

张良勇
 86-755-82960140
 zhangly@cmschina.com.cn

广州国光(002045.ZH)/11.12元

2009年8月24日

收购音响品牌，开启转型的第四阶段

电子元器件

目标估值：15元

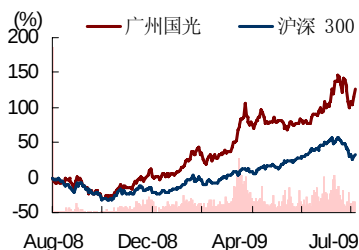
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	25070
已上市流通股(万股)	16165
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	11.4
资产负债率	43.0%
主要股东	广东国光投资有限公司
主要股东持股比例	24.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	65	115
相对表现	19	29	84



相关报告

本文总结了国光发展历史上的四次重要转型。目前国光通过收购品牌音响公司，开拓国内市场，走上了 OEM 与自主品牌并行发展的新阶段，对此次转型我们寄予厚望。预估 09-11 年 EPS 为 0.42、0.60 和 0.74 元，维持“强烈推荐-A”的投资评级，6 个月目标价 15 元。

- 下半年的旺季值得期待。传统上以 OEM/ODM 业务为主的国光上半年收入之比约为 4: 6，今年下半年还有新产品销售较好、出口预期转暖等预期，我们认为下半年的旺季值得期待。我们估计 09 年全年收入增长 9%，净利润增长 20%，在金融危机中交出一份满意的答卷；
- 收购品牌音响公司，开拓国内市场，开启转型的第四阶段。
 - 国光在 05-08 年借助 IPO，顺利完成了从扬声器元件厂到电子音响系统厂的转型，实现收入和利润的双翻番，我们称之为公司转型的第三阶段；
 - 09 年国光开启了转型的第四阶段：以大手笔、绝佳的方案连续收购了国内两家知名的品牌音响公司-美加（爱浪）与爱威，开拓国内市场，走上 OEM 与自主品牌并行发展的新阶段。除了成功切入快速发展的国内市场，国光的扬声器、爱浪与爱威的电子功放能力，实现真正的强强联合，协同效应将会极大的推动合作三方的业务拓展；
- 维持“强烈推荐-A”的投资评级：拓展自主品牌将有效的增厚业绩、提升估值。我们预估国光 2009-2011 年 EPS 分别为 0.42、0.60 和 0.74 元。以 10 年业绩的 25 倍计算，6 个月目标价 15 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	839	984	1068	1401	1743
同比增长	-2%	17%	9%	31%	24%
营业利润(百万元)	83	97	123	174	217
同比增长	40%	17%	27%	41%	24%
净利润(百万元)	79	88	106	150	186
同比增长	53%	12%	20%	42%	24%
每股收益(元)	0.39	0.43	0.42	0.60	0.74
PE	28.3	25.7	26.3	18.6	15.0
PB	3.1	2.9	3.3	2.9	2.6

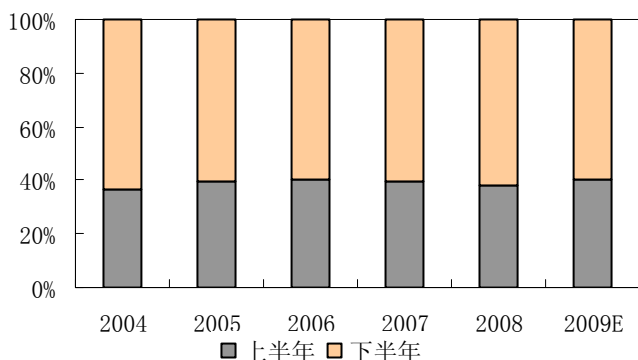
资料来源：招商证券

一、下半年展望：旺季效应明显

对于广州国光而言，预测其销售收入通常有两个重要参考途径：

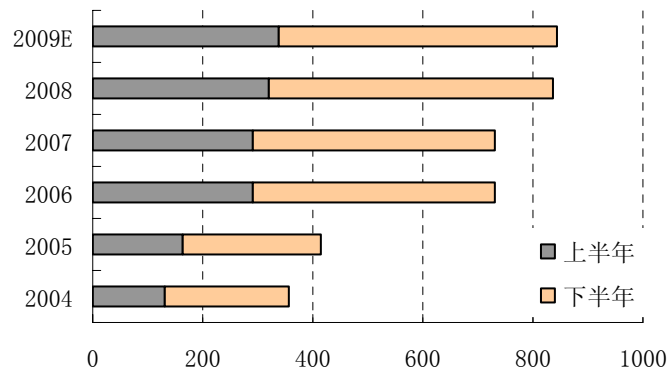
其一、从中期看下半年，包括广州国光在内，以及很多类似的 OEM 代工企业，其上下半年的收入比重常常是 46 开，如图 1 所示，我们统计的国光从 2004 到 2008 年的销售收入，莫不如此。今年下半年还有新产品销售较好、出口预期转暖等预期，预计 2009 年度将发生同样的情形。需要指出的是，我们在图 1-2 中只统计了扬声器和音箱的销售情况，按公司分类的音响业务还包括电子零配件等，不包含在这两张图中。

图 1：上下半年收入分布往往为 4: 6



资料来源：招商证券整理

图 2：历年上下半年的销售额

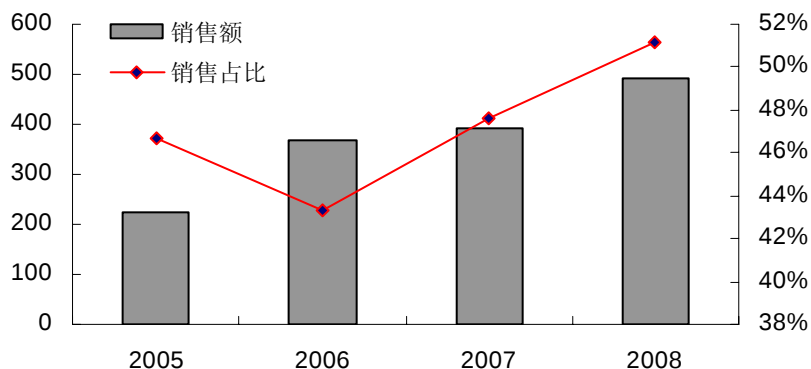


资料来源：招商证券整理

其二、从年末看下一年，由于其大客户销售占比很高、客户的计划性相对较好的特点，国光往往会在 11-12 月份基本敲定下一年度的基本订单。比如 08 年 11 月，国光接到的意向订单基本与上一年度持平，而由于金融危机，这些订单在 09 年的前几个月中都打折执行，随着危机的缓解、客户存货的消化以及欧美返校、圣诞等旺季的即将来临，预计下半年执行的订单将会增加。随着公司对大客户销售的更加集中，这个特点会更加明显。08 年前 5 大客户的销售占比已经超过 50%。

同时根据我们多年的跟踪，公司每年的年度销售都会比上一年年末敲定的订单有所增加，幅度在 10-20% 不等，其中的主要原因是一般在年度内都有部分新产品的销售不在计划之中，而且也可能开拓部分新客户。

图 3：前 5 大客户销售额占比



资料来源：招商证券整理，单位：百万元

二、收购音响品牌公司，开始转型的第四阶段

以我们对国光的观察，我们认为国光此前经历了三次较为重要的转型，或者说在渐进的转型中有三个重要阶段，从 09 年开始伴随着一系列的收购，公司又开始了第四阶段的转型。

1、转型的第一阶段：从内销到 OEM，始于 1988 年

从 1956 年成立的国光广播电声器材厂，到 1980 年广州国光电声器件厂，到 1986 年广州国光电声总厂，国光一直耕耘于内销市场，为国内整机厂配套，80 年代“珠江”牌扬声器和音箱在国内具有极高的知名度。

走上 OEM 始于两个契机：一是给国内配套技术低、售价低，而且坏账高（当时超过 5% 的应收款为永久坏账）；二是当时的外资股东建议发展外向经济，并且给国光引进了第一个海外大客户 GE，GE 提供图纸，国光按图生产，正式开启了 OEM 之路。跨国公司客户订单稳定，信用高，货款回收有保障，此后国光开拓了一系列外资客户，包括 Philips、日美等。到 98 年国光开始给世界音响界公认的顶级厂商 Harman 提供产品，国光的 OEM 道路越走越宽广。

2、第二阶段：从 OEM 到 ODM(1996-2004)

1996 年的国光有一个标志性的事件，国光在美国成立了全资子公司（美子公司），开始引进具有一流设计开发能力的外国籍资深工程师，后来于 2000 年在美子公司成立了研发机构，国光成功的开始了 ODM 之路。

从 OEM 到 ODM 的转变其实是一个渐变的过程，随着设计能力的不断提高，国光从按客户图纸或样板生产，逐渐从客户手中接手了部分设计工作，如从扬声器到分频器、到木箱等等，到最后客户只提供技术及质量要求，不再提供任何设计图纸。如果以 ODM 产品销售比重超过 50% 看，国光的这一阶段转型结束于 2004 年，那一年，国光自行完成全部设计的 ODM 产品在全部分品中所占比例达到了 54.5%。

表 1：国光 OEM、ODM 产品构成比例

产品分类	2002	2003	2004
OEM	65.2%	63.2%	41.2%
ODM	34.4%	34.1%	54.5%
其它	0.4%	2.7%	4.3%
合计	100%	100%	100%

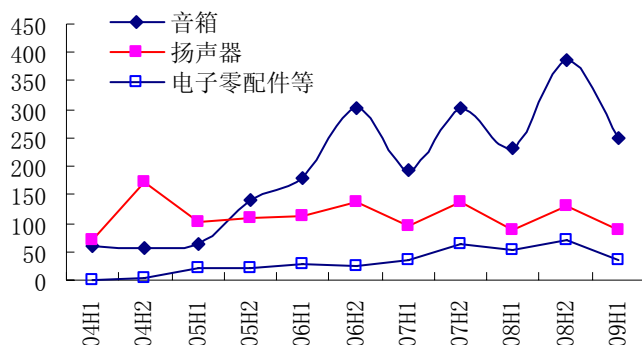
资料来源：招股说明书，其中其它为电声零部件

3、第三阶段从 05 年开始：从扬声器元件厂到电子音响系统厂

（1）第三阶段：从扬声器元件厂到电子音响系统厂。

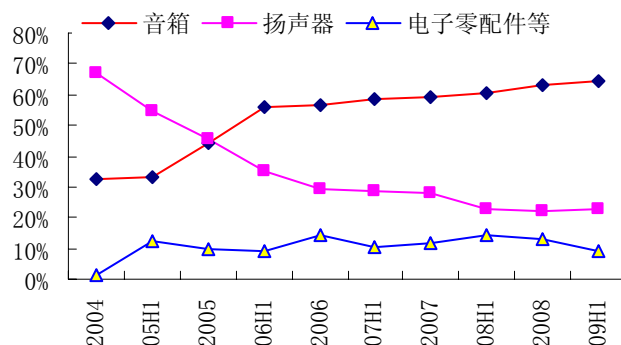
在 05 年前后，也就是公司上市的前后（05 年 4 月 IPO），国光启动了第三阶段的转型：从扬声器元件厂转型为电子音响系统厂。05 年下半年音箱的销售收入第一次超过传统的主导产品扬声器，当季音箱和扬声器的销售收入分别是 1.42 亿和 1.08 亿，音箱的销售占比首次超过一半，达到 52%，扬声器的收入占比则下降到 40%。此后如图 5 所示，音箱的销售占比一直稳步上升，扬声器的销售收入则相对稳定（如图 4），销售占比则一路下降，09 年上半年的占比只有 23%。

图 4：音箱销售收入从 05H2 超过扬声器



资料来源：招商证券整理

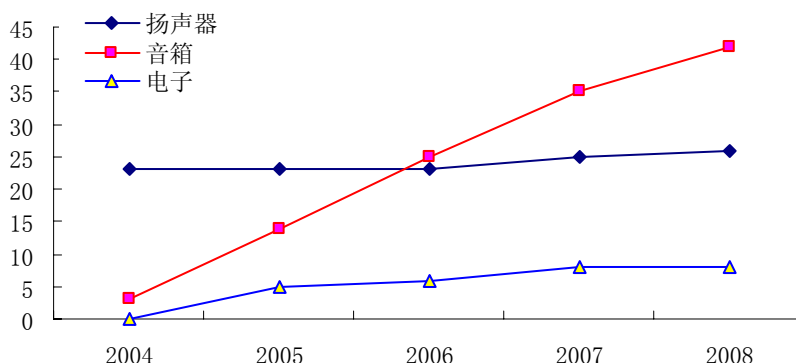
图 5：销售占比图



资料来源：招商证券整理

从各类产品生产角度观察也同样直观。国光 2005 年上市前共有生产线 26 条，其中扬声器 23 条，音箱 3 条，电子加工部分还没有。此后一直到 2008 年，扬声器生产线也只是增加到 26 条而已（日产扬声器能力 30 万只），而音箱生产线已经大幅度增长至 42 条，日产音箱 9 万套。8 条电子插件及功放生产线，日产电子功放能力 2 万套。

图 6：音箱生产线数量大幅度增长



资料来源：招商证券整理，单位：条

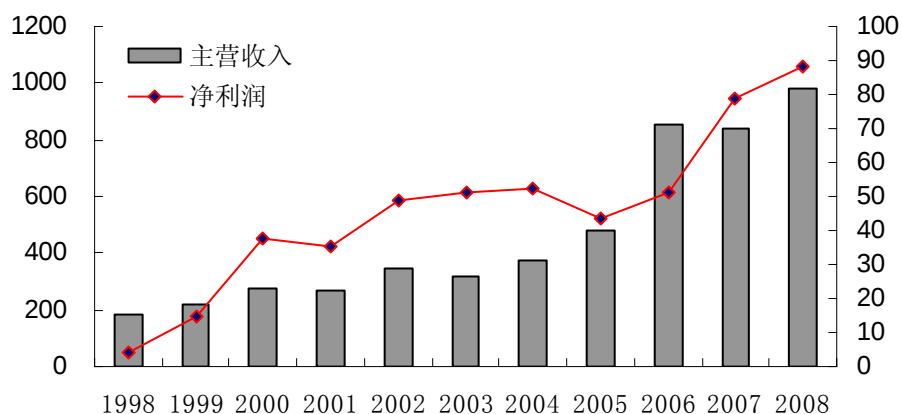
需要指出的是，图 6 的电子插件与功放生产线与图 4 的电子零配件并不是对应关系，后者包含了国光电子的“电池”，以及梧州恒声、广州恒华、广州科苑等子公司对外销售的五金件、塑料件等。

（2）第三阶段再造了一个国光：

经过以上三阶段转型，国光成功的在国内外音响工业中奠定了自己的市场地位。销售收入接近 10 亿元，利润接近 1 亿元。从 1998-2008 年，国光的收入和利润的年均复合增长分别达到了 18%和 35%。

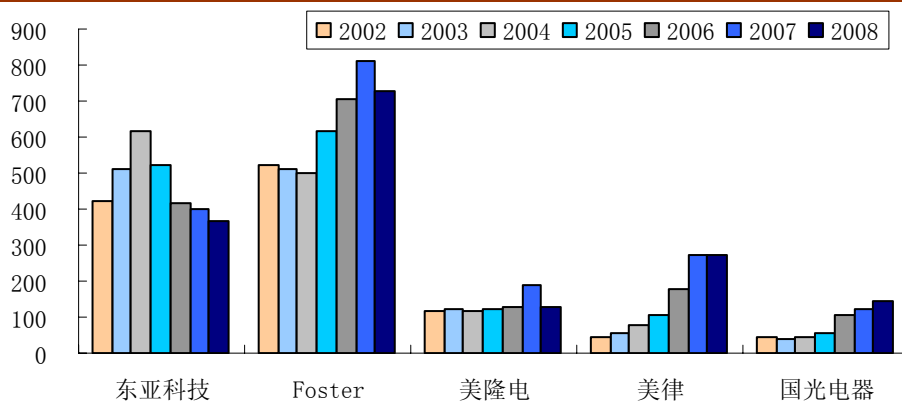
虽然前几个阶段对国光的发展也很重要，但是，从收入和利润增长角度，国光在第三阶段取得的进步最大，收入、利润都实现了翻倍增长，成功的再造了一个国光。其中的重要原因主要是两个：一是 IPO 融资扩大产能，“释放了压抑已久的产能（参见我们 05 年撰写的国光 IPO 深度报告）”，二是依靠转向音响系统的生产，迅速的扩大了销售规模。

图 7：国光历年收入与利润（1998-2008）



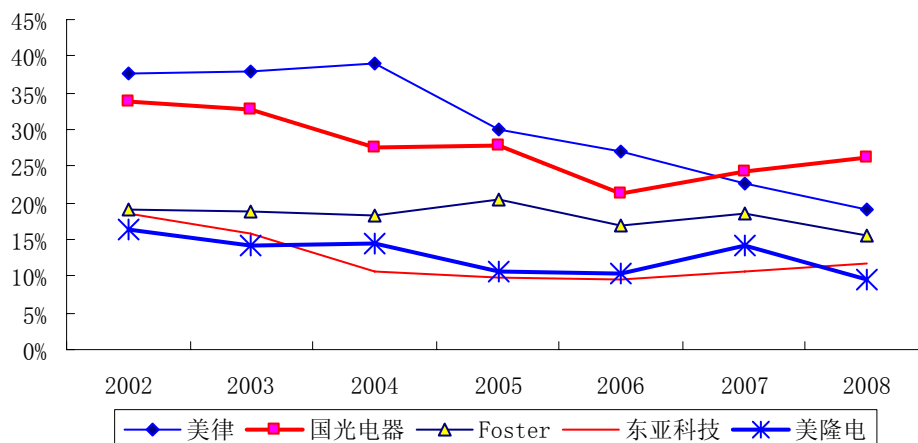
资料来源：招商证券整理 单位：人民币百万元

图 8：同业销售收入规模对比



资料来源：招商证券整理，单位：百万美元

图 9：国光毛利率已超越美律



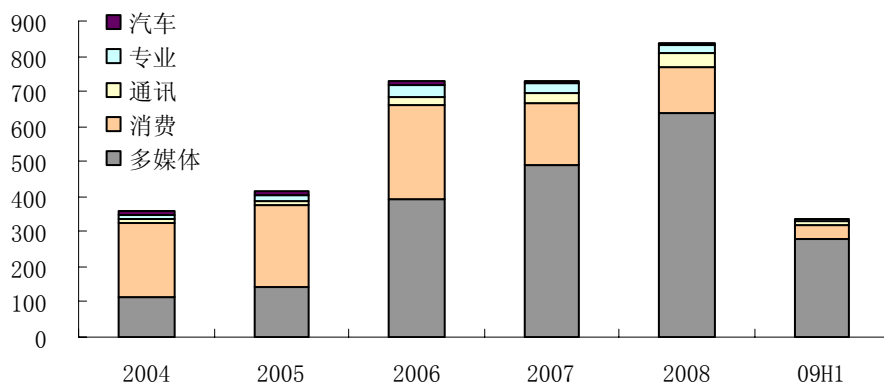
资料来源：招商证券整理

（3）第三阶段的另外一个转型特点：多媒体产品销售占比日益提高

从 06 年开始国光的多媒体类扬声器及音箱系统的销售及销售占比都得到大幅度提高，销售收入从 04 年的 1.12 亿元增长至 08 年的 6.39 亿元，而同期消费类产品从 2.1 亿元下降至 1.28 亿元。多媒体销售占比在 08 年达到 66%，消费类只有 13%，而且这种变

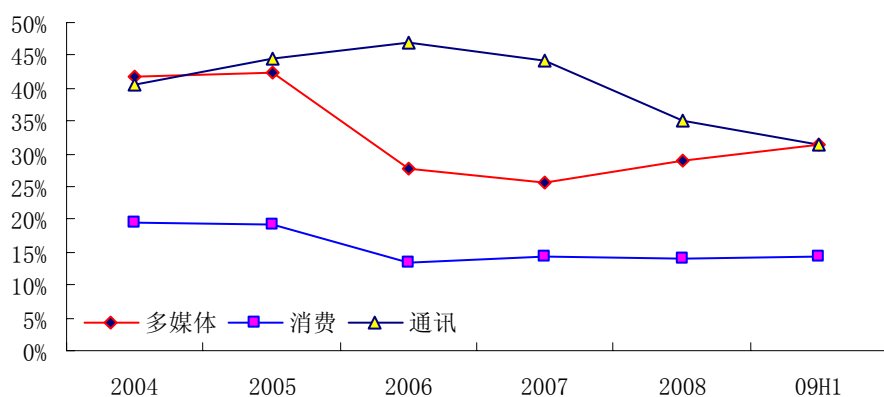
化趋势在 09 年上半年继续维持，前者比重进一步提升至 75%。此外，由于结构及规模因素，多媒体类产品的毛利率也在稳步提升，这是我们预测公司增长的基础之一。

图 10：多媒体类产品销售占比日益提高



资料来源：招商证券整理 单位：人民币百万元

图 11：多媒体的毛利率也有稳步提升



资料来源：招商证券整理

4、转型的第四阶段从 09 年开始：OEM/OEM 与品牌并举

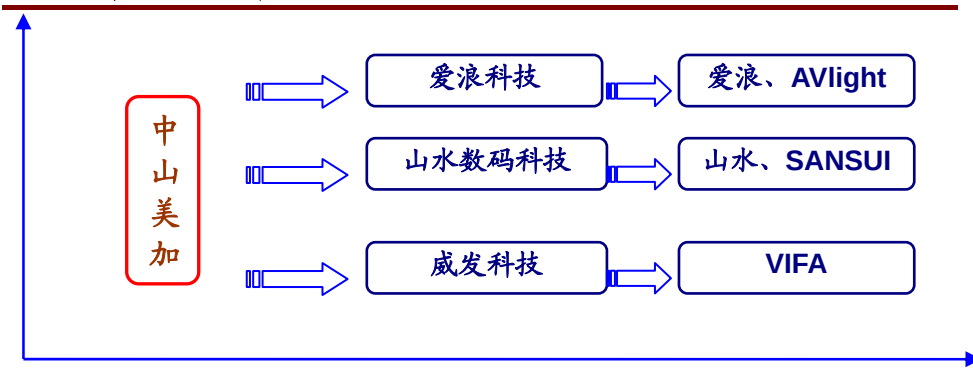
适应国内消费水准的提高，公司开始考虑自主品牌及内销业务是必然之举。继连续收购国内两家知名音响品牌公司（美加与爱威）后，国光前日又公告称拟定向增发，增加 13 万套自主品牌音响的生产能力，预计达产收入 4.55 亿元，净利润 5465 万元。我们估计以上增加的部分包含美加与爱威的现有产能。

（1）收购中山美加

中山美加实际是三个公司的整合，整合完毕后该公司拥有爱浪（AVlight）与威发（VIFA）两个品牌的永久使用权，以及日本山水（SANSUI）品牌截止 2011 年 12 月 31 日的使用权。

- 美加在全国拥有近 2000 家的特约经销商，这是一笔宝贵的渠道财富；
- 在目前美加的收入中，山水的贡献度较高；整体的收入规模 2008 年度 1.44 亿元；
- 美加原有股东的业绩承诺：09-11 年 500、1500、2500 万元。
- 收购价 1.08 亿元。原股东用收购价款以 10 元价格从国光控股股东买入国光股票 1080 万股，成为国光的战略投资者，同时将所持国光股份质押给国光投资，质押期 3 年。

图 12: 中山美加品牌结构



资料来源：招商证券

（2）收购中山爱威 AIVIN

爱威拥有 17 年的音响及功放研发生产经历，拥有一支超过 60 人的电子、软件研发人才队伍，在国内功放领域具有较高成就。收购爱威将大大增强国光在电子方面的设计能力，尤其是数字电子编码技术，大功率数字电子功放技术，将非常有助于国光开拓专业音响市场。

国光在 IPO 项目中投入到专业音响业务约 4800 万元，其中包括收购一家国外的专业音响公司 KV2，在 06-08 年累计实现收入 7700 万元，累计净利润 334 万元。由于该业务的高技术特点，应该说进展一般。我们期望爱威团队的加入能够给国光的专业音响业务带来实质性的迅速提升。

- 目前的收入规模大约在 5000 万元左右；
- 业绩承诺：09-11 年 200、600、1000 万元；
- 收购价：不超过 2800 万元。收购价款通过交易所直接从二级市场购买国光股票，并锁定至 2012 年 4 月 30 日，同时将所购股份质押给国光投资，质押期 3 年。以 2011 年承诺业绩看，收购爱威的代价似乎要比收购美加划算。

（3）真正的强强联合与协同效应

国光的扬声器能力，加上美加、爱威的电子能力，这三方的合作是真正的强强联合，而且能够产生充分的协同效应。据我们了解，此前国光给美加继爱威配套的扬声器寥寥无几，收购之后在扬声器以及音箱箱体等配件方面能给国光的现有业务带来实质性提升。

（4）增发项目

公司拟以 9.96 元价格非公开发行不超过 3500 万股，用于新增 13 万套音响产品技改，以及偿还银行贷款 1 亿元。其新增 13 万套音响产品技改项目投资估算如下表：

表 2: 13 万套音响项目总投资估算表

序号	项目	投资额	占比
1	固定资产投资	6803	25.6%
2	无形资产投资	1200	4.5%
3	营销网络建设	5010	18.97%
4	流动资金	12068	45.5%
5	原有固定资产投入	1470	5.5%

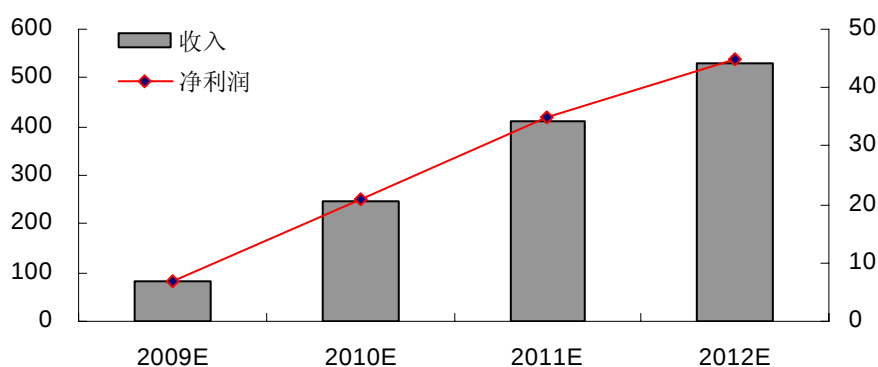
资料来源：公司公告

- 该增发项目的直接建设对象是美加和爱威;
- 该项目利用公司在花都国光工业园的厂房(厂房投入 1470 万元), 序号 1 的固定资产投资估计大都是设备;
- 13 万套音响产品包含美加和爱威的现有产能。由此项目估算的销售收入 4.55 亿元以及 5465 万元的净利润预期包含美加和爱威的现有收入和盈利能力, 并非在前两者基础上完全新增。

(5) 品牌业务盈利预估

从两次收购对方所作的业绩承诺来看, 国内知名音响品牌的盈利能力应该说值得期待, 与国光自己 07-08 年平均约 9.2% 的净利率基本相当, 甚至略高。简单的盈利预估可以直接参照业绩承诺: 09-11 年每年合计为: 700、2100、3500 万元。

图 13: 品牌业务盈利预估



资料来源: 招商证券 单位: 百万元

三、盈利预测与估值

1、中期业绩回顾

国光 09 年中期销售收入 3.86 亿元, 净利润 3299 万元, 收入基本没增长, 受益于毛利率的提升, 净利润实现了 24% 的增长, 属于电子股中为数甚少的没受到金融危机大幅冲击的公司。

表 3: 08 年中期业绩回顾

(百万元)	08H1	08H2	09H1	同比	环比
营业收入	383	602	386	1%	-36%
营业毛利	100	159	113	13%	-29%
营业费用	18	21	17	-4%	-21%
管理费用	37	43	38	0%	-12%
财务费用	18	14	13	-25%	-3%
投资收益	6	2	0	-94%	-81%
营业利润	30	67	35	17%	-47%
所得税	7	4	4	-48%	-17%
归属母公司净利润	27	62	33	24%	-47%
EPS (元)	0.11	0.25	0.13		

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 4: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	158	225	308	294	159	227
营业毛利	45	55	80	79	46	66
营业费用	9	9	10	11	7	10
管理费用	19	19	21	21	18	20
财务费用	10	7	9	4	6	7
投资收益	4	2	2	0	0	1
营业利润	13	18	38	29	14	21
所得税	4	3	4	0	3	1
归属母公司净利润	12	15	34	28	12	21
EPS (元)	0.05	0.06	0.13	0.11	0.05	0.08
主要比率						
毛利率	28.8%	24.3%	25.9%	26.8%	29.2%	29.2%
营业费用率	5.4%	4.0%	3.4%	3.8%	4.4%	4.4%
管理费用率	11.8%	8.4%	6.9%	7.2%	11.1%	8.8%
营业利润率	7.9%	7.8%	12.3%	9.8%	9.0%	9.2%
净利率	7.3%	6.7%	10.9%	9.6%	7.6%	9.2%
YoY						
收入	-3%	32%	22%	16%	1%	1%
归属母公司净利润	-7%	93%	40%	-18%	5%	39%

资料来源: 招商证券

2、盈利预测

盈利预测基本假设: 我们的基本假设三个变化:

- (1) 增加品牌业务的假设, 我们估计 09-11 年国光的品牌业务分别实现 0.8、2.5 和 4 亿元的销售额; 净利润简单按承诺业绩预估;
- (2) 其它业务收入主要只国光工业园的厂房出租, 由公司拓展事业部运营;
- (3) 6 月开始的出口退税预计年化计算能增加业绩 1500-2000 万元;

表 5: 盈利预测基本假设

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	扬声器	234	217	221	243	267
	音箱	497	620	624	749	899
	电子零配件	96	126	120	135	152
	其它业务(租金收入)	12	22	24	25	26
	品牌			80	250	400
营业成本	扬声器	169	176	177	194	214
	音箱	389	439	424	509	611
	电子零配件	72	101	92	104	117
	其它业务(租金收入)	5	10	10	10	10
	品牌			60	183	288
毛利率	扬声器(%)	28%	19%	20%	20%	20%
	音箱(%)	22%	29%	32%	32%	32%
	电子零配件(%)	25%	20%	23%	23%	23%
	其它业务(租金收入)	56%	55%	59%	60%	60%
	品牌			25%	27%	28%

资料来源: 招商证券

表 6: 盈利预测简表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	856	839	984	1068	1401	1743
营业成本	674	636	726	763	992	1231
营业费用	40	28	39	48	63	87
管理费用	65	75	80	107	140	174
财务费用	15	35	31	27	31	34
营业利润	59	83	97	123	174	217
利润总额	60	92	101	127	180	223
所得税	9	11	11	19	27	33
归属于母公司净利润	51	79	88	106	150	186
EPS (元)	0.32	0.39	0.43	0.42	0.60	0.74

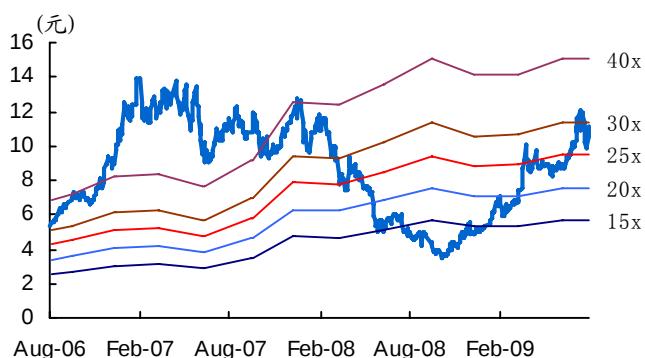
资料来源: 招商证券

3、估值

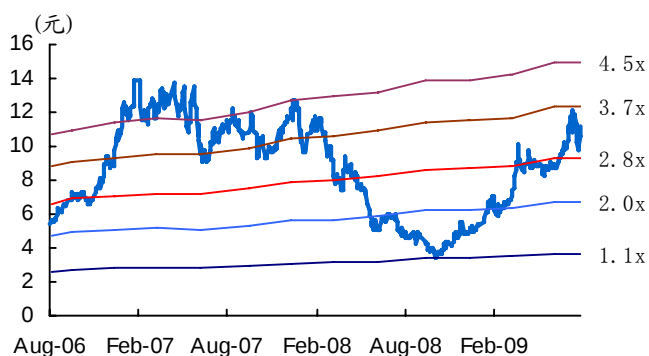
我们预估国光 09-11 年 EPS 分别为 0.42、0.60 和 0.74 元。按 10 年业绩的 25 倍计算, 我们认为国光的合理估值为 15 元, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

对国光估值的两点讨论:

- (1) 历史上的国光估值一直不高, 原因主要有两点, 一是投资者认为国光是代工企业, 没有自己的品牌; 二是将扬声器及音箱系统当家电行业。对这两点我们认为值得商榷。尽管是代工, 但毛利不低 (15-40% 的毛利率, 不同的产品毛利率不同)、没有坏账、经营性现金流很好, 而且收购完成后将开始经营自己的品牌。同时, 扬声器与音响是有核心技术的, 与传统的、主要靠组装的家电企业完全不同。
- (2) 8 月 5 日公司第二大股东 PRDF 减持了 154 万股。市场一度对此有负面反应。我们认为该外资股东的行为并非对公司业务的不看好, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

图 14: 广州国光历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 15: 广州国光历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

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	604	709	635	815	1001
现金	78	130	50	50	50
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	1	4	0	0	0
应收款项	321	320	365	478	595
其它应收款	23	20	21	28	35
存货	157	220	184	239	297
其他	21	14	15	20	25
非流动资产	801	871	922	974	1022
长期股权投资	54	53	53	53	53
固定资产	447	559	625	685	740
无形资产	91	86	77	70	63
其他	209	173	167	167	167
资产总计	1404	1580	1557	1789	2023
流动负债	384	533	434	558	658
短期借款	101	202	228	290	326
应付账款	178	156	168	218	271
预收账款	23	22	15	20	25
其他	81	153	23	30	37
长期负债	283	243	243	243	243
长期借款	281	243	243	243	243
其他	1	0	0	0	0
负债合计	666	776	677	801	901
股本	200	204	250	250	250
资本公积金	222	226	226	226	226
留存收益	288	347	375	480	610
少数股东权益	28	27	29	33	36
母公司所有者权益	710	777	851	956	1086
负债及权益合计	1404	1580	1557	1789	2023

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	103	54	162	134	174
净利润		88	106	150	186
折旧摊销		0	62	67	72
财务费用		0	27	31	34
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(40)	(123)	(126)
其它		(35)	6	9	9
投资活动现金流	(204)	(129)	(120)	(120)	(120)
资本支出		0	(120)	(120)	(120)
其他投资		(129)	0	0	0
筹资活动现金流	111	120	(123)	(14)	(54)
借款变动		0	(63)	62	35
普通股增加		0	46	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(78)	(45)	(56)
其他		120	(28)	(31)	(34)
现金净增加额	10	44	(80)	0	0

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	839	984	1068	1401	1743
营业成本	636	726	763	992	1231
营业税金及附加	0	3	0	0	0
营业费用	28	39	48	63	87
管理费用	75	80	107	140	174
财务费用	35	31	27	31	34
资产减值损失	(9)	15	0	0	0
公允价值变动收益	2	(1)	0	0	0
投资收益	7	8	0	0	0
营业利润	83	97	123	174	217
营业外收入	9	6	4	6	6
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	92	101	127	180	223
所得税	11	11	19	27	33
净利润	80	90	108	153	189
少数股东损益	2	2	2	3	4
母公司所有者净利润	79	88	106	150	186
EPS (元)	0.39	0.43	0.42	0.60	0.74

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-2%	17%	9%	31%	24%
营业利润	40%	17%	27%	41%	24%
净利润	53%	12%	20%	42%	24%
获利能力					
毛利率	24.2%	26.3%	28.6%	29.2%	29.4%
净利率	9.4%	9.0%	9.9%	10.7%	10.6%
ROE	11.1%	11.4%	12.5%	15.7%	17.1%
ROIC	9.0%	8.5%	9.5%	11.5%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	47.5%	49.1%	43.5%	44.8%	44.5%
净负债比率	29.3%	33.8%	30.2%	29.8%	28.1%
流动比率	1.6	1.3	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	4.6	3.8	3.8	4.7	4.6
应收帐款周转率	2.6	3.1	3.1	3.3	3.2
应付帐款周转率	3.7	4.3	4.7	5.1	5.0
每股资料(元)					
每股收益	0.39	0.43	0.42	0.60	0.74
每股经营现金	0.52	0.26	0.65	0.54	0.69
每股净资产	3.55	3.80	3.40	3.82	4.33
每股股利	0.14	0.10	0.13	0.18	0.22
估值比率					
PE	28.3	25.7	26.3	18.6	15.0
PB	3.1	2.9	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	4.3	3.8	2.8	2.2	1.8

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

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

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。