

电力/公用事业

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.13

当前价格: 7.62

2015.06.18

国电电力 (600795)

骐骥待跃

——有望受益国企改革 期待外延式增长

	王威 (分析师)	车玺 (分析师)	肖扬 (分析师)
	021-38676694	010-59312829	021-38674994
	wangw@gtjas.com	chexi@gtjas.com	xiaoyang012167@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880514070006

本报告导读:

存量资产电源结构受益于行业发展形势; 电力行业国企改革大潮来袭, 公司体外资产容量较大且大股东资产注入承诺曾有跟进; 给予公司“增持”评级, 目标价 10.13 元。

投资要点:

- **投资建议:** 公司电源结构在五大发电集团的旗舰上市公司中最优, 其电源结构现状及未来进一步调整受益于电力行业发展形势。电力行业有望进入资产注入高峰期, 期待公司的外延式增长, 估算公司体外资产容量在 1.6 倍左右。公司当前二级市场估值大幅高于近年重大资产收购案例的收购 PE 和 PB 均值 (分别 11.2 和 2.0 倍), 一旦实施资产注入, 则投资机会显见。不考虑资产注入对公司业绩的影响, 预计公司 2015-2017 年归属母公司所有者净利润分别为 64.45、75.34、87.50 亿元, 对应 EPS 分别为 0.33、0.38、0.45 元。综合 PE 和 PB 估值, 我们给予公司目标价 10.13 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **电源结构受益于电力行业发展形势。** 公司开发的大容量火电项目具备较强竞争力, 外送电源点将获得较高收益。此外, 水电在电改大趋势中存在电价上行的空间, 风电项目收益确定性较强。
- **期待公司外延式增长。** 电力行业有望进入资产注入高峰期, 公司大股东资产注入承诺也曾有跟进, 我们认为, 在集团整体近三年平均 ROE 已达 8.9% 的条件下, 华北和华东地区的火电资产三年平均 ROE 有望超过 10%, 满足资产注入条件, 估算公司体外资产容量在 1.6 倍左右。回顾公司近年重大的资产收购案例, 收购 PE 和 PB 均值分别为 11.2 和 2.0 倍; 当前公司 2015 年动态 PE 为 23 倍, PB 为 2.94 倍; 若未来实施资产注入的资产估值与历史均值相当, 则投资机会显见。
- **风险因素:** 发电机组利用小时超预期回落, 煤炭市场价格超预期上涨, 上网电价进一步下调, 在建项目投运时点慢于预期, 资产注入遇阻等。

交易数据

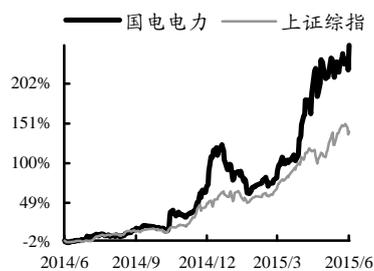
52 周内股价区间 (元)	2.11-7.62
总市值 (百万元)	149,736
总股本/流通 A 股 (百万股)	19,650/17,816
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	91%
日均成交量 (百万股)	120236.74
日均成交值 (百万元)	7369.61

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	50,970
每股净资产	2.59
市净率	2.9
净负债率	221.51%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.07	0.09
Q2	0.08	0.07
Q3	0.11	0.12
Q4	0.05	0.05
全年	0.31	0.33

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	85%	254%
相对指数	-6%	44%	113%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	66,307	61,475	57,188	64,242	67,455
(+/-)%	19%	-7%	-7%	12%	5%
经营利润 (EBIT)	16,172	15,938	16,155	18,404	19,595
(+/-)%	49%	-1%	1%	14%	6%
净利润	6,279	6,075	6,445	7,534	8,750
(+/-)%	24%	-3%	6%	17%	16%
每股净收益 (元)	0.32	0.31	0.33	0.38	0.45
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	24.4%	25.9%	28.2%	28.6%	29.0%
净资产收益率 (%)	16.4%	13.9%	13.9%	15.1%	15.9%
投入资本回报率 (%)	7.7%	7.7%	7.2%	8.7%	9.7%
EV/EBITDA	10.2	9.7	9.8	8.2	7.2
市盈率	21.5	22.3	21.0	17.9	15.4
股息率 (%)	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.06.17

股票研究

公用事业
电力

国电电力 (600795)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.13

当前价格: 7.62

2015.06.17

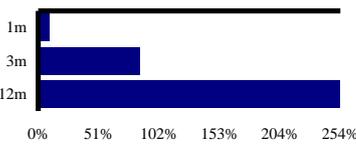
公司网址

www.600795.com.cn

公司简介

公司主营业务为电力、热力生产等。近年来,公司大力推进新能源发展和创新型建设,积极转变发展方式,不断加快结构调整和企业转型步伐,形成了突出发电业务,煤炭、煤化工、多晶硅、铁路、金融等相关产业多元发展的模式。

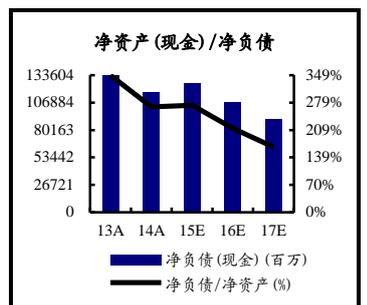
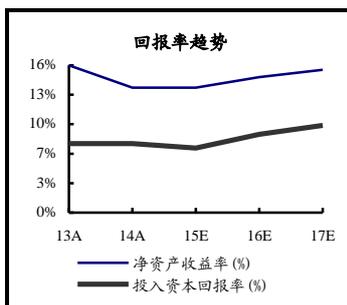
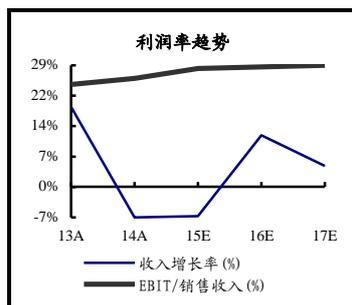
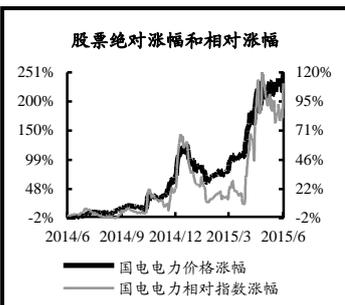
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 2.11-7.62
市值 (百万) 149,736

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	66,307	61,475	57,188	64,242	67,455
营业成本	48,588	44,091	39,688	44,327	46,274
税金及附加	575	514	478	537	564
销售费用	65	43	40	45	47
管理费用	907	889	827	929	976
EBIT	16,172	15,938	16,155	18,404	19,595
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1,866	2,365	2,365	2,365	2,365
财务费用	6,119	6,718	6,547	6,705	5,560
营业利润	11,079	11,129	11,972	14,064	16,399
所得税	1,885	2,550	2,706	3,163	3,674
少数股东损益	2,934	3,037	3,222	3,766	4,375
净利润	6,279	6,075	6,445	7,534	8,750
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,566	2,263	967	967	967
其他流动资产	670	3,019	0	0	0
长期投资	17,287	17,897	17,897	17,897	17,897
固定资产合计	202,166	205,408	191,914	184,196	175,938
无形及其他资产	3,475	5,315	2,847	2,731	2,615
资产合计	240,677	246,253	224,539	219,940	209,615
流动负债	83,251	90,144	74,005	61,868	42,180
非流动负债	98,719	90,343	78,866	78,868	78,871
股东权益	38,315	43,591	46,263	50,032	55,018
投入资本(IC)	175,052	161,419	176,348	164,788	158,390
现金流量表					
NOPLAT	13,425	12,453	12,622	14,379	15,309
折旧与摊销	8,591	9,589	9,873	10,412	10,952
流动资金增量	3,191	7,797	-3,207	3,726	-1,975
资本支出	-27,348	-23,831	6,490	-2,178	-2,178
自由现金流	-2,141	6,007	25,777	26,339	22,108
经营现金流	23,200	22,713	1,496	29,399	24,917
投资现金流	-26,376	-18,532	8,855	187	187
融资现金流	-120	-4,486	-11,647	-29,586	-25,104
现金流净增加额	-3,296	-304	-1,296	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	19.1%	-7.3%	-7.0%	12.3%	5.0%
EBIT 增长率	49.1%	-1.4%	1.4%	13.9%	6.5%
净利润增长率	24.3%	-3.3%	6.1%	16.9%	16.1%
利润率					
毛利率	26.7%	28.3%	30.6%	31.0%	31.4%
EBIT 率	24.4%	25.9%	28.2%	28.6%	29.0%
净利润率	9.5%	9.9%	11.3%	11.7%	13.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.4%	13.9%	13.9%	15.1%	15.9%
总资产收益率(ROA)	2.6%	2.5%	2.9%	3.4%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	7.7%	7.7%	7.2%	8.7%	9.7%
运营能力					
存货周转天数	22	20	20	20	20
应收账款周转天数	42	47	47	47	47
总资产周转天数	1234	1446	1502	1263	1162
净利润现金含量	3.69	3.74	0.23	3.90	2.85
资本支出/收入	41%	39%	-11%	3%	3%
偿债能力					
资产负债率	75.6%	73.3%	68.1%	64.0%	57.7%
净负债率	348.7%	268.6%	272.7%	214.0%	165.9%
估值比率					
PE	21.5	22.3	21.0	17.9	15.4
PB	3.1	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	10.2	9.7	9.8	8.2	7.2
P/S	1.8	2.1	2.3	2.0	1.9
股息率	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%



1. 结论

首次覆盖国电电力，给予“增持”评级。公司电源结构在五大发电集团的旗舰上市公司中最优，其电源结构现状及未来进一步调整受益于电力行业发展形势。电力行业有望进入资产注入高峰期，公司大股东资产注入承诺也曾有跟进，我们认为，在集团整体近三年平均 ROE 已达 8.9% 的条件下，华北和华东地区的火电资产三年平均 ROE 有望超过 10%，满足资产注入条件，我们估算公司体外资产容量在 1.6 倍左右。回顾公司近年重大的资产收购案例，收购 PE 和 PB 均值分别为 11.2 和 2.0 倍；当前公司 2015 年动态 PE 为 23 倍，PB 为 2.94 倍；若未来实施资产注入的资产估值与历史均值相当，则投资机会显现。

不考虑资产注入对公司业绩的影响，预计公司 2015-2017 年归属母公司所有者净利润分别为 64.45、75.34、87.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.38、0.45 元。

公司 2015-2017 年 PE 分别为 23、20、17 倍，低于电力行业装机容量超过 500 万千瓦的大中型国有电力公司的均值 25、23、18 倍。考虑到公司较强的资产注入预期及较大的外延式增长空间，给予公司一定的估值溢价，2015 年合理 PE30 倍，对应合理估值为 9.90 元。

公司 PB2.94 倍低于上述口径均值 3.61 倍，考虑到公司 2014 年净资产收益率 15.38% 高于上述口径均值 14.90%，且公司净资产存在较大的外延增长空间，我们给予公司合理 PB4.0 倍，对应公司合理估值为 10.36 元。

综合以上 PE 和 PB 估值，我们给予公司目标价 10.13 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

2. 公司电源结构受益于电力行业发展形势

截至 2014 年底，公司控股装机规模达到 4083.60 万千瓦，其中，火电机组 2919.75 万千瓦（占比 71.50%），水电机组 802.53 万千瓦（占比 19.65%），风电机组 340.22 万千瓦（占比 8.33%），太阳能机组 21.1 万千瓦（占比 0.52%）。

2012-2014 年，公司分别核准电源项目 564.5、505.9 和 453.39 万千瓦，自有储备项目支撑内涵式增长的能力较强。2013 和 2014 年核准的项目中，火电占比分别为 67.6% 和 59.6%，此外风电占比较大，分别为 28.8% 和 37.6%，其余为水电和光伏项目。

公司电源结构在五大发电集团的旗舰上市公司中最优，随着 2015 年大渡河流域水电项目陆续投产，以及前期储备的风电项目逐步建成投产，

公司电源结构将进一步优化。在常规火电业务方面，大力开发高参数、超低排放的大型火电和煤电一体化项目，且占据了不少外送电源点。

公司电源结构现状及未来进一步调整符合电力行业的发展方向，火电行业已过历史盈利高点，在未来电改实施后被推至市场中，火电项目间将会出现较大分化，公司开发的大容量机组发电项目具备较强竞争力，外送电源点在成本优势上、发电小时保障中也将获得较高的收益。此外，水电在电改大趋势中存在电价上行的空间；风电作为清洁能源在上网保障方面也会获得更多扶持，项目收益确定性较强。

3. 期待外延式增长

3.1. 电力行业有望进入资产注入高峰期

政策驱动下，电力行业迎资产证券化新时代。2014年6月5日深改组通过两份有关国企改革的文件，预计国企改革顶层设计文件离出台不远。有别于多数行业的引入民营资本、股权激励等改革措施，我们认为资产证券化是电力行业国企改革的主线。电力行业资产证券化率从2000年的17.21%提升至2014年37.08%，增速较慢且尚有较大提升空间，在本轮国企改革政策驱动下，电力行业资产证券化有望提速。

当前电力股估值可较好避免国有资产流失，且符合大股东“心理预期”。在本轮国企改革中，防止国有资产流失被摆在重要位置，在集团资产注入的案例中，上市公司若通过增发股票融资，以现金对价收购集团资产，则要防止非国有资本以过低的成本摊薄国有股权。电力板块当前PE、PB及其与沪深300的比值均处于上升通道中，且已分别接近和超越历史均值，符合增量混合的要求。与此同时，我们统计了2002-2015年间重点电力公司的重大资产收购案例，其收购PE多集中于5-15倍区间，PB多集中于1-2倍区间，这应是大股东资产出售时认可的估值水平。当前电力板块估值高于此，符合大股东“心理预期”；

电力公司自股改以来，大股东解决同业竞争、逐步资产注入的承诺未完全兑现。因电力行业2012年之前景气长时间低迷，盈利波动大。尤其在2008-2011年间，火电利润率曾触及负值，不满足资产注入相关条件；2012年之后，火电回归正常的盈利轨道。水电则一直保持相对稳定且较高的盈利水平。因此，当前火电、水电行业基本面为上市公司资产注入提供了有利空间。

3.2. 国电电力大股东资产注入承诺跟进

公司曾于2014年7月发出大股东针对解决同业竞争问题重新作出承诺的公告，重申中国国电集团的整体上市战略以及将国电电力作为常规发电业务整合平台的定位，并进一步说明了对国电电力进行资产注入的方式、条件及时间。

表 1: 中国国电集团对国电电力实施资产注入的方式、条件及时间

资产注入	相关内容
方式	原则上以省（或区域）为单位，将同一省内（或区域内）的相关资产及人员注入国电电力
条件	拟注入资产最近三个会计年度加权平均净资产收益率的平均值不低于 10%；资产注入后，国电电力每股收益或净资产收益率须呈增厚趋势等
时间	在发电业务资产满足资产注入条件后三年内，完成向国电电力注资（国电将在每年财务决算后，对非上市发电业务资产是否符合注入条件进行核查，并进行披露）

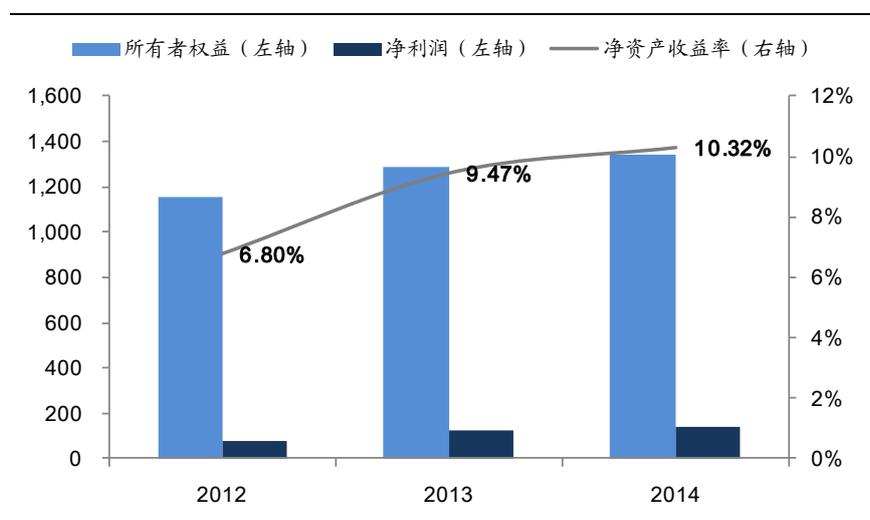
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.3. 推测部分资产注入条件已满足

我们知道，2012 年起煤炭市场价格持续走低，以火电为主的发电行业呈现出盈利水平修复并节节走高的局面。针对资产注入条件中关于“最近三个会计年度加权平均净资产收益率的平均值不低于 10%”，我们找到集团财务数据（上市、非上市资产整体）并测算出 2012-2014 年净资产收益率分别为：6.80%、9.47%和 10.32%，三年平均值为 8.86%，大面上看集团公司资产的盈利水平不满足资产注入条件，但值得注意的是，资产注入原则上以省（或区域）为单位，即当某个省或区域发电资产满足资产注入条件即可触发相应工作。

国电集团的火电资产主要集中于东北、华北、华东和西南等地区，而这些地区电力市场环境存在差异，区域间电力资产盈利水平也高低不等，其中华北和华东的火电资产盈利质量较强，因其对燃煤成本变化的敏感度较高。因此，我们认为，在集团整体近三年平均 ROE 已达 8.86%的条件下，华北和华东地区的火电资产三年平均 ROE 可能已达或超过 10%，满足资产注入条件。

图 1 中国国电集团 2012-2014 年净资产收益率



数据来源：中国债券信息网，国泰君安证券研究

图 2 中国国电集团电源资产分布



数据来源：国电集团网站

3.4. 国电电力体外资产容量约 1.6 倍

截至 2014 年底，国电集团可控装机容量达到 12520 万千瓦，相当于国电电力可控装机规模（4083.60 万千瓦）的 3.1 倍。

当然，国电集团在解决同业竞争问题的承诺中提出：“将国电电力作为常规发电业务整合平台，逐步将火电及水电业务（不包括中国国电除国电电力以外其他控股上市公司的相关资产、业务及权益，且不包括区域常规发电上市公司所在区域的相关资产、业务及权益）资产注入国电电力。”因此，可注入国电电力的资产应剔除集团控股的龙源电力的相关资产和长源电力及其所在区域的相关资产等，注入空间不及 2.1 倍，估算在 1.6 倍左右。

回顾国电电力近年重大的资产收购案例，收购 PE 和 PB 均值分别为 11.2 和 2.0 倍。当前国电电力 2015 年动态 PE 为 23 倍，PB 为 2.94 倍。若未来实施资产注入的资产估值与历史均值相当，则投资机会显现。

表 2: 国电电力近年重大资产收购统计

日期	收购资产	收购权益比例	装机(万千瓦)	权益装机(万千瓦)	合计权益账面值(万元)	合计权益评估值(万元)	收购 PE	收购 PB	前一年权益净利润合计(万元)
2004/4/1	河北邯郸热电	35%	40	15	18,576	26,928		1.4	
2005/4/28	宁夏石嘴山发电	10%	132	13	7,354	14,015	4.7	1.9	2,985
2007/6/1	浙江北仑发电	2%	180	4	218,454	323,172	13.4	1.5	24,030

	国电内蒙古东胜热电	50%	132	66					
	浙江北仑第一发电	70%	120	84					
	大渡河流域水电	18%	132	66					
	国电石嘴山第一发电	60%	66	40					
2009/11/13	国电江苏公司	80%	276	221	203,911	495,970	7.7	2.4	64,000
2010/7/20	北仑第三发电	50%	200	100	299,112	720,680	13.8	2.4	52,299
	新疆公司	100%	93	93					
	谏壁公司	100%	66	66					
	江苏公司	20%	276	55					
2011/1/13	国电宣威发电	25%	180	45	34,721	60,917		1.8	
2011/11/11	陡岭子水电	63%	7	4	41,551	107,049	21.4	2.6	5,000
	堵河水电	60%	5	3					
	老渡口水电	100%	10	10					
	富水水电	100%	4	4					
	南河水电	100%	2	2					
2013/10/19	国电安徽电力	100%	195	195	177,905	346,655	34.1 (若以当年1-9月财务数据推算,则收购PE为6.0倍)	1.9	10,153

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4. 盈利预测与投资建议

主要盈利预测假设: 公司 2015-2017 年发电量同比增幅分别为-5%、12%和 5%, 上网电价自 2015 年 4 月 1 日起下调后不再调整, 2015 年综合平均单位燃料成本下降 5%, 2016-2017 年较 2015 年总体持平。

不考虑资产注入对公司业绩的影响, 预计公司 2015-2017 年归属母公司所有者净利润分别为 64.45、75.34、87.50 亿元, 对应 EPS 分别为 0.33、0.38、0.45 元。

公司 2015-2017 年 PE 分别为 23、20、17 倍, 低于电力行业装机容量超过 500 万千瓦的大中型国有电力公司的均值 25、23、18 倍。考虑到公司较强的资产注入预期及较大的外延式增长空间, 给予公司一定的估值溢价, 2015 年合理 PE30 倍, 对应合理估值为 9.90 元。

公司 PB2.94 倍低于上述口径均值 3.61 倍, 考虑到公司 2014 年净资产收益率 15.38% 高于上述口径均值 14.90%, 且公司净资产存在较大的外延增长空间, 我们给予公司合理 PB4.0 倍, 对应公司合理估值为 10.36 元。

综合以上 PE 和 PB 估值, 我们给予公司目标价 10.13 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 3: 国电电力与可比公司 PE、PB 对比

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE			BPS (元)	ROE (加权)	PB
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E			
深圳能源	24.66	0.75	0.81		33	30		6.86	11.91%	3.60
粤电力 A	14.53	0.71	0.73	0.78	20	20	19	5.06	14.94%	2.87
皖能电力	21.36	1.00	1.14	1.25	21	19	17	8.93	11.96%	2.39
湖北能源	12.62	0.30	0.34	0.46	42	37	28	2.80	8.21%	4.50
华能国际	13.10	0.91	0.96	1.02	14	14	13	4.88	16.27%	2.68
上海电力	28.24	0.76	0.91		37	31		4.70	14.96%	6.01
浙能电力	12.62	0.45	0.49		28	26		3.78	15.30%	3.34
华电国际	10.53	0.70	0.75	0.98	15	14	11	3.80	21.88%	2.77
广州发展	17.33	0.56	0.68	0.82	31	26	21	5.19	9.05%	3.34
桂冠电力	12.53	0.33	0.36		39	35		1.81	16.14%	6.92
京能电力	9.39	0.52	0.52	0.72	18	18	13	3.19	17.87%	2.94
川投能源	31.56	1.92	1.91	1.94	16	16	16	7.16	27.64%	4.41
国电电力	7.62	0.33	0.38	0.45	23	20	17	2.59	15.38%	2.94
内蒙华电	8.42	0.30	0.37		28	23		1.84	11.76%	4.58
国投电力	13.78	0.89	1.01		15	14		3.59	26.91%	3.84
长江电力	14.73	0.75	0.76	0.75	20	19	20	5.33	14.47%	2.76
大唐发电	8.95	0.36	0.42	0.44	25	21	20	3.35	4.06%	2.67
申能股份	12.78	0.51	0.55	0.48	25	23	27	5.18	9.55%	2.47
平均值					25	23	18		14.90%	3.61

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (除国电电力、国投电力外, 其余盈利预测来自 Wind 一致预期, 股价对应 2015 年 6 月 17 日收盘价, BPS 来自公司 2015 年一季报, ROE 来自公司 2014 年年报)

5. 风险因素

发电机组利用小时回落幅度若大于预期将拖累公司发电量增长, 煤炭市场价格超预期上涨或上网电价进一步下调将缩减公司的度电利润空间, 国家货币政策基调变化将影响公司财务费用, 盈利预期或将下调。

在建项目投运时点慢于预期将抑制公司内涵式增长速度, 资产注入若遇阻将吞噬溢价空间等。

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		