

强烈推荐-A (首次)

宏源证券 000562.SZ

目标估值: 22.00 元

当前股价: 16.22 元

2010 年 5 月 25 日

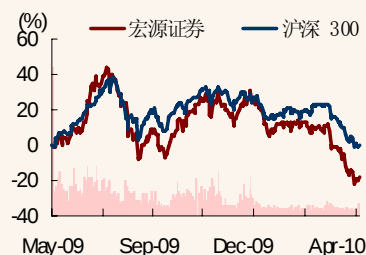
根正苗红的新疆蓝筹股

基础数据

上证综指	2584
总股本(万股)	146120
已上市流通股(万股)	146117
总市值(亿元)	230
流通市值(亿元)	230
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	18.2
资产负债率	74.0%
主要股东	中国建银投资
主要股东持股比例	66.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-35	-18
相对表现	-2	-11	-19



相关报告

罗毅 CFA

86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

研究助理

洪锦屏

86-755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn

作为根正苗红的新疆券商股,宏源证券将充分受益于新疆经济的崛起,未来 5 年业绩增长明确,当前估值没有完全体现公司的发展前景,给与强烈推荐 A 评级。

- 新疆资本市场将随经济起飞迈入快速追赶阶段,宏源证券将最大程度参与和分享新疆经济和资本市场的崛起。预计新疆 2015 年人均 GDP 将达到全国水平,其 5 年复合增长率 12.8%,期间居民的金融需求将步入 S 曲线的加速上升阶段,人均交易量仅占全国水平 38%的证券行业将迎来快速增长期。宏源证券作为在新疆拥有 60%市场份额的垄断券商,经纪业务收入的增长将成为其业绩超越同业的最重要推动力。
- 独具优势的新疆地区垄断券商。2009 年宏源证券在新疆的 21 家营业部占据疆内 60%的经纪业务市场份额,在乌鲁木齐、克拉玛依、伊宁等相对繁荣地区的优势地段建立了营业网点,同时在哈密、喀什等其他券商鞭长莫及的空白地带也耕耘多年,09 年申请新设的 11 家营业部全部是在五家渠市、呼图壁县、玛纳斯县等尚无证券营业部的盲点地带提前排兵布阵,多年的品牌优势根基深厚。
- 新疆的佣金费率较东部沿海地区有大幅溢价。宏源证券 09 年疆内和疆外的佣金费率分别为 0.21%和 0.1%,整体 0.138%。在新疆经济起飞过程中,新进入者的增多将导致竞争激烈使手续费率面临一定压力,仍将长期享有溢价优势。首先,经过 09 年的非正常环境下的大幅下降,手续费率短期内将企稳;其次,根据证监会新设营业部的思路,乌鲁木齐等地的营业部密度较大,将引导券商向其他空白地带发展,从而使手续费竞争程度降低;再次,费率下降不可避免,但预计 5 年内仍将高于沿海地区 50 个基点以上。
- 具有业绩支撑的新疆蓝筹股,给与强烈推荐评级。作为最根正苗红的新疆板块受益股,与其他新疆主题概念股相比,公司 PE 不到 20 倍,未来增长确定,价值低估明显,地域金融概念将助其走出超越券商板块的个股行情。我们预计 2010 年至 2015 年公司的 EPS 分别为 0.88 元、1.1 元、1.27、1.71、1.92 和 2.13 元,参考同期新疆概念股票估值水平,宏源当前不到 20 倍的 PE 完全没有体现其将受益于新疆崛起的发展前景,我们认为应当给予其超越券商平均水平的 25 倍 PE,目标价 22 元,给与强烈推荐评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	15.98	29.20	35.05	41.28	46.98
同比增长	-64%	83%	20%	18%	14%
营业利润(亿元)	7.36	15.65	17.23	21.86	26.76
同比增长	-77%	113%	10%	27%	22%
净利润(亿元)	5.42	11.52	12.86	16.32	19.99
同比增长	-73%		12%	27%	22%
每股收益(元)	0.37	0.79	0.88	1.12	1.37
PE	43.84	20.53	18.43	14.52	11.85
PB	4.76	3.62	3.15	2.69	2.23

资料来源:招商证券

正文目录

核心观点:	3
一、新疆资本市场将随经济起飞步入快速追赶阶段	3
1.未来 5 年新疆经济增速将领先全国	3
2.新疆证券业发展将步入快速增长阶段	4
二、宏源证券-新疆板块中的蓝筹股	6
1.独具优势的新疆地区垄断券商	6
2.具有业绩支撑的新疆蓝筹股	8

图表目录

图 1: 新疆的人均 GDP 落后全国平均水平 20%	4
图 2: 资产证券化程度资产与人均 GDP 的 S 曲线	4
图 3: 新疆的人均金融指标中, 交易量与全国平均水平差异最大	5
图 4: 宏源证券经纪业务收入将大幅受益于新疆经济崛起	6
图 5: 宏源证券历史 PE Band	9
图 6: 宏源证券历史 PB Band	9
表格 1: 新疆未来 5 年人均 GDP 增速测算 (假设 2015 年新疆达到全国平均水平)	3
表格 2: 部分省份金融业产值与 GDP 比重 (2007 年)	4
表格 3: 新疆的证券交易量与 GDP 的比值大幅低于全国平均水平	5
表格 4: 其他券商在新疆的营业部主要分布在乌鲁木齐	7
表格 5: 宏源证券未来 5 年经纪业务收入测算	7
表格 6: 宏源证券未来 5 年盈利预测	8
表格 7: 估值对比表	9

核心观点:

近期中央召开的新疆工作会议及国家领导人对支持新疆建设的明确表态、各省领导人的积极造访点燃了资本市场对新疆板块的投资热情,那么此次新疆板块的崛起是否只是资本市场对于政策导向和预期的共振中一次普通的行情呢?

我们的答案是:事实远非仅此而已!

从更广阔和宏观的视野来看,此次政府对新疆大力投资有其深刻的历史使命和责任。在当前滞胀端倪初现的经济格局下,要维持经济增长同时有效防范通胀风险,就需要把货币投入到更有效率和承载能力的领域和地区。东部地区在 30 年的改革开放过程中,其资源、人口、技术和资本的各要素投入都接近饱和,在新一轮技术革命出现之前,继续高速增长的内生动力已然疲软,而西部地区将成为承接产业转移、拉动新一轮投资的接力者。而选择新疆有其历史必然性。新疆资源丰富、土地辽阔,同时在缓和社会矛盾、维护安定团结、塑造国际形象、缩小贫富差距等方面有重要意义,把新疆建设好,其意义不可限量。因此,对此次新疆板块投资机会的把握,远不是以前的短期炒作思路所能涵盖,而应寻找能真正能在新疆经济崛起过程中长期受益的公司。

宏源证券作为在新疆地区具有垄断地位的券商,将最大程度参与和分享新疆经济和资本市场的崛起。宏源证券目前在新疆拥有 21 家营业部和 11 家证券服务部,占据疆内 60% 的经纪业务市场份额,作为总部在新疆的证券公司,多年的精耕细作培育了深厚的地方关系网络和项目储备,业务牌照齐全,平台建设完善,资管和投行业务快速起步。控股股东建银投资的中央背景和深植新疆的地缘优势,将使宏源证券成为最根正苗红的新疆板块受益股。与其他新疆主题概念股相比,公司 PE 不到 20 倍,未来增长确定,价值低估明显,地域金融概念将助其走出超越券商板块的个股行情。

一、新疆资本市场将随经济起飞步入快速追赶阶段

1. 未来 5 年新疆经济增速将领先全国

在 5 月 17 日至 19 日召开的中央新疆工作会议中,胡总书记指出要全面推进新疆的经济建设、政治建设、文化建设、社会建设以及生态文明建设和党的建设,到 2015 年使新疆人均地区生产总值达到全国平均水平。目前,新疆的人均 GDP、收入等指标大幅落后于全国平均水平,在中央的明确指引和支持下,新疆将进入 5 年的快速追赶阶段。

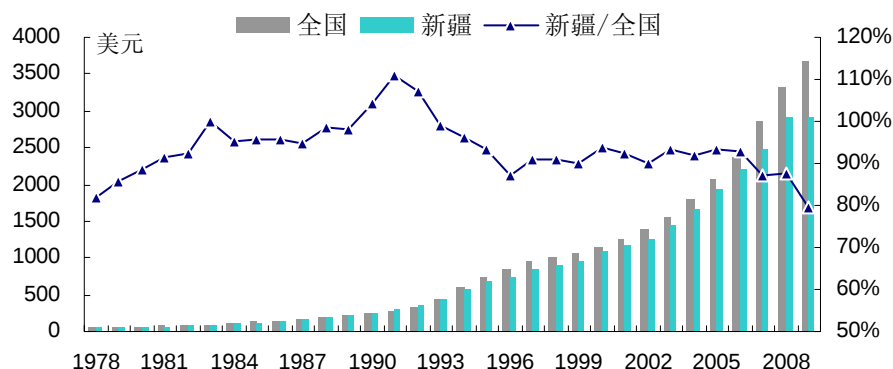
新疆 2009 年 GDP 总量为 4274 亿元,人均约 2917 美元,较全国的平均水平 3679 美元的差距在 20%。如果假设未来 2010-2015 年全国的人均 GDP 平均增速 8.5%,那么新疆要赶上全国的平均水平,未来 5 年的复合经济增速为 12.8%。这 5 年中,新疆的人均 GDP 将从 2900 多美元增长至 6000 美元,增幅超过 1 倍,在经济发展的这一阶段中,资本市场的发展和居民的金融需求开始进入加速上升的时期。

表格 1: 新疆未来 5 年人均 GDP 增速测算 (假设 2015 年新疆达到全国平均水平)

全国	6%	7%	8%	8.50%	9%	10%
新疆	10.18%	11.22%	12.26%	12.78%	13.30%	14.34%

资料来源:招商证券研发中心

图 1: 新疆的人均 GDP 落后全国平均水平 20%

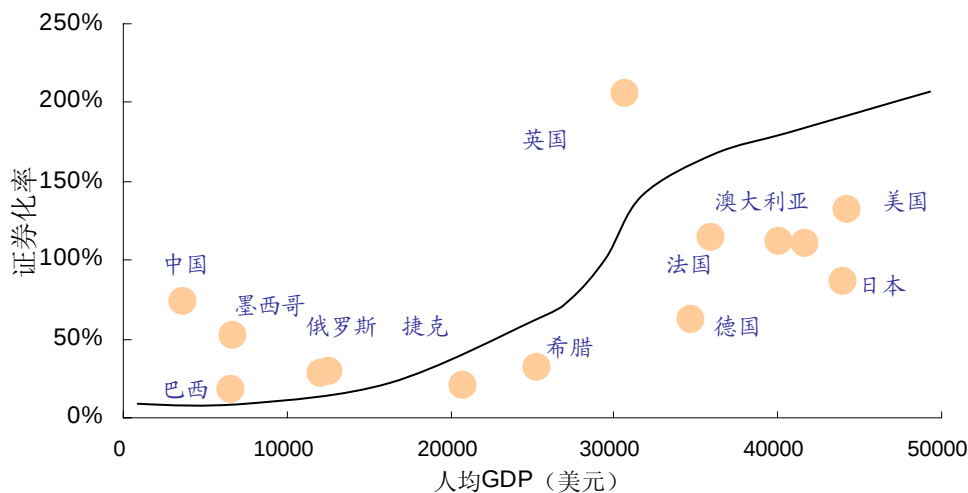


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 新疆证券业发展将步入快速增长阶段

以人均 GDP 和证券化率（股票市值与 GDP 的比值）为坐标描绘的 S 曲线显示，人均 GDP 超过 1000 美元之后，居民温饱需求满足之余开始积累资产配置和管理的金融需求，人均 GDP 超过 10000 美元之后，对金融服务的需求将出现爆发式的增长。

图 2: 资产证券化程度资产与人均 GDP 的 S 曲线



资料来源: 招商证券研发中心

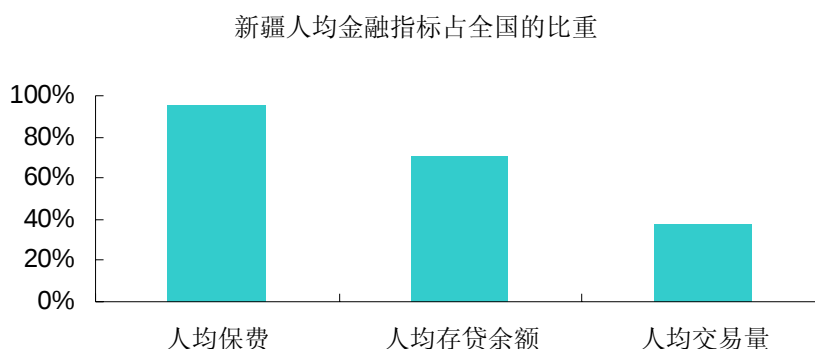
表格 2: 部分省份金融业产值与 GDP 比重 (2007 年)

单位: 亿元	全国	广东	浙江	辽宁	湖北	山西	陕西	四川	新疆
GDP	246619	31084	18780	11024	9231	5733	5466	10505	3523
第三产业	100054	13450	7646	4037	3886	2025	1909	3832	1247
第三产业/GDP	40.6%	43.3%	40.7%	36.6%	42.1%	35.3%	34.9%	36.5%	35.4%
金融产业增加值	11057	1798	1123	299	337	160	176	359	149
金融产业增加值/第三产业	11.1%	13.4%	14.7%	7.4%	8.7%	7.9%	9.2%	9.4%	12.0%
金融产业/GDP	4.5%	5.8%	6.0%	2.7%	3.7%	2.8%	3.2%	3.4%	4.2%

资料来源: 《中国统计年鉴》，招商证券研发中心

从全国范围来看，新疆虽然总体经济产值偏小，但金融产业的基础结构相对不错，在此轮全国支持的投资建设中，金融业已经具备起飞的条件，尤其是证券产业。新疆的人均存贷款余额和保费收入略微落后于全国平均水平（人均存贷余额为全国的 71%，人均保费为全国的 95%），而证券交易量相对于 GDP 的比例仅为全国的一半，人均交易量为全国的 38%，证券业的活跃程度远低于其他两个金融产业，那么在此轮经济建设和金融发展的过程中，证券产业追赶和上升的幅度也将大幅超越其他产业。我们预计 5 年内新疆地区证券交易量与 GDP 的比值将逐步上升至全国平均水平，而我国整体也处于金融 S 曲线的加速度提升阶段，那么到 2015 年新疆的交易量/GDP 的比值上升至 2.5 的水平是非常合理的推测。

图 3：新疆的人均金融指标中，交易量与全国平均水平差异最大



资料来源：WIND，招商证券研发中心

表格 3：新疆的证券交易量与 GDP 的比值大幅低于全国平均水平

单位：亿	全国交易量	全国 GDP	交易量/GDP	新疆交易量	新疆 GDP	交易量/GDP
2009	640608	335,353	191%	4087	4,274	96%
2008	371231	314,045	118%	2045	4,203	49%
2007	567670	265,810	214%	3404	3,523	97%
2006	130652	216,314	60%	636	3,045	21%
2005	30453	184,937	16%	650	2,604	25%

资料来源：WIND，招商证券研发中心

二、宏源证券-新疆板块中的蓝筹股

1. 独具优势的新疆地区垄断券商

作为独具优势的新疆地区垄断券商，宏源证券将伴随着新疆经济的起飞一同崛起，经纪业务的强劲增长是其业绩爆发的最重要推动力。宏源证券 2009 年底拥有 55 家证券营业部（其中 21 家位于新疆）和 11 家服务部（全部位于新疆），在 09 年 9 月又获得在疆内 11 个市再新设 11 家营业部的资格，随着公司逐步将服务部翻牌成为营业部，公司将在新疆拥有 43 家营业部。公司 2009 年的手续费收入中，48% 来自新疆地区，因受七五事件影响略有下滑，2008 年新疆地区手续费收入占比达到 57%。在当前竞争对手进入迟缓、公司新设营业部陆续开业并具有先行优势的情形下，疆内经纪业务市场份额有望从当前的 60% 进一步提升，垄断优势无可替代。

我们构造以下模型来测算宏源证券未来 5 年的经纪业务收入和盈利情况。

图 4：宏源证券经纪业务收入将大幅受益于新疆经济崛起



资料来源：招商证券研发中心

- 如前测算，假设全国 5 年人均 GDP 平均增速 8.5%，5 年后新疆要达到全国平均水平，至少每年增长 12.8%，2015 年人均 GDP 将超过 6000 美元，GDP 总量可翻一番，达到 8600 亿元人民币。
- 2009 年新疆交易量与 GDP 的比值 0.96，是全国平均水平的一半，随着国家资源的投入，经济起飞必然带动证券市场的活跃和交易需求的增加，同时从全国各地涌入的人流、物流、资金流在此汇集涌动，其他地区的交易需求也将随之向新疆转移。考虑我国整体尚处于证券化率提升的 S 曲线的加速阶段，金融纵深化程度将进一步提高，预计未来 5 年内新疆交易量与 GDP 的比值将逐步赶上当前全国 1.9 的水平，并最终提升至 2.5。
- 2009 年宏源证券在新疆的 21 家营业部占据疆内 60% 的经纪业务市场份额，在乌鲁木齐、克拉玛依、伊宁等相对繁荣地区的优势地段建立了营业网点，同时在哈密、喀什等其他券商鞭长莫及的空白地带也耕耘多年，09 年申请新设的 11 家营业部全部是在五家渠市、呼图壁县、玛纳斯县等尚无证券营业部的盲点地带提前排兵布阵。目前公司的竞争对手在新疆的营业部主要分布在乌鲁木齐，除华融、长江和湘财证

券外，其他均有且仅有一家营业部，根本无从谈起网络优势和网点规划，即使在兵家重地的乌鲁木齐，宏源也拥有 10 家营业部，多年的品牌优势难以撼动。因此我们预计公司在新疆地区的垄断优势在较长时间内都将保持。我们预计宏源在新疆的市场份额在前两年保持不变，随后在竞争中逐步下降至 50% 后稳定（注意，这是一个合理的保守的预测）。

表格 4：其他券商在新疆的营业部主要分布在乌鲁木齐

营业部名称	城市
华融证券股份有限公司乌鲁木齐人民路证券营业部	乌鲁木齐
华融证券股份有限公司克拉玛依独山子证券营业部	克拉玛依
华融证券股份有限公司阿克苏东大街证券营业部	阿克苏
长江证券股份有限公司乌鲁木齐光明路证券营业部	乌鲁木齐
长江证券股份有限公司克拉玛依独山子大庆西路证券营业部	克拉玛依
湘财证券有限责任公司新疆乌鲁木齐克拉玛依证券营业部	乌鲁木齐
湘财证券有限责任公司库尔勒人民东路证券营业部	库尔勒
国泰君安证券股份有限公司乌鲁木齐建设路证券营业部	乌鲁木齐
海通证券股份有限公司乌鲁木齐友好北路证券营业部	乌鲁木齐
平安证券有限责任公司乌鲁木齐市人民路证券营业部	乌鲁木齐
光大证券股份有限公司乌鲁木齐解放北路证券营业部	乌鲁木齐
中国银河证券股份有限公司乌鲁木齐解放北路证券营业部	乌鲁木齐
金元证券股份有限公司乌鲁木齐黄河路证券营业部	乌鲁木齐
申银万国证券股份有限公司乌鲁木齐光明路证券营业部	乌鲁木齐
中国民族证券有限责任公司乌鲁木齐人民路证券营业部	乌鲁木齐
广发证券股份有限公司乌鲁木齐北京南路证券营业部	乌鲁木齐

资料来源：WIND，招商证券研发中心

- **新疆的佣金费率较东部沿海地区有大幅溢价。**宏源证券 2008 年整体佣金费率水平 0.16%，其中新疆地区为 0.28%，其他地区为 0.11%，2009 年疆内和疆外地区分别下降至 0.21% 和 0.1%，整体费率水平 0.138%。我们认为 09 年新疆地区费率下降速度较快与七五事件有一定影响，而且即使在快速下降后，相较于沿海地区，仍有大幅的溢价。我们预计在新疆经济起飞过程中，进入新疆的券商的增多将导致竞争激烈使手续费率面临一定压力，但对于宏源证券来说，仍将长期享有溢价优势。首先，经过 09 年的非正常环境下的大幅下降，手续费率短期内将企稳；其次，根据证监会新设营业部的思路，乌鲁木齐等地的营业部密度较大，将引导券商向其他空白地带发展，从而使手续费竞争程度降低；再次，费率下降不可避免，但预计 5 年内仍将高于沿海地区 50 个基点以上。

表格 5：宏源证券未来 5 年经纪业务收入测算

亿元	GDP	交易量	交易量/GDP	宏源市场份额	手续费率	疆内收入	交易量占比	疆外手续费率	疆外收入	合计
2010	4,819.74	4,819.74	1	60%	0.20%	11.57	32%	0.10%	11.74	23.31
2011	5,435.71	6,794.63	1.25	60%	0.18%	14.68	35%	0.09%	13.05	27.72
2012	6,130.39	9,195.59	1.5	58%	0.16%	17.07	37%	0.09%	14.08	31.15
2013	6,913.85	13,827.71	2	56%	0.15%	23.23	38%	0.09%	18.18	41.41
2014	7,797.44	17,544.25	2.25	54%	0.14%	26.53	39%	0.08%	18.53	45.05
2015	8,793.96	21,984.89	2.5	50%	0.13%	28.58	40%	0.08%	17.59	46.17

资料来源：招商证券研发中心

2. 具有业绩支撑的新疆蓝筹股

宏源证券是国内第一家上市证券公司，也是新疆第一股，在炒作得轰轰烈烈的新疆板块行情中，公司被淹没在券商的同质化里而实属不该。除在新疆地区的经纪业务垄断优势外，公司的资管、投行业务也将充分受益于新疆经济的崛起。七五事件后，新疆的社会经济活动受到一定影响，网络开始被有条件管制，直到今年5月才全面开通，对公司的经纪业务产生负面影响，但同时也使公司2010年的业绩增长较同业更具动力。

作为总部在新疆的证券公司，多年的精耕细作培育了深厚的地方关系网络和项目储备，业务牌照齐全，平台建设完善，资管和投行业务快速起步。控股股东建银投资的中央背景和深植新疆的地缘优势，将使宏源证券成为最根正苗红的新疆板块受益股。与其他新疆主题概念股相比，公司PE不到20倍，未来增长确定，价值低估明显，地域金融概念将助其走出超越券商板块的个股行情。

我们预计2010年至2015年公司的EPS分别为0.88元、1.1元、1.27、1.71、1.92和2.13元，参考同期新疆概念股估值水平，宏源当前不到20倍的PE完全没有体现其将受益于新疆崛起的发展前景，我们认为应当给予其超越券商平均水平的25倍动态PE，目标价22元，给与强烈推荐评级。

表格 6：宏源证券未来5年盈利预测

单位：亿元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	35.05	41.28	46.98	60.13	66.95	71.69
手续费及佣金净收入	30.23	35.73	40.52	52.59	58.12	61.36
其中：代理买卖证券业务净收入	23.31	27.72	31.15	41.41	45.05	46.17
证券承销业务净收入	2.89	3.18	3.66	4.21	4.84	5.57
受托客户资产管理业务净收入	3.15	3.78	4.53	5.44	6.53	7.84
利息净收入	1.75	1.90	2.08	2.29	2.52	2.78
投资净收益	2.60	3.12	3.74	4.49	5.39	6.47
公允价值变动净收益	0.34	0.40	0.48	0.59	0.74	0.89
其他业务收入	0.12	0.13	0.15	0.16	0.18	0.20
二、营业支出	17.82	19.42	20.22	25.88	28.82	30.86
营业税金及附加	1.86	2.06	2.35	3.01	3.35	3.58
管理费用	15.95	17.34	17.85	22.85	25.44	27.24
其他业务成本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03
三、营业利润	17.23	21.86	26.76	34.25	38.14	40.83
加：营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
减：营业外支出	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14
四、利润总额	17.14	21.76	26.66	34.14	38.01	40.70
减：所得税	4.29	5.44	6.66	8.53	9.50	10.17
五、净利润	12.86	16.32	19.99	25.60	28.51	30.52
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	12.86	16.32	19.99	25.60	28.51	30.52
六、每股收益：						
每股收益(元)	0.88	1.12	1.37	1.75	1.95	2.09

资料来源：招商证券研发中心

表格 7: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
中信证券	600030	1.10	1.35	1.14	-41%	23%	-16%	18.7	15.2	18.0	3.2	15.5%	1874
海通证券	600837	0.40	0.55	0.52	-75%	38%	-6%	27.9	20.3	21.5	3.3	12.4%	1402
广发证券	000776	1.23	1.87	1.74	-76%	52%	-7%	29.2	19.2	20.6	8.6	-0.1%	1412
光大证券	601788	0.47	0.83	0.73	-71%	77%	-12%	35.9	20.3	23.1	4.1	12.6%	917
长江证券	000783	0.42	0.80	0.72	-70%	90%	-10%	29.9	15.7	17.4	6.7	25.3%	362
国元证券	000728	0.36	0.53	0.50	-77%	47%	-5%	37.9	25.8	27.2	2.3	6.9%	352
西南证券	600369	0.07	0.51	0.50	-85%	629%	-2%	184.7	25.4	25.9	6.7	21.5%	313
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.88	-78%	157%	14%	54.1	21.1	18.4	4.7	17.6%	310
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.23	-196%	-165%	-18%	-29.7	45.6	55.6	15.5	17.6%	260
东北证券	000686	0.69	1.41	1.28	-64%	104%	-9%	34.6	16.9	18.7	7.0	29.9%	214
国金证券	600109	0.755	0.52	0.54	-43%	-31%	4%	20.6	29.9	28.7	8.0	19.9%	207
华泰证券	601688	0.28	0.82	0.76	-78%	193%	-7%	56.0	19.1	20.6	8.8	27.3%	1225
平均		0.47	0.85	0.80		81%	-7%	41.6	22.9	24.6	4.9	16.3%	737

资料来源：招商证券

图 5: 宏源证券历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 6: 宏源证券历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

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。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

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±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

免责声明

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。