

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年4月27日

美邦服饰(002269.SZ)/28.95 元

深谙本质发展的企业

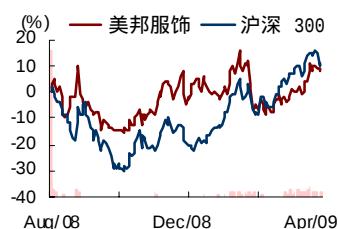
投资评级： 强烈推荐-A
评级调整： 维持

基础数据

总股本（万股）	67000
流通股本（万股）	7000
总市值（亿元）	194
流通市值（亿元）	20
52 周股价	22.6-31.1 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	23	47
相对表现	6	-18	71



相关报告

- 1、《纺织服装行业 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
- 2、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01
- 3、《美邦服饰—渠道扩张与毛利提升并举 新品牌曙光初现》2008/10/21
- 4、《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
- 5、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2
- 6、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13
- 7、《美邦服饰—品牌系统多管发力 维持高速增长势头》2009/03/27

公司近日召开股东大会，通过与管理层的进一步沟通，我们坚持认为公司对发展模式与方向把握的睿智，以及对经营管理细节的深刻了解与体会，将使得公司获得更长足的发展，成为国内更有建树的优秀品牌。

- 针对会上沟通的重点问题，我们逐一分析如下：
- 09 年公司发展的几个重点工作：公司强调认为 09 年更多的是机遇，将保证企业跨越式发展。
 - 积极推动店铺扩张策略。将延续近两年的拓展速度，现在有能力扩张是很有价值的。这正是我们年度策略报告所提出的内功筑就扩张之美的逻辑。
 - 持续推动大店策略，我们分析过这符合国际品牌与国内行业发展的趋势。一季度公司公告已经购买了杭州一个 1544.68 平米的店面，并租赁了兰州、杭州、长春、石家庄和哈尔滨的 6 个店面，面积最小的也有 115 平米，最大的石家庄店可达到 9554 平米。公司认为虽然现在经济有回暖的迹象，但购买和租店铺的成本总体来说还是不错的，还是比较好的时机。
 - 管理团队非常重视危机对销售的影响。危机中直营店明显好于加盟店，加盟商一般都明哲保身，减少订货。近期公司管理团队将到一线挖掘需求，帮助加盟商树立更多的信心。
 - 积极推动上游供应链的合作。通过危机公司与供应商形成了更紧密的关系，对供给能力和速度的帮助很大，将取得质的突破。
 - 对于物流环节，区域化物流正在逐步形成。天津和沈阳的分物流中心已经建成了，广东正在筹备中，预计 09 年秋可以开始启动。另外，从总部物流到分部物流的分解，也可以解决 08 年的税率高的问题，更好的税务筹划将大大降低公司 09 年的有效税率。
 - 订货会模式逐步转变，以订货会为增长的依据转变为以实际零售发生为依托，以最大的可能减少期货订单，希望先做到 50% 的现货订单，加快公司的反应能力。
 - 将向合作银行申请不超过 50 亿元的授信额度，充实公司发展的资金。
- 加盟商目前的经营基本正常。虽然受危机影响，加盟商目前的经营还处于正常状态，还没到需要公司大力支持的地步。
- 直营子公司单一看是亏损的，但对企业是创造价值的。有一批子公司已逐步开始盈利，随着管理和流程的改进此状况还可以进一步改善。

□ 对于渠道模式的选择问题，我们重申自己的看法：公司搭建的混合营销体系是我们看好公司的重要原因，也反映出公司对产品本质的深刻理解与把握。我们在时尚产业图谱里强调过，销售时尚度高的产品的公司对直营渠道有较高要求：

1、时效性很强，一个产品的最佳销售时段一般不超过一个月，抓住最佳销售时段是产品上柜计划的重点。为了维护该品牌具有充沛的产品开发活力之印象，制订产品上柜计划时还要注意日常销售时段的新品上柜计划，直接渠道更能配合此要求。

2、对经销商要求较高，以专业、速度、柔性和质量为核心，所以偏向于靠自身实力扩张的直接渠道。

3、对产品知识要求高，卖场陈列更讲究，偏向于直接渠道。

同时结合中国国情的特点，规模扩张还需要经销商的密切配合。公司搭建的混合营销体系是目前国内品牌中最强的。公司以后还将更强调直营体系的作用。

➢ 公司希望以加盟为主的发展策略到直营和加盟两者结合，再到直营带动加盟的模式。从四季度看直营店远优于加盟店，公司以后会进一步改进渠道模式，当然这过程中需要付出成本，但对长远发展更有利。

➢ 终端管理扁平化。公司将在直营分公司的库存管理如何优化，区域物流点对点服务，多层面的商品监控，打通店铺和总部的商品管理等方面下功夫，更大的提高效率。

➢ 直营的人才问题，主要是激励是否到位。公司在各方面的人才都有，问题在于系统化是否完善的问题，会配套激励机制，使得其积极性不会弱于加盟商。

➢ 以组织发展部介入，对人的评估工作做好，引入人力资源公司测评，更好的把股权激励结合起来。

□ 市场普遍非常关心新品牌 ME&CITY 的发展情况，我们强调的是：所有新品牌的运作都不可能是一蹴而就的，我们并没有在此两年预计更多的盈利贡献，但是在此两年的运营质量和推广效果非常关键。公司针对新品牌的主要工作如下：

➢ 目前市场上 ME&CITY 的大部分门店都与其真正定位有差距，由于是去年才开始准备的品种，产品还有原来的烙印，市场比较混淆，秋冬产品才会真正实现独立运作，产品结构也会更丰富。

➢ 初期基本以直营渠道开展，对这一点我们高度认同。从品牌控制、终端供给和服务的角度看，一定是直营最优；而从风险和财务控制角度则是加盟容易，如果要持久发展，有实力的企业都不会过多代理，因为终端控制太重要了。只要公司有能力，都会偏重直营体系建造。2010 年前 ME&CITY 品牌一般不会授权给加盟商，等品牌形象塑造好，具备一定基础后，在二三线市场会借助加盟商的力量拓展市场。

➢ 公司会兼顾财务利益、以终端形象和产品为主要宣传手段开展。以往做品牌是靠砸钱出来的，现在这样不容易成功了，公司会注重终端管理和产品品质化的体现，而不只是注重形象代言。比如说初期找米勒代言是有价值的，但后续不能只靠这个发展品牌。公司目前具备各方面实力，会兼顾财务利益，不会傻干。

□ 盈利预测与投资建议：我们对公司的发展维持两个层面的判断：09-10 年公司的发展主要还是美特斯邦威品牌的扩展与提升，对于新品牌 ME&CITY，我们没有在此两年预计更多的盈利贡献，我们维持前次的判断，预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 1.18 和 1.62 和 2.11 元/股，增长率分别为 34%、37%和 31%。考虑送配的影响，摊薄后的 EPS 分别为 0.78、1.08 和 1.41 元/股。

目前公司 09 年的动态市盈率为 24 倍左右，与公司的优势与增长速度相比，以及落后于大盘的涨幅相比，公司的 PE 水平并不贵。根据市场估值水平以及公司的增速，我们认为可以给予公司 09 年 EPS25-30 倍的估值，以 27 倍 PE 为估值中枢。

由于今年春节早，部分春装提前发货的原因，可能给今年一季度的业绩造成一定的压力。我们再次强调品牌消费公司由于其较好的底质与相对快速的盈利增长，以及落后于大盘的涨幅，在二季度将获得较好的补涨与防御机会。若因一季报原因调整，建议介入。

由于危机中公司将是内功筑就扩张之美的首选，将可以获得比一般品牌高的增速，并获得难得一遇的抢占市场份额的机会，所以我们维持“强烈推荐”评级。

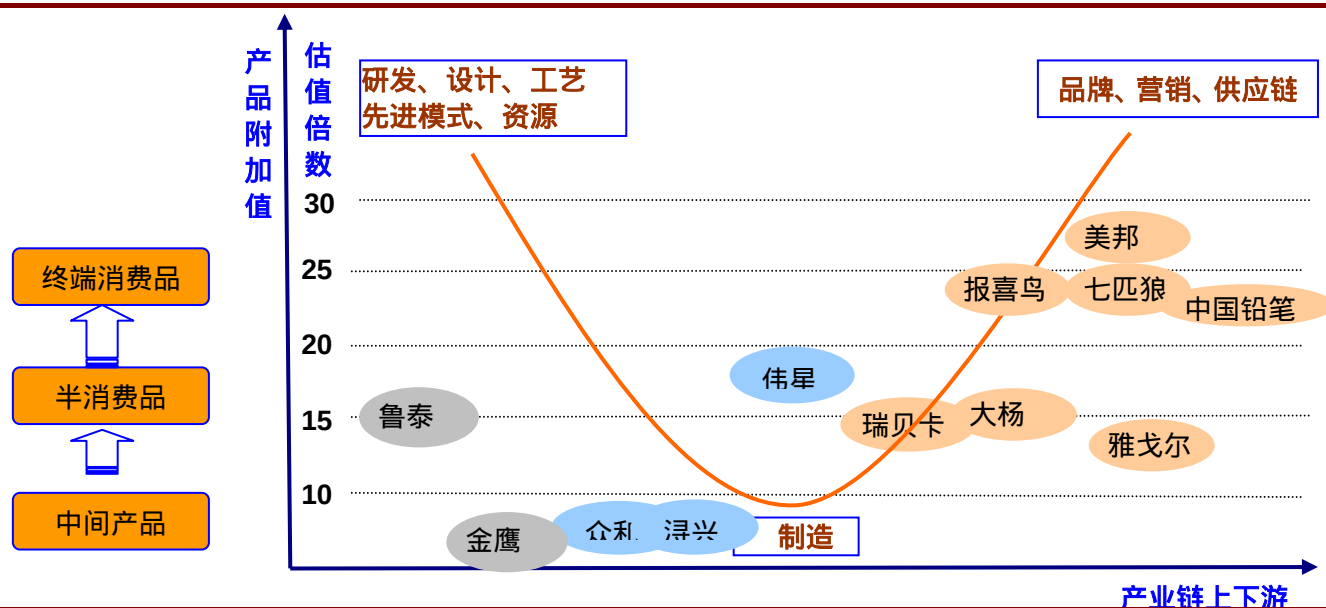
□ **风险因素：**宏观经济增长放缓；固定资产增加降低 ROE 水平；新品牌推广。

表 1：盈利预测假设表

单位：百万元	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
合计收入	1984	3157	4474	5675	7213	9053
直营店	594	1052	1500	1918	2494	3027
加盟店	1380	2085	2849	3377	3863	4620
收入增长率	116%	59%	42%	27%	27%	26%
直营店收入增长率	1000%	77%	43%	28%	30%	21%
其中：门店数量（个）	183	271	412	556	695	800
增长率	732%	48%	52%	35%	25%	15%
加盟店收入增长率	60%	51%	37%	19%	14%	20%
其中：门店数量（个）	1258	1835	2286	2743	3155	3628
增长率	26%	46%	25%	20%	15%	15%
毛利率	28%	39%	46%	45%	47%	47%
直营店	38%	53%	58%	58%	60%	60%
加盟店	24%	31%	37%	38%	39%	39%

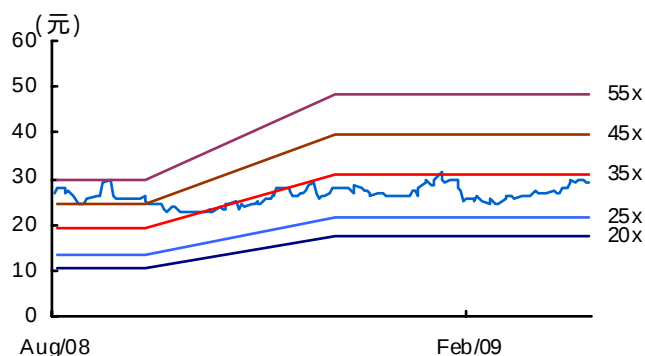
资料来源：招商证券

图 1：V 式估值法（根据 09 年 EPS）



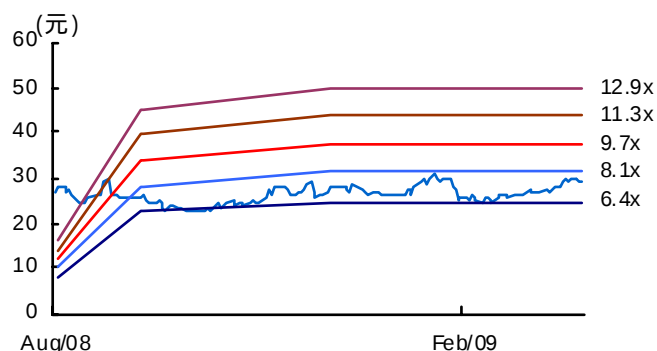
资料来源：招商证券（注：在大盘估值提升情况下，注意我们对重点公司的估值有改变，以 09 年业绩为基础，最优质品牌公司美邦服饰在 25-30 倍，优质品牌公司在 25 倍左右，最优质生产企业伟星股份在 20 倍左右，优质生产龙头企业大杨创世、鲁泰在 15-20 倍）

图 2：美邦服饰历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3：美邦服饰历史 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	54	26043	3.2	25.4	3.84	3.72	3.63	14	14	15	-2.3%
	ADS	28	5407	1.6	20.0	2.85	2.64	2.86	10	11	10	8.3%
	Puma	161	2550	2.2	20.1	16.7	14.7	15.6	10	11	10	6.3%
	LVMH	53	25815	2.2	16.6	4.13	3.87	4.12	13	14	13	6.6%
奢侈品 / 高档品	HERMES	92	9751	6.8	20.1	2.73	2.72	2.93	34	34	31	7.6%
	COACH	19	6064	4.1	45.7	2.07	1.85	1.68	9	10	11	-9.3%
	POLO	50	4939	1.8	17.8	7.18	3.96	3.47	7	13	14	-12.5%
	TOD'S	39	1187	2.0	14.4	2.54	2.46	2.68	15	16	15	8.8%
	BOSS	14	976	4.9	30.0	4.30	1.55	1.62	3	9	9	4.9%
	BURBERRY	349	1532	2.8	30.3	-	27.5	26.7	-	13	13	-2.9%
	Perry Ellis	5	66	0.3	-4.9	1.66	0.53	0.72	3	9	7	35.0%
	Phillips-Van	26	1344	1.5	9.4	3.01	2.22	2.41	9	12	11	8.5%
	PPR	59	7383	0.8	9.9	7.29	5.40	5.90	8	11	10	9.2%
	UNIQLO	10400	1103166	4.1	17.3	299	-	-	35	-	-	-
	H&M	340	282190	6.9	44.3	18.6	19.0	21.3	18	18	16	12.0%
	INDITEX	32	19735	4.2	28.1	1.61	1.96	2.06	20	16	15	5.3%
	GAP	15	10693	2.4	22.3	1.12	1.08	1.20	14	14	13	11.1%
	VF	65	7199	2.0	16.9	5.37	5.42	5.89	12	12	11	8.7%
大众品	LTD US	11	3444	1.8	10.8	2.11	0.70	0.93	5	15	12	32.0%
	NEXT	1405	2773	17.7	-	-	127	133	-	11	11	4.7%
	GUESS	23	2070	2.7	29.8	-	1.76	2.03	-	13	11	15.7%
	Benetton	6	1070	0.7	11.3	0.80	0.62	0.66	7	10	9	8.0%
	Abercrombie& American	23	2055	1.1	15.7	4.81	1.53	1.89	5	15	12	23.6%
	Eagle	15	3013	2.1	13.0	1.88	0.72	0.92	8	20	16	28.3%
	Aeropostale	31	2060	5.8	54.1	1.59	2.33	2.46	19	13	13	5.4%
	Bulgari	4	1226	1.6	10.4	0.50	0.20	0.24	8	20	17	17.1%
	RICHEMONT	21	12311	0.9	20.7	2.54	2.21	1.50	8	10	14	-32.0%
	Fossil	18	1199	1.5	17.6	1.16	1.44	1.61	15	12	11	12.0%
配饰	Tiffany	27	3284	2.1	13.3	2.05	1.60	1.71	13	17	15	6.9%
	Swatch	168	9430	1.7	15.5	32.7	12.0	12.6	5	14	13	5.0%

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	52580	3.9	46.0	4.16	4.35	4.56	10	10	9	4.78%
	宝姿	12	6451	5.8	43.1	0.71	0.95	1.09	16	12	11	15.21%
	安莉芳	2	822	0.9	15.7	0.31	0.24	0.29	7	9	7	20.84%
休闲装	利丰	20	74155	5.5	20.8	0.84	0.99	1.25	24	21	16	25.61%
	波斯登	1	4897	0.7	29.2	0.08	0.14	0.13	8	5	5	-0.84%
	班尼路	5	6118	1.5	26.2	0.47	0.68	0.71	10	7	6	5.04%
	真维斯	2	2341	1.2	27.3	0.49	0.27	0.28	5	8	8	3.72%
	佐丹奴	2	2416	1.3	15.1	0.20	0.17	0.20	8	10	8	16.46%
	李宁	16	16560	7.7	39.6	0.45	0.93	1.15	35	17	14	23.33%
运动装	中国动向	3	19094	2.5	21.7	0.13	0.28	0.33	26	12	10	17.13%
	安踏体育	6	14940	2.9	20.7	0.22	0.48	0.56	28	13	11	18.28%
	特步	3	5632	1.9	34.8	0.10	0.32	0.39	25	8	7	23.02%
	鸿星尔克	0	413	0.5	12.1	0.15	0.03	0.03	1	5	4	2.64%
	宝胜国际	1	2890	0.6	17.9	0.01	0.10	0.12	91	8	7	23.07%
	百丽国际	5	43858	2.9	15.9	0.23	0.31	0.37	22	17	14	18.05%
女鞋	永恩国际	2	4013	2.4	32.7	0.23	0.31	0.37	10	8	7	17.37%
	盈进集团	0	308	0.4	19.9	0.13	0.10	0.14	4	5	4	39.99%
	Walker Group	0	308	0.4	19.9	0.13	0.10	0.14	4	5	4	39.99%
	九兴控股	10	7594	1.3	16.8	0.14	0.94	1.01	66	10	9	7.44%
	鸿国国际	0	62	0.5	19.9	0.28	0.04	0.05	1	4	3	11.67%
	莎莎	3	3660	3.7	33.8	0.16	0.20	0.21	17	13	13	1.98%
首饰	新宇亨得利	2	4631	2.0	23.7	0.17	0.21	0.24	11	9	8	15.31%
	周生生	5	2973	0.9	16.7	0.86	0.72	0.78	6	7	6	8.34%
生产	魏桥	3	3965	0.3	4.5	4.52	0.41	0.42	1	8	8	2.77%
	裕元	18	29582	1.4	18.0	0.22	1.83	2.00	82	10	9	9.32%

资料来源：Bloomberg、招商证券

参考报告：

1、《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：

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。

2、《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。

3、《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。

4、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01：

将公司在时尚产业图谱中定位为时尚性偏高的中低档品牌，根据自建的品牌评价系统详细分析其品牌模式，并通过与国际、香港和国内休闲服品牌从模式和运营数据对比，详细分析公司的发展优势与空间。

5、《美邦服饰—渠道扩张与毛利提升并举 新品牌曙光初现》2008/10/21

6、《纺织服饰行业 09 年投资策略（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。

7、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2

公司最主要的目标是与国内品牌拉开差距，与国际品牌缩小差距。通过详细分析其与国际快速反应最领先品牌的差距，剖析公司未来发展思路。通过这些提升和改进，有望成为国内品牌中真正占据领导地位的一代“才人”。

8、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13

9、《美邦服饰—业绩符合预期 提高优势抢占市场份额的品种》2009/02/27

10、《美邦服饰—品牌系统多管发力 维持高速增长势头》2009/03/27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1100	3314	3242	3780	4026
现金	242	1852	2044	2369	2238
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	0	96	115	136
应收款项	175	414	244	258	365
其它应收款	76	230	136	166	199
存货	420	664	598	719	898
其他	127	153	124	153	191
非流动资产	759	1263	2302	2916	3014
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	289	590	1803	2449	2586
无形资产	103	122	120	118	115
其他	367	550	379	350	312
资产总计	1858	4577	5544	6696	7040
流动负债	1191	1789	2204	2545	1828
短期借款	647	1051	1479	1621	712
应付账款	311	417	517	642	802
预收账款	28	24	62	84	119
其他	204	297	147	198	195
长期负债	0	200	200	200	200
长期借款	0	200	200	200	200
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1191	1989	2404	2745	2028
股本	400	670	670	670	670
资本公积金	13	1278	1278	1278	1278
留存收益	252	639	1191	2004	3064
少数股东权益	3	0	0	0	0
母公司所有者权益	665	2588	3140	3952	5012
负债及权益合计	1858	4577	5544	6696	7040

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	218	470	1484	1547	1676
净利润		588	789	1083	1413
折旧摊销		0	293	375	387
财务费用		0	72	93	44
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	207	(21)	(203)
其它		(118)	124	17	34
投资活动现金流	(338)	(715)	(1411)	(1000)	(500)
资本支出		0	(1500)	(1000)	(500)
其他投资		(715)	89	0	0
筹资活动现金流	142	1793	120	(222)	(1307)
借款变动		0	428	142	(909)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(237)	(271)	(353)
其他		1793	(72)	(93)	(44)
现金净增加额	21	1547	192	325	(131)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3157	4474	5675	7213	9053
营业成本	1930	2434	3096	3820	4771
营业税金及附加	14	21	28	36	45
营业费用	603	944	1197	1529	1919
管理费用	155	189	238	303	398
财务费用	22	48	72	93	44
资产减值损失	3	4	0	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	429	833	1043	1431	1874
营业外收入	9	17	16	19	15
营业外支出	5	10	7	7	5
利润总额	433	841	1051	1444	1885
所得税	69	254	263	361	471
净利润	364	587	789	1083	1413
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	364	588	789	1083	1413
EPS (元)	0.91	0.88	1.18	1.62	2.11

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	59%	42%	27%	27%	26%
营业利润	371%	94%	25%	37%	31%
净利润	437%	61%	34%	37%	31%
获利能力					
毛利率	38.8%	45.6%	45.4%	47.0%	47.3%
净利率	11.5%	13.1%	13.9%	15.0%	15.6%
ROE	54.8%	22.7%	25.1%	27.4%	28.2%
ROIC	28.8%	16.0%	17.4%	19.8%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	43.5%	43.4%	41.0%	28.8%
净负债比率	34.8%	27.3%	30.3%	27.2%	13.0%
流动比率	0.9	1.9	1.5	1.5	2.2
速动比率	0.6	1.5	1.2	1.2	1.7
营运能力					
资产周转率	1.7	1.0	1.0	1.1	1.3
存货周转率	5.2	4.5	4.9	5.8	5.9
应收账款周转率	29.6	15.2	17.2	28.7	29.1
应付账款周转率	7.5	6.7	6.6	6.6	6.6
每股资料(元)					
每股收益	0.91	0.88	1.18	1.62	2.11
每股经营现金	0.54	0.70	2.21	2.31	2.50
每股净资产	1.66	3.86	4.69	5.90	7.48
每股股利	0.25	0.30	0.35	0.40	0.53
估值比率					
PE	31.8	33.0	24.6	17.9	13.7
PB	17.4	7.5	6.2	4.9	3.9
EV/EBITDA	46.5	24.2	15.7	11.6	9.6

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有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。