

智云股份 (300097)

收购鑫三力，切入新兴的 3C 自动化领域

——公司收购事件点评

	吕娟 (分析师)	王浩 (分析师)	黄琨 (分析师)
	021-38676139	0755-23976068	021-38674935
	lvjuan@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880511010047	S0880513090004	S0880513080005

本报告导读:

公司拟收购鑫三力 100% 股权，切入快速增长的 3C 自动化领域，将大幅增厚公司业绩提升成长性。

投资要点:

结论: 公司拟支付对价 8.3 亿元收购鑫三力 100% 股权，切入快速增长的 3C 自动化领域，将大幅增厚公司业绩提升成长性。本次收购前，由于此前对原有主业成长性预期略高，下调 2015-17 年 EPS 至 0.26 (-0.04)、0.29 (-0.07)、0.34 元；假设本次收购完成，预计 2015-17 年 EPS 分别为 0.62、0.78、0.95 元。考虑到拟收购资产优质，基于行业可比估值水平给予公司一定溢价，目标价由 21.94 元提至 62 元，维持增持评级。

通过收购鑫三力，切入快速增长的 3C 自动化领域，提升公司成长性: ① 公司拟通过发行股份及支付现金方式支付对价 8.3 亿元收购鑫三力 100% 股权，进入平板显示模组自动化组装和检测行业。② 鑫三力是国内少数几家可以为平板显示模组厂商提供全自动模组组装及检测设备的系统解决方案的企业之一，客户包括深天马、京东方、TCL、创维、合力泰、同兴达、欧菲光等知名企业。③ 平板显示模组主要应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备等新兴消费类电子产品。随着 3C 行业需求增长，平板显示产业规模急速扩张。2013 年我国以液晶面板为代表的平板显示产业规模达 1,070 亿元，在全球市场占有率提升至 11.4%。预计到 2015 年中国大陆将建成 9 条 8.5 代液晶面板生产线，超越中国台湾地区，成为全球第二大平板显示生产基地。④ 我们判断工业自动化在 3C 方向的应用最有增长前景，公司通过鑫三力，可以充分享受 3C 自动化盛宴。鑫三力 2015-17 年承诺业绩分别为 6000、8000、10000 万元，将显著增厚公司现有业绩。

风险因素: 整合风险、技术不能及时更新的风险。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	221	219	327	373	428
(+/-)%	36.2%	-0.9%	49.1%	14.3%	14.8%
经营利润 (EBIT)	26	18	30	35	43
(+/-)%	685.9%	-32.9%	72.0%	17.4%	20.4%
净利润	28	22	31	35	41
(+/-)%	804.9%	-19.9%	38.6%	12.9%	16.9%
每股净收益 (元)	0.23	0.19	0.26	0.29	0.34
每股股利 (元)	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	14.5%	11.6%	12.2%	12.5%	12.8%
净资产收益率 (%)	6.4%	4.9%	6.4%	6.8%	7.4%
投入资本回报率 (%)	10.2%	6.0%	8.3%	9.0%	9.8%
EV/EBITDA	142.3	179.9	114.3	98.0	83.3
市盈率	168.4	210.3	151.7	134.3	114.9
股息率 (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 62.00

上次预测: 21.94

当前价格: 38.97

2015.06.18

交易数据

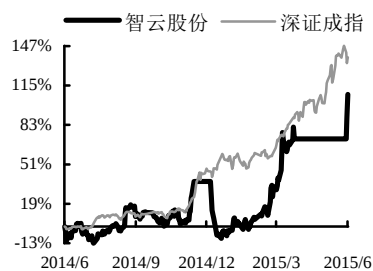
52 周内股价区间 (元)	15.90-38.97
总市值 (百万元)	4,729
总股本/流通 A 股 (百万股)	121/80
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	66%
日均成交量 (百万股)	376.78
日均成交值 (百万元)	112.80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	436
每股净资产	3.60
市净率	10.8
净负债率	-31.41%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.01	-0.02
Q2	0.14	0.10
Q3	0.02	0.08
Q4	0.01	0.10
全年	0.19	0.26

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21%	59%	117%
相对指数	3%	16%	-22%

相关报告

《收购吉阳科技 进军锂电池设备行业》
2014.12.29

模型更新时间: 2015.06.18

股票研究

 工业
 资本货物

智云股份 (300097)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目 价 : **62.00**

上次预 : 21.94

当前价格: 38.97

公司网址

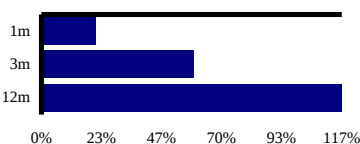
www.zhiyun-cn.com

公司简介

公司是国内主要成套自动化装备的方案解决商之一,致力于为国内自动化生产厂商提供非标设计。

公司掌握了与成套自动化装备方案解决密切相关的自动在线检测技术、自动装配技术、清洗过滤技术、物流搬运技术、多工位专用加工技术等自动化设计的关键技术环节,成功研发设计了我国第一条转向机装配、测量自动线,第一台平面数控涂胶机,第一台六轴机器人涂胶机。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.90-38.97

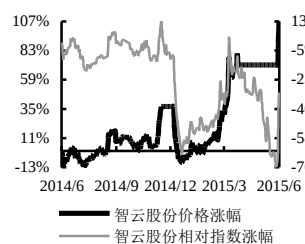
市值 (百万)

4,729

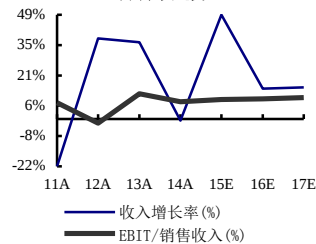
财务预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表							
营业收入	118	162	221	219	327	373	428
营业成本	76	115	143	152	227	260	298
税金及附加	1	2	2	2	3	3	4
营业费用	11	15	14	14	21	24	28
管理费用	18	22	30	31	45	50	56
EBIT	9	-3	26	18	30	35	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0	0
财务费用	-4	-6	-6	-4	-3	-2	-2
营业利润	13	3	32	22	33	37	44
所得税	3	1	7	4	6	7	8
少数股东损益	0	0	0	0	1	0	0
净利润	14	3	28	22	31	35	41
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	218	201	193	176	186	184	183
其他流动资产	217	249	269	263	416	465	534
长期投资	2	1	0	0	0	0	0
固定资产合计	33	62	86	81	80	74	68
无形资产及其他资产	29	31	30	30	28	27	25
资产合计	499	545	578	551	710	749	811
流动负债	84	129	122	76	205	213	240
长期负债	1	1	11	3	5	6	5
股东权益	415	415	445	472	500	531	566
投入资本(IC)	214	209	256	292	363	396	437
现金流量表							
NOPLAT	8	(3)	21	15	25	30	36
折旧与摊销	4	4	6	8	10	11	12
流动资金增量	41	(22)	31	42	87	47	56
资本支出	12	29	24	(5)	8	4	6
自由现金流	65	8	82	60	129	92	109
经营现金流	(17)	37	8	(16)	(33)	5	2
投资现金流	(18)	(31)	(15)	(6)	(7)	(3)	(5)
融资现金流	6	(25)	(7)	11	50	(3)	3
现金流净增加额	(29)	(18)	(14)	(11)	10	(2)	(1)
财务指标							
成长性							
收入增长率	-22.4%	38.0%	36.2%	-0.9%	49.1%	14.3%	14.8%
EBIT 增长率	-68.7%	-137.5%	685.9%	-32.9%	72.0%	17.4%	20.4%
净利润增长率	-48.9%	-77.5%	804.9%	-19.9%	38.6%	12.9%	16.9%
利润率							
毛利率	35.8%	29.1%	35.5%	30.6%	30.4%	30.4%	30.4%
EBIT 率	7.6%	-2.1%	11.8%	8.0%	9.2%	9.5%	10.0%
净利率	11.7%	1.9%	12.7%	10.3%	9.5%	9.4%	9.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	3.4%	0.8%	6.4%	4.9%	6.4%	6.8%	7.4%
总资产收益率(ROA)	2.8%	0.6%	4.9%	4.1%	4.4%	4.7%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	3.5%	-1.3%	8.2%	5.1%	6.9%	7.5%	8.2%
运营能力							
存货周转天数	365	360	346	302	245	292	285
应收账款周转天数	314	229	188	225	199	217	218
总资产周转天数	1513	1174	927	941	705	714	665
净利润现金含量	(1.23)	12.02	0.30	(0.70)	(1.05)	0.13	0.04
资本支出/收入	10.45%	17.93%	10.81%	-2.13%	2.34%	1.03%	1.33%
偿债能力							
资产负债率	16.9%	23.9%	23.1%	14.4%	29.6%	29.2%	30.1%
净负债率	-47.8%	-48.3%	-43.4%	-37.3%	-27.1%	-25.2%	-22.3%
估值比率							
PE	169.3	753.4	166.5	209.7	151.3	133.9	114.5
PB	11.6	11.6	10.8	10.2	9.6	9.1	8.5
EV/EBITDA	352.3	8,402.6	142.3	179.9	114.3	98.0	83.3
P/S	40.09	29.04	21.32	21.53	14.44	12.64	11.01
股息率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

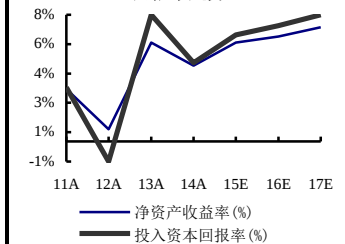
股票绝对涨幅和相对涨幅



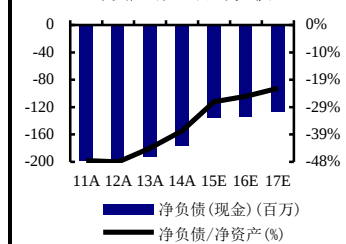
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 通过收购鑫三力切入 3C 自动化领域	4
2. 鑫三力是平板模组自动化组装和检测领域领导者	5
3. 通过收购鑫三力，可以充分享受 3C 自动化盛宴	7
4. 盈利预测与投资建议	8
5. 风险因素	9
5.1. 整合风险	9
5.2. 技术不能及时更新风险	9

1. 通过收购鑫三力切入 3C 自动化领域

公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买师利全、胡争光、李小根及张丕森合法持有的鑫三力合计 100% 股权，交易总对价为 8.3 亿元。其中，公司拟以发行股份的方式支付交易对方 40% 的对价，即 33,200 万元；以现金方式支付剩余 60% 的对价，即 49,800 万元。

为提高重组整合绩效，公司拟同时向谭永良等 5 名特定投资者发行股份募集不超过 40,165 万元配套资金，占拟购买资产交易价格的比例不超过 48.39%，所募资金将全部用于支付本次交易的相关中介机构费用及部分现金对价。

表 1: 本次交易具体支付方式

交易对方	持有鑫三力股权比例 (%)	股份支付方式			现金支付方式	
		获得股份数量 (万股)	相应股份对价 (万元)	股份对价占比 (%)	获得现金数额 (万元)	现金对价占比 (%)
师利全	33.00	399.5187	11066.6668	40.40	16323.3334	59.60
胡争光	33.00	399.5186	11066.6666	40.40	16323.3334	59.60
李小根	33.00	399.5186	11066.6666	40.40	16323.3334	59.60
张丕森	1.00				830.0000	100.00
合计	100.00	1,198.5559	33,200.0000	40.00	49,800.0000	60.00

数据来源：公司公告

本次交易完成后，公司控股股东、实际控制人谭永良直接及间接持有公司的表决权比例由交易前的 46.15% 变更为 42.14%，仍为公司控股股东、实际控制人。

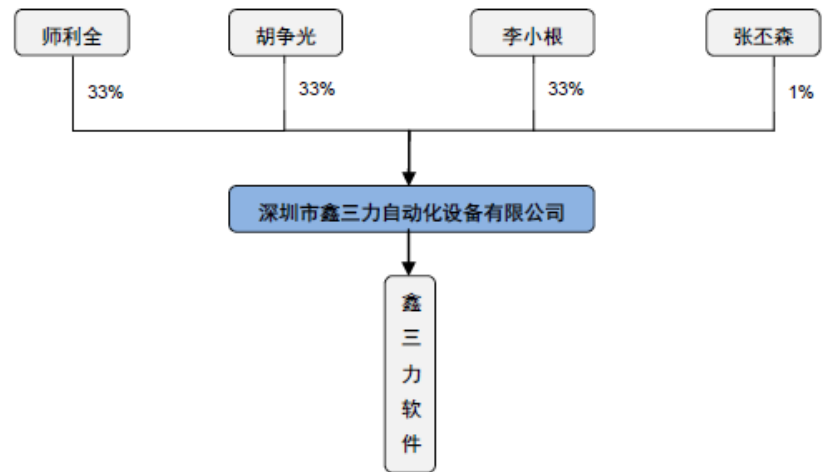
表 2: 本次交易具体支付方式

项目	本次交易前		本次新增股数（股）	本次交易后	
	股份数（股）	占比（%）		股份数（股）	占比（%）
一、本次交易前公司老股东					
谭永良	54,500,000	44.91	6,300,000	60,800,000	41.13
其他股东	66,852,736	55.09	-	66,852,736	45.22
二、本次交易交易对方					
师利全			3,995,187	3,995,187	2.70
胡争光			3,995,186	3,995,186	2.70
李小根			3,995,186	3,995,186	2.70
张丕森					
三、本次交易配套融资投资者（除谭永良外）					
中欧盛世景鑫 2 号资产管理计划			3,200,000	3,200,000	2.16
智云股份第一期员工持股计划			3,000,000	3,000,000	2.03
上汽顾祥			1,000,000	1,000,000	0.68
怀真众富一号基金			1,000,000	1,000,000	0.68
合 计	121,352,736		26,485,559	147,838,295	100.00

数据来源：公司公告

师利全、胡争光和李小根分别持有标的公司 33% 股权，任何单一股东均无法对标的公司实施绝对控制。本次交易完成后，标的公司控股股东为智云股份，实际控制人为谭永良。

图 1：本次发行前鑫三力股权结构



数据来源：公司公告

2. 鑫三力是平板模组自动化组装和检测领域领导者

鑫三力是一家专业从事平板显示模组（主要为液晶显示模组 LCM）自动化组装及检测设备的研发、设计、生产、销售及服务的的高新技术企业，产品广泛应用于平板显示模组的组装生产过程中。

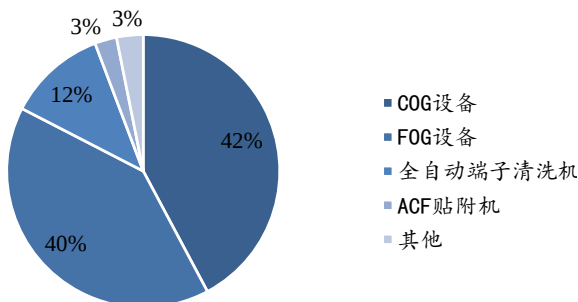
平板显示模组是智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴式电子设备等新兴消费类电子产品以及其他需要显示功能的终端产品中的关键组件，随着以大屏幕智能手机为代表的新兴消费类电子产品市场需求的迅速扩大，以液晶显示模组（LCM）为主要代表的平板显示模组作为上述电子产品的重要组成部分，其出货量保持着持续快速增长的势头。

鑫三力现有产品主要包括全自动 COG 设备、全自动 FOG 设备、全自动端子清洗机、ACF 贴附机等。报告期内，标的公司主营业务收入占当期营业收入的比例均达到过 99% 以上，其他业务收入占比较低，主要为维修费及配件销售收入。

图 2：2014 年鑫三力营业收入占比

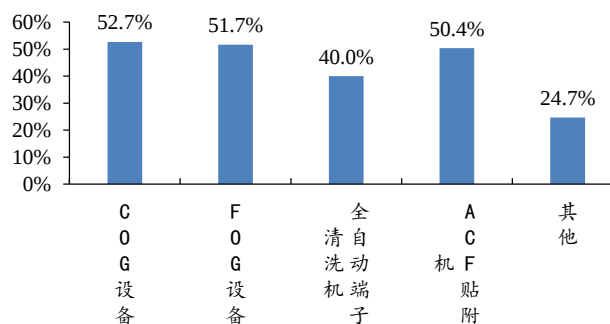
图 3：2014 年鑫三力各项业务毛利率较高

营收占比



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

毛利率



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

目前，鑫三力现有产品主要包括全自动 COG 设备、全自动 FOG 设备、全自动端子清洗机、ACF 贴附机，除了上述成熟产品之外，标的公司将根据研发进度和客户需求向市场推出粒子检测机、全自动背光组装机等新产品，进一步完善产品线，提高模组组装生产线的自动化水平，满足客户需求，并作为新增盈利增长点迅速提升公司业绩。

表 3: 鑫三力除成熟产品外正研发新产品

产品名称	产品功能	产品用途
现有产品		
全自动 COG 设备	本设备通过图像处理系统，对 LCD 和 IC 进行精确对位（对位精度 5 微米），在一定的温度和压力下，利用 ACF 的异向导电性，实现 LCD 和 IC 之间线路的连接	主要应用于平板显示模组生产过程中 IC 和 LCD 间的线路连接
全自动 FOG 设备	本设备通过图像处理系统，对 LCD 和 FPC 进行精确对位（对位精度 5 微米），在一定的温度和压力下，利用 ACF 的异向导电性，实现 LCD 和 FPC 之间线路的连接	主要应用于平板显示模组生产过程中 FPC 和 LCD 间的线路连接
全自动端子清洗机	本设备通过全自动无尘布酒精清洗功能，对 LCD 端子部分进行清洁，同时通过等离子发生器产生等离子气体，消除端子部位的有机物	主要应用于平板显示模组生产过程中 LCD 端子的清洁
ACF 贴附机	本设备在一定的温度和压力下，将 ACF 贴附在 LCD 端子表面	主要应用于平板显示模组生产过程中 LCD 端子表面 ACF 的贴附
新产品		
粒子检测机	本设备通过高清摄像系统，读取 COG、FOG 后 ACF 粒子的图像，并通过图像处理系统，判断 ACF 粒子的破裂状态，从而判定产品是否合格	主要应用于平板显示模组生产过程中 COG、FOG 工序后产品的检验
全自动背光组装机	本设备通过图像处理系统，对 LCD 和背光源进行精确对位，实现 LCD 和背光源的自动组装	主要应用于平板显示模组生产过程中 LCD 和背光的自动组装

数据来源：公司公告

鑫三力通过持续的研发实践，紧跟客户需求，研发并掌握了覆盖平板显示生产后段模组组装工序的一系列核心技术，是国内平板显示模组设备领域少数几家具备全自动模组设备研发和制造能力的公司之一，可以为模组厂商提供全自动模组组装及检测设备的系统化解决方案，产品质量和技术性能在国内处于先进水平，正逐步实现对进口设备的

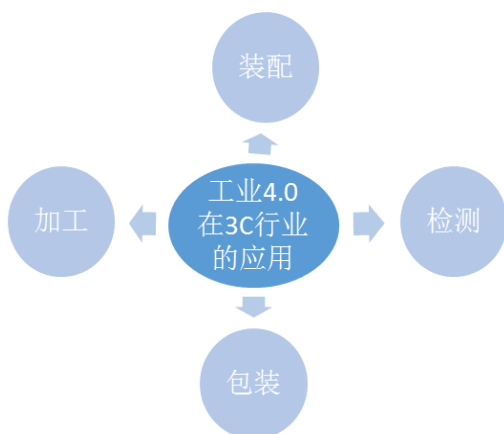
替代。

鑫三力在以往的经营过程中累计为数十家业内知名模组厂商提供了设备和服务，在行业内树立了良好的品牌形象和较高的市场知名度，与包括深天马、京东方、TCL、创维、合力泰、同兴达、欧菲光等平板显示领域知名企业建立了良好的合作关系。

3. 通过收购鑫三力，可以充分享受 3C 自动化盛宴

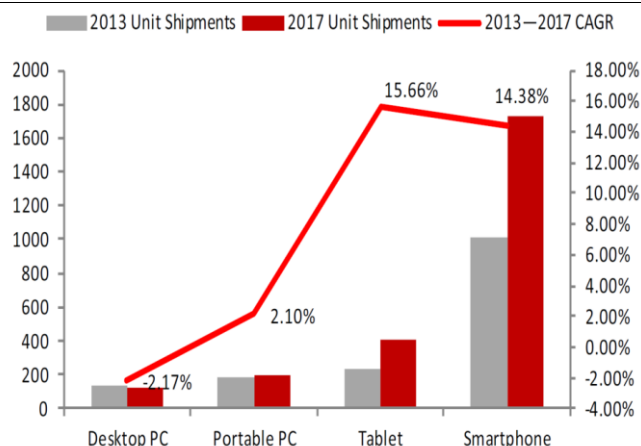
3C 行业是通信、计算机、消费电子的统称，未来保持较快增长。横向比较来看，工业 4.0 在 3C 行业的应用具有显著特点：①3C 行业未来增速还将保持在 10% 左右。②3C 行业自动化渗透率不高。③3C 行业自动化线可重复利用率低，3C 产品更新换代会带动自动化线的更新换代。④付款好，应收账款占比低，交货周期短盈利能力高。因此，3C 是工业 4.0 最好的应用方向，持续增长最快。

图 4：工业 4.0 在 3C 行业的应用包括四个方向



数据来源：国泰君安证券研究

图 5：预计 3C 行业未来三年将保持较高增速



数据来源：IDG

本次交易完成前，上市公司主营业务为成套自动化装备的研发、设计、生产与销售，主要产品包括汽车智能装备和锂电制造设备，公司收购鑫三力，交易完成后将新增全自动 COG、FOG 等平板显示模组设备产品，新增的平板显示模组业务收入将成为上市公司收入的一项重要来源。

表 4：本次交易后公司盈利能力增强

项目	本次交易后（备考）			
	2015 年 1-3 月	占比	2014 年	占比
自动装备设备	576.75	9.08%	5,536.28	15.05%
自动检测设备	1,076.47	16.96%	11,395.78	30.98%
物流搬运设备	-	-	1,834.15	4.99%
清洗过滤设备	1,367.49	21.54%	2,814.84	7.65%
切削加工设备	-	-	145.06	0.39%
平板显示模组设备	3,292.45	51.86%	14,897.44	40.49%
其他	35.69	0.56%	166.24	0.45%

营业收入	6,348.85	100.00%	36,789.80	100.00%
------	----------	---------	-----------	---------

数据来源：公司公告

如果本次交易完成，公司 2014 年营业收入中，将有 1.49 亿元新增业务收入来源于平板显示模组设备业务，在公司营业收入中占比达到 40.49%；2015 年 1-3 月，新增的平板显示模组设备业务则贡献了 51.86% 的收入，公司的业务布局和收入来源进一步丰富，持续经营能力增强。

另外，鑫三力的业绩承诺为公司未来业绩增添信心。鑫三力的利润来源于平板显示模组设备业务，随着整体平板显示产业的发展、下游智能手机、平板电脑等新兴消费类电子产品需求持续增长以及模组设备的自动化、智能化升级趋势，对于平板显示模组设备的需求增强，鑫三力的业务规模将继续扩大。本次交易完成后，鑫三力将成为智云股份的全资子公司，根据交易双方签订的《业绩承诺补偿协议》，鑫三力 2015-17 年度扣非净利润将分别不低于 6,000 万元、8,000 万元和 10,000 万元，上市公司净利润将得到显著提升，业绩将大幅改善。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1、智云公司 2015-17 年实现净利润分别为 2581、2851、3279 万元，同比分别增长 14.8%、10.4%、15.0%。
- 2、2015 年 2 月收购 53.5948% 股权、从事锂离子电池装备业务的吉阳科技兑现业绩承诺，2015-17 年实现的净利润分别为 1000、1250、1563 万元，贡献的权益净利润分别为 535.95、669.94、837.69 万元。
- 3、此次收购 100% 股权的鑫三力兑现业绩承诺，2015-17 年实现的净利润分别为 6000、8000、10000 万元。

综上，本次收购前，预计 2015-17 年净利润分别为 3117、3521、4117 万元，对应 EPS 分别为 0.26 (-0.04)、0.29 (-0.07)、0.34 元，2015-16 年 EPS 下调原因主要是前次预测对原有主业增速预期略高；假设本次收购完成，预计 2015-17 年净利润分别为 9117、11521、14117 万元，对应 EPS 分别为 0.62、0.78、0.95 元。

考虑到拟收购资产优质，基于行业可比估值水平给予公司一定溢价，目标价由 21.94 元提至 62 元，维持增持评级。

表 5：3C 自动化同类公司估值水平

证券代码	证券简称	股价 (2015-6-16)	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2015PE	2016PE	2017PE
300161.SZ	华中数控	38.20	0.21	0.34	0.46	179	113	83
300024.SZ	机器人	101.00	0.71	0.96	1.31	142	106	77
300173.SZ	智慧松德	21.44	0.23	0.27		94	79	
002031.SZ	巨轮股份	20.86	0.33	0.42	0.52	63	49	40
600525.SH	长园集团	27.88	0.63	0.86	1.15	44	33	24
平均值						104	76	56

数据来源: WIND、国泰君安证券 (EPS 取自 WIND 一致预期)

5. 风险因素

5.1. 整合风险

本次交易完成后,鑫三力将成为上市公司的全资子公司。上市公司与标的公司仍需在企业文化、经营管理、业务拓展等方面进行融合,两者之间能否顺利实现整合具有不确定性,业务整合及协同效应能否达到预期效果及所需的时间存在一定的不确定性。

5.2. 技术不能及时更新风险

随着 3C 领域如液晶显示等技术升级加快以及消费类电子产品升级换代加速、加工工艺改进等影响,相对应的生产线集成周期约为 1-1.5 年,较传统制造业产品寿命较短,故 3C 自动化处于普及率快速提升,更新周期明显快于传统制造业阶段。如果鑫三力未来不能及时根据市场需求和行业走向进行技术和产品的研发以及更新换代,将面临由于技术和产品落后于市场发展趋势而导致市场竞争力减弱的风险。

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		