



电力/公用事业

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 11.76

当前价格: 9.49

2015.09.09

华能国际 (600011)

## 行业龙头 价值尽显

	王威 (分析师)	车玺 (分析师)	王锐 (研究助理)
	021-38676694	010-59312829	010-59312725
	wangw@gtjas.com	chexi@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880114110036

### 本报告导读:

公司电源结构持续改善, 优势地区布局售电; 国企改革政策驱动下, 有望获得大股东更多支持; 行业龙头估值优势明显, 给予 11.76 元目标价及“增持”评级。

### 投资要点:

- **投资建议:** 公司电源结构持续改善, 清洁能源占比逐年提升, 火电机组持续优化, 60 万千瓦以上大型机组占比近 60%。甄选优势地区布局售电业务是明智之举, 历史大用户直供电及新加坡零售市场的经验将助力公司进军售电市场。本轮国企改革, 将会推动国有企业集团整体上市, 华能集团曾于 2014 年 6 月补充资产注入承诺, 我们估算可供注入的装机容量约为上市公司的 0.88 倍, 期待公司外延式扩张。预计公司 2015-2017 年归属母公司所有者净利润分别为 169.02、175.52、184.02 亿元, 对应 EPS 分别为 1.17、1.22、1.28 元。综合 PE 和 PB 估值, 给予公司目标价 11.76 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **电源结构持续改善, 优势地区布局售电。** 公司当前境内外可控发电装机已突破 8000 万千瓦, 清洁能源占比达 11.5%; 火电机组持续优化, 60 万千瓦以上大型机组占比近 60%。公司发电资产分布超过 20 个省(市、区), 甄选经济发展水平领先、自身优势汇聚的江苏、广东等地区先行试水售电业务是明智之举, 历史大用户直供电业务发展及大士能源的零售市场经验将助力公司进军售电市场。
- **国企改革政策驱动下, 有望获得大股东更多支持。** 上市以来, 华能集团对公司支持有加。本轮国企改革, 将会推动国有企业集团整体上市, 电力行业资产证券化尚有较大空间, 华能集团曾于 2014 年 6 月补充资产注入承诺, 我们估算可供注入的装机容量约为上市公司的 0.88 倍, 期待公司外延式扩张。
- **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, 资产注入遇阻等。

### 交易数据

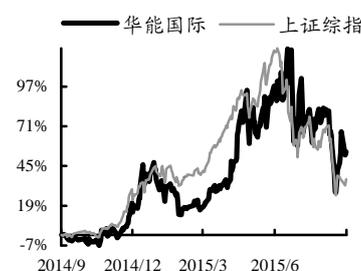
52 周内股价区间 (元)	5.79-14.76
总市值 (百万元)	136,849
总股本/流通 A 股 (百万股)	14,420/10,500
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,920
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	12557.39
日均成交值 (百万元)	1453.45

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	70,013
每股净资产	4.86
市净率	2.0
净负债率	203.64%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.26	0.35
Q2	0.21	0.28
Q3	0.23	0.30
Q4	0.04	0.24
全年	0.73	1.17

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	-22%	54%
相对指数	4%	16%	18%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	133,833	125,407	124,335	123,148	124,993
(+/-)%	0%	-6%	-1%	-1%	1%
经营利润 (EBIT)	26,481	26,871	33,508	33,935	34,347
(+/-)%	47%	1%	25%	1%	1%
净利润	10,520	10,546	16,902	17,552	18,402
(+/-)%	79%	0%	60%	4%	5%
每股净收益 (元)	0.73	0.73	1.17	1.22	1.28
每股股利 (元)	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	19.8%	21.4%	26.9%	27.6%	27.5%
净资产收益率 (%)	17.0%	15.0%	20.7%	18.7%	17.3%
投入资本回报率 (%)	10.5%	10.1%	12.0%	12.5%	13.1%
EV/EBITDA	7.3	7.0	5.8	5.2	4.6
市盈率	14.1	14.1	8.8	8.5	8.1
股息率 (%)	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.09.09

**股票研究**

公用事业  
电力

华能国际 (600011)

**首次覆盖**

**评级:** 增持

**目标价格:** 11.76

**当前价格:** 9.49

2015.09.09

公司网址

www.hpi.com.cn

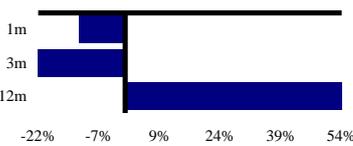
**公司简介**

公司是中国最大的上市发电公司之一，主要业务是利用现代化的技术和设备，利用国内外资金，在全国范围内开发和建设运营大型发电厂。公司境内电厂广泛分布在中国十八个省、市和自治区；公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司。

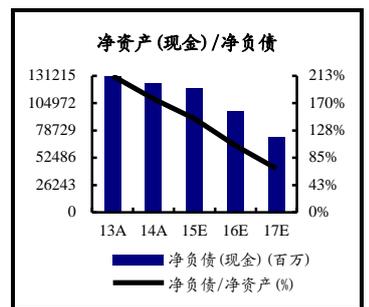
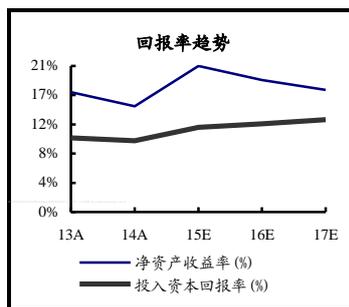
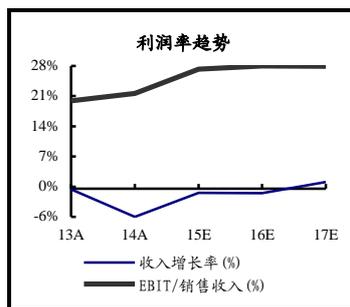
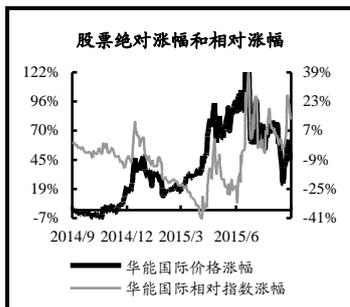
**财务预测 (单位: 百万元)**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>损益表</b>					
营业总收入	133,833	125,407	124,335	123,148	124,993
营业成本	102,865	94,011	86,341	84,770	86,136
税金及附加	1,044	932	925	916	929
销售费用	9	4	4	4	4
管理费用	3,433	3,588	3,558	3,524	3,576
<b>EBIT</b>	<b>26,481</b>	<b>26,871</b>	<b>33,508</b>	<b>33,935</b>	<b>34,347</b>
公允价值变动收益	-6	43	0	0	0
投资收益	851	1,424	1,424	1,424	1,424
财务费用	7,523	7,664	5,003	4,268	3,158
<b>营业利润</b>	<b>18,348</b>	<b>18,552</b>	<b>29,929</b>	<b>31,091</b>	<b>32,613</b>
所得税	4,545	5,511	8,832	9,171	9,616
少数股东损益	2,584	2,818	4,517	4,691	4,918
<b>净利润</b>	<b>10,520</b>	<b>10,546</b>	<b>16,902</b>	<b>17,552</b>	<b>18,402</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	9,433	12,608	967	967	967
其他流动资产	181	405	0	0	0
长期投资	20,306	22,296	22,296	22,296	22,296
固定资产合计	182,540	189,428	181,364	175,343	168,698
无形及其他资产	23,142	22,850	22,326	22,652	22,978
<b>资产合计</b>	<b>259,625</b>	<b>271,904</b>	<b>249,166</b>	<b>243,978</b>	<b>237,797</b>
流动负债	97,088	101,462	75,871	60,920	43,899
非流动负债	89,048	86,451	73,364	66,364	59,364
股东权益	61,748	70,219	81,602	93,673	106,595
<b>投入资本(IC)</b>	<b>186,759</b>	<b>187,767</b>	<b>197,146</b>	<b>192,330</b>	<b>185,475</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	19,662	19,026	23,725	24,028	24,319
折旧与摊销	11,502	11,935	12,361	12,987	13,613
流动资金增量	6,942	1,327	-296	-878	535
资本支出	-17,563	-20,309	-3,450	-6,969	-6,969
<b>自由现金流</b>	<b>20,543</b>	<b>11,979</b>	<b>32,340</b>	<b>29,167</b>	<b>31,497</b>
经营现金流	40,239	33,320	17,019	36,892	38,899
投资现金流	-19,054	-19,086	-2,026	-5,546	-5,546
融资现金流	-22,240	-11,279	-26,634	-31,347	-33,353
<b>现金流净增加额</b>	<b>-1,055</b>	<b>2,955</b>	<b>-11,641</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-0.1%	-6.3%	-0.9%	-1.0%	1.5%
EBIT 增长率	46.6%	1.5%	24.7%	1.3%	1.2%
净利润增长率	79.3%	0.2%	60.3%	3.8%	4.8%
利润率					
毛利率	23.1%	25.0%	30.6%	31.2%	31.1%
EBIT 率	19.8%	21.4%	26.9%	27.6%	27.5%
净利润率	7.9%	8.4%	13.6%	14.3%	14.7%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	17.0%	15.0%	20.7%	18.7%	17.3%
总资产收益率(ROA)	4.1%	3.9%	6.8%	7.2%	7.7%
投入资本回报率(ROIC)	10.5%	10.1%	12.0%	12.5%	13.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	24	26	26	26	26
应收账款周转天数	41	42	42	42	42
总资产周转天数	704	774	765	731	703
净利润现金含量	3.82	3.16	1.01	2.10	2.11
资本支出/收入	13%	16%	3%	6%	6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.7%	69.1%	59.9%	52.2%	43.4%
净负债率	212.5%	176.6%	146.0%	104.1%	68.3%
<b>估值比率</b>					
PE	14.1	14.1	8.8	8.5	8.1
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.3	7.0	5.8	5.2	4.6
P/S	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
股息率	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%

**绝对价格回报 (%)**



52 周价格范围 5.79-14.76  
市值 (百万) 136,849



## 目 录

1. 结论.....	4
2. 电源结构持续改善，优势地区布局售电.....	4
3. 国企改革政策驱动下，有望获得大股东更多支持.....	7
4. 盈利预测与投资建议：估值优势尽显.....	7
5. 风险因素.....	8

## 1. 结论

首次覆盖华能国际，给予“增持”评级。截至 2015 上半年末，公司境内外可控发电装机容量突破 8000 万千瓦，清洁能源装机容量占比已达 11.5%。火电机组持续优化，60 万千瓦以上大型机组占比近 60%。公司发电资产分布超过 20 个省（市、区），甄选经济发展水平领先、自身优势汇聚的江苏、广东等地区先行试水售电业务是明智之举，历史大用户直供电业务发展及大士能源的零售市场经验将助力公司进军售电市场。本轮国企改革，将会推动国有企业集团整体上市，电力行业资产证券化尚有较大空间，华能集团曾于 2014 年 6 月补充资产注入承诺，我们估算可供注入的装机容量约为上市公司的 0.88 倍，期待公司外延式扩张。

预计公司 2015-2017 年归属母公司所有者净利润分别为 169.02、175.52、184.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.17、1.22、1.28 元。

公司 2015-2017 年 PE 分别为 8、8、7 倍，低于可比公司均值 14、12、11 倍。考虑到公司的行业龙头地位，在售电领域的积极布局，以及有望获得外延式扩张空间，我们给予公司 2015 年 11 倍 PE，对应估值为 12.87 元。

公司 2014 年加权 ROE 实现 16.27%，高于可比公司均值 13.77%，PB 估值 1.95 倍，略高于可比公司均值 1.86，没有充分反映盈利优质的资产价值，我们给予公司 2.1 倍 PB，对应估值为 10.65 元。

综合以上两种估值方法，我们给予公司目标价 11.76 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 2. 电源结构持续改善，优势地区布局售电

截至 2015 上半年末，公司境内外可控发电装机容量达到 8042.4 万千瓦，权益发电装机容量达到 7166.7 万千瓦，居电力板块上市公司首位。近年来，公司积极发展清洁能源（燃机、水电、风电、光伏），电源结构不断完善，清洁能源装机容量占比已达 11.48%。火电机组持续优化，30 万千瓦级、60 万千瓦级和 100 万千瓦级装机容量比例分别为，40.7%、37.07%和 16.04%，60 万千瓦以上大型机组占比已近 60%，百万千瓦级超超临界机组比例不断提升，平均发电煤耗持续下降。下一步，公司将继续发展清洁能源，并网条件较好的地区发展风电，并积极开发海上风电；上海、重庆、天津等地区结合节能环保安排发展气电；优势火电方面，重视热电联产项目，有市场地区开发节能高效大机组，老机组替代电源点，以及三北地区外送电源点。

公司此前发布公告，为适应电力体制改革的需要，进一步开拓能源市场，以自有资金 4 亿元，在江苏、广东分别设立能源销售公司。公司发电资

产分布超过 20 个省（市、区），甄选经济发展水平领先、自身优势汇聚的地区先行试水售电业务是明智之举。

公司在 2013 年前后开始涉足大客户直供电业务，主要在经济发达地区，至 2014 年，大客户直供电规模已达 101 亿千瓦时（占公司全部发电量 3.4%），2015 上半年，大客户直供电合同量同比增加 58%。参与直供电为将来开展售电业务摸索经验，并积累客户。新加坡大士能源的零售市场经验也将助力公司进军售电市场。

**表 1：华能国际全资及控股电厂装机情况**

分布	电厂	电源类别	装机结构（万千瓦）	装机容量（万千瓦）	权益比例
辽宁省	大连	火电	4*35	140	100%
	丹东	火电	2*35	70	100%
	营口	火电	2*32+2*60	184	100%
	营口热电	火电	2*33	66	100%
	瓦房店风电	风电	24*0.2	4.8	100%
	苏子河水电	水电	3*1.25	3.75	100%
	昌图风电	风电	33*0.15	4.95	100%
	昌图老城风电	风电	24*0.2	4.8	100%
内蒙古	化德风电	风电	66*0.15	9.9	100%
河北省	上安	火电	2*35+2*33+2*60	256	100%
	康保风电	风电	33*0.15	4.95	100%
甘肃省	平凉	火电	3*32.5+1*33+2*60	250.5	65%
	酒泉风电	风电	301*0.15+25*0.2	50.15	100%
	安北第三风电	风电	100*0.2	20	100%
北京市	北京热电（燃煤）	火电	2*16.5+2*22+7.5	84.5	41%
	北京热电（燃机）	燃机	2*30.69+1*30.96	92.34	41%
天津市	杨柳青热电	火电	4*30	120	55%
	临港燃机	燃机	31.3+15	46.3	100%
山西省	榆社	火电	2*30	60	60%
	左权	火电	2*67.3	134.6	80%
山东省	德州	火电	1*33+2*32+1*33+2*70	270	100%
	济宁	火电	2*13.5	27	100%
	济宁热电	火电	2*35	70	100%
	辛店	火电	2*30	60	95%
	威海	火电	2*32+2*68	200	60%
	日照二期	火电	2*68	136	100%
	沾化热电	火电	2*16.5	33	100%
河南省	沁北	火电	4*60+2*100	440	60%
	洛阳热电	火电			
江苏省	南通	火电	2*35.2+2*35	140.4	100%
	南京	火电	2*32	64	100%
	太仓	火电	2*32+2*63	190	75%
	淮阴	火电	4*33	132	63.64%
	金陵（燃机）	燃机	2*39	78	60%
	金陵（燃煤）	火电	2*103	206	60%

	金陵燃机热电	燃机	2*19.1	38.2	51%
	启东风电	风电	61*0.15+47*0.2	18.55	65%
	如东风电	风电	24*0.2	4.8	90%
	苏州热电	火电	2*6	12	53.45%
上海市	石洞口一厂	火电	4*32.5	130	100%
	石洞口二厂	火电	2*60	120	100%
	上海燃机	燃机	2*39	117	70%
	石洞口发电	火电	2*66	132	50%
重庆	珞璜	火电	4*36+2*60	264	60%
	两江燃机	燃机	2*46.7	93.4	100%
浙江省	玉环	火电	4*100	400	100%
	长兴	火电	2*66	132	100%
	桐乡燃机	燃机	2*17.81+8.03+2.19	45.84	95%
	泗安光伏	光伏	0.5	0.5	100%
湖北省	恩施马尾沟水电	水电	3*0.5	1.5	100%
	武汉	火电	2*33+2*30+2*60	246	75%
	大龙潭水电	水电	3*1.2+1*0.16	3.76	97%
	荆门热电	火电	2*35	70	100%
	应城热电	火电	1*35	35	100%
湖南省	岳阳	火电	2*36.25+2*30+2*60	252.5	55%
	湘祁水电	水电	4*2	8	100%
	苏宝顶风电	风电	40*0.2	8	100%
江西省	井冈山	火电	2*30	60	100%
	蒋公岭风电	风电	24*0.2	4.8	100%
	瑞金	火电	2*35	70	100%
	安源	火电	2*66	132	100%
安徽省	巢湖	火电	2*60	120	60%
	花凉亭水电	水电	4*1	4	100%
福建省	福州	火电	4*35+2*66	272	100%
广东省	汕头燃煤	火电	2*30+1*60	120	100%
	海门	火电	2*103.6	207.2	100%
	海门发电	火电	2*103.6	207.2	80%
云南省	滇东能源	火电	4*60	240	100%
	雨汪能源	火电	2*60	120	100%
	文笔山风电	风电	20*0.2	4	100%
海南省	海口	火电	2*13.8+2*33	93.6	91.8%
	东方	火电	4*35	140	91.8%
	南山燃机	燃机	2*5+2*1.6	13.2	91.8%
	戈枕水电	水电	2*4+2*0.1	8.2	91.8%
	文昌风电	风电	33*0.15+1*0.2	5.15	91.8%
<b>境内合计</b>				7608.34	
新加坡	大士能源		1*60+4*36.75+40.59+10.1+3.25	260.94	100%
<b>境内外合计</b>				7869.28	

数据来源：公司公告，公司网站，国泰君安证券研究

### 3. 国企改革政策驱动下，有望获得大股东更多支持

上市以来，华能集团累计注入公司约 2300 万千瓦在役权益装机，以及新项目的开发权，并通过参与公司股权融资累计注入约 60 亿元现金，可见大股东对旗舰上市公司的支持。

本轮国企改革，将会加大国企集团层面公司制改革力度，促进股权多元化，推动国有企业集团公司整体上市。我们认为，有别于其他行业的强强联合、引入民营资本、股权激励等改革措施，电力行业国企改革的主线即资产证券化。根据我们专题报告中测算，电力行业资产证券化率至 2014 年不足 40%，尚有较大提升空间，期待在政策驱动及市场环境配合下资产注入提速。

公司曾于 2014 年 6 月公告大股东针对避免同业竞争问题的补充承诺，对之前的承诺进行完善和规范，详细说明了有关资产注入的条件等内容。

**表 2：华能集团关于规范避免同业竞争承诺的相关内容**

相关内容	
整体定位	将华能国际作为华能集团常规能源业务最终整合的唯一平台
时间	2016 年底前
注入条件	资产、股权权属清晰，注入以后不会降低华能国际每股收益，无重大违法违规事项，国有资产保值增值，参股股东放弃优先受让权
分省份安排	（1）对于华能集团位于山东省的常规能源业务资产，华能集团承诺在 2016 年底前，将该等资产在盈利能力改善且符合注入上市公司条件时注入华能国际； （2）对于华能集团在其他省级行政区域内的非上市常规能源业务资产，华能集团承诺在 2016 年底前，将该等资产在符合注入上市公司条件时注入华能国际，以支持华能国际的持续稳定发展。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

截至 2014 年底，华能集团境内外全资及控股电厂装机容量为 15149 万千瓦，华能国际当前可控装机规模为 8042.4 万千瓦，体外资产容量相当于上市公司的 0.88 倍，剔除非常规能源及不满足条件的资产，预计实际可注入空间略小于此。

### 4. 盈利预测与投资建议：估值优势尽显

主要盈利预测假设：2015-2017 年燃煤机组平均结算电价分别为 442.24、434.31、434.31 元/千千瓦时；燃煤机组平均发电小时分别为 4200、4100、4050 小时；单位发电燃料成本分别为 163.30、154.52、153.99 元/千千瓦时；每年新增燃煤发电装机 200 万千瓦。大士能源、燃机发电业务总体保持稳定；风电、光伏等清洁能源业务规模每年增长 10%

预计公司 2015-2017 年归属母公司所有者净利润分别为 169.02、175.52、184.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.17、1.22、1.28 元。

公司 2015-2017 年 PE 分别为 8、8、7 倍，低于可比公司均值 14、12、11 倍。考虑到公司的行业龙头地位，在售电领域的积极布局，以及有望获得外延式扩张空间，我们给予公司 2015 年 11 倍 PE，对应估值为 12.87 元。

公司 2014 年加权 ROE 实现 16.27%，高于可比公司均值 13.77%，PB 估值 1.95 倍，略高于可比公司均值 1.86，没有充分反映盈利优质的资产价值，我们给予公司 2.1 倍 PB，对应估值为 10.65 元。

综合以上两种估值方法，我们给予公司目标价 11.76 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 3: 华能国际与可比公司估值对比**

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE			BPS (元)	ROE (加权)	PB
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E			
国电电力	4.46	0.33	0.38	0.45	13	12	10	2.68	15.38%	1.66
华电国际	7.83	0.77	0.80	0.90	10	10	9	3.73	21.88%	2.10
大唐发电	6.03	0.33	0.39	0.41	18	15	15	3.33	4.06%	1.81
平均值					14	12	11		13.77%	1.86
华能国际	9.49	1.17	1.22	1.28	8	8	7	4.86	16.27%	1.95

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (说明: 除国电电力、华能国际外, 其余盈利预测来自 Wind 一致预期; 股价对应 2015 年 9 月 8 日收盘时点, BPS 来自 2015 年中报, 加权 ROE 来自 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, 盈利预期将下调。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		