

张家界 (000430)

资产注入有望加速 目的地服务体系持续完善

——张家界 (000430) 调研报告

	许娟娟 (分析师)	王毅成 (研究助理)
	021-38676545	021-38676720
	xujuanjuan@gtjas.com	wangyicheng@gtjas.com
证书编号	S0880511010028	S0880115060031

本报告导读:

公司意图打造区域旅游资源整合平台, 集团控制西线优质旅游资源, 资产注入有望加速; 旗下旅游资产质量将持续改善, 完善目的地服务体系建设, 盈利能力将持续提升。

投资要点:

- 公司意图打造区域旅游资源整合平台, 体外优质资产注入有望, 将持续改善旗下旅游资产质量, 完善目的地服务体系建设。①张家界旅游资源丰富, 地方政府做大做强旅游产业动力足; 公司作为全市唯一上市平台, 旗下旅游资源相对较少, 政府有意将体外优质资产注入上市公司平台; ②集团层面已控股张家界西线主要景区, 有望成为公司旅游资源整合的突破口; ③现有景区盈利提升空间大: 交通改善, 天子山索道停运致客流高增长; 资产质量提升, 目的地服务建设完善打开提价空间, 助力营收维持稳定。考虑杨家界索道客流 15 年高增长以及 16 年天子山索道开通后分流, 调整 15-17 年 EPS 为 0.42/0.45/0.54 元 (+0.03/-0.07/-0.14 元), 上调目标价 18.48 元, 增持。
- 张家界旅游资源丰富, 地方政府做大做强旅游产业动力足; 公司作为全市唯一上市平台, 控制资源少, 体外优质资产有望注入上市公司平台。①张家界旅游立市, 优质资源丰富, 地方政府对旅游产业扶持政策力度大; ②公司作为全市唯一上市平台只控制了宝峰湖、十里画廊等少数资源, 集团和政府均有意让上市公司控制更多优质资产。
- 控股股东已开始回购优质景区资产, 现已控制并运营西线主要景区, 有望成为公司旅游资源整合的突破口。①控股股东于 15 年 9 月对西线景区运营公司进行重组并控股, 逐步对该区域资源进行深入开发; ②未来西线景区有望率先注入上市公司平台, 提升公司盈利能力。
- 现有景区资源盈利提升空间大: ①交通持续改善、营销力度加大、天子山索道停运致 15 年客流高增长; ②资产质量升级、目的地服务体系持续完善打开提价空间, 将弥补天子山索道开通后的分流影响。
- 风险提示: 景区项目建设开发低于预期; 资源整合进度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	500	484	746	776	866
(+/-)%	-27%	-3%	54%	4%	12%
经营利润 (EBIT)	80	94	200	219	253
(+/-)%	-43%	18%	113%	10%	16%
净利润	51	61	135	143	174
(+/-)%	-51%	20%	121%	6%	22%
每股净收益 (元)	0.16	0.19	0.42	0.45	0.54
每股股利 (元)	-	-	-	-	-
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	16.0%	19.4%	26.8%	28.2%	29.2%
净资产收益率 (%)	11.8%	12.4%	21.5%	18.5%	18.4%
投入资本回报率 (%)	11.6%	16.7%	21.8%	24.9%	26.1%
EV/EBITDA	19.9	18.0	9.4	8.3	7.3
市盈率	81	69	31	29	24
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.48

上次预测: 16.45

当前价格: 13.32

2015.11.05

交易数据

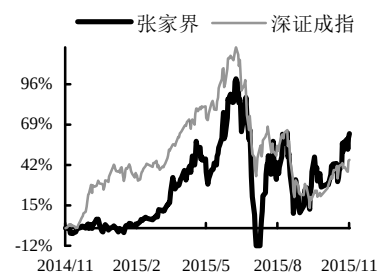
52 周内股价区间 (元)	7.20-16.77
总市值 (百万元)	4,274
总股本/流通 A 股 (百万股)	321/209
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	65%
日均成交量 (百万股)	1523.22
日均成交值 (百万元)	175.08

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	625
每股净资产	1.95
市净率	6.8
净负债率	1.66%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.02	-0.01
Q2	0.08	0.16
Q3	0.14	0.26
Q4	-0.01	0.01
全年	0.19	0.42

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	28%	16%	62%
相对指数	8%	21%	17%

相关报告

《业绩持续靓丽 营销加大助力客流高增长》
2015.10.29

《交通改善催热周边游 营销加大激增客流》
2015.10.13

《中报表现靓丽 国企改革预期或将升温》
2015.08.17

《业绩向好, 国企改革预期加速落地》
2015.07.22

《业绩低于预期 内外环境改善驱动成长》
2015.03.10

模型更新时间: 2015.11.05

股票研究

社会服务

社会服务业

张家界 (000430)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.48

上次预测: 16.45

当前价格: 13.32

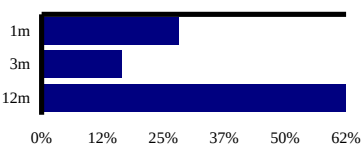
公司网址

www.zjjgf.com

公司简介

公司是一家以投资、开发、经营自然景区为主业的国有控股上市公司,主要从事景区开发、酒店管理等旅游业务。公司主营旅游资源开发,旅游基础设施建设和旅游配套服务等业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.20-16.77

市值 (百万)

4,274

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

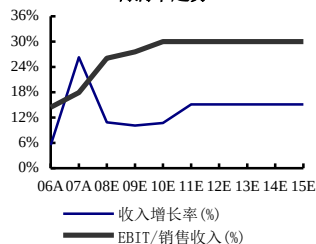
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	500	484	746	776	866
主营业务成本	333	301	430	426	458
税金及附加	15	18	26	26	29
主营业务利润	152	165	290	324	379
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	23	24	34	39	48
管理费用	46	47	56	66	78
EBIT	80	94	200	219	253
财务费用	7	7	8	16	6
营业利润	73	87	192	203	247
所得税	23	24	58	61	74
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	51	61	135	143	174
货币资金、短期投资	69	58	82	85	205
其他流动资产	12	20	31	32	37
长期投资	4	0	0	0	0
固定资产合计	409	335	591	584	644
无形及其他资产	91	102	95	89	84
资产合计	603	533	817	808	988
流动负债	71	110	259	107	113
长期负债	99	77	77	77	77
股东权益	434	493	628	771	945
投入资本(IC)	490	420	650	635	685
NOPLAT	57	70	97	124	151
折旧与摊销	27	25	28	29	32
流动资金增量	3	6	4	7	6
资本支出	(120)	(113)	(10)	(16)	(54)
自由现金流	(123)	(109)	(10)	(16)	(54)
经营现金流	91	99	130	161	190
投资现金流	(123)	(109)	(10)	(16)	(54)
融资现金流	34	(6)	(48)	(5)	(4)
现金流净增加额	2	(16)	72	140	132
收入增长率	-26.8%	-3.2%	8.5%	14.5%	13.5%
EBIT 增长率	-43.3%	17.5%	43.6%	29.6%	22.9%
净利润增长率	-50.5%	17.6%	50.0%	33.3%	23.3%
利润率					
毛利率	33.4%	38.0%	43.6%	46.4%	48.4%
EBIT 率	16.0%	19.4%	25.7%	29.1%	31.5%
净利率	10.2%	12.4%	17.1%	20.0%	21.7%
净资产收益率(ROE)	11.8%	12.2%	15.4%	17.1%	17.4%
总资产收益率(ROA)	8.5%	8.8%	12.1%	13.8%	14.4%
投入资本回报率(ROIC)	11.6%	12.2%	17.6%	23.4%	27.7%
存货周转天数	3.84	5.48	6.17	6.23	6.74
应收账款周转天数	1.10	1.13	1.04	1.21	1.07
总资产周转天数	407.34	485.66	495.70	489.20	507.63
净利润现金含量	1.78	1.64	1.44	1.34	1.28
资本支出/收入	-24%	-23%	-2%	-3%	-8%
资产负债率	28.2%	27.3%	20.6%	18.6%	16.7%
净负债率	29.0%	19.5%	9.6%	8.0%	6.6%
PE	81.4	68.6	31.0	29.0	24.1
PB	3.0	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.0	9.0	5.0	3.7	2.9
P/S	4.65	0.04	4.43	3.87	3.41
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

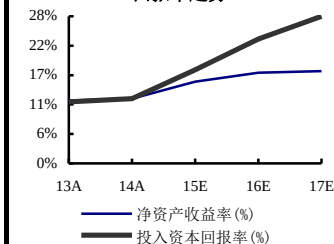
股票绝对涨幅和相对涨幅



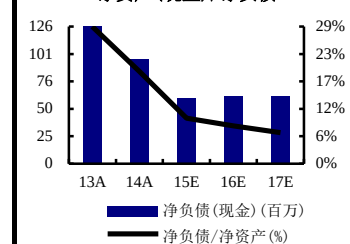
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 公司意图打造旅游资源平台，资产注入有望加速	4
1.1. 张家界旅游资源丰富，上市公司仅控制少数资源	4
1.2. 集团逐步控制资源，未来或存在外延收购或资产注入预期	4
2. 现有景区资源：业绩高增长，盈利能力强	4
3. 资产质量提升，目的地服务体系建设持续完善	6
3.1. 交通改善与营销力度增强将带动客流持续增长	6
3.1.1. 张家界周边交通环境持续改善	6
3.1.2. 品牌建设持续推进，打造国际化旅游品牌	7
3.2. 深挖景点资源，完善配套设施建设	7
3.3. 丰富游客消费场景，契合休闲度假游趋势	7
3.4. 目的地服务体系建设持续完善	7
4. 盈利预测	8
5. 风险提示	9

1. 公司意图打造旅游资源平台，资产注入有望加速

张家界旅游资源丰富，公司控制资源少，作为全市唯一上市平台，地方政府做大平台动力足、能力强，体外优质资产注入有望加速推进。未来五年公司的发展战略为在立足现有景区的发展上，逐步辐射周边，开拓挖掘新的旅游市场，掌控更多的优质旅游资源。

1.1. 张家界旅游资源丰富，上市公司仅控制少数资源

张家界武陵源风景区面积 369 平方公里，其中核心景区面积达 264 平方公里(黄山风景区和峨眉山风景区面积分别仅为 160 和 154 平方公里)。但上市公司只控制了宝峰湖、十里画廊等少数几个景点及相关的索道、客运车运营权，核心景区内的其他诸多景点仍在上市公司体外，黄石寨索道、天子山索道、百龙天梯等也均为其他企业所有。

而从整个张家界市的旅游发展来看，目前已经形成了“三星拱月”的态势，包括中心武陵源区景点，东线大峡谷、五雷山旅游区，西线九天洞、茅岩河、贺龙故居等，旅游资源十分丰富。

1.2. 集团逐步控制资源，未来或存在外延收购或资产注入预期

对于武陵源核心景区内来说，除了门票之外（环保客运包含在门票价格内），公司只拥有杨家界索道一个收入点；而黄石寨索道、天子山索道、百龙天梯等运输工具经营权均不属于上市公司，未来只要控制了任意一条线路，公司业绩将提升一个台阶，进入到新的阶段。

此外，公司控股股东张家界市经投集团有限公司已经于 2015 年 9 月 30 日重组组建了张家界茅岩河旅游开发股份有限公司，专门负责张家界西线旅游资源的开发建设和营销推广工作，并对旗下的所有西线景区进行高品质的整合、提质、升级等。若未来将这一块优质旅游资产与上市公司平台进行整合注入，不仅能提升公司收入和盈利水平，更能够丰富公司旅游资源和产品，使公司的发展格局扩充到整个张家界市。

表 1: 张家界主要旅游资源股东结构

景区资源	股东结构
黄石寨索道	台湾证吉兴业有限公司、张家界公园管理处
天子山索道	香港安达国际度假乐园（张家界）有限公司、武陵源区人民政府
百龙天梯	北京百龙绿色科技企业总公司、英国佛洛伊德有限公司
东线大峡谷景区	张家界大峡谷旅游景区管理有限公司
东线五雷山景区	张家界五雷山旅游有限公司
西线各景区资源	张家界茅岩河旅游开发股份有限公司 (属于张家界市经投集团有限公司)

数据来源：全国企业信用信息公示系统、国泰君安证券研究

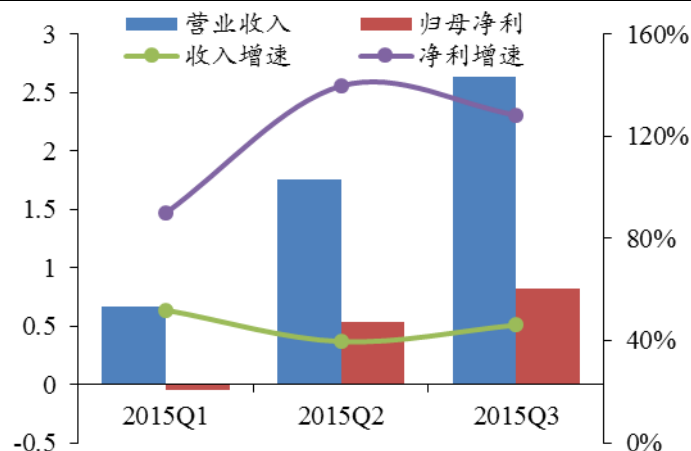
2. 现有景区资源：业绩高增长，盈利能力强

公司 2015 年前三季度实现业绩的高速增长：前三季度营收 5.06 亿元/+44.75%，归母净利 1.31 亿元/+101.65%。分业务板块来看，杨家界索

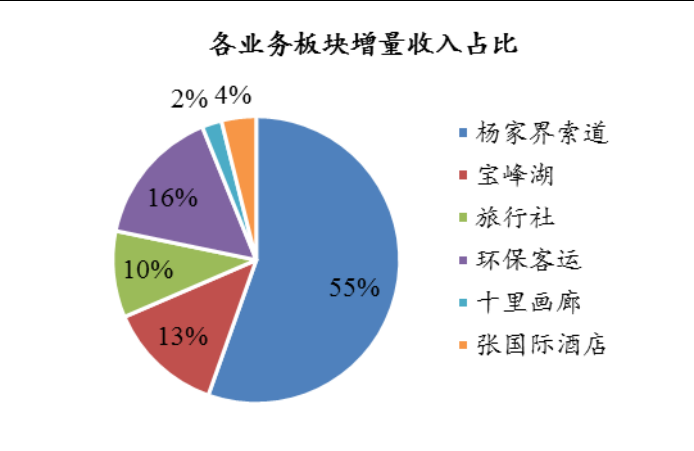
道成为业绩增长最主要的推动力，前三季度营收 1.11 亿元/+677.78%。此外，宝峰湖、环保客运、张国际酒店等板块收入均保持稳定增长。

图 1: 2015 年公司季度业绩数据同比大幅增长 (亿元)

图 2: 杨家界索道是公司前三季度增量收入的最大驱动力



资料来源: WIND, 国泰君安证券研究



资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

公司业绩高增长主要源于以下几个方面:

➤ 天子山索道停运给杨家界索道带来高客流增长

武陵源风景区内主要的客运索道包括黄石寨索道、天子山索道和杨家界索道三条，其中天子山索道于 2015 年起停运营维修，加上杨家界索道 2014 年新开业的低基数，直接导致其 2015 年客流出现激增，前三季度实现购票人数 165.59 万人/+664.14%。按照建设进度 2016 年天子山索道将恢复运营，预计将对杨家界索道造成分流影响 (2013 年天子山索道购票人数约 150 万人)。

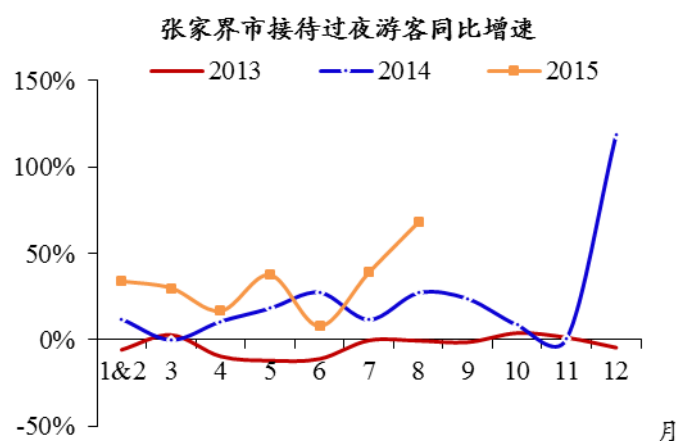
➤ 张家界市交通改善促进大景区客流增长

目前张家界荷花机场已开通包括上海、北京、深圳等一线城市，以及长沙、西安、南京等多个省会城市在内的近 20 个国内城市直达航班，以及直达韩国釜山等地的国际航班；黔张常铁路也于 2015 年 7 月开工建设。大交通的改善给张家界市带来了旅游高景气度，2015 年 1-8 月张家界累计过夜游客达到 1558 万人/+33.3%，武陵源区累计过夜游客 685 万人/+28.3%。

➤ 联票销售等营销措施

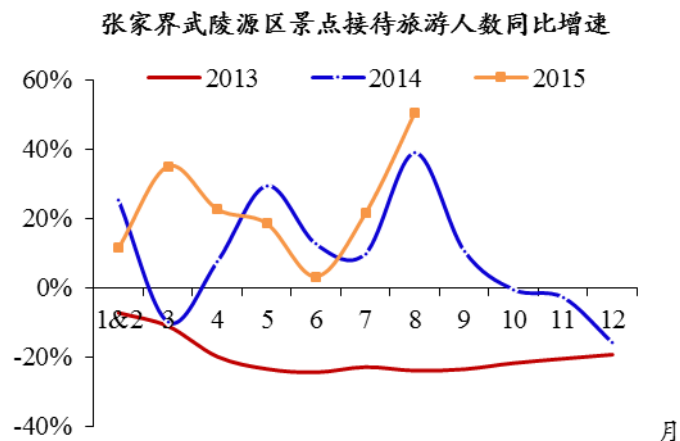
公司自 2015 年以来积极与魅力湘西等合作，结合旗下各景区，尤其是离核心景点距离较远的宝峰湖，推出联票优惠营销措施，带动宝峰湖等景点客流不断增长，2015 年前三季度宝峰湖实现购票人数 86.04 万人/+102.88%。

图 3: 2015.1-8 张家界累计过夜游客同增 33.3%



资料来源: 张家界市统计信息网, 国泰君安证券研究

图 4: 2015.1-8 武陵源区累计过夜游客同增 28.3%



资料来源: 张家界市统计信息网, 国泰君安证券研究

3. 资产质量提升, 目的地服务体系持续完善

2016 年天子山索道重新开始运营后势必会对杨家界索道造成分流, 进而影响公司业绩表现; 因此, 公司也在积极采取应对措施: ①交通改善将持续, 大景区客流有望不断保持较快增长; ②对旗下各景点进行改造升级, 深度挖掘景区资源、完善配套设施建设; ③增设游客消费场景, 契合休闲度假游趋势; ④加强目的地服务建设, 游客中心门店铺设加快推进。

3.1. 交通改善与营销力度增强将带动客流持续增长

3.1.1. 张家界周边交通环境持续改善

未来几年, 张家界大交通建设仍将持续: 荷花机场将开通更多国内城市的直线航班, 增加客源地; 黔张常铁路已经开通建设, 到长沙仅需 2 小时; 张桑高速将连接张家界与桑植等周边区县。而在交通战略规划方面, 张家界市未来将重点开发中西部地区, 吸引更多游客从西安、成都、重庆、武汉等地前来。此外, 交通改善还将带来周边游、自驾游等休闲度假类型的游客, 改善游客结构。

表 2: 张家界未来几年周边高铁及公路开通情况

名称	详情	预计开通时间
黔张常铁路	张家界-长沙 (6 小时缩短至 2 小时)	已经开工建设, 预计 2019 年通车
张桑高速	张家界-桑植	2018 年
包海高铁 (张-吉-怀)	张家界-吉首-怀化	2016 年底开工

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 张家界将全面加强建设与国内及周边各主要城市交通情况



资料来源: 张家界日报

3.1.2. 品牌建设持续推进, 打造国际化旅游品牌

张家界各景区一直致力于走出国门, 在境外进行宣传与旅游产品推介。从 2001 年开始, 韩国就成为了张家界境外游客的主力, 韩国旅行团增速也超过了长白山和桂林。未来公司将继续推行国际化品牌营销, 吸引更多国外游客, 尤其是年轻游客。

3.2. 深挖景点资源, 完善配套设施建设

➤ 杨家界索道配套工程项目建设

公司于 2015 年 8 月发布公告称, 将投资约 1.9 亿元用于建设连接教字垭镇和杨家界索道的公路、停车场及游客中心, 这将有效解决杨家界索道的交通瓶颈, 同时完善相关旅游服务。

➤ 宝峰湖景点后续开发项目

宝峰湖 2015 年游客量预计将超过 100 万人, 目前景区仅开发了约 1/3, 2014 年 8 月开工建设的入口广场目前已经基本完成, 将有效提升游客体验。此外, 未来宝峰湖周边将建设环湖木栈道等景观, 深度挖掘景区资源。

3.3. 丰富游客消费场景, 契合休闲度假游趋势

目前, 武陵源区内有 4 万多间客房, 基本能满足游客需求。但随着交通改善, 未来景区会有更多休闲度假型游客, 将对配套酒店、餐饮等提出更高要求。一方面, 公司可结合景区自然资源的构造特点举办一系列户外旅游活动并将其常态化 (如之前举办的十里画廊百米长卷、宝峰湖高尔夫极限挑战赛等), 让游客有机会亲身参与其中; 另一方面, 公司也将积极考虑推进休闲度假地建设, 打造全新的游客体验。

3.4. 目的地服务体系建设持续完善

公司于 2013 年推出自由旅神线上直销平台, 并在 2014 年与携程签订战略合作框架协议。从目前的实际运营来看, 通过线上预订的客流增长整体较为缓慢, 同时游客通过携程等预订“机+酒”产品到达景区之后,

目的地接待服务水平仍有提升空间。因此，公司未来将重点建设集“吃出行娱游购”于一体的游客服务中心，规划建设“2100 门店体系”，将自由旅神与之融合并与携程等 OTA 进行对接。未来公司将从线上营销延伸到线下服务全产业链，完善 O2O 业态。

图 6: 张家界游客中心体系门店布局将大幅增加

张家界市人民政府游客中心体系门店布局示意图



资料来源：红网常德站

4. 盈利预测

调整公司 2015-17 年 EPS 为 0.42/0.45/0.54 元 (+0.03/-0.07/-0.14 元)，主要基于以下两个方面的假设：

- 公司 2015 年前三季度 EPS0.41 元，考虑到杨家界索道将持续高客流，业绩增长的驱动力将持续至年末，2015Q4 有望实现扭亏为盈，故上调 2015 年 EPS 至 0.42 元。
- 天子山索道预计将于 2016 年恢复运营，对杨家界索道将造成分流影响，预计将分流约 50 万人，约占 2015 年杨家界索道客流量的近 25%；结合公司可能采取的进一步联票销售政策、对景区内容改造升级及完善配套设施等，综合预计将使杨家界索道客流下降约 15%，因此下调 2016/17 年 EPS 为 0.45/0.54 元。

上调目标价至 18.48 元，维持增持评级。我们选取同样与张家界具有稀缺资源及索道运营业务的自然景区类上市公司黄山、峨眉山和丽江旅游，以及同样存在区域内旅游资源整合预期的云南旅游，得到可比公司 2015 年平均 PE 为 39x，考虑公司资产注入预期有望加速进行，盈利能力提升空间大，因此给予目标公司 2015 年超过行业平均 44xPE，对应目标价为 18.48 元，维持增持评级。

表 3: 相关上市公司盈利预测及估值 (2015.11.02)

	收盘价	市值 亿元	EPS			PE			评级
			14A	15E	16E	14A	15E	16E	
600054.SH 黄山旅游	21.3	106.3	0.44	0.59	0.75	49	36	28	增持

000888.SZ	峨眉山 A	10.7	56.1	0.36	0.41	0.52	30	26	20	增持
002033.SZ	丽江旅游	14.0	59.0	0.43	0.54	0.63	32	26	22	增持
002059.SZ	云南旅游	11.7	85.7	0.09	0.18	0.24	130	65	49	增持
行业平均								39	30	

数据来源：各公司 EPS 均来自国泰君安盈利预测

5. 风险提示

- 自然灾害风险；
- 杨家界索道客流流失高于预期；
- 景区项目改造建设进度缓慢；
- 资源整合进程低于预期。

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，需在允许的范围内使用，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

	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		