

中材科技 (002080)

挟央企优势，再后发制人

——锂电池隔膜业务调研

 鲍雁辛 (分析师)	邓云程 (分析师)
 0755-23976830	0755-23976659
 baoyanxin@gtjas.com	dengyuncheng@gtjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880515030003

本报告导读:

依托老科研院所技术立身，独步锂电池隔膜湿法双向同步拉伸及陶瓷涂覆技术引领锂电主流，依托央企平台复制风电叶片后发制人成功历史。

投资要点:

- **锂电池隔膜的后起之秀，或后发制人，上调目标价至 32.85 元:** 我们认为，锂电池隔膜等新材料将成为新的股价驱动逻辑，中材在锂电领域或将复制其风电叶片后来居上的发展模式。不考虑发行股份购买泰山玻纤资产及配套融资，预计 2015-2017 年归母净利润为 3.50、3.62、4.43 亿元（不考虑锂电业务增量贡献），EPS 0.87、0.90、1.11 元，上调目标价至 32.85 元，对应 2016 年 PE 36.5 倍，维持“增持”评级。
- **独具湿法双向同步拉伸及陶瓷涂覆技术:** 中材锂电膜采用湿法双向同步拉伸，并涂覆陶瓷等纳米材料，或将成为未来技术发展趋势，我们的研究表明中材锂电膜产品性能占优，并可生产 1.8 米宽幅锂电膜。我们测算中材科技目前锂电池隔膜产能 2700 万平米/年（2015 年 10 月达产），测算或已单月渡过盈亏平衡线，我们预计 2016 年底有望实现 1 亿平米/年产能（国家财政补贴 1 亿元资本金支持项目），或可期待中长期经扩产后十亿元级别收入量级目标。
- **依托央企优势，或后发制人:** 我们认为中材或重演风电叶片产业后来居上的模式，借央企资源优势，向下捆绑主流大客户，向上与设备商合作，实现锂电产业的快速成长。同时借央企改革之东风，配套融资同时管理层及核心骨干参与认购，科研院所改制而成的公司在市场体制建立方面已有较大进展。
- **风险提示:** 2016 年 1 亿平米锂电膜产能未能达产。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,443	4,424	5,760	7,507	8,273
(+/-)%	23%	29%	30%	30%	10%
经营利润 (EBIT)	164	275	461	650	634
(+/-)%	14%	68%	68%	41%	-3%
净利润	108	152	350	362	443
(+/-)%	-16%	41%	130%	3%	22%
每股净收益 (元)	0.27	0.38	0.87	0.90	1.11
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 (%)	4.8%	6.2%	8.0%	8.7%	7.7%
净资产收益率 (%)	4.7%	6.0%	12.5%	11.8%	12.9%
投入资本回报率 (%)	3.6%	8.2%	8.3%	6.7%	9.0%
EV/EBITDA	21.3	12.9	11.7	12.0	9.0
市盈率	68.4	48.5	21.1	20.4	16.7
股息率 (%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **32.85**

上次预测: 24.36

当前价格: 24.97

2015.12.20

交易数据

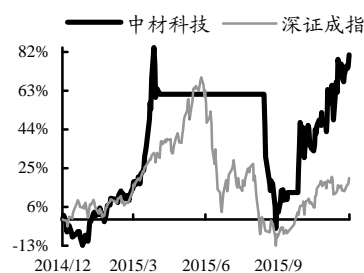
52 周内股价区间 (元)	12.37-26.47
总市值 (百万元)	9,988
总股本/流通 A 股 (百万股)	400/400
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (万股)	1306.51
日均成交值 (百万元)	276.98

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,757
每股净资产	6.89
市净率	3.6
净负债率	15.79%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.03	0.07
Q2	0.12	0.39
Q3	0.09	0.07
Q4	0.20	0.34
全年	0.38	0.87

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	24%	71%	73%
相对指数	19%	40%	53%

相关报告

《重梳投资逻辑，踏上新的征程》2015.09.07

《风再起时》2013.10.31

《业绩增速转正，拐点明确》2013.10.23

《三季度预告略好于预期，拐点趋势明确》2013.08.08

《成长轨迹愈加清晰》2013.07.23

模型更新时间: 2015.12.20

股票研究

原材料
建材

中材科技 (002080)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **32.85**

上次预测: 24.36

当前价格: 24.97

公司网址

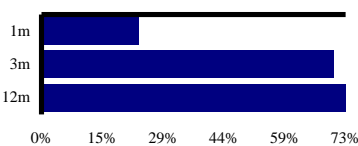
www.sinomatech.com

公司简介

公司是我国特种纤维复合材料的技术发源地,主要从事特种纤维复合材料及其制品的制造与销售,并面向行业提供技术与装备服务。

公司主要产品为风电叶片、高压复合气瓶、高温过滤材料、玻璃微纤维纸、高强玻璃纤维及制品、汽车用复合材料、先进复合材料、工程复合材料,并从事万吨级玻璃纤维池窑拉丝工程和大型非矿工程的设计、关键装备制造及技术服务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

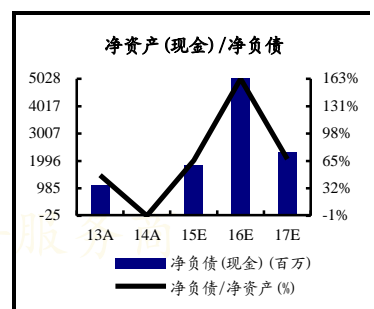
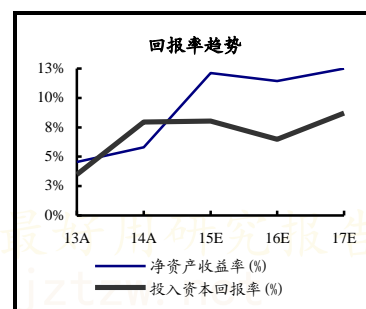
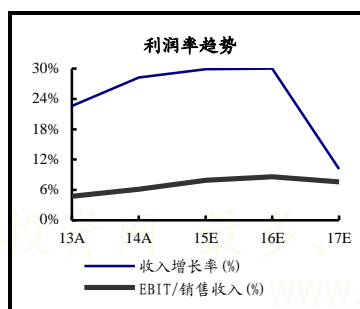
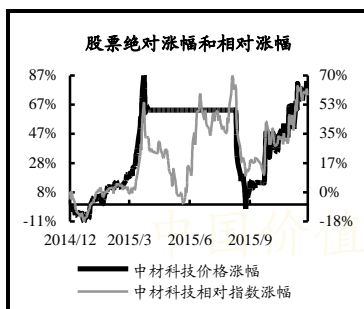
12.37-26.47

市值 (百万)

10,208

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	3,443	4,424	5,760	7,507	8,273
营业成本	2,683	3,490	4,545	5,905	6,507
税金及附加	20	22	28	37	40
销售费用	152	199	265	330	389
管理费用	424	439	461	586	703
EBIT	164	275	461	650	634
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
财务费用	83	84	64	200	214
营业利润	5	128	356	358	456
所得税	29	55	75	77	95
少数股东损益	14	21	42	44	53
净利润	108	152	350	362	443
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	312	532	500	500	500
其他流动资产	38	63	2	2	2
长期投资	103	197	197	197	197
固定资产合计	2,268	2,495	2,865	3,082	3,150
无形及其他资产	375	399	482	563	642
资产合计	6,493	8,055	9,781	14,314	12,416
流动负债	3,234	4,662	5,766	9,973	7,659
非流动负债	652	647	958	958	958
股东权益	2,306	2,525	2,795	3,077	3,440
投入资本(IC)	3,617	2,533	4,687	8,215	5,903
现金流量表					
NOPLAT	132	208	387	546	532
折旧与摊销	236	296	326	385	438
流动资金增量	-356	37	-367	-3,307	2,509
资本支出	-473	-365	-687	-575	-465
自由现金流	-461	177	-342	-2,950	3,015
经营现金流	253	382	-808	-2,338	3,497
投资现金流	-763	-395	-686	-574	-464
融资现金流	309	209	1,462	2,912	-3,033
现金流净增加额	-201	196	-32	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	22.8%	28.5%	30.2%	30.3%	10.2%
EBIT 增长率	13.9%	68.2%	67.5%	41.2%	-2.6%
净利润增长率	-15.6%	41.0%	129.8%	3.5%	22.4%
利润率					
毛利率	22.1%	21.1%	21.1%	21.4%	21.3%
EBIT 率	4.8%	6.2%	8.0%	8.7%	7.7%
净利润率	3.1%	3.4%	6.1%	4.8%	5.4%
收益性					
净资产收益率(ROE)	4.7%	6.0%	12.5%	11.8%	12.9%
总资产收益率(ROA)	1.7%	1.9%	3.6%	2.5%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	3.6%	8.2%	8.3%	6.7%	9.0%
运营能力					
存货周转天数	120	98	125	130	135
应收账款周转天数	137	113	80	140	140
总资产周转天数	658	600	565	586	590
净利润现金含量	2.34	2.51	-2.31	-6.46	7.89
资本支出/收入	14%	8%	12%	8%	6%
偿债能力					
资产负债率	59.9%	65.9%	68.7%	76.4%	69.4%
净负债率	47.9%	-1.0%	65.3%	163.4%	66.9%
估值比率					
PE	68.4	48.5	21.1	20.4	16.7
PB	3.2	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.3	12.9	11.7	12.0	9.0
P/S	2.1	1.7	1.3	1.0	0.9
股息率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%



www.jztzw.net

目录

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

1. 锂电池隔膜的后起之秀，或后发制人.....	4
1.1. 上调目标价至 32.85 元.....	4
2. 湿法锂膜成趋势，高端动力市场为主导.....	5
2.1. 锂膜是锂电池关键组件.....	5
2.2. 湿法或替代干法成技术主流.....	5
2.3. 锂膜市场将受益动力需求快速扩张.....	6
3. 湿法双向同步及涂覆技术独步，中材或后发制人.....	6
3.1. 湿法双向同步拉伸+陶瓷涂覆引领国内技术.....	7
3.2. 或已过单月盈亏平衡线.....	8
3.3. 依托平台或后来居上，风电叶片成功史可借鉴.....	9
4. 借央改东风，市场化机制已经有所突破.....	10
5. 风险提示.....	11

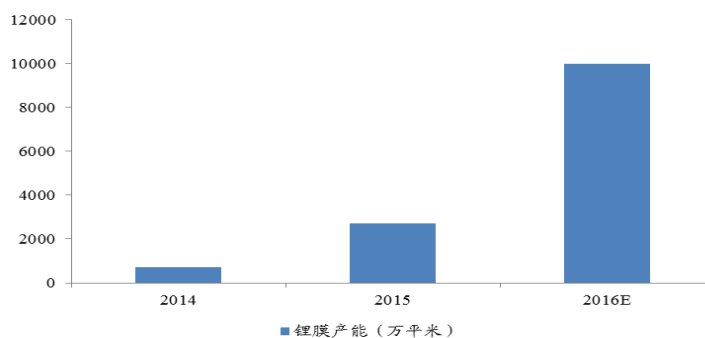
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

1. 锂电池隔膜的后起之秀，或后发制人

我们认为，锂电池隔膜等新材料将成为新的股价驱动逻辑，中材在锂电膜领域或将复制其风电叶片后来居上的发展模式，发挥其国家级科研院所的技术优势（独具锂电池隔膜湿法双向同步拉伸+陶瓷涂覆技术），借央企优势大力拓展：与上游合作研发生产设备，在中西部、环渤海、长三角建立基地，同时借央企改革之东风，配套融资同时管理层及核心骨干参与认购，市场体制建立方面已经有比较大的进展。

我们测算中材科技目前锂电池隔膜产能2700万平米/年，预计2016年底有望实现1亿平米/年（国家财政补贴1亿元资本金支持项目），达产销售规模有望达到3亿元/年，或可期待中长期经扩产后10亿元级别收入量级目标。

图1：中材2016年锂电膜产能将由2700万平米提升至1亿平米



数据来源：国泰君安证券研究

1.1. 上调目标价至 32.85 元

不考虑发行股份购买泰山玻纤资产及配套融资，我们预计公司2015-2017年归母净利润为3.50/3.62/4.43亿元（不考虑锂电池隔膜业务的增量贡献），对应EPS 0.87/0.90/1.11元，考虑泰山玻纤注入及增发配套融资，2015-2017年公司合计归母净利为6.50、6.52、7.93亿元，按增发后股本计算，对应EPS分别为0.80/0.80/0.98元，参考玻纤企业及锂电膜相关企业PE，我们上调公司目标价至32.85元，对应2016年注入前PE 36.5倍，维持“增持”评级。

表1：行业可比估值水平（PE法）

股票名称	股票代码	股价	市值	EPS				PE			
		2015/12/18		2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
中国巨石	600176.SH	25.88	225.84	0.54	1.09	1.33	1.63	47.59	23.73	19.41	15.88
长海股份	300196.SZ	33.82	64.93	0.77	1.11	1.43	1.85	44.21	30.47	23.65	18.25
再升科技	603601.SH	39.23	58.69	0.24	0.30	0.58	0.92	160.48	131.69	68.21	42.61
								84.09	61.96	37.09	25.58
沧州明珠	002108.SZ	17.73	109.65	0.27	0.35	0.44	0.55	65.62	50.90	39.86	32.07
南洋科技	002389.SZ	19.70	140.00	0.07	0.16	0.22	0.32	287.78	127.01	89.10	61.72
胜利精密	002426.SZ	24.56	286.53	0.12	0.29	0.64	0.92	204.65	85.78	38.10	26.72
								186.02	87.90	55.69	40.17

数据来源：wind，国泰君安证券研究

www.jztzw.net

中国价值投资网

2. 湿法锂电成趋势，高端动力市场为主导

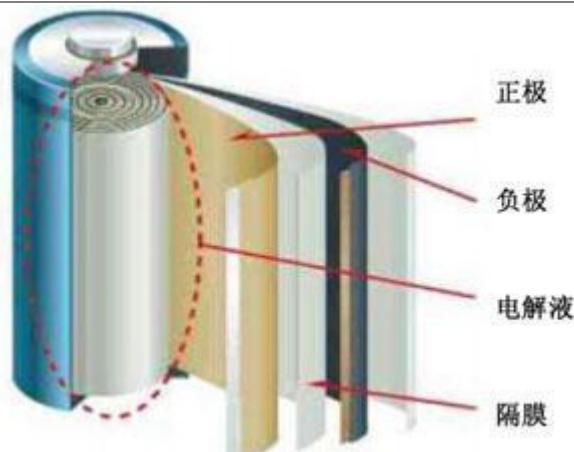
锂电池隔膜是锂电池的关键组件，湿法制备技术正代替干法成为主流，标志性事件是干法技术代表公司 Celgard 于 2015 年 2 月被湿法技术代表公司旭化成收购，干法生产线停产并新建立湿法生产线。未来随着以新能源车为代表的高端动力市场的快速增长，“十三五”末国内锂电膜需求量或达 50-80 亿平米，复合增速 50%，动力电池锂电膜需求占比或达 2/3。

2.1. 锂电膜是锂电池关键组件

锂电池的结构中，隔膜是技术壁垒最高的关键的组件。隔膜的性能决定了电池的界面结构、内阻等，直接影响电池的容量、循环以及安全性能等特性，性能优异的隔膜对提高电池的综合性能具有重要的作用。

隔膜的主要作用是使电池的正、负极分隔开来，防止两极接触而短路，此外还具有能使电解质离子通过的功能。隔膜材质是不导电的，其物理化学性质对电池的性能有很大的影响。电池的种类不同，采用的隔膜也不同。对于锂电池系列，由于电解液为有机溶剂体系，因而需要有耐有机溶剂的隔膜材料，一般采用高强度薄膜化材料，原料可为 PE、PP。

图 2：锂电膜是锂电池关键组件



数据来源：百度图片

2.2. 湿法或替代干法成技术主流

锂电池隔膜是新能源汽车产业链中最晚实现国产化的一环，技术路径包含干法、湿法，两种技术路径的区别在于，湿法膜拉升在石蜡油中完成；干法在薄度上有极限，且湿法及涂覆的膜热稳定性、热收缩性高、安全性较高。

中国价值投资网

其中干法技术最先进的公司为美国 Celgard，湿法技术最先进的为日本旭化成 Asahi、东燃化学 Tonen 和住友（部分用于国防，较低调），今年 2 月美国 Celgard 已被日本旭化成收购，且计划建设 4 条湿法生产

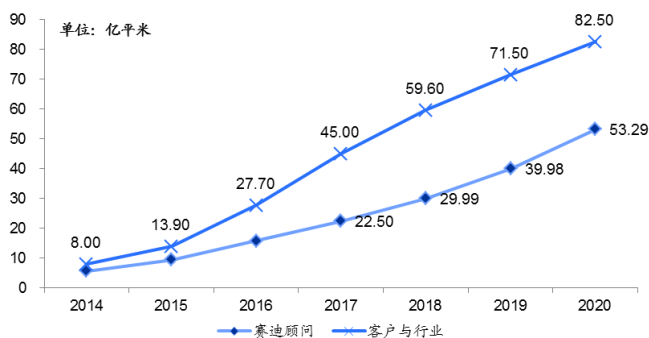
线以替代干法，湿法或成为未来高端用动力电池的主流技术。

2.3. 锂膜市场将受益动力需求快速扩张

锂膜主要用于消费电子及动力电池两大领域，我们估算目前市场动力电池占到24%左右，消费电子60%，其余是储能。动力中，锂膜消耗强度约为1000平方米/30KW，1KW对应20-30平方米需求量之间，以电动大巴为例，我们测算一辆电动大巴消耗锂膜8000平方米。

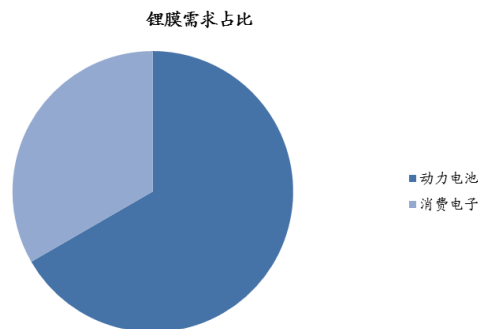
根据国内电池业的大客户，如松下、三星、ATL、LG、比亚迪等提供的数据并参考赛迪顾问预测，“十三五”末预计国内需求量50-80亿平米，复合增速超过50%，其中动力电池锂膜需求占比或达2/3。国内现有产能9.5亿平米（干法为主），据各企业宣传口径统计，在建规模15亿平米，考虑未来以动力电池锂膜为主，主要运用湿法锂膜，乐观预期下，15亿产能于2017年投产，与2017年22-45亿平米的需求预测仍存明显缺口。

图 3: “十三五”末国内锂膜需求或达 50-80 亿平米



数据来源：金风科技公告，国泰君安证券研究

图 4: 动力电池锂膜需求在十三五末或占 2/3



数据来源：金风科技公告，国泰君安证券研究

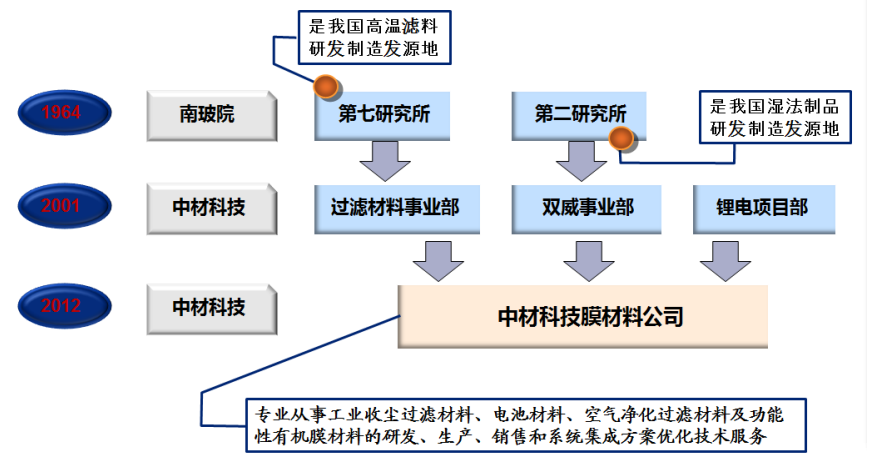
3. 湿法双向同步及涂覆技术独步，中材或后发制人

我们认为，中材或重演风电叶片产业后来居上的模式，科研院所技术及央企资源优势，独步的湿法双向同步拉伸及陶瓷涂覆引领全国，并向下捆绑大客户，向上与设备商合作，实现湿法锂膜产业的后发制人。

中材科技膜材料公司是中材科技内设公司（尚非独立法人），膜公司主要为三块业务：AGM 隔板（铅酸蓄电池隔板）及空气过滤纸、PTFE 膜除尘滤料、锂电池隔膜。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 5: 南玻院下第二、第七研究所组成中材膜公司



数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

3.1. 湿法双向同步拉伸+陶瓷涂覆引领国内技术

南玻院自 1999 年开始研发膜材料, 技术难点在于孔径及其均匀性, 该均匀性影响电压稳定性及安全性, 后南玻院解决锂膜纵横拉伸的问题并于 2011 年投建锂膜生产线, 经过随后几年技术经验的积累, 公司锂膜产品取得较大的突破, 并于 2015 年实现量产。

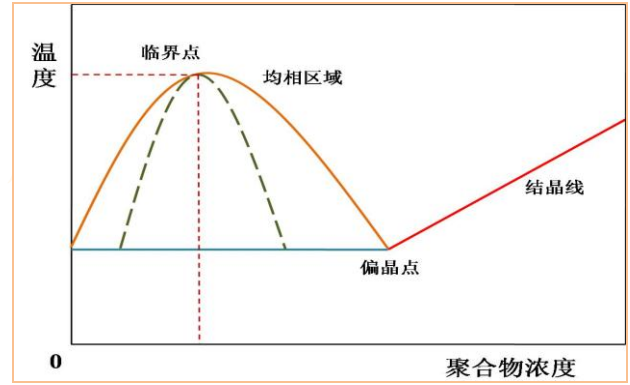
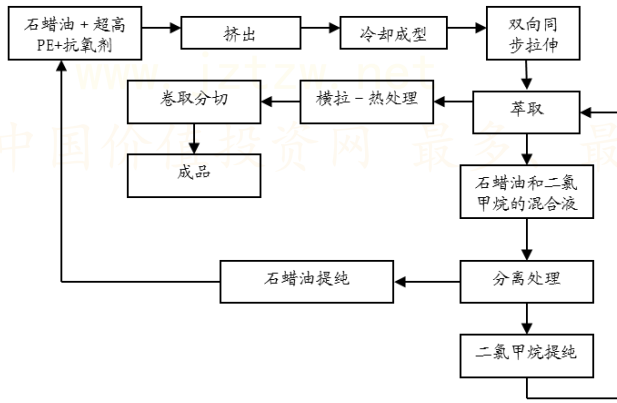
中材锂膜采用双向同步拉伸, 即横纵向同步进行拉伸, 这一方法使得成孔较圆, 中材锂膜湿法同步拉伸工艺综合性能优越:

- 同步拉伸法克服了两步拉伸法在纵向拉伸后, 再横向拉伸时破坏定向的缺点, 获得尺寸稳定, 表面平整的薄膜, 另外铸片受到夹具的限位作用, 铸片不会产生颈缩, 大大提高了薄膜厚度均匀性;
- 同步拉伸相比于分步拉伸大大降低了薄膜的热收缩率;
- 在同步双向拉伸取向的方法中, 薄膜在拉伸时是不与任何辊筒接触的, 因此它不受辊面质量的影响, 可以制得高透明度、无划伤的薄膜。

图 6: 中材锂膜运用湿法双向同步拉伸技术

图 7: 中材锂膜运用热致相分离技术

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net



数据来源：中材科技公告，国泰君安证券研究

数据来源：中材科技公告，国泰君安证券研究

为提高安全性，我们判断在聚烯烃隔膜上涂覆陶瓷等纳米材料或将成为未来技术发展趋势，湿法涂覆隔膜已经在高端消费电子和动力电池上推广。中材锂膜厚度 12 微米，加涂覆后约 15 微米，并可生产 1.8 米宽幅锂膜，我们的研究表明中材锂膜产品性能优于其它企业，放电容量优于国外产品。

表2：公司锂膜理化性能达到国外竞争对手水平

制备方法	干法				湿法		
	国外 U	中国 B	国外 E	国外 T	中国 A	中国 C	Sinoma
检验项目							
厚度 μm	20 \pm 2	20 \pm 2	20 \pm 2	20	20 \pm 2	20 \pm 2	20 \pm 1.5
孔隙率 %	42	39	30.3	36	21.5	35-55	38
透气 s/100cc	394	325	298	540	509	200-500	280
针刺强度 g	347	270	268	500	498	\geq 250	500
拉伸强度 MPa	160	120	74	140	135	\geq 170	110
断裂伸长 %	40	60	115	110	95	28	150
热收缩率 %	-4	-2.5	-2.5	-5.5	-4.5	\leq -5	-3
(105 $^{\circ}\text{C}$ 1h)	0	-0.5	1	-4.5	-0.5	\leq -3	0

资料来源：公司网站，国泰君安证券研究

我们判断，中材锂膜已实现对下游主流厂商的供货，我们测算其应用于消费电子及动力电池的比例约 1: 1，显示其高端化趋势。

3.2. 或已过单月盈亏平衡线

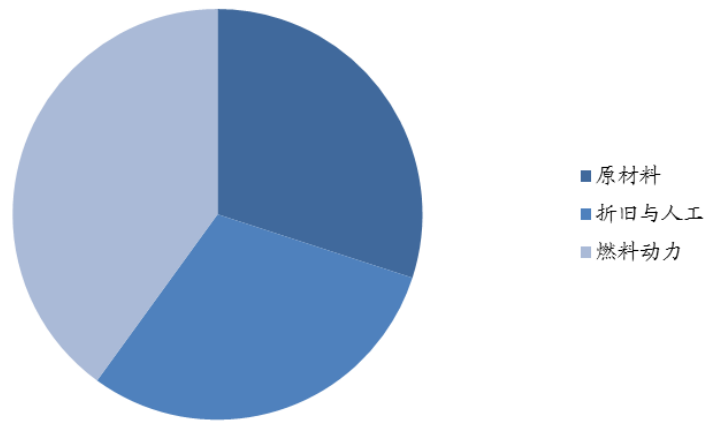
2014 年中材科技膜材料公司收入规模约 5 个亿，净利润 2300 万，其中滤纸及 AGM 隔板与过滤材料业务各占一半。

我们的研究表明，锂电池隔膜制造环节原材料占 30%，折旧及人工占 30%，燃料动力（主要为天然气）占 40%。按照行业平均 1 亿平米/年产能生产线设备总投资额约 2-3 个亿元计算，满产时良率 50% 左右即有望实现盈亏平衡，公司目前产能 2700 万平米，其中 2000 万平米与 2015 年 10 月份投产，11 月份起开始满产，我们测算目前或已渡过单月盈亏平衡线。

图 8：锂膜原料占其成本 30%

www.jztzw.net
 中国价值投资网 最

成本拆解



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

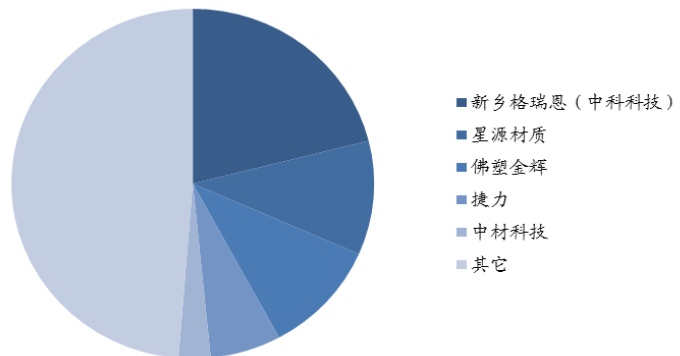
3.3. 依托平台或后来居上，风电叶片成功史可借鉴

锂电池隔膜目前国外目前现有产能约 9.5 亿平米，在建约 7.8 亿平米；国内现有产能 9.5 亿平米，约 58% 为干法，据各企业宣传口径统计，在建规模 15 亿平米，以湿法为主。

目前国内锂电膜产能前列企业为：新乡格瑞恩（现名中科科技），星源材质、佛塑金辉，苏州捷力；预计中材科技 2016 年底有望实现 1 亿平米/年（国家财政补贴 1 亿元资本金支持项目），达产销售规模有望达到 3 亿元/年，或可期待中长期经扩产后 10 亿元级别收入量级目标。

图 9：中材锂电膜或后来居上

2015年国内锂电膜产能分布（万平米）

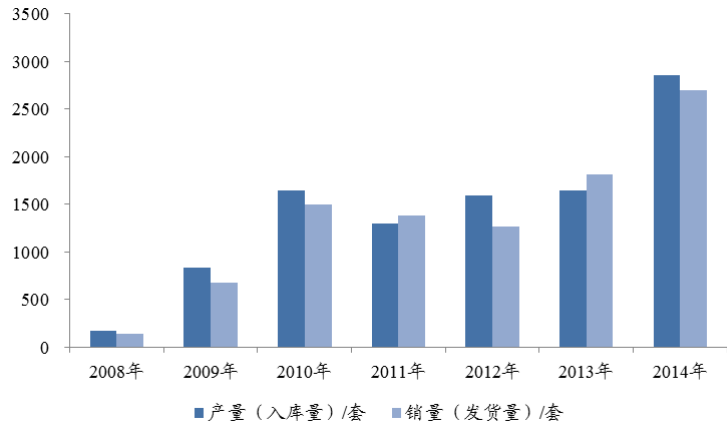


数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

中材风电叶片业务是其后来制人的成功实证，构成目前中材科技利润的主要来源，中材科技风电叶片产品自 2007 年开始商业化，并不具先发优势，但却是国内为数不多的独立掌握叶片气动外形模具设计能力的企业，2009 年独家推出 42.5 米 1.5MW 产品，且从未发生过断裂问题，2012 年中材叶片市占率达 18% 以上，2013 年超过 20%，目前位居行业首位。

图 10：中材叶片后来居上，成为行业龙头

www.jztzw.net
 中国价值投资网 最多



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

4. 借央改东风，市场化机制已经有所突破

重新审视公司的发展历程，历经了风电叶片、LNG/CNG 市场剧烈起落的洗礼，我们认为过去的问题在于科研成果转化效率屡屡低于预期，而此时借央企改革之东风，配套融资同时实现了管理层及核心骨干参与认购，市场体制建立方面已经有比较大的进展，开辟了长久以来未能理顺的激励及效率问题的解决途径；

国防航天配套材料工艺技术背景深厚，此为市场所忽视的中材科技有别于其他企业的关键，是国防工业最大的特种纤维及复合材料配套研制基地，在研及在制的军工配套产品大多处于垄断地位，我们认为，中材科技是打造 2025 制造强国被忽视的龙头，我们看好未来该板块的较大提升空间。

8 月 21 日公告，公司拟通过换股形式注入母公司下泰山玻纤并配套募资，此次方案，我们认为关键的一环在于引入战投并实现管理层激励。

表3: 本次资产注入及融资方案展示

	资产估价/融资规模 (亿元)	发行价格 (元/股)	发行股份 (亿股)	锁定期 (月)
泰山玻纤以换股形式注入中材科技	38.5	14.33	2.69	36
募集配套资产	21.68		1.51	36

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表4: 配套募资部分采用员工持股并引入战投

认购方	认购数量 (万股)	募集配套资金金额 (亿元)	我们的判断
盈科汇通	1598	2.29	2015 年新设公司，或为财务投资
宝瑞投资	3501	5.02	2015 年新设公司，或为财务投资
国杰投资	3501	5.02	2015 年新设公司，或为财务投资
君盛蓝湾	1598	2.29	2015 年新设公司，或为财务投资
金风投资	1396	2.00	金风科技全资子公司，战略投资者
上海易创	2417	3.46	中建筑材料联合会 (48.18%)、中材集团 (12.05%) 参

		与设立的公司，或为战略投资者
启航1号	1120	1.61
		中材科技董事、监事、高级管理人员及核心骨干参与：董事薛忠民、刘颖、赵谦、赵俊山、黄再满等共 14 人，最终参加人数及认购金额将根据实际交款情况确定。
合计	15131	21.69

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

5. 风险提示

2016年1亿平米锂膜产能未能达产：我们预计随着锂膜销售上升，成本或下降，若公司1亿平米锂膜产能未能达产，不仅影响收入规模，或还将影响盈利能力。

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

	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		