 年初新冠肺炎疫情爆发, 需求增速大幅下滑, 加深了需求周期底部。随着疫情缓解, 预计需求增速向 3.5% 左右的十年均值回归。

图 23: 2020 年集运需求处于周期低谷



数据来源: Clarkson, 国泰君安证券研究

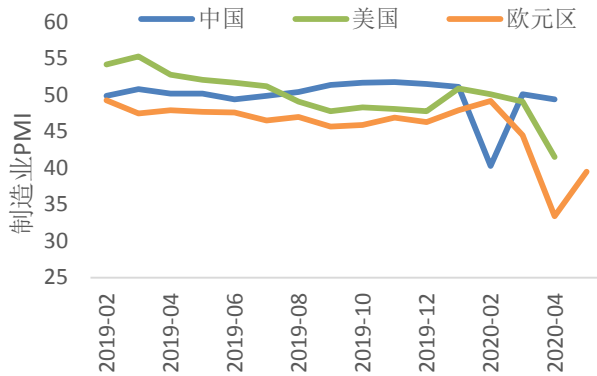
图 24: 航运咨询机构预测 2020 年集运需求大幅下滑



数据来源: Clarkson, Alphaliner, Drewry, 国泰君安证券研究

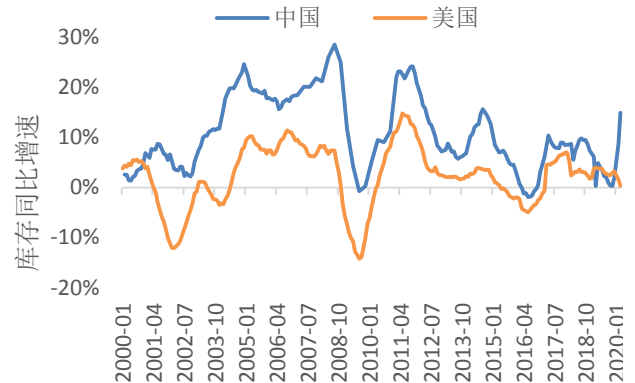
疫情冲击和库存周期都处于拐点。中国疫情冲击高峰已经过去，欧美疫情爆发滞后 2 个月，冲击高峰也即将过去，复产复工将推动运输需求回升。中国出口周期与库存周期吻合，2020 年初中美库存周期都在拐点附近，集运需求有望伴随着库存周期上行。

图 25: 中国疫情冲击高峰已过，欧美滞后 2 个月



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

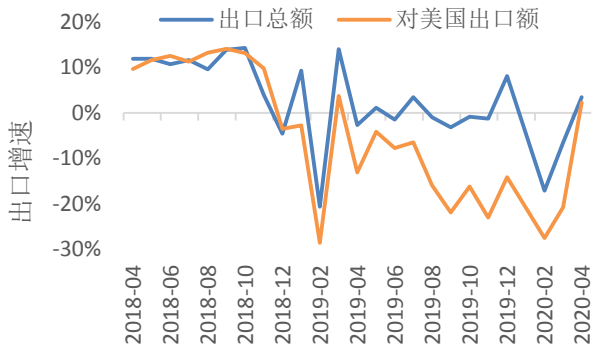
图 26: 中美库存周期都处于拐点附近



数据来源: Wind, 统计局, 商务部, 国泰君安证券研究

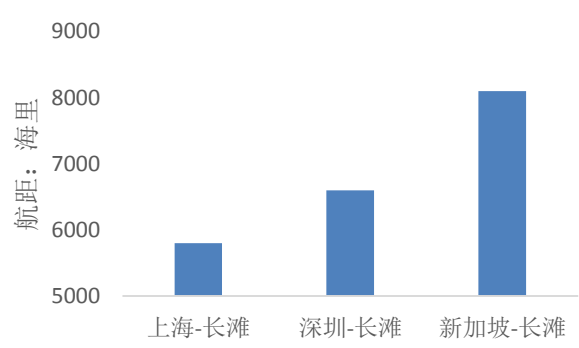
中美贸易冲突的负面影响边际减弱。2018 年以来中美相互加关税，导致 2019 年中国对美国出口增速大幅放缓。2020 年初边际影响大幅收窄，对美国出口增速接近整体出口增速。

图 27: 中美贸易冲突的负面影响边际减弱



数据来源: Wind, 海关总署, 国泰君安证券研究

图 28: 制造业向东南亚转移，亚洲-北美运距延长



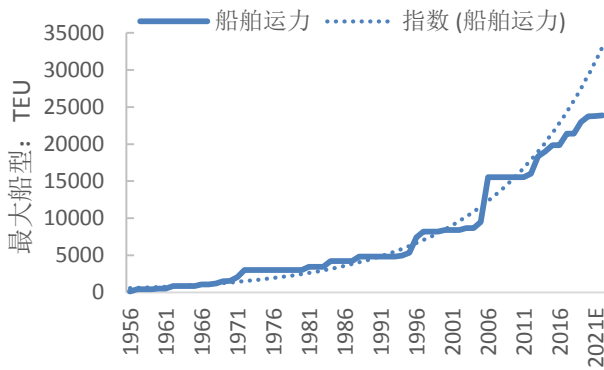
数据来源: 亿海蓝, 国泰君安证券研究

中美贸易冲突推动全球产业链重构，亚洲-北美运距将拉长。中美贸易冲突常态化，导致中长期贸易量增长受阻。美国的部分进口需求将转向东南亚，这将拉长亚洲-北美的运距。

2.3. 长期投资回报率中枢有望回升

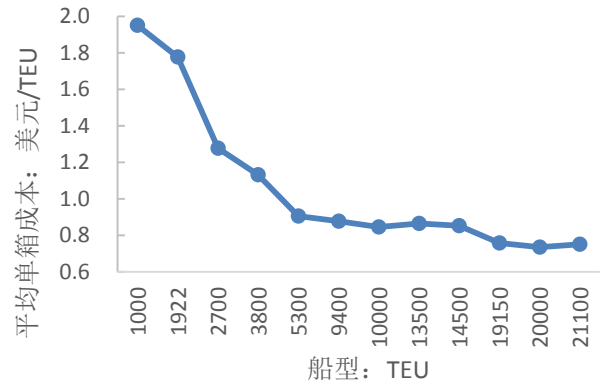
技术进步和船舶大型化放缓，造船冲动减弱。过去 20 年，船舶大型化导致班轮公司竞争性造船，市场运力过剩。随着船舶大型化带来的经济性下降，船舶大型化放缓，班轮公司竞争性造船将缓解。

图 29: 集装箱船舶大型化速度放缓



数据来源: Alphaliner, 国泰君安证券研究

图 30: 集装箱船单位 TEU 造价降幅趋缓



数据来源: Clarkson, 国泰君安证券研究

班轮公司的 ROE 中枢有望上升。技术进步推动新船的经济性提高, 盈亏平衡运价下降, 拖累市场均衡运价下行, 导致存量船舶回报率下降。2010-19 年, 大型班轮公司平均 ROE 在 2% 左右。未来船舶大型化放缓, 有助于运价维持稳定、ROE 回升。

3. 行业和公司变革, 估值中枢上行

中远海控的估值中枢有望上行。行业集中度提高导致运价下行风险下降, 行业估值中枢上升。中远海控市场份额提高带来定价能力提升, 内部变革带来成本下降, 盈利能力相对行业提高, 估值中枢上行。

3.1. 联盟和并购后, 下行风险收敛

运价的波动趋缓, 风险溢价下降。2008 年班轮公会解体后, 运价波动性大幅上升。2015-18 年大量并购重组后, 集运行业集中度大幅提高, 运价波动性明显下降。这有助于风险溢价下降, 估值中枢上行。

图 31: 并购整合后, 运价波动性大幅减小

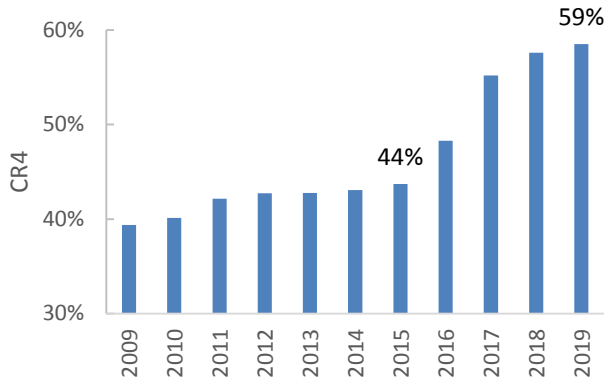


数据来源: Wind, 上海航交所, 国泰君安证券研究

班轮公司频繁通过闲置运力来稳定运价。在运力过剩环境下, 集中度提高并未导致运价中枢抬升。但是一旦运价大幅下跌, 班轮公司通过闲置

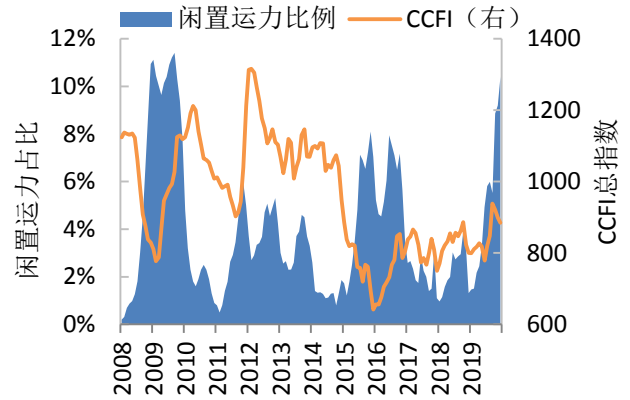
运力，维持运价稳定。

图 32: 2015-19 年市场集中度大幅提高



数据来源: Alphaliner, 国泰君安证券研究

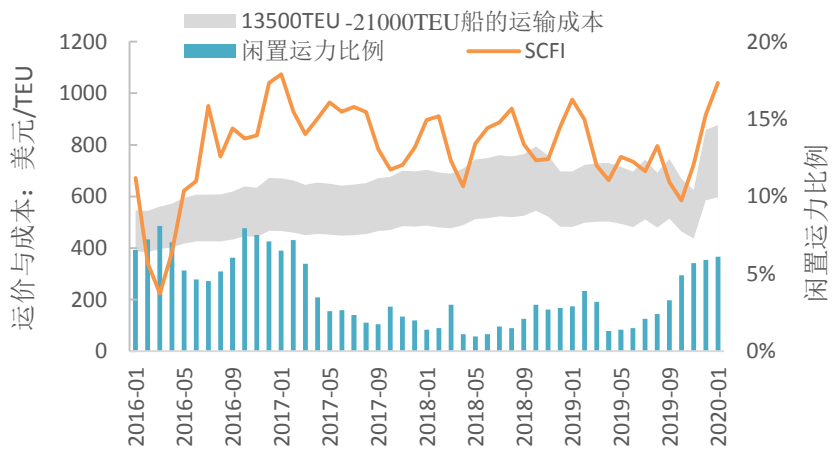
图 33: 班轮公司通过闲置运力平抑运价波动



数据来源: Alphaliner, 上海航交所, 国泰君安证券研究

闲置运力的触发条件是运价跌破成本。在远东—欧洲航线，当运价下跌到主力船型的成本，闲置运力比例就开始上升，随后运价回升。2020年初集运需求大幅下降，但是欧线运价并未跌破 800 美元/TEU 的成本。

图 34: 当欧线运价跌破成本，闲置运力增加

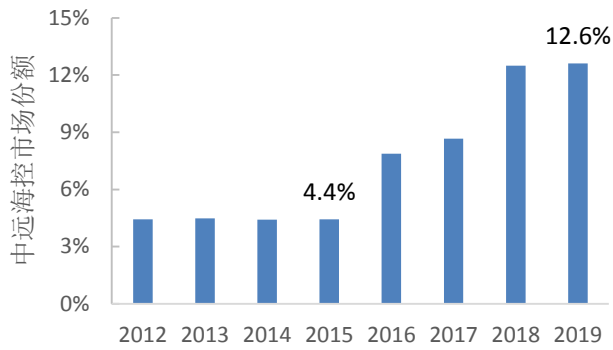


数据来源: Clarkson, Alphaliner, Drewry, 上海航交所, 国泰君安证券研究

3.2. 公司份额提升，相对竞争力增强

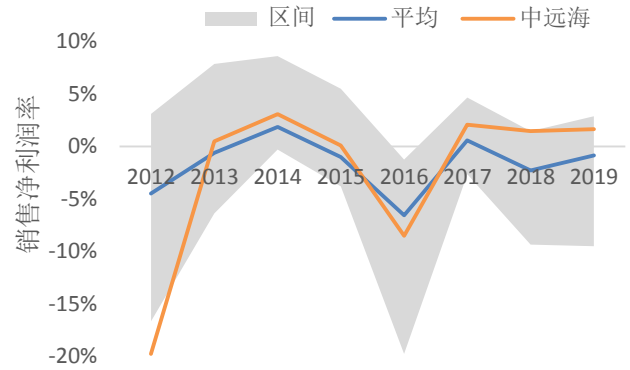
中远海控的利润率超越市场平均值，公司估值溢价上升。经过两次重大并购重组和持续的内部变革，中远海控集运业务的利润率高于大部分竞争对手和市场平均水平。

图 35: 中远海控的市场份额大幅提高



数据来源: Alphaliner, 国泰君安证券研究

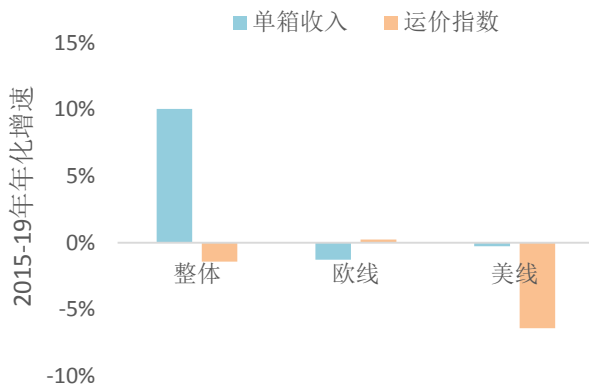
图 36: 中远海控集运业务利润率开始超越行业平均



数据来源: Alphaliner, 国泰君安证券研究

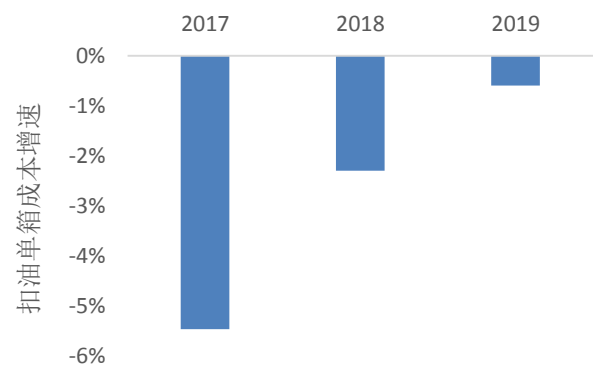
利润率上升得益于定价和成本控制能力增强。2015-19 年, 中远海控平均单箱收入增幅高于市场运价, 说明定价能力增强。扣除燃油费的单箱成本也下降, 背后是公司运力结构优化、管理效率提升。

图 37: 中远海控单箱收入增速高于行业运价



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 38: 中远海控的扣油单箱成本持续下降



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

4. 目标价 2.8 港元, 增持评级

中远海控的盈利有望逐渐回升。疫情影响 2020 年运量, 导致收入和盈利下滑, 2021 年有望恢复。假设 2022-29 年运量增速与行业相同, 恢复到略低于 2010-19 年平均 (3.5%) 的水平, 运价持平; 2030 年开始永续增长率在 2% 左右。

表 2: 中远海控的关键假设与盈利预测

关键指标	2019	2020E	2021E	2022E
运量增速	18%	-4.2%	6.5%	3.0%
单箱收入增速	6.8%	1.7%	-1.7%	0.0%
营业收入 (亿元)	1510.6	1467.6	1540.2	1589.0
yoy	25%	-3%	5%	3%
归母净利润 (亿元)	67.6	13.3	17.5	20.8
yoy	450%	-80%	32%	19%

数据来源: Wind, Clarkson, 公司公告, 国泰君安证券研究

根据 DCF 模型和可比公司 PB，给予中远海控目标价 2.8 港元。

根据 DCF 模型，综合考虑贴现率、未来十年的盈利预测和永续增长率等假设，中远海控的合理股价为 3.19 港元。

表 3: 中远海控 DCF 估值模型的关键假设

DCF 模型主要参数	参数值
无风险利率	2.71%
风险溢价	4.29%
股价贝塔	1.31
永续增长率	2%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

考虑班轮公司盈利的高波动性、净资产的稳定性,参考可比公司的 PB 进行估值,中远海控的合理股价为 2.41 港元。

表 4: 中远海控的可比公司估值

公司名称	股价:美元		每股净资产: 美元			PB	
	2020.5.29	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
马士基	945.47	1389.02	1376.04	1382.43	0.68	0.69	0.68
长荣海运	0.36	0.49	0.48	0.49	0.75	0.76	0.73
中远海控 H	0.25	0.41	0.44	0.47	0.62	0.59	0.56

数据来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 国泰君安证券研究

5. 风险分析

5.1. 中国出口增速下行

全球贸易增速下行导致集运需求低迷,高经营杠杆和价格杠杆的班轮公司盈利能力将大幅下降。中国出口是全球贸易增长的主要驱动力,是集运需求的高频指标,其下行将导致中远海控集运业务净利润增速更大幅度下滑。

5.2. 全球贸易冲突再起

全球贸易冲突将拖累贸易增长,在中远海控的估值上即时体现。一旦美国再度挑起与主要国家的关税冲突,尤其是对中国出口商品加征关税,将导致中远海控估值下降。

5.3. 造船技术大幅进步

造船技术进步可能引发竞争性造船,导致行业运力过剩。大船具有更高的规模经济性,25000TEU 集装箱船已经完成设计,载箱量更大、单位成本更低。一旦订造并投入运营,将导致运力过剩,引发价格战。

5.4. 突发事件冲击供应链

传染病、战争、罢工、制裁等突发事件可能导致全球供应链中断，短期集运需求可能大幅下降。尽管对集运公司长期贴现价值影响较小，但是会影响企业当年的利润和股票估值。

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		