

农业/必需消费

首次覆盖

海利生物 (603718)

产品储备第一流，新兴领袖蓄势待发

王乾 (分析师)
 021-38676675
 wangqian@gtjas.com
 证书编号 S0880515020001

本报告导读：

公司储备品种价值凸显，口蹄疫、H5 亚型高致病性禽流感、腹泻三联苗等品种稀缺性、工艺先进性构筑护城河，预计 16 年将进入集中爆发期。首次覆盖，“增持”评级。

投资要点：

- **首次覆盖，给予增持评级。**口蹄疫、H5 亚型高致病性禽流感、腹泻三联苗等产品批文、先进工艺构筑护城河，公司未来发展前景值得期待。考虑新品增量贡献，预计 2015-17 年 EPS 分别为 0.45/1.27/2.09 元。考虑行业平均、批文价值以及成长性，给予公司 2017 年 35 倍 PE，目标价 73 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **口蹄疫疫苗：**口蹄疫质量标准提升是行业趋势，政府招采执行新标准以及市场苗扩容驱动行业高增长。生产工艺方面，除了向悬浮方向升级，后端浓缩、纯化工艺仍是制约国内产品质量升级的最重要因素。控股子公司杨凌金海与阿根廷 Biogense Bago S.A. 共同建设口蹄疫疫苗生产线，技术水平全球领先。预计 2015 年底生产线将通过农业部 GMP 静态认证，2016 年产品上市。
- **H5 亚型高致病性禽流感：**相对于传统禽流感疫苗，公司新产品禽流感 DNA 疫苗 (H5 亚型，pH5-GD) 在二次免疫后显示出显著的免疫加强效应，抗体大幅攀升并可持续 1 年。预计 2015 年底或 2016 年初将取得新兽药证书。
- **腹泻三联苗：**腹泻病毒主要有传染性胃肠炎病毒 (TGEV)、流行性腹泻病毒 (PEDV) 和轮状病毒 (PoRV) 三种，2010-2011 年仔猪腹泻曾在我国大面积爆发。PEDV 是仔猪腹泻的主要病因，但混合感染情况严重，多联苗是最佳解决方案。公司联合申报的三联活疫苗 (弱毒华毒株+弱毒 CV777 株+NX 株) 已取得国家二类新药证书，预计产品将于 2015 年内上市，有望培育成为明星品种。
- **风险提示：**政策风险、研发进度缓慢风险、质量风险

评级：

增持

目标价格：

73.00

当前价格：

48.10

2015.06.18

交易数据

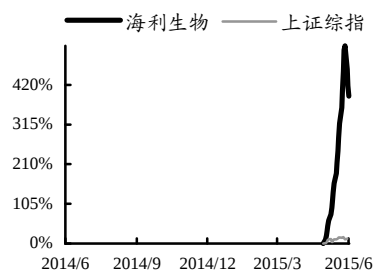
52 周内股价区间 (元)	9.81-66.03
总市值 (百万元)	13,468
总股本/流通 A 股 (百万股)	280/70
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	617.24
日均成交值 (百万元)	328.39

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	440
每股净资产	1.57
市净率	30.6
净负债率	-52.88%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-	0.10
Q2	-	0.10
Q3	-	0.11
Q4	0.36	0.14
全年	0.36	0.45

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	390%	0%	0%
相对指数	375%	-42%	-142%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	319	285	342	711	1,100
(+/-)%	3%	-11%	20%	108%	55%
经营利润 (EBIT)	128	99	127	388	644
(+/-)%	3%	-23%	29%	205%	66%
净利润	119	101	125	356	584
(+/-)%	6%	-15%	24%	184%	64%
每股净收益 (元)	0.42	0.36	0.45	1.27	2.09
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	40.1%	34.5%	37.1%	54.5%	58.5%
净资产收益率 (%)	24.3%	18.5%	11.5%	24.6%	28.8%
投入资本回报率 (%)	48.0%	28.8%	26.0%	56.0%	77.1%
EV/EBITDA	64.4	77.6	84.7	30.0	17.7
市盈率	113.4	133.1	107.4	37.8	23.1
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.06.17

股票研究

必需消费

农业

海利生物 (603718)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 73.00

当前价格: 48.10

2015.06.17

公司网址

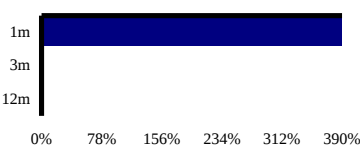
www.hile-bio.com

公司简介

公司是农业部在上海批准生产兽用生物制品的定点企业及农业部在上海设立的动物重大疫情防控生产基地。

公司是上海市高新技术企业、上海市企业技术中心、上海市农业产业化重点龙头企业、上海兽用生物制品工程技术研究中心、上海市科技小巨人(培育)企业;公司商标被认定为上海市著名商标,公司的疫苗产品荣获“上海名牌”称号;公司为上海农林职业技术学院(生物技术专业)的实习培训基地。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.81-66.03

市值 (百万)

13,468

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

净利润率

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

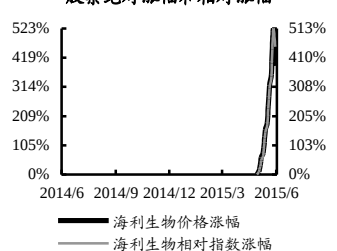
EV/EBITDA

P/S

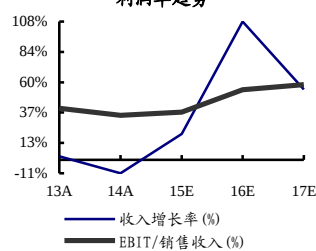
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	319	285	342	711	1,100
营业成本	71	62	73	122	169
税金及附加	1	1	1	3	4
销售费用	79	76	91	124	184
管理费用	39	48	50	74	99
EBIT	128	99	127	388	644
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	-6	-6	-10	-16	-22
营业利润	132	105	137	403	666
所得税	21	17	21	61	100
少数股东损益	0	-1	-2	-5	-8
净利润	119	101	125	356	584
货币资金、交易性金融资产	274	267	685	866	1,323
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	201	254	360	443	579
无形资产及其他资产	39	40	42	46	48
资产合计	601	654	1,163	1,574	2,198
流动负债	63	47	61	119	164
非流动负债	37	49	1	3	6
股东权益	488	547	1,091	1,448	2,032
投入资本(IC)	227	292	417	589	711
NOPLAT	109	84	108	330	549
折旧与摊销	25	28	24	33	43
流动资金增量	-10	-22	24	-87	16
资本支出	-25	-87	-124	-109	-172
自由现金流	99	4	33	167	436
经营现金流	148	110	171	289	627
投资现金流	-25	-73	-124	-109	-172
融资现金流	-85	-44	371	2	3
现金流净增加额	38	-7	418	181	457
收入增长率	2.6%	-10.5%	20.0%	107.5%	54.8%
EBIT 增长率	3.0%	-23.0%	29.1%	204.7%	66.1%
净利润增长率	5.5%	-14.8%	23.9%	184.2%	63.9%
利润率					
毛利率	77.7%	78.3%	78.5%	82.8%	84.6%
EBIT 率	40.1%	34.5%	37.1%	54.5%	58.5%
净利润率	37.3%	35.5%	36.6%	50.2%	53.1%
净资产收益率(ROE)	24.3%	18.5%	11.5%	24.6%	28.8%
总资产收益率(ROA)	19.8%	15.5%	10.8%	22.6%	26.6%
投入资本回报率(ROIC)	48.0%	28.8%	26.0%	56.0%	77.1%
存货周转天数	144	188	180	180	200
应收账款周转天数	23	31	21	25	26
总资产周转天数	665	803	969	703	626
净利润现金含量	1.24	1.09	1.37	0.81	1.07
资本支出/收入	8%	31%	36%	15%	16%
资产负债率	16.7%	14.7%	5.4%	7.7%	7.7%
净负债率	-56.2%	-48.7%	-62.7%	-59.6%	-64.8%
PE	113.4	133.1	107.4	37.8	23.1
PB	20.7	18.5	12.3	9.3	6.6
EV/EBITDA	64.4	77.6	84.7	30.0	17.7
P/S	31.7	35.4	39.3	19.0	12.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

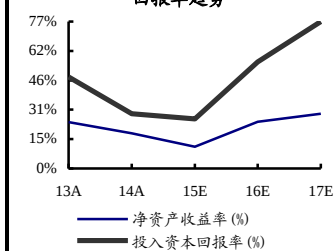
股票绝对涨幅和相对涨幅



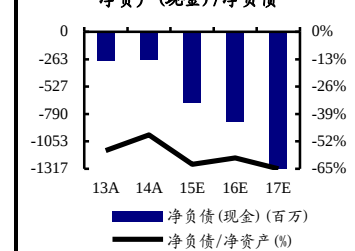
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



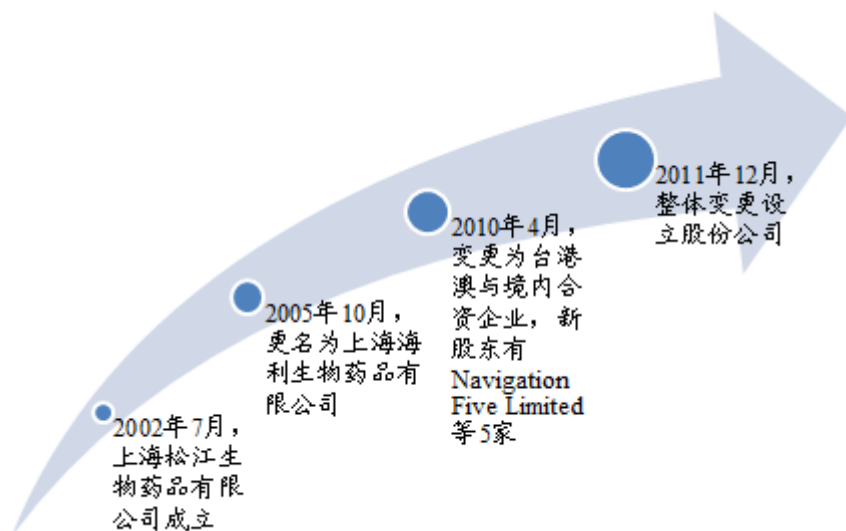
1. 动保行业新兴领袖蓄势待发

1.1. 市场苗销售为主导，圆环市占率第一

公司是集研发、生产、销售、服务于一体的专业化兽用生物制品企业，目前产品以畜用疫苗为主，2014 年公司畜用疫苗和禽用疫苗收入占比分别为 89%、11%。未来将继续丰富畜用产品线，向禽用、宠物疫苗领域拓展，行业新兴领袖蓄势待发。

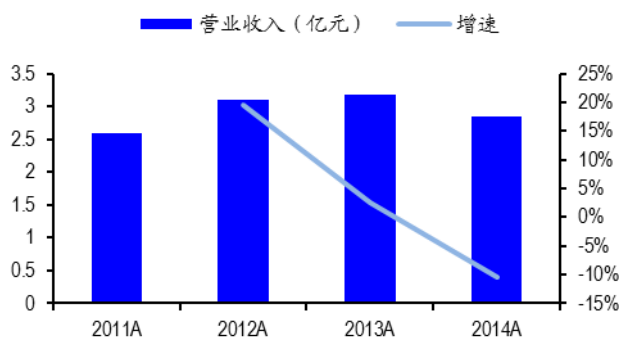
2014 年猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (LG 株)、猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (CH-1R 株)、高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (HuN4-F112 株) 收入占畜用疫苗比例为 40%、14%、14%，为公司主要收入来源。猪圆环病毒 2 型灭活苗是公司的明星单品，年销售约 1 亿元，市占率全国第一。

图1：公司于2002年成立，2011年变更为股份公司



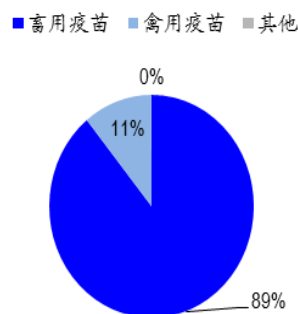
数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

图2：2014年公司营业收入小幅下滑



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

图3：公司产品以畜用疫苗为主



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

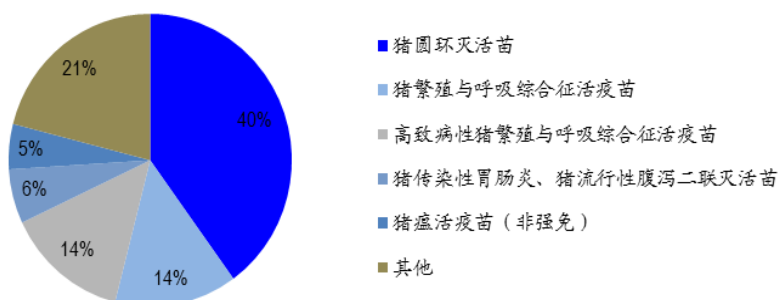
表 1: 公司疫苗产品多元化

类别	产品名称
畜用疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活苗（LG 株），猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（CH-1R 株），高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（HuN4-F112 株），猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活苗，猪瘟活疫苗（非强免）
禽用疫苗	鸡新城疫、鸡传染性支气管炎二联活疫苗（La Sota 株+H120 株），鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活苗（La Sota 株+WD 株）
宠物疫苗*	狂犬病灭活疫苗（SAD 株）

数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

注*：宠物疫苗已获新兽药证书、产品批号

图 4: 2014 年猪圆环灭活苗收入占畜用疫苗收入的 40%



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

表 2: 公司圆环疫苗收入连续 2 年突破 1 亿元

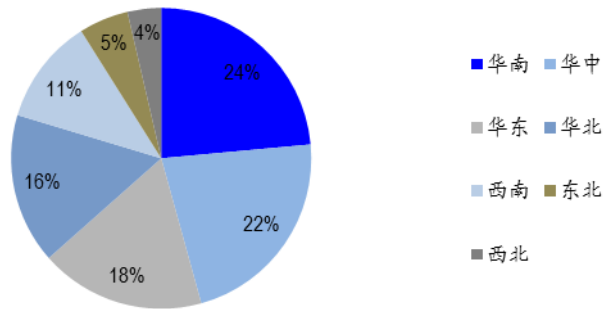
疫苗类别	2012A	2013A	2014A
猪圆环灭活苗	8,391	10,336	10,206
猪繁殖与呼吸综合征活疫苗	4,887	5,080	3,666
高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗	4,523	4,990	3,439
猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活苗	2,450	1,776	1,480
猪瘟活疫苗（非强免）	1,341	1,222	1,316

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

1.2. 销售网络覆盖全国，区域布局均衡

公司销售网络基本覆盖全国，区域布局相对均衡。2014 年公司华南、华中、华东、华北地区的收入占比分别为 23.5%、22.2%、17.8%和 16.2%。

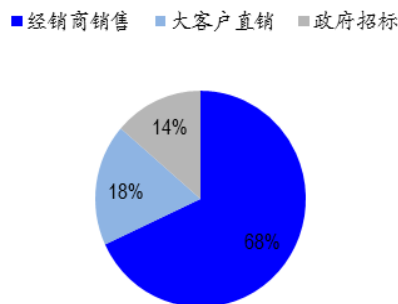
图 5: 公司区域布局相对均衡



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

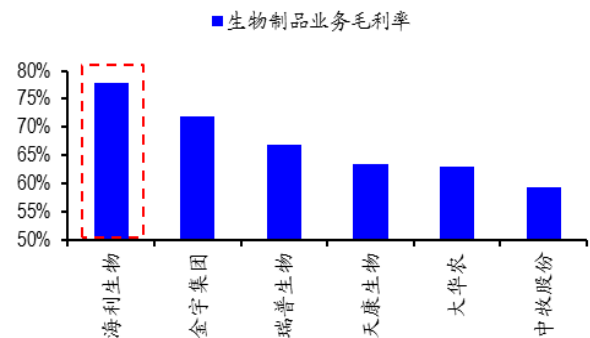
公司采用经销商、大客户直销、政府招标等3种模式，2014年分别占比68.1%、18.2%和13.7%。公司直销大客户包括雏鹰农牧、温氏集团、罗牛山等大型养殖集团。

图6：2014年公司以经销商销售渠道为主



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

图7：公司毛利率水产处于行业领先（2013年）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 三大王牌支撑未来成长

2.1. 口蹄疫：国际一流工艺，市场苗销售值得期待

口蹄疫疫情由口蹄疫病毒引起，国内常见病毒类型包括O型、A型和Asia-I型，各型之间抗原性不同，彼此无交叉免疫原性。口蹄疫病毒主要侵害偶蹄类动物，包括牛、猪、绵羊、山羊。

口蹄疫质量标准提升是行业趋势，政府招采执行新标准以及市场苗扩容驱动行业高增长。生产工艺方面，传统的转瓶工艺正逐步被悬浮工艺取代，金宇集团、天康生物、中农威特、中牧股份、必威安泰等先后推进技术升级。

除了生产工艺向悬浮方向升级，后端浓缩、纯化工艺仍是制约国内产品质量升级的最重要因素。

公司通过国际合作，掌握世界第一流口蹄疫生产工艺。控股子公司杨凌金海与阿根廷 Biogenese Bago S.A.共同建设口蹄疫疫苗生产线项目，投资

额 3 亿元,采用高度纯化全悬浮生产工艺,技术水平处于全球领先水平。预计 2015 年底生产线将通过 GMP 静态认证,已经获得农业部行政许可,2016 年产品有望上市。

表 3: 口蹄疫严重困扰我国生猪养殖业

年份	发病动物数量	捕杀头数	发病省份数	主要发病地区
2009	978	5424	11	新疆、内蒙古、湖南、湖北、贵州、广西、上海
2010	3917	11347	10	新疆、甘肃、宁夏、北京、西藏、青海、江西、贵州、广东
2011	823	7753	4	新疆、西藏、宁夏、贵州
2012	365	3557	5	辽宁、西藏、宁夏、湖北、江苏
2013	1160	7904	7	西藏、新疆、青海、广东、云南、四川、江苏

数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究

表 4: 悬浮培养工艺优势明显

项目	悬浮培养	转瓶培养
设备与自动化程度	全封闭、管道化、连续流、远程自动控制	半开放、多断点、人工操作、作坊式生产
安全性	几乎无注射反应	偶尔有注射反应
均一性	培养容器体积大, 批间间差小, 产品均一性好	转瓶培养, 后续混合, 存在批间差, 均一性不好
产品效力	稳定可控	稳定性较差
抗原纯化	终端产品中 146S 有效抗原蛋白含量高, 非抗原蛋白含量 1~1.8mg/mL	终端产品中含有大量的杂蛋白, 非抗原蛋白含量 9~15mg/ml
抗原含量测定	用 146S 有效抗原含量确定疫苗的育苗比例	用传统的 TCID50、LD50 测定病毒含量
内毒素含量	控制在 10EU 以下	不可控

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

表 5: 公司与 Biogenese Bago S.A. 合资成立杨凌金海

股东名称	出资方式	出资额 (万元)	出资比例 (%)	实收资本 (万元)
海利生物	货币	5500	55	5500.00
上海润苗投资管理合伙企业 (有限合伙)	货币	500	5	500.00
Biogénese Bago S.A.	货币	4000	40	805.63
合计		10000	100	6805.63

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 禽流感 DNA 苗: 全系列免疫覆盖, 批文极具市场价值

H5 亚型禽流感具有感染宿主广泛、病理复杂、病毒变异频繁等特点, 相对于传统禽流感疫苗, 公司新产品禽流感 DNA 疫苗 (H5 亚型, pH5-GD) 在二次免疫后显示出显著的免疫加强效应, 抗体大幅攀升并可持续 1 年。未来禽流感 DNA 疫苗将成为 H5 亚型禽流感防控的首选。

政府退出猪瘟、高致病性蓝耳招采是未来趋势, 而口蹄疫、禽流感等批文将继续严控, 批文极具市场价值。

表 6：国内传统 H5 禽流感疫苗竞争激烈

毒株	主要生产企业
H5N1 亚型，Re-6 株	大华农、永顺生物、乾元浩、梅里亚、益康生物、哈药集团、青岛易邦
H5 亚型，Re-6 株+ Re-4 株	大华农、永顺生物、哈药集团、青岛易邦、乾元浩
H5N2 亚型，D7 株	华南农大
rH5-6 株	哈尔滨维科
H52 株	瑞普生物、乾元浩、诺倍威、大华农、益康生物、南农高科、哈药集团、普莱柯、齐鲁动物保健品、青岛易邦

数据来源：兽药基础信息查询系统、国泰君安证券研究

2.3. 腹泻三联苗：混合感染防控利器，2015 年内有望上市

腹泻病毒主要有猪传染性胃肠炎病毒（TGEV）、猪流行性腹泻病毒（PEDV）和猪轮状病毒（PoRV）三种，病毒对仔猪危害最为严重，2 周龄内仔猪死亡率接近 100%，2010-2011 年仔猪腹泻曾在我国大面积爆发。

目前 PEDV 是仔猪腹泻的主要病因，但混合感染情况严重，多联苗是最佳解决方案。据哈兽研 2013 年从全国 177 个猪场收集的 577 份病料检测结果显示，PEDV、TGEV 和 PoRV 的阳性率分别为 77.94%、33.82% 和 17.65%，PEDV 与 TGEV 混合感染阳性率为 19.12%，PEDV、TGEV、PoRV 三者混合感染阳性率为 7.35%。

公司联合申报的猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪轮状病毒（G 型）三联活疫苗（弱毒华毒株+弱毒 CV777 株+NX 株）对控制混合感染具有极强的针对性，一针三防，保护率高，可用于紧急预防接种。同时，疫苗毒株与我国当前流行毒株匹配性好，免疫效力更加可靠。

海利公司已经取得国家二类新药证书，预计产品将于 2015 年内上市，有望培育成为明星品种。

表 7：2010-2011 年仔猪腹泻爆发，PEDV 最常见

地区	送检份数	猪传染性胃肠炎病毒	猪流行性腹泻病毒	猪轮状病毒
鹤岗	9	0/9	8/9	0/9
鹤岗富森 1	2	1/2	0/2	0/2
鹤岗富森 2	2	0/2	2/2	0/2
绥化 1	2	0/2	0/2	0/2
绥化 2	3	0/3	2/3	1/3
肇东	1	0/1	0/1	0/1
齐齐哈尔	2	0/2	0/2	0/2
巴彦	2	1/2	0/2	2/2
福 七都	10	5/10	7/10	0/10

建	吉 屿	6	4/6	4/6	0/6
	漳州	2	0/2	0/2	0/2
河	郑 州	1	0/1	1/1	0/1
	南 阳	18	7/18	2/18	1/18
山	日 照	8	4/8	3/8	0/8
	东				
上		3	0/3	3/3	0/3
	海				
	南 宁 1	2	0/2	2/2	0/2
	南 宁 2	6	0/6	5/6	0/6
广	南 宁 3	4	2/4	1/4	1/4
	西				
	钦 州	2	1/2	0/2	0/2
	武 鸣	2	1/2	2/2	0/2
	富 丰	1	1/1	0/1	0/1
	东				
广	清 远 1	3	1/3	2/3	0/3
	东				
	清 远 2	9	9/9	9/9	0/9
	浙				
江	杭 州 1	14	4/14	11/14	2/14
	江				
	杭 州 2	5	3/5	2/5	0/5
	北				
京	延 庆 1	4	0/4	2/4	0/4
	京				
	延 庆 2	5	0/5	4/5	0/5
	江				
苏	南 通	2	2/2	0/2	0/2
	新				
疆	乌 鲁 木 齐	9	7/9	4/9	0/9
	疆				
合 计		139	53/139	76/139	7/139
感 染 率（%）			38.1	54.7	5.04

数据来源：《2010—2011年仔猪腹泻的病因分析和防控措施》，国泰君安证券研究

表8：猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪轮状病毒（G5型）三联活疫苗新兽药证书成功获批

新兽药名称	研制单位	类别	新兽药注册证书号	备注
猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪轮状病毒（G5型）三联活疫苗（弱毒华毒株+弱毒CV777株+NX株）	中国农业科学院哈尔滨兽医研究所、哈尔滨维科生物技术开发公司、 上海海利生物技术股份有限公司 、吉林正业生物制品股份有限公司	二类	（2014）新兽药证字 54 号	注册

数据来源：兽药协会，国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

假设 2015-2017 年，公司猪用灭活疫苗收入 1.74/3.83/6.13 亿元，猪用活疫苗收入 1.31/2.61/3.92 亿元。预计 2015-17 年 EPS 分别为 0.45/1.27/2.09 元。考虑行业平均估值及公司成长性，给予公司 2017 年 35 倍 PE，目标价 73 元。

从 PEG 角度出发, 给予公司 0.54 倍的 PEG (FY1), 对应 PE 为 35 倍。

表 9: 可比上市公司盈利预测与估值 (股价为 2015 年 6 月 17 日, EPS 均采用 Wind 一致预期)

股票代码	公司简称	股价	EPS			PE			PEG
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
600201.SH	金宇集团	84.79	1.84	2.37	3.10	46	36	27	0.89
603566.SH	普莱柯	61.37	1.04	1.26	1.49	59	49	41	2.26
	均值					52	42	34	1.58
603718.SH	海利生物	48.10	0.45	1.27	2.09	107	38	23	0.36

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

政策风险: 疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对公司造成影响。

研发进度缓慢风险: 疫苗新品研发难度大、周期长、失败的可能性高, 新品研发进度缓慢将拖累公司的盈利能力。

质量风险: 疫苗制造工艺复杂、流程长, 若监控不到位将导致疫苗产品不符合质量标准, 接种后不仅不能达到防疫免疫的效果, 反而可能会对接种动物造成严重的不良反应, 给养殖户带来巨大的经济损失, 严重影响公司品牌及盈利能力。

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		