

房地产/金融

中炬高新 (600872)

打破束缚，期待蜕变

——中炬高新更新报告

	闫伟 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	021-38674873	021-38675864	021-38676186
	yanwei@gtjas.com	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880515080002	S0880514080005	S0880511010015

本报告导读:

如果定增方案获批，公司将由国企变为民营企业，打破国企机制束缚后，管理效率有望大幅改善：预计管理层将会持股、盈利能力大幅提升、存并购预期，维持增持投资要点：

- **维持增持。**2015H1 业绩低于我们预期，下调 2015-16 年 EPS 预测至 0.30、0.42 元 (-14%、-5%)，如考虑定增后摊薄，对应 EPS0.22、0.31 元。预计 2016 年调味品收入 32.6 亿，参考海天味业估值，给予 2016 年调味品业务 5 倍 PS，对应市值 163 亿，房地产延续此前估值 14.9 亿，对应总市值 177.9 亿，下调目标价至 22.32 元。预计前海人寿持股平均价 15-16 元，本次增发价 14.96 元，为股价提供了安全边际。
- **公司将可能变为民营企业，定增资金支持做大主业。**1) 拟非公开发行股票不超过 3 亿股，募集不超过 45 亿元，如果定增方案获批，前海人寿及一致行动人将持有公司股份 34.02%，宝能系姚振华将成为实际控制人。2) 募投项目中 36 亿用于支持做大调味品主业。
- **打破国企机制束缚，预计管理效率大幅改善。**1) 预计后续会通过管理层持股激发管理层动力，过去 10 年收入 CAGR 达 20%，管理层有能力无动力问题将迎刃而解。2) 盈利能力有较大提升空间。2015H1 公司毛利率、净利率为 35.2%、8.7%，分别低于海天味业 8.7、15.0pct，尤其是成本和管理费用率改善空间较大。3) 存在并购可能性。预计募投项目中科技产业孵化园建设项目包括收购其他调味品公司预期。
- **提价因素逐渐消除，预计全年调味品收入增 15%。**2014 年 9 月通过提高终端价给经销商更大利润空间，对销量产生一定影响，2015H1 调味品收入仅增 9%，预计随着提价因素消除全年调味品收入 27 亿。
- **风险提示：**定增方案未获批；管理层发生较大变动；行业竞争加剧

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,318	2,642	2,986	3,556	4,167
(+/-)%	32%	14%	13%	19%	17%
经营利润 (EBIT)	277	346	312	437	567
(+/-)%	88%	25%	-10%	40%	30%
净利润	213	287	238	335	440
(+/-)%	69%	35%	-17%	40%	32%
每股净收益 (元)	0.27	0.36	0.30	0.42	0.55
每股股利 (元)	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	11.9%	13.1%	10.5%	12.3%	13.6%
净资产收益率 (%)	10.0%	12.3%	9.5%	12.2%	14.1%
投入资本回报率 (%)	13.1%	11.8%	10.5%	14.3%	16.1%
EV/EBITDA	44.4	36.9	37.5	27.8	22.1
市盈率	72.8	54.1	65.0	46.3	35.2
股息率 (%)	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 22.32

上次预测: 24.57

当前价格: 17.51

2015.09.10

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.50-21.73
总市值 (百万元)	13,949
总股本/流通 A 股 (百万股)	797/797
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)	1.38
日均成交值 (百万元)	0.25

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,370
每股净资产	2.98
市净率	5.9
净负债率	28.83%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.10	0.07
Q2	0.09	0.06
Q3	0.07	0.08
Q4	0.10	0.09
全年	0.36	0.30

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-19%	-19%	60%
相对指数	-6%	18%	20%

相关报告

《收入符合预期，期待管理层激励有突破》
2015.04.30

《期待激励完善带来二次成长》2015.04.27

《酱油业务继续高增长，国企改革预期加强》
2015.04.03

《业绩符合预期，国企改革预期加强》
2015.03.31

《业绩持续高增长可期，期待国企改革激发潜

模型更新时间: 2015.09.10

股票研

金融

房地产

中炬高新 (600872)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **22.32**

上次预测: 24.57

当前价格: 17.51

公司网址

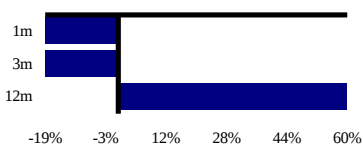
www.jonjee.com

公司简介

公司依托中山火炬高技术产业开发区, 是一家以高新技术产业为主导、资本为纽带, 多元发展的国际化高新技术企业集团。

公司主营为高新技术产业投资和国家级开发区招商, 公司可提供完善的基础设施、群集的产业配套、高效的后勤服务和便捷的物流配送。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.50-21.73

市值 (百万)

13,949

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

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、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

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

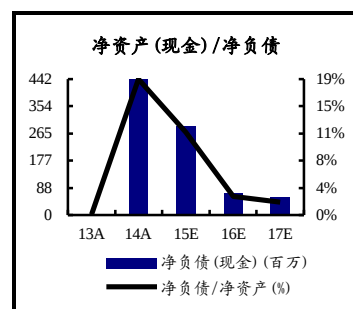
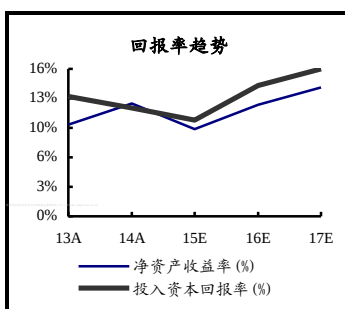
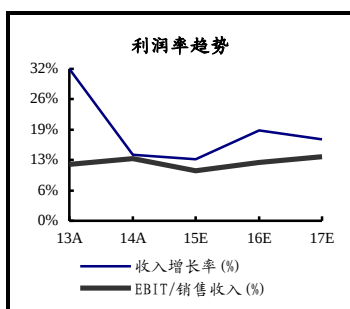
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	2,318	2,642	2,986	3,556	4,167
营业成本	1,593	1,731	2,000	2,367	2,761
税金及附加	38	45	34	41	47
销售费用	185	231	305	338	375
管理费用	225	288	334	373	417
EBIT	277	346	312	437	567
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	10	40	40	40
财务费用	34	33	51	50	43
营业利润	254	323	302	427	564
所得税	42	51	46	65	86
少数股东损益	8	6	25	35	46
净利润	213	287	238	335	440
货币资金、交易性金融资产	358	273	853	867	883
其他流动资产	59	157	0	0	0
长期投资	608	546	546	546	546
固定资产合计	988	1,367	1,289	1,326	1,349
无形资产及其他资产	114	131	131	130	130
资产合计	3,696	4,059	4,815	5,079	5,612
流动负债	1,180	832	930	1,055	1,181
非流动负债	132	614	1,089	939	939
股东权益	2,133	2,338	2,497	2,752	3,113
投入资本(IC)	1,780	2,492	2,520	2,595	2,985
NOPLAT	233	295	266	372	482
折旧与摊销	72	86	109	123	137
流动资金增量	-249	73	-345	-38	-367
资本支出	-386	-336	-22	-152	-152
自由现金流	-330	118	7	304	99
经营现金流	135	335	207	469	264
投资现金流	-136	-377	18	-112	-112
融资现金流	2	-44	355	-343	-136
现金流净增加额	1	-85	580	15	16
收入增长率	32.1%	14.0%	13.0%	19.1%	17.2%
EBIT 增长率	88.3%	25.0%	-9.8%	40.0%	29.6%
净利润增长率	69.3%	34.7%	-16.9%	40.4%	31.5%
利润率					
毛利率	31.3%	34.5%	33.0%	33.4%	33.7%
EBIT 率	11.9%	13.1%	10.5%	12.3%	13.6%
净利率	9.2%	10.9%	8.0%	9.4%	10.6%
净资产收益率(ROE)	10.0%	12.3%	9.5%	12.2%	14.1%
总资产收益率(ROA)	5.8%	7.1%	5.0%	6.6%	7.8%
投入资本回报率(ROIC)	13.1%	11.8%	10.5%	14.3%	16.1%
存货周转天数	281	260	260	260	260
应收账款周转天数	7	7	7	7	7
总资产周转天数	566	536	542	508	468
净利润现金含量	0.63	1.17	0.87	1.40	0.60
资本支出/收入	17%	13%	1%	4%	4%
资产负债率	35.5%	35.6%	41.9%	39.2%	37.8%
净负债率	0.1%	18.9%	11.5%	2.6%	1.8%
PE	72.8	54.1	65.0	46.3	35.2
PB	7.3	6.6	6.2	5.6	5.0
EV/EBITDA	44.4	36.9	37.5	27.8	22.1
P/S	6.7	5.9	5.2	4.4	3.7
股息率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%



目 录

1. 公司将可能变为民营企业，定增资金支持做大主业	4
1.1. 公司将可能变为民营企业	4
1.2. 定增资金支持做大调味品主业	4
2. 打破束缚，期待蜕变	5
2.1. 调味品行业仍是食品行业中最亮眼的行业	5
2.2. 管理层激励突破将使公司盈利能力大幅提升	6
3. 提价因素逐步消除，预计全年调味品收入增长 15%	8
4. 盈利预测 及投资建议	8
5. 风险提示	8
图 1: 非公开发行股票后公司股权结构图	4
图 2: 酱油、食醋调味品收入维持较快增长	6
图 3: 酱油行业集中度仍有提升空间	6
图 4: 美味鲜毛利率低于海天、加加酱油业务	7
图 5: 估算美味鲜净利率低于海天味业 12pct	7
图 6: 各龙头公司酱油业务吨价、吨成本比较（2013）	7
表 1: 本次非公开发行股票发行对象均与前海人寿为一致行动人	4
表 2: 本次非公开发行股票拟投 36 亿支持调味品主业发展	5

1. 公司将可能变为民营企业，定增资金支持做大主业

1.1. 公司将可能变为民营企业

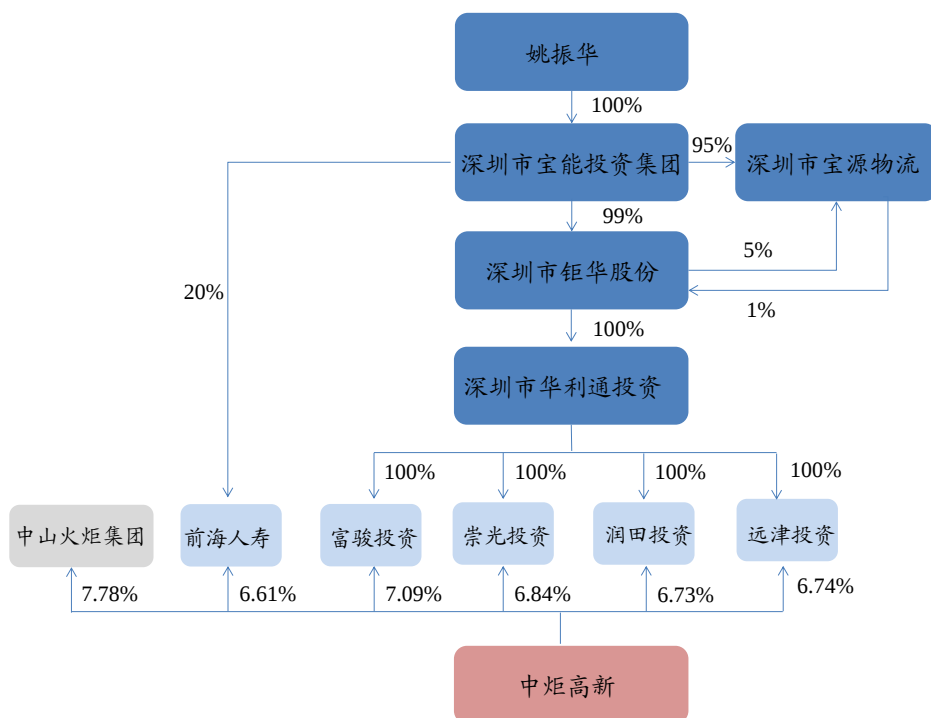
如增发获批，公司将变为民营企业。2015 年 9 月 7 日晚，公司公告《非公开发行股票预案》，拟发行数量不超过 3 亿股，发行价格为 14.96 元/股，募集资金金额不超过 45 亿元，发行对象为富骏投资、崇光投资、润田投资及远津投资（四家发行对象与前海人寿为一致行动人），发行后，前海人寿及一致行动人将持有公司股份 34.02%，宝能系姚振华将成为实际控制人。

表 1: 本次非公开发行股票发行对象均与前海人寿为一致行动人

发行对象	认购数量 (百万股)	认购金额 (亿元)	占增发后总股本比例
富骏投资	77.77	11.63	7.09%
崇光投资	75.12	11.24	6.84%
润田投资	73.90	11.06	6.73%
远津投资	74.01	11.07	6.74%
合计	300.80	45.00	27.41%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 1: 非公开发行股票后公司股权结构图



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.2. 定增资金支持做大调味品主业

36 亿投资于调味品主业，预计新增收入 70-80 亿。本次非公开增发募集

资金拟投向阳西基地后续建设项目、渠道建设及品牌推广项目、研发中心扩建项目、南派酱油生产智能化及自动化改造项目、食用油扩建项目、电商推广及自主线上平台建设项目、信息化系统升级项目及科技产业孵化园建设项目。

表 2: 本次非公开发行股票拟投 36 亿支持调味品主业发展

项目名称		预计总投资额 (亿)	募集资金拟投入额 (亿)	项目介绍
调味品业务扩产升级	阳西基地后续建设项目	12.19	12.19	1、建设期为三年，第五年达产，项目周期为 13 年。达产后预计实现年收入 22.22 亿元，项目税后内部收益率为 22.37%。 2、项目实施后，公司将新增 18.37 万吨酱油、0.52 万吨罐头、5.59 万吨蚝油、1 万吨醋汁、1.83 万吨食用油、1.71 万吨调味酱的产能。
	渠道建设及品牌推广项目	10.76	9.96	1、拟在四年内实现以地级市为单位设置销售办事处并将部分经销商细分至县一级，新增 150 个办事处。 2、拟在四年内通过传统媒体和新媒体增加广告投放：1) 将传统媒体作为重点投放媒介；2) 尝试使用网络视频广告、美食节目视频等媒介进行广告投放。
	研发中心扩建项目	2.22	2.22	拟建立酿造中试车间、煮制中试车间、罐头项目、发酵制品项目、酶解项目、质量安全检测共 6 个实验室，涉及到原材料核心加工技术、食品质量控制和新产品研发等领域。
	南派酱油生产智能化及自动化改造项目	1.08	1.08	1、建设期为一年，达产年为第二年，项目计算期为 11 年，达产后年收入预计 2.36 亿元，税后内部收益率为 42.41%。 2、有利于提高生产效率和产品合格率。
	电商推广及自主线上平台建设项目	6.28	6.28	建设期为三年，分为借助第三方电商平台、自主搭建食品类垂直电商平台及线下体验店。
食用油扩建项目		3.59	3.59	建设期为三年，达产年为第五年，项目计算期为 13 年，达产后预计年收入为 13.72 亿元，项目税后内部收益率 25.93%。
信息化系统升级项目		0.87	0.87	建设期为三年，项目拟建设企业信息化管理系统，系统包含仓储物流物联网与大数据，可实现对公司财务、成本、采购、生产、库存、销售、质量等管理升级再造。
科技产业孵化园建设项目		20	8.8	1、投入 8.8 亿元用于孵化园区建设，建设期两年，达产年为第五年，项目计算期为 12 年，满租后预计实现年租金收入为 11,230.53 万元，税后内部收益率 8.06%。 2、对初创企业进行投资，以满足其前期资金发展需求，助推创业企业发展。本项目预计孵化基金投资 111,984.44 万元，分五年投入，税后内部收益率 24.32%。 3、总体上，本项目可实现税后内部收益率 16.36%。
合计		57	45	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 打破束缚，期待蜕变

2.1. 调味品行业仍是食品行业中最亮眼的行业

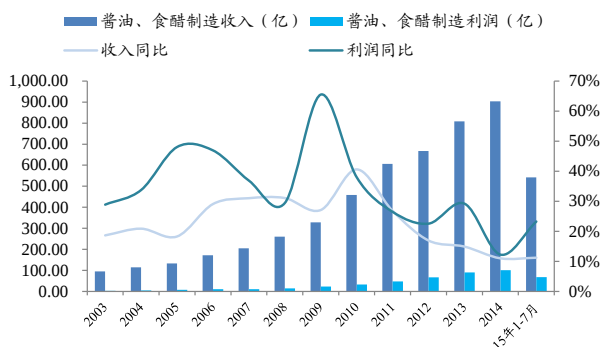
酱油、食醋调味品行业仍处在产业发展周期的成长期，具有较高成长

性和较大的市场空间。2009 年至 2014 年，酱油、食醋及类似制品制造收入规模从 328 亿增加到 903 亿，CAGR 达 22%，我们预计 2014 年酱油行业的收入规模在 650 亿左右。2015 年 1-7 月酱油、食醋及类似制品收入、利润增速分别为 11.2%、22.3%，仍然是食品行业中业绩最亮眼的行业之一。综合考虑产品结构升级、人均消费量提升、行业集中度提升，预计未来几年龙头公司仍将保持较快增长。

酱油行业市场集中度有较大提升空间，内生增长+并购预期，公司有潜力成为第二家收入过百亿的调味品上市公司。

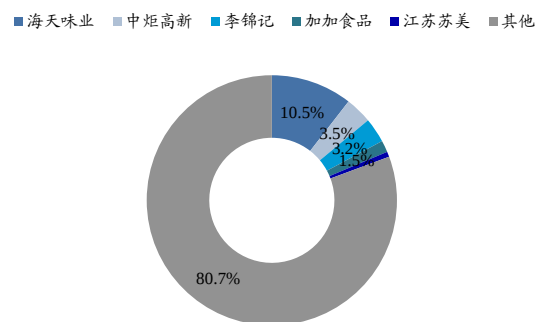
- 我们测算 2014 年酱油行业 CR5 市场份额接近 20%，中炬高新酱油收入市占率仅为 3.5%，随着食品行业法律法规的制定、消费者对于食品安全问题的重视等，行业门槛逐步提高，更有利于行业龙头公司，考虑行业空间、集中度不断提升趋势以及公司产能布局行业领先。
- 本次非公开增发拟将募投资金的 36 亿用于支持调味品业务，我们预计将新增 70-80 亿调味品收入，公司产能布局、品牌宣传、渠道建设等均处于行业领先，有能力抢占更多市场份额。
- 募投项目中有 20 亿用于孵化园建设和项目投资，我们预计这部分募投资金弹性较大，有可能用于收购其他调味品公司，与公司现有业务有协同效应的标的是重点考虑收购的方向（例如销售区域互补、销售渠道互补、可与公司共用渠道的新品类），收购也将利于公司提高市占率。

图 2：酱油、食醋调味品收入维持较快增长



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：酱油行业行业集中度仍有提升空间



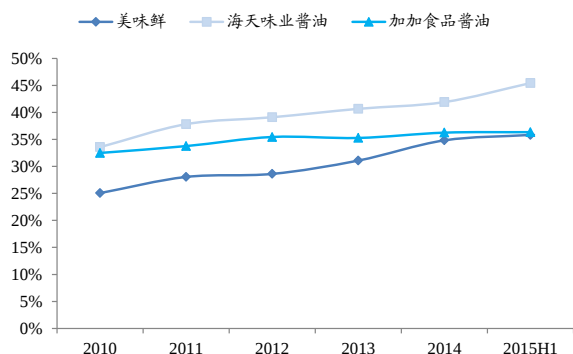
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 管理层激励突破将使公司盈利能力大幅提升

公司毛利率低于竞争对手：公司酱油业务虽然定位中高端（海天味业和加加食品主销产品均为中端或中低端产品），但毛利率低于海天味业、加加食品，2015H1 中炬高新调味品业务毛利率为 35.8%，比海天味业、加加食品酱油业务毛利率分别低 9.6、0.5pct。

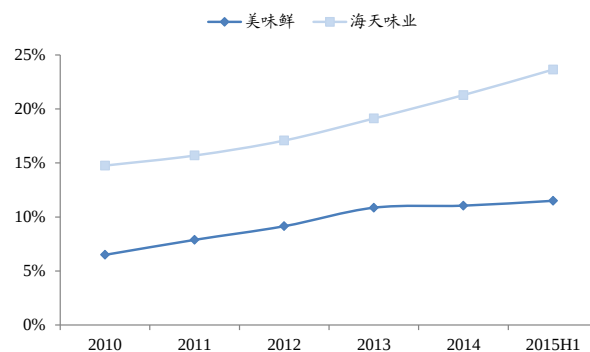
公司净利率低于竞争对手：毛利率的差距，使得 2015H1 年公司调味品业务（美味鲜公司）的净利率也比海天味业净利率低了 12pct。

图 4: 美味鲜毛利率低于海天、加加酱油业务



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 估算美味鲜净利率低于海天味业 12pct

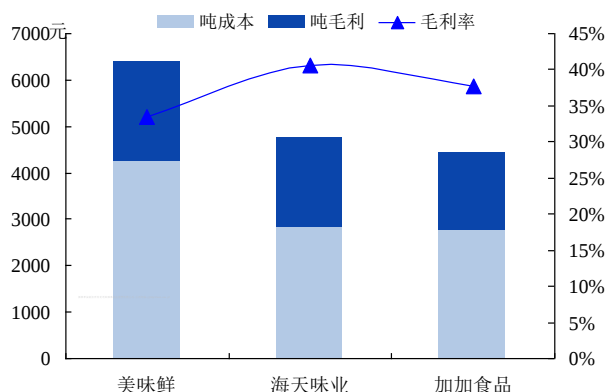


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

我们认为, 公司毛利率低于竞争对手的主要原因在吨成本高于竞争对手, 这主要是由于机制、管理技术、规模差距造成的:

- 以酱油业务进行比较, 从下图 6 我们发现, 吨成本高于竞争对手是公司调味品业务毛利率低于竞争对手的主要原因。
- **机制问题是造成成本差距的原因之一:** 我们认为, 海天味业、加加食品均为民营企业, 激励机制相对更完善, 而中炬高新是国企, 因此机制问题导致成本存在差距。在销量规模相当的情况下, 加加食品的吨价低于中炬高新, 而 2015H1 毛利率却比中炬高新高了 0.5pct, 正充分地说明了这一点;
- **管理技术方面, 中炬高新与海天味业亦存在差距:** 如 2012 年中炬高新在《关于拟投资美味鲜厨邦食品阳西生产基地的公告》中披露, 当年美味鲜的生产技术人员达 907 人, 而海天味业招股书显示, 2011 年生产人员仅为 1226 人, 而两者销量相差 6 倍, 可见人均产出存在较大差距。
- **规模经济问题是造成成本差距的重要原因:** 从 2013 年可比数据来看, 美味鲜酱油销量 20 万吨, 而海天味业的酱油销量达 117 万吨差距接近 6 倍, 因此海天味业的规模经济效应更明显, 正因海天味业的规模经济效应冠绝行业, 因此海天味业的毛利率也比加加食品高。

图 6: 各龙头公司酱油业务吨价、吨成本比较 (2013)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

前海人寿控股后, 有望实现管理层持股, 提高管理效率。前海人寿为民营企业, 得益于股东的大力支持, 近几年发展迅猛, 具体体现在具有竞争力的薪酬和激励机制、较高的考核目标等, 我们预计前海人寿控股中炬高新后, 管理层激励问题有望得到解决, 将极大激发中炬高新的经营活力和管理效率, 预计在成本控制、费用率控制上都将得到较大改善, 盈利能力有望向海天味业靠拢。

3. 提价因素逐步消除, 预计全年调味品收入增长

15%

2015H1 收入增速放缓, 2014 年提价是主要因素。2015H1 公司调味品业务收入为 12.58 亿, 同比增长 9.12%, 较低的收入增速除了由于 2015 年上半年整体消费疲软以及 2014Q4 压货外, 2014 年 9 月开始提价是主要因素。为了提高经销商、分销商以及零售商的利润空间, 公司于 2014 年 9 月开始对终端产品提价, 短期来看, 提价会带来减少销量的阵痛, 但长远来看, 保障经销体系的利润空间有利于建设更健康的销售网络。

提价因素逐步消除, 预期下半年收入恢复高增长。目前, 主销区零售价格已经基本提完, 销量开始反转, 预计全年调味品收入可达到 27 亿左右, 增速为 15%左右。

4. 盈利预测及投资建议

维持增持评级。2015H1 业绩低于我们预期, 下调 2015-16 年 EPS 预测至 0.30、0.42 元(-14%、-5%), 如考虑定增后摊薄, 对应 EPS 为 0.22、0.31 元。预计 2016 年调味品收入 32.6 亿, 参考海天味业估值, 给予 2016 年调味品业务 5 倍 PS, 对应市值 163 亿, 房地产业务延续此前估值 14.9 亿, 对应总市值 177.9 亿, 下调目标价至 22.32 元。预计前海人寿持股均价 15-16 元, 本次增发价为 14.96 元, 为股价提供了安全边际。

5. 风险提示

定增方案未获批。定增方案仍需广东省国资委和中国证监会审批, 存在不确定性。

管理层发生较大变动。本次非公开增发后, 公司实际控制人发生变更, 原有管理层有可能发生变动, 如果变动过大, 可能会对公司经营带来负面影响。

行业竞争加剧。调味品行业竞争不断加剧，可能会发生促销战、价格战等，对公司盈利能力带来负面影响。

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

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		