

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年3月23日

伟星股份(002003.SZ)/14.88 元

淡季遇危机 不改核心竞争优势

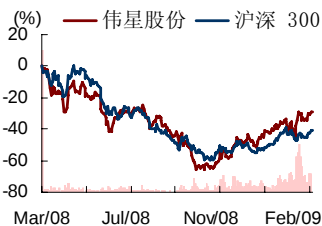
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	20125
流通股本(万股)	12249
总市值(亿元)	30
流通市值(亿元)	19
52周股价	7.3-27.8元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	40	-23
相对表现	15	25	16



相关报告

- 1、《伟星股份—全力打造一站式服饰辅料品牌企业》2007/10/08
- 2、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14
- 3、《伟星股份—重视营销与品牌塑造的一站式服饰辅料企业》2008/3/18
- 4、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 5、《伟星股份—主打业务发展健康 清晰战略助成长》2008/8/11
- 6、《伟星股份—行业持续不景气公司规模仍维持良性增长》2008/10/27
- 7、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12
- 8、《伟星股份—收入毛利齐增长 辅料龙头显威力》2009/3/2

敬请阅读末页的免责条款

近日对公司进行了实地调研，正处一季度淡季，且在危机的双重影响下，公司的开工与订单情况不算乐观，但是公司通过技术创新、客户资源维护、管理效率提高等方式有望保证全年业绩的稳定增长，将继续显现出龙头公司的核心竞争优势。

□ 公司 08 年在宏观出口环境恶劣的情况下，获得了非常不容易的成绩，再加上高分红回报投资者的刺激，股价一路上扬。我们近日对公司进行了实地调研，详细了解公司各业务 09 年的发展情况，要点如下：

□ 淡季与危机的双重影响造成开工率不高：公司在管理、营销、技术、品牌和规模等方面的综合竞争优势对公司在危机中的经营起到了阶段性的保障作用，而目前的开工率不高主要由淡季与危机的双重影响造成。全年来看，一季度可能是最糟糕的时期。

➢ 季节性是辅料行业的一大主要特点。公司的产能设置为保证最旺季时候的需要，产能一般在旺季时可以基本满足主要客户的需求，一季度是一年中最低的季节，一般开工率都不高。

➢ 危机的滞后影响导致淡季的开工更加受影响。经济危机对消费行业的影响一般是滞后的，作为为消费服务的辅料行业影响一般也滞后。公司由 08 年 9 月底 10 月初突然一下子明显的感觉订单量下滑，目前在淡季中，再遭遇危机的双重影响，比之去年同期开工率更显不足。

□ 纽扣业务：技术创新为发展源泉，伴随服装品牌集中度提升而持续加强龙头地位。

➢ 技术创新为发展源泉。公司纽扣业务的发展主要有两个驱动因素，其中技术创新是发展的源泉，依靠不断推出新品，结构调整而提高产品附加值，大量创新主要体现在技术诀窍；提高资源利用率是另一大主要动力，通过内部资源优化配置来提高生产设备的利用率与劳动效率。

➢ 柔性的价格策略为主。在需求不振，成本有所降低的背景下，行业的价格战愈演愈烈，公司不主张直接的价格战，而是采取柔性的价格策略，也就是以多提供衍生服务为主的竞争策略。比如多打几个设计样，或者更提前为客户打样。

➢ 以维护老客户的订单为主要发展策略。公司认为在危机中盲目开发新客户是危险的，可能付出成本却得不到回报，纯粹成为送货源的行为。因此以维护老客户的订单为主，通过生产与营销的努力配合为客户更好的服务：生产上，不断开发新品，技术创新，以及管理节约；营销上，增加衍生服务的提供。这里的新客户主要指非公众的小企业，而对于公众公司的一些大企业，仍然是公司努力争取的对象。

➢ 未来发展路径：伴随服装品牌集中度提升而持续加强龙头地位。公司的纽扣业务规模已经不小，但是未来的发展路径是清晰的，空间也仍很广阔。公司以服务于品牌企业为主，将来还将争取更多的品牌客户，而这些品牌客户目前的市场占有率仍然很低，占有率提升是大趋势，所以公司也将伴随这些品牌企业的集中度提升而获得占有率的提高。危机对于品牌服饰行业的集中度提升将起到推波助澜的作用，对于公司的发展中长期也是有利的。

□ **拉链业务：标准化与竞争力尚不够纽扣业务那么强导致开工率受影响更大。**

➤ **开工率受影响更大，标准化与竞争力尚不够纽扣业务那么强是主因。**目前看拉链开工率比纽扣受的影响更大，主要因为：

个性化的东西替代性小，一般受危机的影响要小，而标准化的东西更易受影响；公司作为纽扣大王，在纽扣行业的优势非常明显，而拉链作为公司近几年的新业务，主要依托纽扣客户开展业务，核心竞争优势没有纽扣业务强，抗风险性低；拉链行业容量更大，参与的竞争者也更多，竞争更激烈。

➤ **规模将持续扩大，但增速预计会放缓。**产能扩张仍是公司拉链业务增长的主旋律，伴随着募集资金产能的逐步达产，公司的规模还将持续增长，但受到前述危机的影响，预计 09 年不会延续前几年 40% 以上的高速增长，增速会有所放缓。我们预计公司拉链业务 09 年的增速在 20% 左右。

➤ **公司认为做成品拉链业务的毛利率应该更高。**与浔兴的拉链业务相比，浔兴在产能、规模和完整度等方面更强，而公司强在营销，且两公司的客户不太相同，公司主要服务于中高端的品牌服饰，产品以条装为主，公司认为做成品拉链的毛利率应该比做半成品占一定比例的企业更高。依托规模效应与通过管理提高人均劳动效率，预计 09 年公司此项业务的毛利可稳中略升，但增幅不会象往年那么高。

□ **水晶钻业务：规模将持续产能扩大，毛利率应可保持稳定。**

➤ **规模将继续提高。**公司的水晶钻募集资金项目已经大部分投产，伴随这些项目的逐渐达产，水晶钻业务的规模可以持续得到提升，由于规模尚小，而市场空间比较广阔，公司水晶钻业务的拓展空间还很大。

➤ **09 年毛利率应可以保持稳定。**水晶钻业务在 08 年由于突然的竞争者进入，导致价格战，毛利率从 07 年的 46.9% 下降到 08 年的 31.2%，目前市场的价格已经基本企稳了，而且公司痛定思痛，不断提高现有产品品质，以及推出个性化新品，预计 09 年的毛利率应可稳定在 30% 以上的水平。

➤ **新品开发有突破。**目前公司新开发的新品已经达到海外的水平，折射率等各方面都很不错，但对客户提价尚需要一个过程。

□ **公司 08 年推出按每 10 股派发现金红利 10 元（含税）的高分红方案，其主要原因如下：**

➤ 09 年预计行业的发展不会太理想，公司需要资金发展的地方不多，没有新的投资项目，且公司的现金流与负债情况都很理想，完全可以支撑公司 09 年度的顺利发展；

➤ 公司上市以来的分配方案一直比较考虑股东权益，07 年的分配率较低，此次高分红也是作为对 07 年分红低的补偿；

➤ 集团业务发展还不错，并没有大量资金需求：集团房地产业务近 1 年多来没有规模性的拿地，资金需求不大；建材管业在管网改造的背景下发展也不错。

□ **盈利预测与投资建议：**

2009 年的国际国内经济环境仍然不容乐观。危机中对于辅料企业的供应能力也提出了越来越高的要求。服饰品牌企业将根据品质、品牌、交货期、时尚性决定长期合作伙伴，必须提供优质的、前瞻性的、参与设计的、有交货期保证的商品。

综合以上几项业务，公司 09 年的发展将从技术创新、客户、管理效率提高和成本控制等几个方面进行。我们认为公司是抓住产品的本质发展的企业，深谙行业精髓，在管理、营销网络、产品研发、规模与品牌等方面具有综合优势，因此 09 年对于公

司来说是机大于危的一年，我们预计 09、10 年 EPS 分别为 0.87 和 1.02 元/股，增速分别为 12.5%和 16.4%。

表 1：收入结构分拆表（单位：百万元）

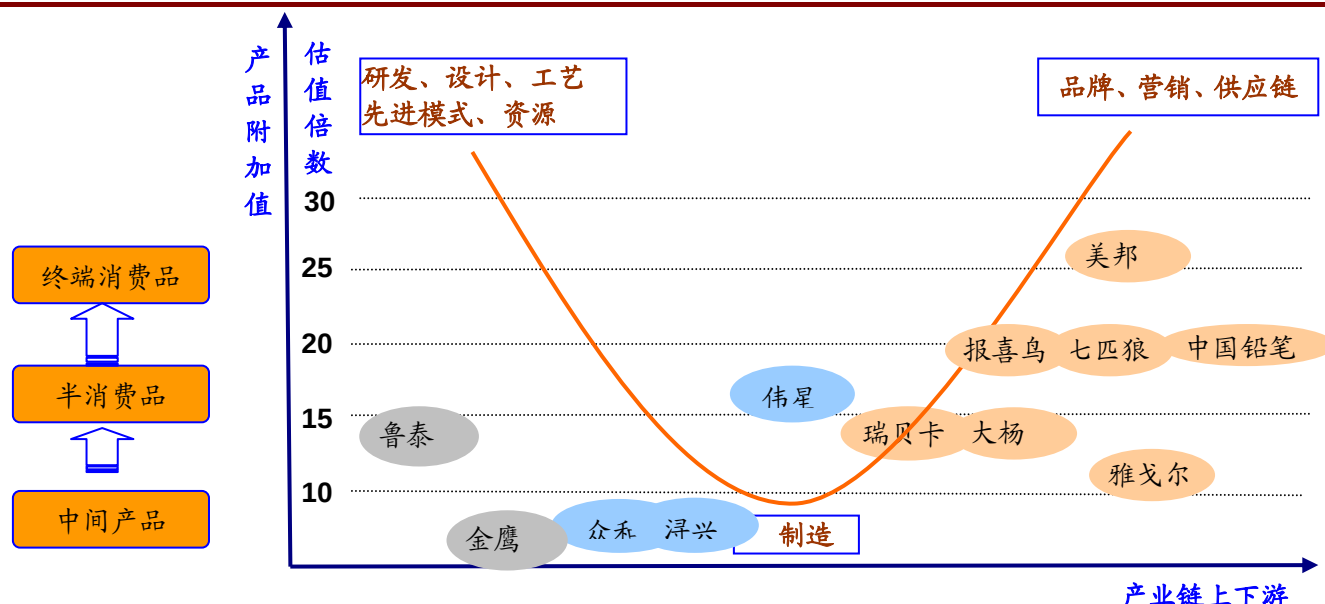
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
合计收入	526	829	1148	1478	1681	2014
纽扣	317	517	669	818	912	1056
拉链	102	173	282	403	485	641
水晶钻	4	35	62	93	126	158
其他	102	105	135	164	157	159
收入增长率	55.60%	57.80%	38.40%	28.71%	13.75%	19.83%
纽扣	64.70%	62.80%	29.50%	22.19%	11.49%	15.82%
拉链	25.20%	69.00%	62.90%	43.19%	20.37%	32.09%
水晶钻		786.70%	78.10%	78.07%	50.43%	35.89%
毛利率	29.10%	30.40%	32.30%	33.61%	33.64%	33.95%
纽扣	36.40%	34.50%	35.20%	37.55%	37.50%	37.60%
拉链	21.20%	23.00%	25.40%	31.84%	32.00%	32.50%
水晶钻	40.30%	41.60%	46.90%	31.22%	31.00%	31.00%

资料来源：公司公告，招商证券

虽然一季度公司的开工与订单情况不太乐观，目前不利的外部环境也会使公司整体的增长速度放缓，但是同时也是机遇，将加速行业的优胜劣汰，使得行业集中度伴随国内品牌集中度不断提升。公司领先的模式与综合实力已经显现出较强的相对抗风险能力，基于对公司长期发展的信心，我们维持“强烈推荐”的评级。但要注意季度业绩的风险。

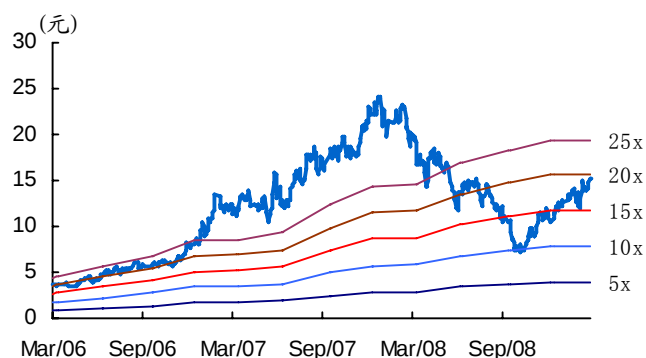
根据我们的“V 式估值法”，我们给与了伟星高于其他生产企业的估值，在目前市场情况下，公司估值中枢在 09 年 EPS15-17 倍左右。

图 1：V 式估值法（根据 09 年 EPS）



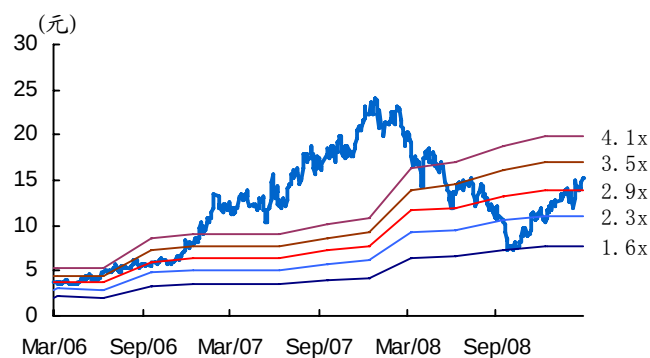
资料来源：招商证券

图 2: 伟星股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 伟星股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

表 2: 国际同类公司盈利预测表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
运动	NIKE	41.0	19862	2.5	25.4	3.84	3.78	4.06	11	11	10	7.47%
	ADS	24.1	4774	1.4	18.8	2.78	3.07	2.95	9	8	8	-3.98%
	Puma	123.4	1978	1.7	20.1	16.7	14.9	15.6	7	8	8	4.78%
奢侈品 / 高档品	LVMH	46.5	22760	1.9	16.6	4.13	3.93	4.13	11	12	11	4.96%
	HERMES	67.5	7119	5.0	20.1	2.07	1.87	1.71	33	36	39	-8.36%
	COACH	13.6	4363	3.0	45.7	2.73	2.70	2.72	5	5	5	0.63%
	POLO	33.9	3358	1.3	17.8	-	27.1	27.4	-	1	1	1.10%
	TOD'S	29.5	899	1.6	14.3	4.30	1.81	1.57	7	16	19	-13.37%
	BOSS	10.0	704	3.1	29.6	4.30	1.81	1.57	2	6	6	-13.37%
	BURBERRY	259.0	1122	2.1	30.3	-	27.1	27.4	-	10	9	1.10%
	Perry Ellis	5.0	76	0.3	10.8	2.54	2.73	2.54	2	2	2	-6.78%
	Phillips-Van	16.1	828	0.8	19.3	1.49	0.68	0.98	11	24	16	43.49%
	PPR	46.7	5906	0.6	9.9	3.02	2.92	2.31	15	16	20	-20.93%
	UNIQLO	9950.0	1055433	3.9	17.3	299	-	-	33	-	-	-
	H&M	334.0	276397	7.5	44.3	18.6	19.6	21.8	18	17	15	11.31%
大众品	INDITEX	29.5	18357	4.2	32.7	1.61	2.07	2.06	18	14	14	-0.58%
	GAP	11.4	8019	1.9	17.6	1.10	1.16	1.23	10	10	9	6.11%
	VF	51.6	5675	1.6	16.9	5.37	5.43	5.93	10	10	9	9.23%
	LTD US	7.7	2493	1.3	27.8	2.10	0.79	1.00	4	10	8	27.73%
	NEXT	1190.0	2345	-	-	1.68	155	128	-	8	9	-17.17%
	GUESS	16.0	1507	2.0	-	-	2.29	2.04	-	7	8	-11.03%
	Benetton	5.0	904	0.6	10.7	0.80	0.83	0.67	6	6	7	-19.54%
	Abercrombie& American	21.9	1910	1.0	15.7	4.85	1.84	2.17	5	12	10	17.97%
	Eagle	9.3	1911	1.4	29.0	1.88	0.99	0.73	5	9	13	-26.83%
	Aeropostale	22.7	1517	7.2	50.7	1.60	2.20	2.11	14	10	11	-4.14%
	Bulgari	3.1	932	1.2	20.0	0.50	0.34	0.26	6	9	12	-23.54%
	RICHEMONT	15.9	9124	0.7	20.7	2.54	2.21	1.62	6	7	10	-26.65%
配饰	Fossil	12.5	835	1.0	17.6	1.16	1.51	1.59	11	8	8	5.01%
	Tiffany	19.0	2334	1.4	17.7	2.06	2.27	1.78	9	8	11	-21.61%
	Swatch	133.5	7355	1.4	19.7	32.7	15.5	13.2	4	9	10	-15.17%

资料来源: Bloomberg、招商证券

表 3: 香港同类公司盈利预测表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
女装	思捷环球	42.9	53848	4.0	46.0	4.2	4.6	4.8	10	9	9	5.79%
	宝姿	8.0	4516	4.0	43.1	0.7	0.9	1.0	11	9	8	9.74%
	安莉芳	2.0	782	0.9	15.7	0.3	0.3	0.3	6	8	6	25.48%
休闲装	利丰	17.3	62510	6.2	33.6	0.8	0.9	1.1	20	20	16	19.43%
	波斯登	0.5	4042	0.6	29.2	0.1	0.1	0.1	7	4	4	-0.83%
	班尼路	3.3	4420	1.1	26.2	0.5	0.7	0.7	7	5	5	4.71%
	真维斯	1.8	1949	1.0	27.3	0.5	0.3	0.3	4	7	6	9.49%
	佐丹奴	1.8	2745	1.4	15.1	0.2	0.2	0.2	9	9	10	-11.63%
运动装	李宁	9.9	10358	4.8	30.1	0.5	0.7	0.9	22	13	11	23.61%
	中国动向	2.6	14391	2.2	23.6	0.1	0.2	0.3	20	11	10	12.69%
	安踏体育	3.6	8889	1.8	24.5	0.2	0.4	0.5	17	10	8	23.10%
	特步	1.7	3718	-	95.0	0.1	0.3	0.3	17	6	5	28.26%
	鸿星尔克	0.1	293	0.3	12.1	0.2	0.0	0.0	1	3	3	9.20%
女鞋	宝胜国际	0.8	2676	0.5	17.9	0.0	0.1	0.1	85	7	5	28.59%
	百丽国际	3.3	27833	1.9	27.1	0.2	0.3	0.3	14	12	10	17.96%
	永恩国际	1.2	2015	1.2	32.7	0.2	0.3	0.3	5	4	4	8.93%
	盈进集团	0.5	324	0.4	19.9	0.1	0.1	0.1	4	5	4	40.01%
	Walker Group	0.5	324	0.4	19.9	0.1	0.1	0.1	4	5	4	40.01%
首饰	九兴控股	8.3	6514	1.2	19.6	0.1	1.2	1.0	57	7	8	-14.67%
	鸿国国际	0.1	58	0.5	24.5	0.3	0.1	0.1	1	3	2	7.90%
	莎莎	2.2	2997	3.0	33.8	0.2	0.2	0.2	14	11	11	1.51%
生产	新宇亨得利	1.3	3145	1.5	25.6	0.2	0.2	0.2	8	6	6	3.09%
	周生生	4.2	2528	0.8	16.7	0.9	1.0	1.1	5	4	4	11.86%
	魏桥	2.0	2437	0.2	14.7	4.5	0.6	0.7	0	4	3	23.76%
	裕元	14.5	23876	1.1	18.0	0.2	1.9	2.1	67	8	7	6.85%

资料来源: Bloomberg、招商证券

□ 风险因素: 国内外经济危机可能对公司销售产生较大影响。

参考报告:

1、《伟星股份—全力打造一站式服饰辅料品牌企业》2007/10/08:

用详实的数据，系统阐述了公司所处行业以及公司各方面的经营情况。

2、《纺织与服装行业 07 年第四季度投资策略报告—品牌模式与快速成长是永恒主题》2007/10/17:

建立了完整的行业分析框架与估值体系“V 式估值法”，创新性提出我国服装品牌发展两大模式。

3、《纺织与服装行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

4、《伟星股份—重视营销与品牌塑造的一站式服饰辅料企业》2008/3/18:

提出伟星专注于营销与品牌塑造，走出了一条区别于传统生产企业的道路，其经营模式非常值得推崇，其为成为国际著名的服饰辅料品牌而布局的品牌战略，尤其反映出管理层超前的眼光。

5、《伟星股份—规模效应日益显现业绩超预期》2008/3/30

6、《伟星股份—业绩基本符合预期 全年收益有保证》2008/4/28

7、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨—通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上，提出了品牌评价系统的初步模型，以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析，结合国内品牌公司进行阐述。

8、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

9、《伟星股份—主打业务发展健康 清晰战略助成长》2008/8/11

10、《伟星股份—行业持续不景气 公司规模仍维持良性增长》2008/10/27

11、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

12、《伟星股份—收入毛利齐增长 辅料龙头显威力》2009/3/2:

构建了公司从内部效率提升、外部市场拓展，围绕品牌建设核心，以人才为基础的实现机大于危的突破思路。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	417	511	665	1052	1349
现金	191	144	235	564	797
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	29	47	37	44
应收款项	67	93	145	164	191
其它应收款	7	11	7	17	20
存货	117	195	146	234	254
其他	25	38	85	36	43
非流动资产	383	578	715	693	621
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	238	496	520	524	463
无形资产	57	61	103	92	83
其他	87	21	92	76	75
资产总计	801	1088	1380	1744	1970
流动负债	334	523	378	593	646
短期借款	126	222	123	254	216
应付账款	59	146	113	123	160
预收账款	21	23	25	28	33
其他	128	132	117	189	237
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	334	523	378	593	646
股本	90	140	201	201	201
资本公积金	248	201	432	432	432
留存收益	106	195	336	477	641
少数股东权益	23	29	31	40	49
母公司所有者权益	444	536	970	1111	1275
负债及权益合计	801	1088	1380	1744	1970

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	158	79	232	319	332
净利润			156	176	205
折旧摊销			0	80	81
财务费用			0	15	10
投资收益			0	0	0
营运资金变动			0	25	23
其它			75	24	13
投资活动现金流	(194)	(214)	(273)	(71)	(10)
资本支出			0	(71)	(10)
其他投资			(273)	0	0
筹资活动现金流	120	54	150	80	(89)
借款变动			0	131	(38)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	(35)	(41)
其他			150	(15)	(10)
现金净增加额	83	(81)	109	329	233

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	850	1186	1478	1681	2014
营业成本	579	782	981	1115	1330
营业税金及附加	5	8	11	12	14
营业费用	45	77	110	128	161
管理费用	96	121	134	165	211
财务费用	10	14	19	15	10
资产减值损失	5	2	10	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	110	181	213	246	287
营业外收入	1	2	2	3	5
营业外支出	4	6	7	8	9
利润总额	108	177	208	241	282
所得税	36	55	49	57	68
净利润	72	121	160	185	214
少数股东损益	4	6	3	8	10
母公司所有者净利润	68	116	156	176	205
EPS（元）	0.76	0.83	0.78	0.87	1.02

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	58%	39%	25%	14%	20%
营业利润	90%	64%	18%	15%	16%
净利润	92%	70%	35%	13%	16%
获利能力					
毛利率	31.9%	34.0%	33.6%	33.6%	34.0%
净利率	8.0%	9.8%	10.6%	10.5%	10.2%
ROE	15.4%	21.6%	16.1%	15.8%	16.1%
ROIC	13.4%	17.0%	15.8%	14.2%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	48.1%	27.4%	34.0%	32.8%
净负债比率	15.7%	20.3%	8.9%	14.6%	11.0%
流动比率	1.3	1.0	1.8	1.8	2.1
速动比率	0.9	0.6	1.4	1.4	1.7
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
存货周转率	5.4	5.0	5.8	5.9	5.5
应收帐款周转率	15.3	14.8	12.4	10.9	11.3
应付帐款周转率	10.1	7.6	7.6	9.5	9.4
每股资料(元)					
每股收益	0.76	0.83	0.78	0.87	1.02
每股经营现金	1.76	0.56	1.15	1.59	1.65
每股净资产	4.94	3.83	4.82	5.52	6.33
每股股利	0.30	0.10	1.00	0.17	0.20
估值比率					
PE	19.6	18.0	19.1	17.0	14.6
PB	3.0	3.9	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	27.0	16.6	13.8	11.4	10.2

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国唯一两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，拥有证券从业资格，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》最佳分析师服装纺织行业第一名。

主要研究特点：主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的提出时尚产业分析图谱。并把握住时尚产业的时尚性与相匹配的反应速度的本质，完整演绎时尚产业产品-模式-投资策略的图谱。结合自建的品牌竞争阶段论和品牌评价系统进行阐述，清晰把握公司的投资主线与发展路径。

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。