

建筑工程研究小组
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2009年1月13日

宏润建设(002062.SZ)/15.00元

受益长三角轨道大规模建设，业绩爆发式增长可期

工业·建筑工程

目标估值：19-25元

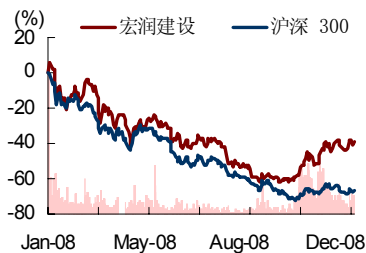
强烈推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	1900
总股本(万股)	20000
已上市流通股(万股)	6072
总市值(亿元)	30
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	18.5
资产负债率	69.9%
主要股东	浙江宏润控股
主要股东持股比例	44.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	3	-32
相对表现	12	40	33



相关报告

公司是一家以轨道施工为主业的上市公司，轨道施工占比 60%，未来公司重点拓展轨道交通这一核心优势业务。受益长三角城轨建设市场大规模提速，新签合同大幅增长，业绩爆发式增长可期。在外部有利的条件下，公司紧抓管理，提升业绩，我们首次给予公司“强烈推荐-A”的投资评级，6个月目标价 19.6 元，12个月目标价 25 元，对应 09 年 EPS12.5 倍的 PE。

- 公司将加强以市政城市轨道作为主业的地位。业务结构中，市政城市轨道交通 60%，民用建筑 30%（其中房地产项目仅占 10%左右），其他施工业务占 10%。目前拥有 13 台地铁隧道掘进机，轨道施工业务在杭州、上海市场有较强的优势，同时也在宁波、无锡、徐州、合肥、南京等地开拓市场。
- 长三角城轨市场大规模投入，公司新签合同获得较大的增长到 2020 年，上海市远期规划达到 1000 公里，总投资额将达到 5000 亿元；而 2015 年前长三角其他主要城市将累计建设 330 多公里，投资总额可能达到 2000 亿元，市场巨大。2007 年公司全年新签合同达到 39.3 亿元，预计 08 年全年承接合同量将达到 60 亿元左右，远远超过公司在 2008 年初制定的 48 亿元的目标。
- 地产业务增速稍弱，但对公司业绩影响保持稳定。在目前国内地产形势偏紧的情况下，我们认为，公司的地产业务可能同样会受到影响，增长会出现一定的下滑，但由于公司的楼盘均在二三线城市，我们仍然认为地产业务可能增速减弱，但对公司的业绩影响保持平稳。
- 我们认为，公司的核心竞争力在于其管理水平。考察建筑类上市公司的管理费用率水平，自 2003 年以来，公司的管理费用率始终低于同行水平，在 1%左右的水平，有效地提升了公司的毛利率。
- 预计 08-10 年 EPS 为 1.25 元、2.01 元、2.60 元，同比增长 116%、69%、29%。
- 我们首次给予公司“强烈推荐-A”投资评级，6个月目标价 19.6 元，12个月目标价 25 元。
- 风险提示：公司的风险在于未来地产的宏观面仍未能改善，可能会影响部分业绩。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2745	3563	4759	6780	8755
同比增长	18%	30%	34%	42%	29%
营业利润(百万元)	90	137	327	510	676
同比增长	0%	53%	138%	56%	33%
净利润(百万元)	69	116	250	402	519
同比增长	26%	68%	116%	61%	29%
每股收益(元)	0.62	0.70	1.25	2.01	2.60
PE	23.5	21.1	11.7	7.3	5.7
PB	2.7	3.5	2.0	1.7	1.4

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司将加强以市政城市轨道作为主业的地位	3
二、受益长三角城轨大规模投入，公司新签合同大幅增长	3
三、09 年房地产业务增速稍弱，对公司业绩贡献保持平稳	4
四、核心竞争力之管理卓有成效，有利于提升公司业绩	5
五、公司控股股东增持显示了管理层对公司的信心	6
六、公司盈利预测	7
七、风险提示	9

图表目录

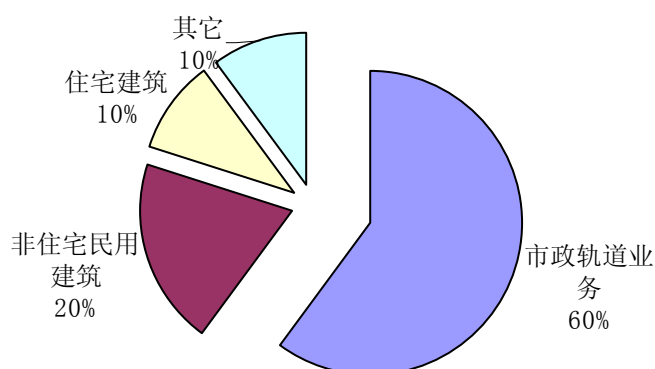
图 1: 公司业务结构	3
图 2: 长三角各主要城市近期地铁规划里程	4
图 3: A 股市场涉及轨道建设的上市公司施工业务的毛利率比较	6
图 4: 公司各季度营业收入	7
图 5: 宏润建设历史 PE Band	9
图 6: 宏润建设历史 PB Band	9
表 1: 上海轨道交通近期建设规划一览表	4
表 2: 建筑上市公司管理费用率	5
表 3: 公司销售收入结构预测	7
表 4: 盈利预测简表	8
表 5: 公司各业务分部的利润贡献	8
表 6: 同类公司估值对比表	8
附: 财务预测表	10

一、公司将加强以市政城市轨道交通作为主业的地位

公司 1995 年开始参与上海地铁工程建设，先后参与建设上海、杭州、苏州、南京、武汉等城市轨道交通项目。目前拥有 13 台地铁隧道掘进机、350 吨汽车吊、50 吨和 150 吨履带吊、2 台成槽机及钢支撑等轨道交通施工设备，组建了专业的机械施工分公司、冻结注浆分公司、管片厂和设备维护保养基地等配套单位，重点拓展轨道交通这一核心优势业务。

目前公司业务结构中，市政城市轨道交通 60%，民用建筑 30%（其中房地产项目仅占 10%左右），其他施工业务占 10%。

图 1：公司业务结构



数据来源：公司数据，招商证券研发中心

公司的轨道施工业务在杭州、上海市场有较强的优势，同时也在宁波、无锡、徐州、合肥、南京等地开拓市场。

上海城市轨道交通市场占有率方面，宏润建设为 10%，上海建工集团 40%、城建下属的隧道股份 30% 左右，其他为中国中铁、铁建。公司在巩固上海市场，拓展外地市场，2007 年就承接杭州轨道交通业务近 10 亿元。公司 08 年相继中标上海轨道交通、苏州轨道交通一号线等重大项目。

公司确定的战略是未来将重点发展轨道交通，主要区域将集中在长三角地区。

二、受益长三角城轨大规模投入，公司新签合同大幅增长

根据国际城市的经验，地铁等城市轨道交通是解决城市交通最好的交通出行方式。伦敦有 800 万人口，地铁近 500 公里，共有 273 个地铁车站，足够解决 40% 的出行需要；巴黎有 1000 万人口，轨道交通承担城市 70% 的交通量；东京轨道也承担了 80% 的交通量。

长三角各主要城市的人口激增，使得各地方政府规划了大量的地铁项目。加上 08 年金融风暴的发生，更加促使各个地方政府将这些地铁项目投资加速上马。

上海是目前我国地铁及城轨建设市场最大的城市，2012 年前地铁里程规划将达到 510 公里，预计 2020 年远期规划达到 1000 公里。按照上海地铁建设单价 5 亿元/公里，总投资额将达到 5000 亿元。而 2015 年前长三角其他主要城市将累计建设 330 多公里铁路，

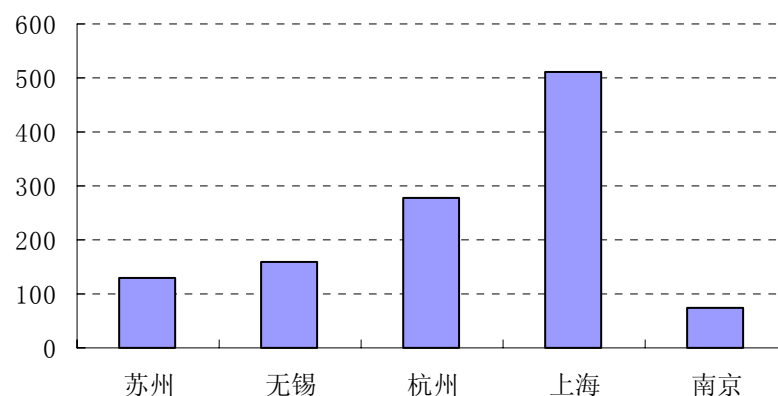
投资总额可能达到 2000 亿元，市场巨大。

表 1：上海轨道交通近期建设规划一览表

项目名称	建设周期	项目范围	线路长度（公里）
1、2、3 线	已运营		65.0
1 号线北延伸	2000-2004	火车站-泰和路	12.5
2 号线西延伸	2003-2006	中山公园-虹桥机场	9.5
3 号线北延伸	2002-2006	江湾镇-宝钢	14.0
4 号线	1992-2005	宝山路-虹桥路	22.0
5 号线	2000-2003	莘庄-闵行开发区	17.0
6 号线	2002-2006	高桥-济阳路	33.1
7 号线	2004-2008	外环路-龙阳路	33.5
8 号线一期	2001-2007	开鲁路-济阳路	26.2
9 号线一期	2002-2007	松江新城-东安路	31.3
1 号线北延伸二期	2004-2006	泰和路-富锦路	4.2
2 号线东延伸	2006-2009	张江-浦东机场	29.2
9 号线二期	2005-2009	东安路-源深路	17.2
10 号线一期	2004-2009	上海动物园-新江湾城	28.8
11 号线一期	2005-2010	嘉定、安亭-三林	62.0
11 号线二期	2006-2010	三林-临港新城	58.0
12 号线	2006-2011	漕宝路-巨峰路	33.3
13 号线	2006-2011	金沙江路-不夜城	13.0
合计			510.0

数据来源：招商证券研发中心

图 2：长三角各主要城市近期地铁规划里程



数据来源：招商证券研发中心

公司新签合同获得较大的增长。2007 年公司全年新签合同达到 39.3 亿元，预计 08 年全年承接合同量将达到 60 亿元左右，远远超过公司在 2008 年初制定的 48 亿元的目标。

三、09 年地产业务增速稍弱，对公司业绩贡献保持平稳

公司在 2008 年中期将地产业务注入到上市公司，公司地产业务 08 年全年销售将达到 4-5 亿元，使得公司的业绩在 08 年有较大幅度的增长。

我们预计公司 08 年基本每股收益将达到 1.2~1.3 元左右，其中地产业务将贡献 0.5-0.6

元。

预计未来房地产业绩贡献来源主要是：

象山宏润花园（总占地面积 73980 余平方米，总建筑面积 125558.4 平方米，均价 8000 元/平方米）、

无锡宏诚花园（占地面积 115318 平方米，总建筑面积 420439 平方米，09 年开盘目前售价待定，无锡目前房价水平 4000 元/平方米-6000 元/平方米）、

山东龙口宏润花园项目（已开盘，该项目为经济房项目，价格为 2000 元左右，利润空间不大）。

除此之外，公司外蒙项目正处于规划设计阶段。该项目占地面积 100 万平方米，拟建设中高档的多层及别墅住宅，总建筑面积约 60 万平方米。由于该项目工期较长，目前对公司业绩暂无影响。

在目前国内地产形势偏紧的情况下，我们认为，公司的地产业务可能同样会受到影响，增长会出现一定的下滑，但由于公司的楼盘均在二三线城市，我们仍然认为地产业务可能增速减弱，对公司的业绩影响保持平稳。

四、核心竞争力之管理卓有成效，有利于提升公司业绩

公司坚持“三不政策”，即不垫资、不接受挂靠、不降低子公司管理费——毛利率不降低。管理费是目前浙江、上海建筑行业普遍采用的一种保证公司业绩的机制，这也是当地建筑业发展较快的原因。即公司获得一个项目后交由子公司或者项目公司来做，提取一个相当于营业利润率的管理费用率，作为公司的最低赢利保证。如果毛利率超过管理费用率，多出部分主要是作为奖励项目经理的激励。

公司的这种做法值得在全行业推广。事实上，作为施工企业，管理水平的高低，直接促进了施工毛利率的提升，有利于进一步提升公司业绩。

我们认为，公司在管理费的控制水平明显高于同行。考察建筑类上市公司的管理费用率水平，自 2003 年以来，公司的管理费用率始终低于同行水平。

表 2：建筑上市公司管理费用率

	2003	2004	2005	2006	2007	2008Q3
延华智能	-	9.7%	9.9%	8.6%	6.9%	6.3%
北方国际	1.9%	1.5%	1.9%	2.2%	4.6%	5.8%
东南网架	-	6.6%	6.3%	3.4%	3.5%	5.0%
腾达建设	4.2%	4.3%	3.6%	3.5%	3.2%	3.4%
龙建股份	4.7%	5.5%	4.6%	4.7%	5.5%	4.2%
四川路桥	5.8%	5.7%	4.0%	4.0%	4.8%	5.0%
粤水电	5.2%	4.3%	3.8%	3.2%	2.4%	2.4%
龙元建设	1.7%	1.8%	1.7%	1.4%	2.0%	2.0%
重庆路桥	6.3%	4.7%	8.5%	6.1%	2.0%	3.3%
东华科技	-	10.3%	10.8%	11.2%	6.8%	6.1%
宏润建设	2.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.0%	1.4%
路桥建设	5.4%	4.6%	4.5%	4.1%	3.6%	2.9%

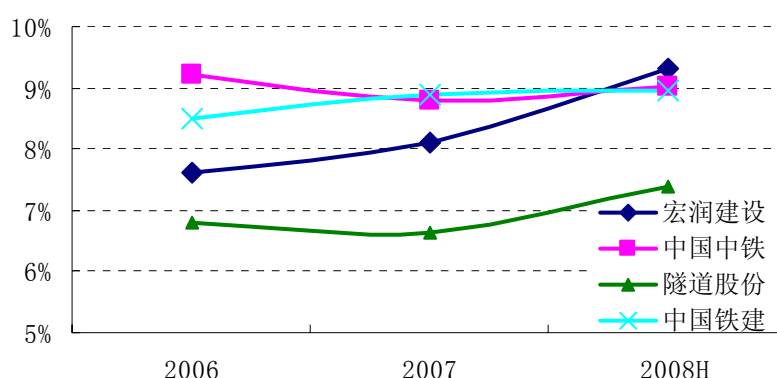
金螳螂	5.9%	5.6%	5.3%	3.9%	2.4%	3.4%
浦东建设	3.3%	3.2%	4.1%	3.6%	3.9%	4.2%
中材国际	7.6%	7.4%	5.4%	5.3%	4.0%	4.5%
上海建工	3.0%	2.8%	2.3%	1.8%	1.8%	2.0%
隧道股份	3.9%	3.6%	3.6%	4.4%	3.3%	2.9%
中铁二局	8.0%	7.1%	5.4%	4.2%	3.0%	2.9%
葛洲坝	9.8%	8.7%	10.3%	5.5%	5.7%	4.3%
中国铁建	6.4%	5.2%	4.5%	3.6%	3.0%	3.7%
平均	5.0%	5.2%	5.1%	4.3%	3.7%	3.8%

数据来源：公司数据，招商证券研发中心

作为施工企业，公司作为民企，在建筑上市公司中的佼佼者，垫支少，营收账款少，现金回流多，挂靠少。在基建行业一般做政府项目主要是轨道业务，房屋建筑方面很少做房产项目，住宅建筑基本上是大型项目，与大开发商合作，也有大部分很多都是公司内部关联业务。

公司有效的管理体制保证了公司的毛利率。对比中国中铁、中国铁建、隧道股份和宏润建设，在四家涉及到轨道建设的上市公司中，宏润建设的毛利率改善明显，08 年中期，公司的施工业务毛利率达到 9.31%，为四家上市公司中最高。

图 3：A股市场涉及轨道建设的上市公司施工业务的毛利率比较



数据来源：公司数据，招商证券研发中心

公司的经营策略因时而变，有利于长期可持续发展。2008 年 12 月底与中航第一集团国际租赁有限责任公司签订了“售后回租”的协议，将三台盾构机向其申请融资 8998 万元，租赁期限为 5 年，租金合计 1.03 亿元。我们认为，这个策略明显体现了公司经营的灵活性，为公司的可持续发展提供了良好的保证。

五、公司控股股东增持显示了管理层对公司的信心

公司 2008 年 10 月 11 日发布公告称，2008 年 10 月 10 日，浙江宏润控股有限公司增持公司 159190 股股票，占公司股份总额的 0.08%。本次增持前，浙江宏润控股有限公司持有公司 88609400 股股份，占公司股份总额的 44.30%。上述增持后，截止到 2008 年 10 月 10 日，浙江宏润控股有限公司持有公司 88768590 股股份，占公司股份总额的 44.38%。

我们认为，本次控股股东增持公司股票，显示了其对公司未来发展的强烈信心。

六、公司盈利预测

2008 年前三季度，已实现营业收入 34.2 亿元、净利润 1.73 亿元。

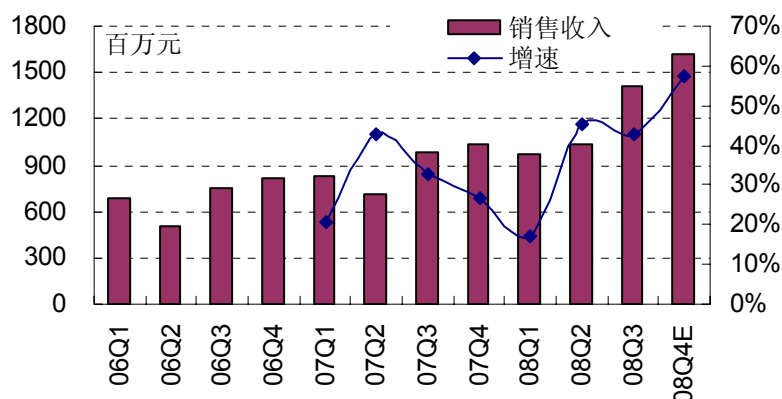
预计 08-10 年公司主营业务收入为 45.35 亿元、64.60 亿元、83.43 亿元，同比增长 34%、42%、29%。

表 3：公司销售收入结构预测

收入	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
建筑施工	2121	2568	3395	4075	5908	7681
房地产	0	0	0	460	552	662
成本	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
建筑施工	1955	2372	3121	3702	5347	6936
房地产	0	0	0	235	282	338
毛利率	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
建筑施工	7.80%	7.63%	8.09%	9.2%	9.5%	9.7%
房地产	-	-	-	49.0%	49.0%	49.0%
合计	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
收入	2121	2568	3395	4535	6460	8343
YoY		21%	32%	34%	42%	29%
成本	1955	2372	3121	3936	5628	7273
毛利率	7.8%	7.6%	8.1%	13.2%	12.9%	12.8%

数据来源：公司数据，招商证券研发中心

图 4：公司各季度营业收入



数据来源：公司数据，招商证券研发中心

预计 08-10 年 EPS 分别为 1.25 元、2.01 元、2.60 元，同比增长 116%、69%、29%。

表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2745	3563	4759	6780	8755
营业成本	2530	3275	4131	5907	7633
营业税金及附加	83	114	197	258	306
营业费用	1	3	7	10	13
管理费用	39	35	62	81	105
财务费用	1	5	34	13	21
资产减值损失	1	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	(1)	(1)	(1)
营业利润	90	137	327	510	676
营业外收入	5	6	16	23	25
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	94	141	341	531	699
所得税	26	27	85	133	175
净利润	67	114	255	398	524
少数股东损益	(2)	(2)	5	(4)	5
归属于母公司净利润	69	116	250	402	519
EPS (元)	0.62	0.70	1.25	2.01	2.60

资料来源: 招商证券研发中心

我们对公司的分部业务进行了测算, 08 年公司房地产业务对净利润贡献为 0.45 元, 施工业务对净利润贡献 0.75 元。09 年公司房地产业务对净利润贡献为 0.54 元, 施工业务对净利润贡献 1.47 元。

按照 09 年估值水平, 给予房地产业务 8 倍 PE、施工业务 20 倍的 PE, 公司的目标价为 19.6 元, 与 2009 年 1 月 12 日收盘价还有 30% 的上涨空间, 我们给予“强烈推荐-A”的投资评级。

表 5: 公司各业务分部的利润贡献

单位 (元)	2008E	2009E	2010E
基本每股收益 EPS	1.25	2.01	2.60
其中:			
房地产	0.45	0.54	0.59
施工业务	0.80	1.47	2.01

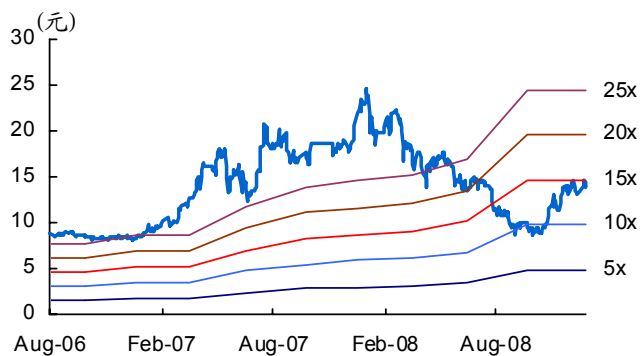
资料来源: 招商证券研发中心

表 6: 同类公司估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		07	08E	09E	07	08E	09E	07	08E	09E			
002178.SZ	延华智能	0.39	0.22	0.24	18%	-29%	10%	30	42	39	2.7	6%	7
600491.SH	龙元建设	0.49	0.55	0.69	8%	14%	22%	11	9	8	1.4	13%	21
002140.SZ	东华科技	1.21	1.07	1.48	37%	77%	39%	41	23	17	4.5	15%	28
002081.SZ	金螳螂	0.96	0.96	1.21	39%	49%	30%	34	23	18	4.7	19%	31
600284.SH	浦东建设	0.50	0.31	0.50	4%	-5%	62%	34	36	22	1.9	4%	38
600970.SH	中材国际	1.51	2.45	3.66	91%	57%	61%	23	15	9	5.1	29%	59
600170.SH	上海建工	0.42	0.48	0.60	23%	15%	23%	24	21	17	1.9	8%	72
600820.SH	隧道股份	0.32	0.39	0.53	69%	48%	34%	43	29	22	2.3	7%	81
600528.SH	中铁二局	0.43	0.34	0.45	313%	40%	27%	33	24	19	3.2	11%	126
600068.SH	葛洲坝	0.37	0.47	0.67	0%	26%	44%	24	19	13	3.1	13%	146
601186.SH	中国铁建	0.39	0.32	0.47	151%	27%	44%	39	30	21	2.6		1213
平均		0.64	0.73	1.00				30	25	18			

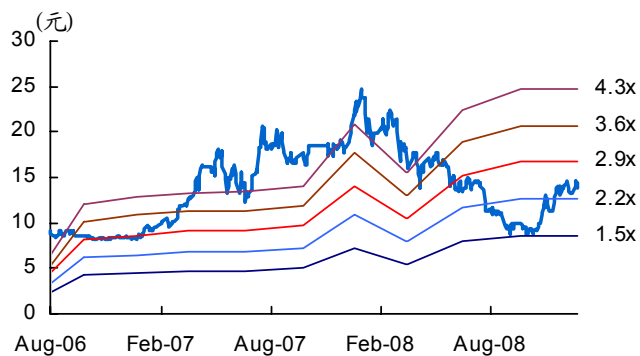
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 5：宏润建设历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6：宏润建设历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

七、风险提示

公司基本面及发展前景看好，市政轨道交通业务发展势头稳健。我们认为，公司的风险在于未来地产的宏观面仍未能改善，可能会影响部分业绩。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1283	1707	3417	4011	4924
现金	427	332	857	355	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	0	0	0
应收款项	348	251	332	473	611
其它应收款	106	201	286	407	525
存货	396	878	1859	2658	3435
其他	7	43	83	118	153
非流动资产	239	404	409	461	506
长期股权投资	8	28	30	30	30
固定资产	146	292	324	380	429
无形资产	0	45	40	36	33
其他	85	39	15	15	14
资产总计	1522	2111	3826	4472	5430
流动负债	888	1351	2294	2662	3251
短期借款	69	304	450	300	366
应付账款	514	727	1033	1477	1908
预收账款	95	93	116	165	214
其他	210	228	695	720	763
长期负债	1	4	4	4	4
长期借款	1	0	0	0	0
其他	0	4	4	4	4
负债合计	889	1355	2297	2665	3255
股本	111	166	200	200	200
资本公积金	231	232	790	790	790
留存收益	253	302	477	759	1123
少数股东权益	38	56	61	57	62
母公司所有者权益	595	701	1468	1749	2113
负债及权益合计	1522	2111	3826	4472	5430

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	48	(47)	(51)	(118)	56
净利润			250	402	519
折旧摊销			42	48	54
财务费用			34	13	21
投资收益			1	1	1
营运资金变动			(388)	(579)	(545)
其它			10	(2)	7
投资活动现金流	(103)	(298)	(52)	(100)	(100)
资本支出			(50)	(100)	(100)
其他投资			(2)	0	0
筹资活动现金流	224	213	628	(284)	(111)
借款变动			146	(150)	66
普通股增加			34	0	0
资本公积增加			558	0	0
股利分配			(75)	(121)	(156)
其他			(35)	(14)	(22)
现金净增加额	169	(132)	525	(502)	(155)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2745	3563	4759	6780	8755
营业成本	2530	3275	4131	5907	7633
营业税金及附加	83	114	197	258	306
营业费用	1	3	7	10	13
管理费用	39	35	62	81	105
财务费用	1	5	34	13	21
资产减值损失	1	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	(1)	(1)	(1)
营业利润	90	137	327	510	676
营业外收入	5	6	16	23	25
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	94	141	341	531	699
所得税	26	27	85	133	175
净利润	67	114	255	398	524
少数股东损益	(2)	(2)	5	(4)	5
母公司所有者净利润	69	116	250	402	519
EPS (元)	0.62	0.70	1.25	2.01	2.60

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	18%	30%	34%	42%	29%
营业利润	0%	53%	138%	56%	33%
净利润	26%	68%	116%	61%	29%
获利能力					
毛利率	7.8%	8.1%	13.2%	12.9%	12.8%
净利率	2.5%	3.2%	5.3%	5.9%	5.9%
ROE	11.6%	16.5%	17.1%	23.0%	24.6%
ROIC	9.3%	10.8%	13.7%	18.6%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	58.4%	64.2%	60.0%	59.6%	59.9%
净负债比率	4.6%	14.4%	11.8%	6.7%	6.7%
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.0	0.6	0.7	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	1.8	1.7	1.2	1.5	1.6
存货周转率	8.6	5.1	3.0	2.6	2.5
应收帐款周转率	7.7	11.9	16.3	16.8	16.2
应付帐款周转率	5.5	5.3	4.7	4.7	4.5
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.70	1.25	2.01	2.60
每股经营现金	0.43	-0.28	-0.26	-0.59	0.28
每股净资产	5.37	4.22	7.34	8.75	10.56
每股股利	0.50	0.00	0.38	0.60	0.78
估值比率					
PE	23.5	21.1	11.7	7.3	5.7
PB	2.7	3.5	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	40.8	24.2	11.0	7.8	5.9

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。主要研究建筑工程、建材行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，强烈看好铁路基建、城市轨道交通子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。