

建材/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 13.70

当前价格: 10.79

2019.07.15

西部建设 (002302)

绿色生产下的成长新通路

	鲍雁辛 (分析师)	赵晨阳 (研究助理)
	0755-23976830	0755-23976911
	baoyanxin@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880117100137

本报告导读:

我们认为公司背靠母公司中国建筑, 拥有独特护城河。环保驱使混凝土行业由分散趋向集中, 公司绿色生产, 环保趋严下具优势。

投资要点:

- 首次覆盖给予“增持”评级。我们预计公司 2019-21 年 EPS 0.44、0.49、0.55 元, 分别同增 85%、10%、12%, 给予 2019 年 2.0X PB, 对应目标价 13.7 元。
- 环保驱使混凝土行业由分散趋向集中。混凝土行业市场规模超万亿, 集中度却分散。截至 2018 年末, 我国混凝土企业数量超过一万家, 但 CR10 (2017) 不足 10%。我们认为环保成为混凝土行业由分散趋向集中的抓手, 一方面环保政策迫使非环保小企业关停, 另一方面环保推涨水泥、砂石等原材料成本价格, 导致混凝土行业利润被压缩。同时, 近年来混凝土建站强度明显增大。
- 背靠中建, 护城河宽广。母公司中国建筑为公司第一大客户, 但公司仅占中建混凝土供应量的 10%, 我们判断随着公司在新区域产能的布局及经营的拓展, 中建内部业务仍有显著挖潜空间。另一方面, 公司应收账款管控显著优于同业, 同时公司打造线上混凝土交易电商平台, 现金混凝土管理形成有效闭环。
- 绿色生产, 环保趋严下具优势。公司秉承绿色生产理念, 2018 年公司累计投入资金 2200 余万元, 新增、改造各类环保设施设备 186 台 (套)。公司累计 16 家生产单位获评“全国预拌混凝土绿色示范工厂”, 7 家生产单位通过三星级绿色建材评价标识认证。我们认为环保趋严之下, 公司作为绿色生产企业获经营扩张通路。
- 风险提示: 新业务拓展的不确定性、国家地产调控持续收紧

交易数据

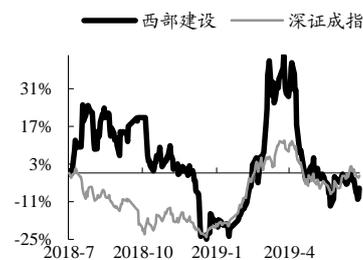
52 周内股价区间 (元)	8.46-17.25
总市值 (百万元)	13,621
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,262/1,239
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	17.79
日均成交值 (百万元)	224.23

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,539
每股净资产	5.18
市净率	2.1
净负债率	9.17%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.10	-0.03
Q2	0.16	0.25
Q3	0.11	0.15
Q4	0.06	0.08
全年	0.24	0.44

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-27%	-8%
相对指数	-6%	-18%	-7%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,920	18,849	20,627	22,593	24,551
(+/-)%	29%	26%	9%	10%	9%
经营利润 (EBIT)	485	686	1,081	1,241	1,361
(+/-)%	-18%	41%	57%	15%	10%
净利润 (归母)	106	303	561	616	693
(+/-)%	-67%	187%	85%	10%	12%
每股净收益 (元)	0.08	0.24	0.44	0.49	0.55
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.07	0.07	0.07

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	3.3%	3.6%	5.2%	5.5%	5.5%
净资产收益率 (%)	1.7%	4.7%	8.0%	8.2%	8.5%
投入资本回报率 (%)	7.0%	7.9%	12.9%	14.0%	14.6%
EV/EBITDA	22.73	9.18	7.93	6.88	6.11
市盈率	128.81	44.89	24.27	22.11	19.67
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2019.07.15

股票研究

原材料
建材

西部建设 (002302)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 13.70

当前价格: 10.79

2019.07.15

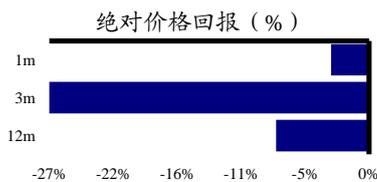
公司网址

cwgc.cscec.com

公司简介

公司是国内领先的建材产业综合服务商,专注于混凝土及相关业务,是国内仅有的业务覆盖全国大多数省份、进入海外市场、布局全产业链的混凝土企业之一。

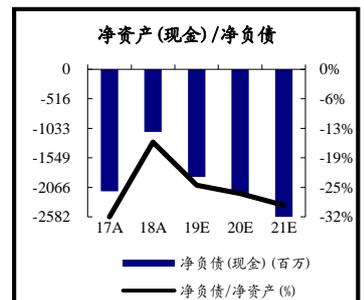
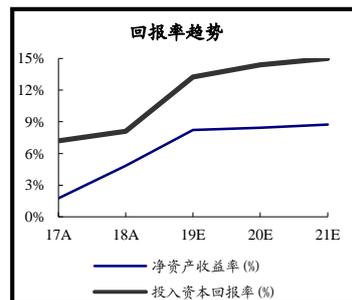
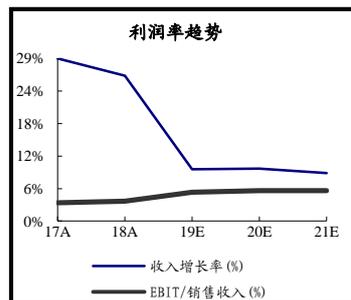
公司主营业务覆盖西北、西南、东北、华北、华中、华南、东南等主要区域的多个省市,并跟随中国建筑,进入阿尔及利亚、马来西亚、印度尼西亚等市场。



52 周价格范围 8.46-17.25
市值 (百万) 13,621

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	14,920	18,849	20,627	22,593	24,551
营业成本	13,586	17,136	18,269	19,953	21,670
税金及附加	74	107	117	128	139
销售费用	190	199	309	339	368
管理费用	317	395	495	542	589
EBIT	485	686	1,081	1,241	1,361
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	189	118	188	260	256
营业利润	207	503	900	989	1,113
所得税	69	151	280	307	345
少数股东损益	37	35	65	71	80
归母净利润	106	303	561	616	693
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,676	3,183	4,200	4,500	4,800
其他流动资产	10,317	13,369	13,012	14,252	15,487
长期投资	276	279	279	279	279
固定资产合计	2,351	2,301	2,295	2,261	2,246
无形及其他资产	604	675	771	868	960
资产合计	18,224	19,807	20,557	22,160	23,772
流动负债	9,489	11,430	12,238	13,143	13,971
非流动负债	2,024	1,387	788	888	988
股东权益	6,711	6,990	7,531	8,130	8,813
投入资本(IC)	4,705	5,968	5,783	6,112	6,433
现金流量表					
NOPLAT	327	474	747	858	940
折旧与摊销	400	418	417	446	478
流动资金增量	-46	1,231	-280	261	239
资本支出	-187	-202	-501	-504	-550
自由现金流	494	1,921	382	1,059	1,108
经营现金流	593	-993	1,519	1,144	1,280
投资现金流	-224	-207	-501	-504	-550
融资现金流	1,523	-364	0	-339	-431
现金流净增加额	1,892	-1,564	1,017	300	300
财务指标					
成长性					
收入增长率	29.4%	26.3%	9.4%	9.5%	8.7%
EBIT 增长率	-17.9%	41.5%	57.5%	14.8%	9.7%
净利润增长率	-66.6%	186.9%	84.9%	9.8%	12.4%
利润率					
毛利率	8.9%	9.1%	11.4%	11.7%	11.7%
EBIT 率	3.3%	3.6%	5.2%	5.5%	5.5%
归母净利润率	0.7%	1.6%	2.7%	2.7%	2.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	1.7%	4.7%	8.0%	8.2%	8.5%
总资产收益率(ROA)	0.6%	1.5%	2.7%	2.8%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	7.0%	7.9%	12.9%	14.0%	14.6%
运营能力					
存货周转天数	7	7	7	7	7
应收账款周转天数	214	215	215	215	215
总资产周转天数	396	368	357	345	341
净利润现金含量	560.8%	-327.3%	270.7%	185.7%	184.9%
资本支出/收入	1.3%	1.1%	2.4%	2.2%	2.2%
偿债能力					
资产负债率	63.2%	64.7%	63.4%	63.3%	62.9%
净负债率	-31.8%	-15.7%	-25.0%	-26.8%	-29.3%
估值比率					
PE(现价)	128.81	44.89	24.27	22.11	19.67
PB	3.51	1.71	1.95	1.81	1.68
EV/EBITDA	22.73	9.18	7.93	6.88	6.11
P/S	0.91	0.72	0.66	0.60	0.55
股息率	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%



目录

1. 投资故事.....	4
1.1. 盈利预测及估值.....	4
2. 西部建设：混凝土龙头，全国布局稳扩张.....	5
2.1. 公司为中国建筑下属唯一商混运营平台.....	5
2.2. 收入稳健增长，18年盈利再回增长轨道.....	6
3. 环保驱使行业集中度由分散趋向集中.....	7
3.1. 万亿市场空间，集中度却分散.....	7
3.2. 环保为行业集中度提升贡献主动能.....	8
4. 绿色生产典范，依托中建获宽广护城河.....	10
4.1. 背靠中建，护城河难以颠覆.....	10
4.2. 绿色生产，环保高压反向利好.....	11
5. 风险提示.....	11

1. 投资故事

环保驱使混凝土行业由分散趋向集中。混凝土行业市场规模超万亿，集中度却分散。截至 2018 年末，我国混凝土企业数量超过一万家，但 CR10 (2017) 不足 10%。我们认为环保成为混凝土行业由分散趋向集中的抓手，一方面环保政策迫使非环保小企业关停，另一方面环保推涨水泥、砂石等原材料成本价格，导致混凝土行业利润被压缩。同时，近年来混凝土建站（线）强度明显增大。我们认为多项因素叠加下，非环保小企业生存空间将持续被压缩，混凝土行业集中度由分散趋向集中已然开启。

背靠中建，护城河宽广。母公司中国建筑为公司第一大客户，2018 年贡献了公司营收的 53.74%，但公司仅占中建混凝土供应量的 10%，我们判断主要原因在于公司成熟市场与中建核心经营区域的错配，随着公司在新区域产能的布局及经营的拓展，中建内部业务仍有显著挖潜空间。另一方面，公司应收账款管控显著优于同业，同时公司打造线上混凝土交易电商平台，现金混凝土管理形成有效闭环。

绿色生产，环保趋严下具优势。公司秉承绿色生产理念，2018 年公司累计投入资金 2200 余万元，新增、改造各类环保设施设备 186 台（套）。公司累计 16 家生产单位获评“全国预拌混凝土绿色示范工厂”，7 家生产单位通过三星级绿色建材评价标识认证。我们认为环保趋严之下，公司作为绿色生产企业获经营扩张通路。

1.1. 盈利预测及估值

首次覆盖给予“增持”评级，我们认为公司成熟区域收入将继续平稳增长，新区域及新业务迅速扩张延续。预计公司 2019-21 年 EPS 0.44、0.49、0.55 元，分别同增 85%、10%、12%。

表 1: 盈利预测及假设

商品砼	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量 (万方)	3,806.87	4,349.88	4,426.51	4,692.10	5,114.39	5,523.54
YOY	17.44%	14.26%	1.76%	6.00%	9.00%	8.00%
销售均价 (元/立方)	298.53	335.71	415.92	428.40	428.40	428.40
YOY	-4.75%	12.45%	23.89%	3.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (万元)	1,136,472.50	1,460,313.46	1,841,091.74	2,010,103.96	2,191,013.32	2,366,294.38
收入 YOY	11.86%	28.50%	26.08%	9.18%	9.00%	8.00%
销售成本 (万元)	1,012,077.88	1,332,497.79	1,636,036.53	1,776,931.90	1,932,473.75	2,087,071.65
毛利 (万元)	124,394.62	127,815.67	205,055.21	233,172.06	258,539.57	279,222.74

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们分别采用 PS 及 PB 估值方法对公司进行估值，选取建研集团、冀东水泥、苏博特为可比公司：

1) PS 估值：根据可比公司 2019 年平均 1.0 倍 PS，对应合理价值 16.3 元。

2) PB 估值: 根据可比公司 2019 年平均 1.65 倍 PB, 对应合理价值 11.1 元

出于谨慎原则, 我们取两种估值方法合理价值均价 13.7 元为目标价, 对应 PB 2.0X。

表 2: 可比公司估值 (2019 年 7 月 15 日)

代码	可比公司	收盘价	SPS (2019E)	SPS (2020E)	SPS (2021E)	PB	PS (2019E)	PS (2020E)	PS (2021E)
002398	建研集团	6.27	4.91	6.00	7.08	1.53	1.22	1.04	0.89
000401	冀东水泥	18.67	30.89	35.00	38.70	1.50	0.60	0.53	0.48
603916	苏博特	13.02	10.33	13.49	16.42	1.88	1.20	0.97	0.79
均值						1.65	1.00	0.85	0.72

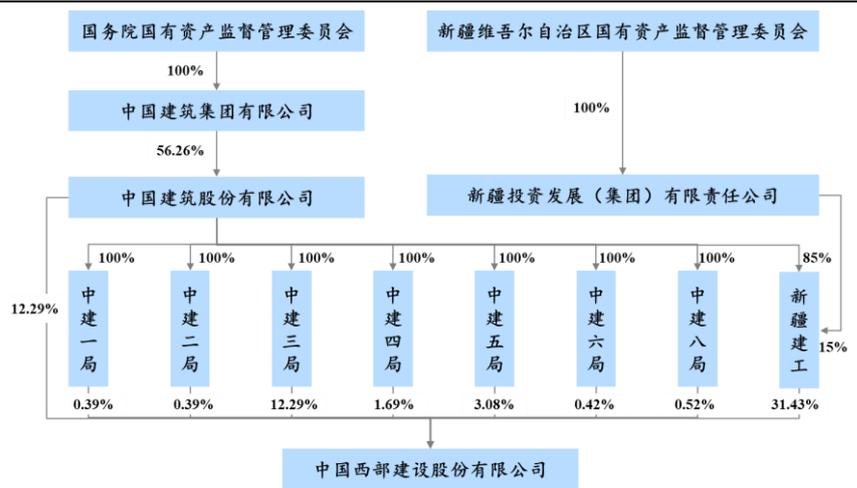
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 西部建设: 混凝土龙头, 全国布局稳扩张

2.1. 公司为中国建筑下属唯一商混运营平台

公司前身为新疆建工, 成立于 1953 年, 主营新疆地区混凝土业务, 2009 年公司于深交所挂牌上市。2013 年公司通过定增收购中国建筑旗下五家从事商品混凝土生产、销售的企业, 自此成为中国建筑下属唯一商品混凝土运营平台。截至 2018 年末, 测算母公司中国建筑通过直接及间接方式共持股 57.79%。

图 1: 公司为中国建筑下属唯一混凝土运营平台



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

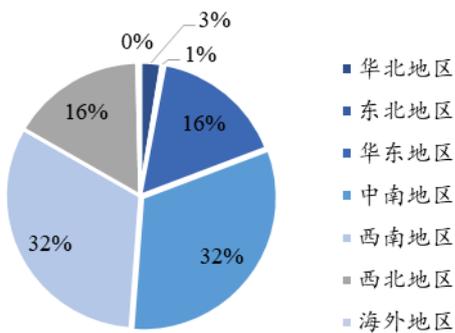
公司主业为商品混凝土生产, 2018 年收入占比约 97.68%。当前公司已在全国 24 个城市布局 (皆为一二线城市), 站点数量达 153 个。除混凝土外, 公司业务也涵盖水泥、砂浆、外加剂等领域, 收入总占比约 2.32%。从区域上看, 中南、西南地区为公司成熟市场, 2018 收入占比均约 32%, 华东区域收入占比逐年提升, 由 2014 年的 7.9% 增至 2018 年的 16.3%。

图 2 公司站点覆盖核心经济带



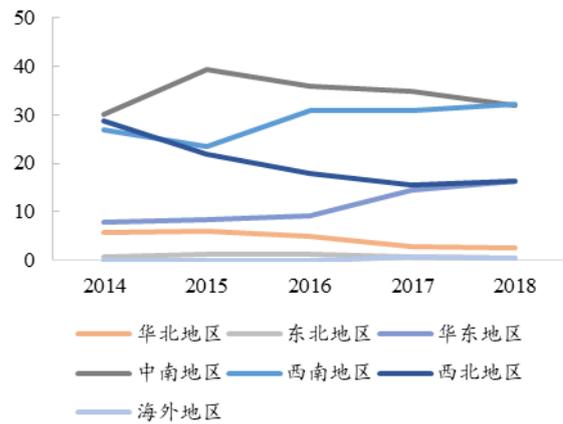
数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 3：华东、中南地区为公司成熟市场



数据来源：wind，国泰君安证券研究所

图 4：华东市场收入比重抬升

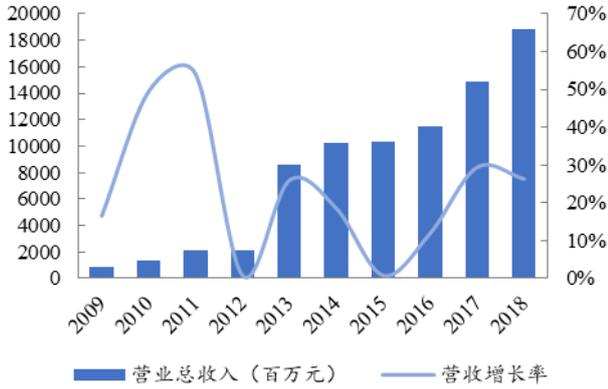


数据来源：wind，国泰君安证券研究

2.2. 收入稳健增长，18 年盈利再回增长轨道

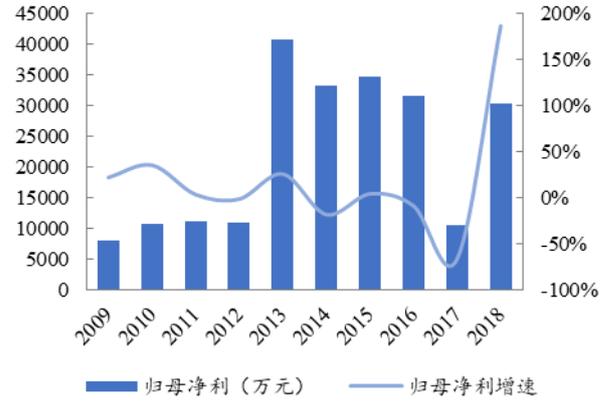
随着经营区域的扩张及产业链品种多元化，公司 2013 年内部并购重组后，收入稳健增长。利润方面，2017 年受水泥及砂石涨价影响，混凝土涨价相对滞后，公司利润空间收窄，但随着混凝土价格修复，2018 年公司盈利回暖，商混毛利率由 2017 年的 8.75% 提升至 2018 年的 11.14%。

图 5: 公司收入稳健增长



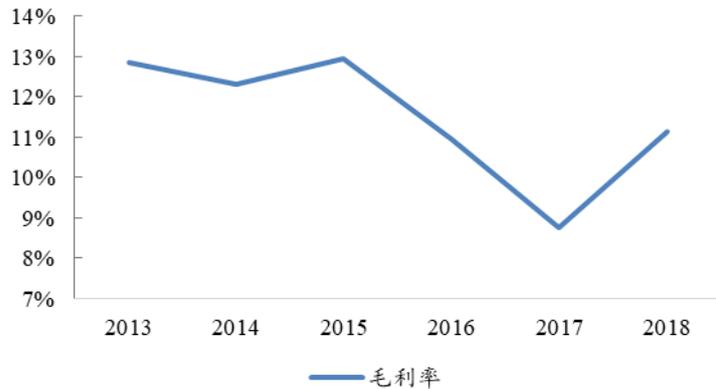
数据来源: wind, 国泰君安证券研究所

图 6: 2018 年公司盈利回暖



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 7: 公司站点分布集中在华中、华东地区



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

3. 环保驱使行业集中度由分散趋向集中

3.1. 万亿市场空间，集中度却分散

砼即混凝土，是一种应用广泛的基础建筑材料，通过水泥、砂石、水和外加剂的搅拌制成，产品可分为现拌混凝土和预拌混凝土。自 2003 年《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》颁布后，现拌混凝土逐步减少（目前主要在农村地区使用），预拌混凝土成为主流，原材料在搅拌站搅拌并通过搅拌车或者泵车运输到施工现场。

图 8: 预拌混凝土生产工序



数据来源: 国泰君安证券研究

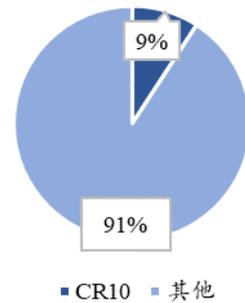
万亿市场规模, 集中度却分散。根据中国混凝土网数据, 我国 2018 年商混总产量约 25.47 亿方, 若按每方混凝土价格 500 元测算, 则市场规模约 1.3 万亿。因混凝土货值较低且不易库存, 具有较强的区域性, 市场格局较为分散。截至 2018 年末, 我国混凝土企业数量超过一万家, 但 CR10 (2017) 不足 10%, 测算 2018 年中国建材和西部建设两家龙头市场份额仅 5.5%。

图 9: 混凝土行业企业较多



数据来源: 中国混凝土网, 国泰君安证券研究

图 10: 混凝土行业市场集中度较低

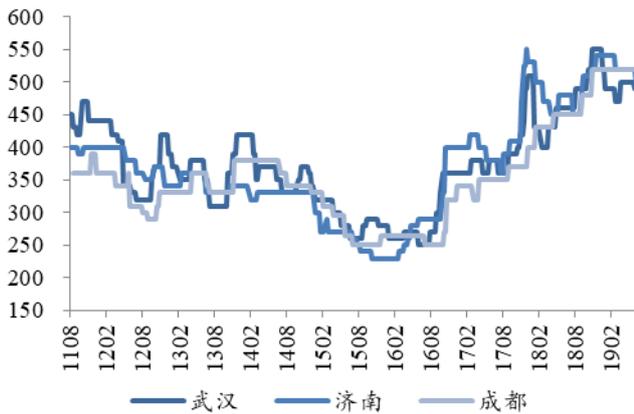


数据来源: 中国混凝土网, 国泰君安证券研究

3.2. 环保为行业集中度提升贡献主动能

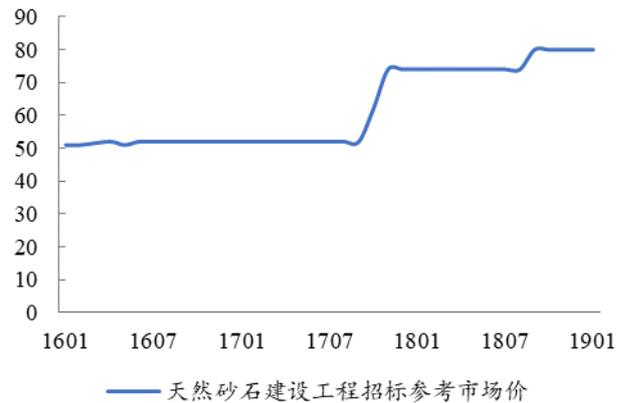
环保成为混凝土行业由分散趋向集中的抓手。我们认为环保对于混凝土行业的影响可分为直接和间接两个方面: 直接影响为环保驱使非环保小企业关停; 而间接影响在于环保对混凝土产业链的作用, 推涨原材料成本的上涨, 导致混凝土行业利润被压缩: 错峰生产驱使水泥价格上涨, 而国家对矿山及河流的整治导致砂石价格抬升。此外, 我们的研究表明, 近年来混凝土建站(线)强度明显增大。我们认为多项因素叠加下, 非环保小企业生存空间将持续被压缩, 混凝土行业集中度由分散趋向集中已然开启。

图 11: 16 年后水泥价格中枢抬升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究所

图 12: 2017 年砂石价格明显上涨



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 3: 混凝土生产线投资强度渐增

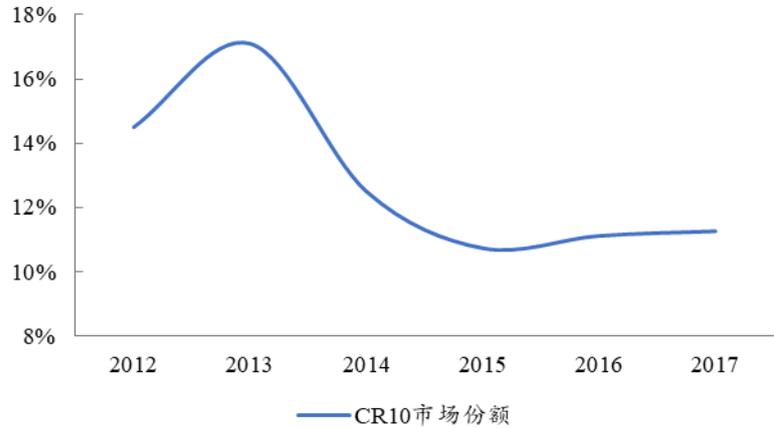
项目	投资额 (万元)	总产能规模 (万方)	单位投资额 (元/方)	投产时间
四川隆昌黄静碎石加工厂 混凝土生产线	1360	32	42.5	2014.05
徐州宏基工程技术有限公司 混凝土生产线	2503	50	50	2016.12
广西怡园建材有限公司商 混生产线	4500	30	150	2017.11
安徽合肥市政工程有限公 司长丰混凝土分公司商混 生产基地建设项目	12500	60	208	2019.04

表 4: 2018 年各地不环保中小混凝土企业陆续被强制关停

地区	政策成效
江苏徐州	搅拌站 89 家进行整改, 整改完成后方能进行正常生产, 部分被执行停产或者拆迁
四川成都	2018 年 10 月 1 日前未完成绿色达标整改验收的搅拌站均被关停、拆除, 该市近一年来已累计拆除了 128 个搅拌站
湖南岳阳	关停整治混凝土搅拌站 3 家
上海	强制关停黄浦江沿岸搅拌站
江苏南昌	红谷滩新区整治关停混凝土搅拌站
安徽合肥	淝河镇混凝土搅拌站年底前将全部关停
江苏高邮	对该市 53 家审批手续不全、环境污染严重的预拌混凝土生产企业实施关停
江西省	2018 年 06 月发布《江西省预拌混凝土生产企业扬尘污染整治实施方案》, 对非法预拌混凝土生产企业, 一律依法依规坚决取缔
江西宜春	对袁州区城区周边 23 家搅拌站进行了集中整治, 对未整改的 5 家企业采取断电措施
天津	发布《天津市 2018 年大气污染防治工作方案》, 要求严格管控工业污染, 对 211 家混凝土搅拌站进行全面排查

数据来源：公开信息，国泰君安证券研究

图 13 混凝土行业集中度逐步提升



数据来源：中国混凝土与水泥制品协会，国泰君安证券研究

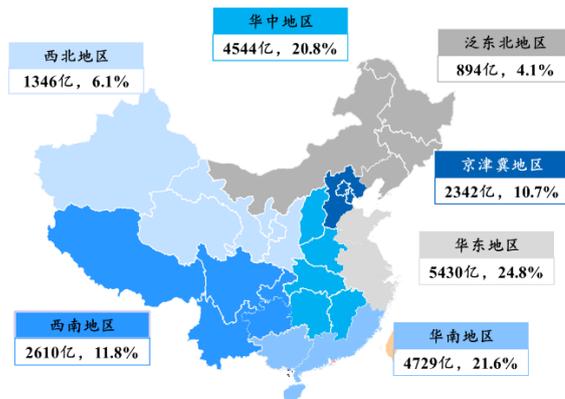
4. 绿色生产典范，依托中建获宽广护城河

4.1. 背靠中建，护城河宽广

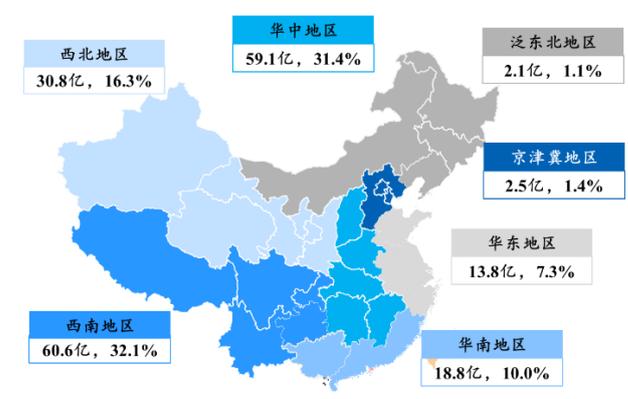
我们认为公司背靠中国建筑，打造了独特护城河：

一方面，母公司中国建筑亦为公司第一大客户，2018 年贡献了公司营收的 53.74%，但公司仅占中建混凝土供应量的 10%，我们判断主要原因在于公司成熟市场与中建核心经营区域的错配。我们的研究表明，中建核心业务区域为华南、华东、京津冀以及华中地区，而公司成熟区域中仅华中地区与中建有所交叉，我们判断随着公司在新区产能的布局及经营的拓展，中建内部业务仍有显著挖潜空间。

图 14：中国建筑业务集中于华东、华南、华中 图 15：2018 年西部建设集中于西北、西南、华中



数据来源：公司推介资料，国泰君安证券研究

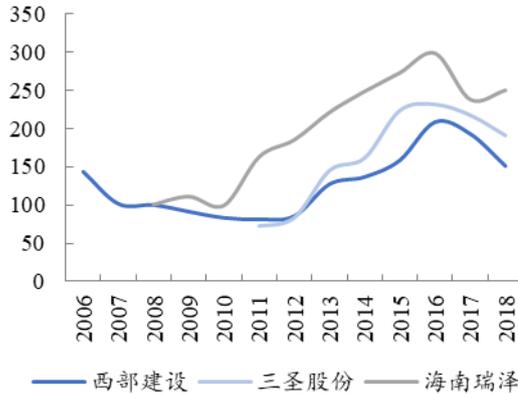


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

另一方面，公司应收账款管控长期优于同业，电商平台促资金管理进一步优化。从应收账款周转天数来看，西部建设应收账款周转天数长期低于三圣股份和海南瑞泽，并在 2016 年后显示出加速下降的趋势，2018

年, 公司共计回款 203 亿元, 首次实现了应收账款零增长。公司 2017 年 4 月上线电商平台中建商砼网上商城, 实现了全国 18 个省、30 个城市, 102 个厂站现金混凝土交易的线上统一管理, 客户通过平台直接进行电子支付, 现金混凝土管理形成有效闭环, 2018 年公司电商平台共成交 1.21 亿元, 同比增长近 1 亿元。我们判断公司资金结构将持续好于行业。

图 16: 2013 年并购重组后, 公司应收账款周转天数长期低于同业



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 17: 公司线上成交平台形成资金混凝土闭环



数据来源: 中建商砼

4.2. 绿色生产, 环保高压反向利好

绿色生产, 环保趋严下获倾斜性扩张优势。2018 年, 公司累计投入资金 2200 余万元, 新增、改造各类环保设施设备 186 台 (套), 累计 16 家生产单位获评“全国预拌混凝土绿色示范工厂”, 7 家生产单位通过三星级绿色建材评价标识认证。我们认为环保高压的常态之下, 公司作为绿色生产企业获经营扩张通路。

图 18 公司大力投入环保, 绿色生产成效显著

	2016	2017	2018
科技创新投入	<ul style="list-style-type: none"> 加强了科研平台建设, 公司技术中心乌鲁木齐、成都、武汉三个分中心正式挂牌 公司成为中国建筑学会建筑材料分会“大体积混凝土应用技术专业委员会”挂靠单位 	<ul style="list-style-type: none"> 承办高性能混凝土国际学术研讨会 加强科研平台建设, 拥有 1 家国家级企业技术中心, 4 家省级企业技术中心、2 个创新工作室 开展基础设施技术研究, 制定非固定厂站及基础设施项目质量管控方案 	<ul style="list-style-type: none"> 打造国际一流、国内领先的科技创新平台, 1 家获批国家认定企业技术中心, 3 家获批省级认定企业技术中心, 2 家获批省级工程技术研究中心 研发投入向绿色环保大力倾斜, 多个环保产品已广泛应用
推行绿色生产	<ul style="list-style-type: none"> 新建绿色预拌厂、打造工业智能化工厂标杆 2 座 5 家预拌厂荣获 2016 年度“全国预拌混凝土绿色清洁生产示范企业” 	<ul style="list-style-type: none"> 累计封装搅拌楼 154 座, 封装骨料仓 95 个, 配备砂石分离机 110 个, 建成浆水处理及循环系统 86 个, 更换静音式空压机 43 个 6 个预拌厂通过三星级绿色建材评价标识认证, 12 个预拌厂入围全国预拌混凝土绿色清洁生产示范企业 	<ul style="list-style-type: none"> 累计投入资金 2200 余万元, 新增、改造各类环保设施设备 186 台 (套) 全年累计产生废渣总量同比降低 32%, 累计减排约 33 万吨; 浆水回收利用持续推进, 全年累计使用废浆水 74.2 万吨 公司累计 16 家生产单位获评“全国预拌混凝土绿色示范工厂”

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

新业务拓展的不确定性。公司主业为混凝土，若外加剂、干混砂浆等新业务进展低于预期，则拖累公司业绩。

国家地产调控持续收紧。公司下游需求超六成为地产，若国家地产调控政策进一步收紧，则对公司混凝土销售产生负效应。

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

国泰君安证券研究所

	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		