

赵春
 0755-82960824
 zhaoc@cmschina.com.cn

2009年2月11日

山东黄金(600547.SH)/57.15元

看好金价及公司的资源扩张能力

原材料·有色金属

目标估值: 75元

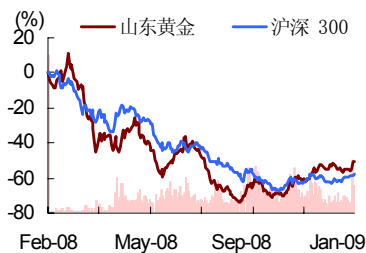
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2061
总股本(万股)	35577
已上市流通股(万股)	17298
总市值(亿元)	182.1
流通市值(亿元)	88.5
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	29.5
资产负债率	44%
主要股东	山东黄金集团有限公司
主要股东持股比例	50.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-5	-48
相对表现	-11	21	5



相关报告

《有色金属行业2009年1月月报-黄金将最早突破前期高点》 2008/2/3

《有色金属行业2009年度投资策略-在“寒冬”中寻求发展》 2008/12/4

《有色金属行业2008年四季度投资策略报告-行业景气低迷、仍可关注两类公司》 2008/10/13

《有色金属行业深度研究系列之一-铜: 暴利时代正逐步走向终结》

2008/8/11

《有色金属行业2008年中期投资策略-中国产业转型背景下深加工企业投资机会显现》 2008/6/11

- **黄金将最早突破前期高点。**我们认为金融危机的持续深化使得人们对资产的配置品种多样性和安全性的要求提升, 黄金投资需求将持续旺盛, 全球黄金的供给不足、货币体系的重建和美元的长期贬值也将支撑金价创新高。我们对09、10年的黄金价格预测分别为220元/克和242元/克, 同比增速分别为14.6%和10.0%。
- **公司仍具备强大的黄金资源扩张潜力。**山东黄金的黄金资源扩张过程就是山东黄金集团不断造血不断注血的过程, 集团未来仍然存在强大的“造血和输血”功能。集团目前尚未注入上市公司的黄金资源储量预期在500-600吨。公司目前具备的黄金资源储备在185吨左右。此外, 适时收购非集团金矿资源也是公司未来资源扩张的一种方式。
- **预期公司08-10年自产金分别为16.4吨、19.5吨和21.6吨。**公司自产黄金的增长主要来自: 1、焦家矿扩产, 将有目前4000吨日矿石处理量增加到6000吨日矿石处理量。项目在计划在09年6月试生产, 2010年达产。达产后焦家金矿产量将达到12-13万两, 折合为7.5-8吨。2、三山岛新建8000吨选矿厂, 也将使得三山岛矿石产量增加30%。
- **四季度业绩低于预期但无需担心。**四季度业绩小幅亏损主要是受大额一次性费用计提的影响, 其中包括9000多万井下工人工作环境的改善、1.1亿元左右用于深度探矿、矿工30%的工资提升。其中, 9000多万井下工作环境改善明年将不再投入。此外, 四季度黄金均价较前三季度下跌了98.5美元/盎司。按四季度自产黄金4吨计算, 影响利润8678万元。
- **四季度末公司黄金库存为700多公斤。**较三季度末的1.3吨下降了600公斤。
- **预估每股收益08年1.71元、09年3.06元、10年4.16元。**同比增速分别为217%、79%和36%。公司业绩对金价的敏感度非常高, 按20吨自产黄金计算, 金价每上升1元/克(4.5美元/盎司), 公司将增加2000万利润, 相当于每股收益提升0.056元业绩。
- **维持“审慎推荐”投资评级:** 国际主要黄金公司估值水平为09年20倍PE, 我们认为山东黄金具备强大的黄金资源扩张能力, 在国内流动性充裕和金价向好的背景下, 我们给予公司09年25倍的PE估值水平, 目标价位75元。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	3604	9930	21411	25211	28254
同比增长	-5%	175%	116%	18%	12%
营业利润(百万元)	245	375	830	1482	2015
同比增长	60%	53%	121%	79%	36%
净利润(百万元)	125	193	607	1089	1481
同比增长	47%	54%	215%	79%	36%
每股收益(元)	0.78	0.54	1.71	3.06	4.16
PE	73.2	105.3	33.5	18.7	13.7
PB	13.1	11.2	10.9	8.8	7.0

资料来源: 招商证券

一、黄金将最早突破前期高点

全球各经济体的大幅减息、巨额的经济振兴预算和金融业巨大的财务窟窿为未来全球范围的通货膨胀打下伏笔。人们不仅怀疑政府填补窟窿和刺激经济所需资金的来源和去向，此外政府财政赤字的大幅增加给信用货币时代的基础“信用”带来较大冲击。

短期内由于全球金融的去杠杆化导致货币乘数下滑，使得目前看起来流动性反而略显紧张，但是我们认为一旦这种去杠杆化的过程结束或者减缓，经济出现一定程度的回暖，以上隐含的通货膨胀和流动性过剩的风险将重新爆发。

因此，我们看好黄金价格，我们认为黄金作为资本的避风港作用将在未来得以显著体现。黄金价格突破 1200 美元/盎司、1500 美元/盎司可能性较大。

1、黄金将最早突破前期高点

金融危机的持续深化使得人们对资产的配置品种和安全性的要求提升：金融危机已经逐步蔓延到银行层面，美国监管机构 1 月 30 日关闭了 3 家银行，1 月份，美国共有 6 家银行宣告破产。美国监管机构 08 年共关闭了 25 家银行，为 1993 年以来最高。大量的银行破产意味着 FDIC 的资金在不断被消耗。

在此背景下，我们认为人们对持有资产的安全性更加重视，对资产的配置也更加趋于多样化。黄金或者大宗商品未来我们认为将为人们所偏好。

金融危机背景下黄金投资需求旺盛：在经济和金融领域极不确定性的推动下，黄金的保值功能显现，全球黄金投资资金流入明显。

图1: Comex黄金持仓量快速上升



资料来源: Bloomberg

金融危机或将导致世界货币体系的重建：世界的货币发展史就是黄金的演化历史，自西方殖民时代以来，世界货币体系经历了由“货币黄金—金本位制—黄金美元—信用美元”的演化。而促成该演化的均是战争、经济危机等重大灾难。

而目前正处于全球性金融危机之中，而金融危机向实体经济传导也正逐步加强中，那么，此次灾难是否也将是信用美元时代逐步瓦解的开端呢？

表1：黄金货币功能的演化史

	时间	主要内容	结束原因
原始时代	1816 年之前	各国黄金兑换、购买力等存在较大差别	殖民时代带动国际贸易的快速发展。
金币本位制时代	1816 年—第一次世界大战（1914 - 1918 年）	1、用黄金来规定货币所代表的价值，各国货币与黄金挂钩。 2、金币可以自由铸造，任何人都可按法定的含金量，自由地将金块交给国家造币厂铸成金币，或以金币向造币厂换回相当的金块 3、金币是无限法偿的货币，具有无限支付手段的权利 4、各国的货币储备是黄金，国际间结算使用黄金，黄金可以自由输出入	一战期间，各国为准备战争，军费开支猛增，因此加紧对黄金的掠夺，对金币自由铸造、金币自由兑换和黄金的输出入有战前的严格限制到战时的停止。从根本上破坏了金币本位制赖以存在的基础。
金块本位制和金汇兑本位制时代	一战以后（1922 年）—世界性经济危机爆发（1929 - 1933 年）	1、货币仍规定含金量，但黄金只作为货币发行准备金集中于中央银行 2、不再铸造金币和实行金币流通，流通中的货币完全由银行券等价值符号所代替 3、中央银行掌管黄金的输出和输入，禁止私人输出黄金。中央银行保持一定数量的黄金储备，以维持黄金与货币之间的联系。	金块本位制和金汇兑本位制都是被削弱了的国际金本位制。1929 - 1933 年的世界经济危机导致严重的通货紧缩，英国放弃金块本位制，英镑贬值
放弃金本位 - 混乱时代	世界性经济危机爆发（1929 - 1933 年）—二战结束（1944 年）	放弃自由贸易，组成以英国为核心、以英帝国为防线的“帝国特惠制”。通过大量双边的支付和贸易协议，维持和扩展英国的经济势力范围。	经济危机和二次世界大战造成了这 10 余年金融体系的混乱，也是英镑衰弱美元崛起的过程。
布雷顿森林体系 - 美金时代	1944 年—1971 年	1、美元是国际货币结算的基础，是主要的国际储备货币。 2、美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩，美国承担按每盎司 35 美元的官价兑换黄金的义务。 3、实行固定汇率制。各国货币与美元的汇率，一般只能在平价的 1% 上下的幅度内波动，因此黄金也实行固定价格制，如波动过大，各国央行有义务进行干预。	60 年代，美国财政赤字增加，美元开始贬值；欧洲国家经济复苏，拥有越来越多的美元，在美元不稳定的情况下，欧洲各国开始抛售美元而挤兑黄金。到 1971 年，美国黄金储备减少了 61%。金价进入自由浮动时期，
黄金的非货币化时期	1976 年—	1、黄金不再是货币平价定值的标准； 2、废除黄金官价，国际货币基金组织不再干预市场，实行浮动价格，取消必须用黄金同基金进行往来结算的规定； 3、设立特别提款权代替黄金用于会员之间和会员与国际货币基金组织之间的某些支付。	1976 年，国际货币基金组织通过的《牙买加协议》及两年后对协议的修改方案，确定了黄金非货币化

资料来源：招商证券

美元将长期贬值:历史上黄金价格与美元强弱有着非常直接的关系,美元作为世界货币在很长时间内主导了黄金的价格走势。而决定美元强弱的则是美国经济。

我们认为美国经济、技术较世界各国的领先优势正在逐步减弱,社会整体 ROE 水平在逐步下降,而其占 GDP70%左右的消费也透支了他们未来几年甚至几十年的收入,而同时他们赖以借债消费的信用美元全球货币体系也正在遭受金融危机的冲击,我们认为短期内美国经济回暖较难,认为长期美元将处于贬值趋势。

黄金供给不足:金本位制度的消失除了其本身极易导致通货紧缩和金本位背景下政府对经济的干预能力过弱原因外,黄金供应量不足也是重要原因。

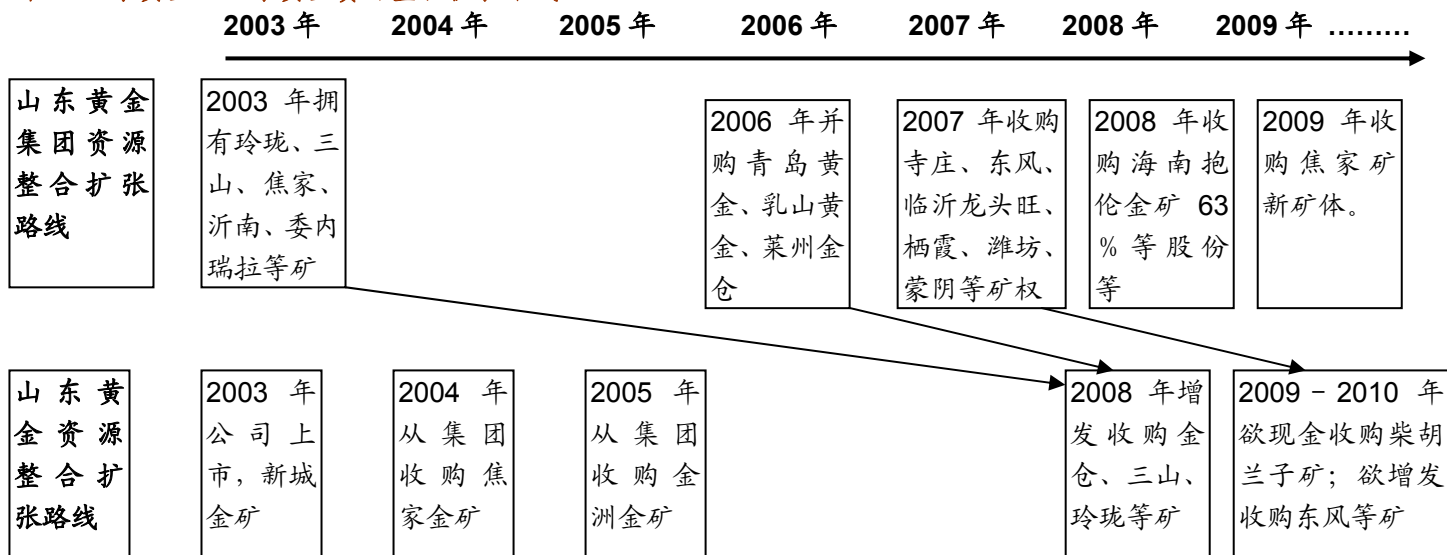
我们计算一下,2008 年 12 月底,中国外汇储备余额为 1.95 万亿美元,如果中国仅仅拿出 10%的外汇储备用于配置黄金,(从目前各国官方黄金储备的情况来看,美国、德国、意大利、荷兰、法国等国家的黄金储量占国家外汇储备的比例均在 45%以上。中国黄金储备占外汇比重不足 2%),即 1950 亿美元,如果按 1000 美元/盎司的金价计算,可以购买 6000 吨左右的黄金,相当于目前两年全球黄金的产量,也相当于全球 10%左右的黄金存量。

二、公司业务分析

1、山东黄金仍具备强大的黄金资源扩张潜力

山东黄金的黄金资源扩张过程就是山东黄金集团不断造血不断注血的过程。我们从图 2 中可以看出，自公司 03 年上市以来，公司的发展一直伴随着集团资产的注入，2004 年收购焦家金矿、05 年收购金洲金矿、08 年的增发收购金仓、三山、玲珑等金矿。09 - 10 年我们预期集团公司又将对集团黄金资产进行收购。此外，我们从公司近期公告欲以 2.6 亿现金收购内蒙赤峰柴胡栏子黄金矿业 73.5% 的股权的情况看出，公司资源扩展的方式有了新的开拓，不光以集团注入为单一方式，适时收购非集团金矿资源也是公司未来资源扩张的一种方式。

图2：山东黄金及山东黄金资源整合扩展路线



资料来源：招商证券

公司对资源的保护性开采和可持续开采也日益重视，建立挖一吨矿需找到一吨矿的考核指标，08 年公司投入 1.2 亿左右用于探矿，使得公司的黄金资源储量增加了 20 - 30 吨。公司目前公告的黄金资源储量为 161 吨，08 年探矿新增 20 - 30 吨，因此公司目前的黄金资源权益储量为 185 吨左右。

集团未来仍然存在强大的“造血和输血”功能。山东黄金集团已经申报的黄金储量为 150 - 160 吨，这些黄金资源已经可以注入上市公司，其他的已经探明但尚未办理各种手续的预期在 300 - 400 吨左右，集团目前尚为注入上市公司的黄金资源储量预期在 500 - 600 吨。集团强大的“造血和输血”功能为公司未来的持续高速发展提供了强有力的保障。

山东省黄金资源储量前景可观。山东省是国内最大的产金省，目前保有黄金资源量占全国的三分之一，根据对黄金矿成矿规律的研究。山东省可预见的尚未发现的黄金资源预期的还有 3000 吨，鉴于公司在山东省的地位和从属关系，我们认为公司未来必将在山东这块巨大的黄金蛋糕的划分中取得可观的份额。

表2：公司自有金矿基本情况

	金金属量 (t)	矿品位(g/t)	权益比例 %	矿石日处理量 (t/日)
新城金矿	42	4.3	100	2500
焦家金矿	28	3.45	100	4000
金洲金矿	12	5.02	51	850
金仓金矿	58	4.1	100	3500
三山岛金矿	11.5	3.22	100	3000
玲珑金矿	6.9	7.17	100	900
沂南金矿	0.6	2	100	900
鑫汇金矿	8.1	4.53	100	600
总计	161.2			16250
柴胡栏子金矿	8.82	5.44	73.5	300

资料来源：公司公告、招商证券

注：部分矿山目前实际品味低于公告品味

2、未来 3 年公司黄金产量仍将稳步提升

预期公司 08-10 年自产金分别为 16.4 吨、19.5 吨和 21.6 吨。公司自产黄金的增长主要来自于几个方面：1、焦家矿扩产，将有目前 4000 吨日矿石处理量增加到 6000 吨日矿石处理量。项目在计划在 09 年 6 月试生产，2010 年达产。达产后焦家金矿产量将达到 12-13 万两，折合为 7.5-8 吨。2、三山岛新建 8000 吨选厂，也将使得三山岛矿石产量增加 30%。

表3：山东黄金自有矿山金矿产量

吨	08 年 E	09 年 E	10 年 E
新城金矿	2.7	3	3.2
焦家金矿	3.5	5	6
金洲金矿	1.2	1.3	1.4
金仓金矿	3.5	3.6	3.7
三山岛金矿	2.3	2.5	3
玲珑金矿	2.1	2.2	2.3
沂南金矿	0.5	1	1.1
鑫汇金矿	1.2	1.5	1.6
总计	16.4	19.5	21.6

资料来源：公司公告、招商证券

3、四季度业绩低于预期但无需担心

按公司 08 年业绩预增公告看。公司 08 年全年利润在 5.8 亿元左右，相当于每股收益 1.70 元左右，由于公司前三季度净利润为 6.23 亿元，四季度亏损为 0.3 亿左右。四季度业绩低于前期的预期，主要原因有以下几点：

- 1、公司 08 年投资 9000 多万用于井下工人工作环境的改善，这笔费用公司在 08 年四季度一次性计提完毕，井下工作环境的改善费用是一次性费用，09 年将不会再产生类似的费用。
- 2、08 年公司投入 1.1 亿元左右用于深度探矿，使得公司的黄金资源储量增加了 20-30 万吨。这笔费用在发生在全年，结算在四季度。因此，四季度是全年相对业绩较低的季节。

- 3、公司矿工目前年平均工资为 32000 元/人，较 07 年同期增加了 30%，矿工总人数为 16000 人左右，四季度较高的工资和奖金对业绩产生了较大的影响。
- 4、四季度金价均价较前三季度低，1-3 季度黄金的季度均价分别为 923.8 美元/盎司、897.4 美元/盎司和 870.1 美元/盎司，四季度黄金均价为 798.8 美元/盎司，较前三季度的均价下跌了 98.5 美元/盎司。如果按公司四季度自产黄金 4 吨计算，公司利润将较前三季度下降 8678 万元。

以上原因使得公司四季度业绩较前三季度平均业绩下滑 3 亿元左右。而四季度公司黄金库存为 700 多公斤，较三季度末的 1.3 吨下降了 600 公斤，兑现约 2500 万利润，综上所述，四季度业绩较前三季度业绩下滑 2.7 亿左右，比较公司前三季度 2.1 亿元的平均业绩，我们认为四季度出现 3000 万左右的亏损可以解释。

三、业绩预测及估值

1、业绩预测

由于代加工黄金每克加工费仅 0.3 - 0.4 元/克，因此公司业绩基本完全来自于自产金矿，业绩基本完全取决于金价。我们对 09、10 年的金价预测分别为 220 元/克和 242 元/克。按我们对公司产量的预测，对 08 - 10 年的业绩预测分别为 1.71 元、3.06 元和 4.16 元。同比增速分别为 217%、79% 和 36%。

盈利预测假设

	2008E	2009E	2010E
矿产金(吨)	16.4	19.5	21.6
冶炼金(吨)	95.0	95.0	95.0
金价(元/克)	192	220	242

资料来源：招商证券

公司业绩对金价的敏感度非常高，按 20 吨自产黄金计算，金价每上升 1 元/克（4.5 美元/盎司），公司将增加 2000 万利润，相当于每股收益提升 0.056 元业绩。

季度利润指标

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3
一、营业总收入	1880	1104	2806	4139	6080	4848	5676
二、营业总成本	1794	1025	2715	4058	5770	4468	5549
其中：营业成本	1730	956	2657	3924	5549	4316	5352
营业税金及附加	0	0	0	0	0	1	0
营业费用	3	3	5	6	6	7	7
管理费用	50	47	48	108	163	104	151
财务费用	4	4	4	7	20	16	22
资产减值损失	7	15	1	13	31	25	17
三、其他经营收益	-1	17	19	1	1	7	40
投资收益	-1	17	19	1	1	7	46
四、营业利润	85	96	110	82	311	387	167
五、利润总额	85	95	108	80	310	380	170
减：所得税	28	33	33	32	78	95	50
六、净利润	57	62	75	48	232	284	120
减：少数股东损益	13	13	16	7	19	3	-8
七、归属母公司净利润	44	49	59	41	214	282	128
收入增长率	122.7%	60.1%	262.0%	219.5%	223.4%	339.0%	102.3%
毛利率	8.0%	13.4%	5.3%	5.2%	8.7%	11.0%	5.7%
营业利润率	4.5%	8.7%	3.9%	2.0%	5.1%	8.0%	2.9%
净利率	2.3%	4.4%	2.1%	1.0%	3.5%	5.8%	2.3%
营业费率	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费率	2.7%	4.3%	1.7%	2.6%	2.7%	2.2%	2.7%
实际税率	33.4%	34.9%	30.6%	39.8%	25.0%	25.1%	29.5%

资料来源：招商证券

2、估值及投资评级

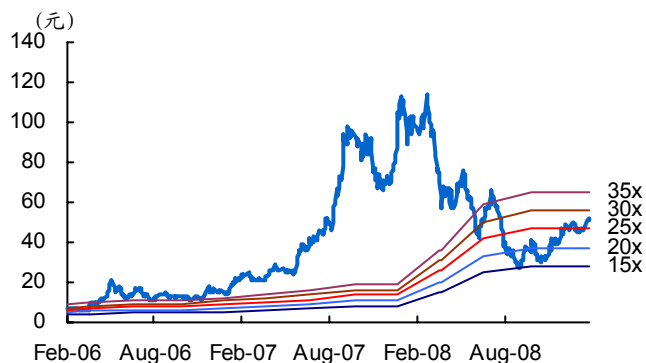
国际主要黄金公司估值水平为 09 年 20 倍 PE 水平, 我们认为山东黄金仍具备强大的黄金资源扩张能力, 在国内流动性充裕和金价向好的背景下, 我们给予公司 09 年 25 倍的 PE 估值水平, 目标价位 75 元。维持审慎推荐 - A 的投资评级。

国际主要黄金公司估值水平

公司	最新价格 (美元)	EPS (美元)		PE	
		08E	09E	08PE	09PE
巴克力黄金	37.13	1.85	1.82	20.1	20.4
纽蒙特矿业	39.35	2.02	1.85	19.5	21.3
AngloGold	27.54	2.43	1.31	11.3	21.0
Harmony	11.09	0.52	0.56	21.3	20.0
紫金矿业	0.58	0.03	0.03	17.1	18.1

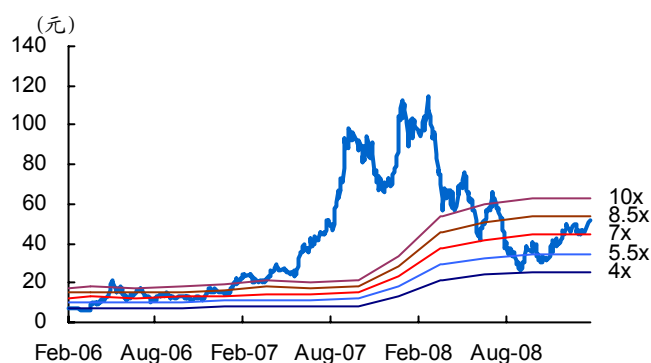
资料来源: Bloomberg、招商证券

山东黄金PE-Band



资料来源: 公司公告、招商证券

山东黄金PE-Band



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	437	736	1579	1798	2435
现金	202	314	552	611	1122
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	0	0	0
应收款项	15	17	18	21	24
其它应收款	81	44	86	101	113
存货	82	92	199	230	254
其他	57	269	725	836	923
非流动资产	969	1110	1682	1648	1651
长期股权投资	16	14	14	14	14
固定资产	680	711	1441	1462	1482
无形资产	107	99	186	167	150
其他	166	286	41	4	4
资产总计	1406	1846	3261	3446	4086
流动负债	474	721	1197	925	942
短期借款	320	490	500	500	500
应付账款	18	61	139	161	178
预收账款	2	2	0	0	0
其他	135	168	558	264	264
长期负债	111	124	3	3	3
长期借款	3	3	3	3	3
其他	108	121	0	0	0
负债合计	585	844	1200	928	945
股本	160	160	356	356	356
资本公积金	265	268	875	875	875
留存收益	274	390	633	1068	1661
少数股东权益	122	184	197	219	249
母公司所有者权益	699	818	1864	2300	2892
负债及权益合计	1406	1846	3261	3446	4086

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	290	213	604	900	1621
净利润			607	1089	1481
折旧摊销			142	196	197
财务费用			26	24	22
投资收益			(55)	0	0
营运资金变动			(100)	(434)	(110)
其它			(16)	24	32
投资活动现金流	(103)	(150)	(743)	(163)	(200)
资本支出			(790)	(200)	(200)
其他投资			47	37	0
筹资活动现金流	(91)	49	377	(678)	(910)
借款变动			10	0	0
普通股增加			196	0	0
资本公积增加			608	0	0
股利分配			(364)	(653)	(889)
其他			(73)	(24)	(22)
现金净增加额	96	111	238	59	511

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	3604	9930	21411	25211	28254
营业成本	3149	9267	19914	22964	25361
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	9	16	32	35	37
管理费用	164	252	664	706	819
财务费用	23	19	26	24	22
资产减值损失	13	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	36	55	0	0
营业利润	245	375	830	1482	2015
营业外收入	1	2	5	0	0
营业外支出	9	10	10	0	0
利润总额	238	368	826	1482	2015
所得税	78	126	206	370	504
净利润	159	241	619	1111	1511
少数股东损益	34	48	12	22	30
母公司所有者净利润	125	193	607	1089	1481
EPS (元)	0.78	0.54	1.71	3.06	4.16

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	-5%	175%	116%	18%	12%
营业利润	60%	53%	121%	79%	36%
净利润	47%	54%	215%	79%	36%
获利能力					
毛利率	12.6%	6.7%	7.0%	8.9%	10.2%
净利率	3.5%	1.9%	2.8%	4.3%	5.2%
ROE	17.9%	10.6%	32.6%	47.4%	51.2%
ROIC	15.7%	17.3%	25.0%	37.4%	41.9%
偿债能力					
资产负债率	41.6%	45.7%	36.8%	26.9%	23.1%
净负债比率	22.9%	26.7%	15.4%	14.6%	12.3%
流动比率	0.9	1.0	1.3	1.9	2.6
速动比率	0.7	0.9	1.2	1.7	2.3
营运能力					
资产周转率	2.6	5.4	6.6	7.3	6.9
存货周转率	28.3	106.5	136.7	107.1	105.0
应收帐款周转率	321.4	632.1	1234.2	1287.5	1258.2
应付帐款周转率	129.3	236.0	198.9	153.0	149.9
每股资料(元)					
每股收益	0.78	0.54	1.71	3.06	4.16
每股经营现金	1.81	1.33	1.70	2.53	4.56
每股净资产	4.37	5.11	5.24	6.46	8.13
每股股利	0.48	0.72	1.02	1.84	2.50
估值比率					
PE	73.2	105.3	33.5	18.7	13.7
PB	13.1	11.2	10.9	8.8	7.0
EV/EBITDA	260.5	187.3	92.0	53.9	41.1

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA（在读），招商证券有色行业研究员，4 年以上证券研究从业经验，2 年以上有色行业研究从业经验。

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。