

张士宝
 0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn

2009年3月6日

钢市乍暖还寒 但再创新低可能性不大

华南最大钢铁交易市场-乐从钢铁交易市场调研

原材料

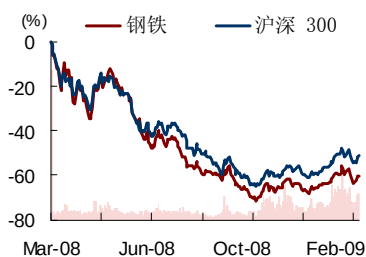
上证指数 2221

行业规模

		占比%
股票家数(只)	44	2.8
总市值(亿元)	5356	3.4
流通市值(亿元)	2913	4.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.2	-3.0	-60.1
相对表现	-4.9	-8.6	-9.8



相关报告

- 1、《钢铁行业继续回暖,钢铁股仍有上涨动力》2009/2/18
- 2、《对钢铁产业振兴计划的点评—振兴规划确立钢铁行业向好拐点》2009/1/15
- 3、《钢铁行业 2009 年度投资策略—扩大内需,钢铁先行,09 年将是钢铁行业融冰之旅》2008/12/4

钢铁

推荐(维持)

我们 2 月 25 日调研了乐从钢材交易市场,与当地一家中等钢材贸易商(主要从事钢材国内贸易,年交易量在 8~9 万吨)及大型钢材贸易商(主要从事国际贸易,年销售额达 10 亿元)进行了交流,二者分别是乐从钢铁贸易协会第四届理事会议事和副会长单位,其中,中型贸易商老板在钢材市场有二十年从业经验,大型贸易商副总是北京科技大学博士,也有二十余年从业经验,他们对市场的看法将对投资者有启示作用。

- 乐从钢材库存与 08 年同期相当,但仍未触及 06 年库存高点,目前市场需求比 08 年 10、11 月份更差。目前乐从市场钢材存货在 150~200 万吨,比正常需求少,与 08 年历史同期数量相同,但仍低于 06 年库存高点,估计市场库存要到 6 月份消化殆尽;
- 钢材贸易商看好建筑用钢材,尤其是型材。贸易商认为建筑用钢材是后期市场恢复比较快的品种,型材受库存压力相对较小,螺纹钢和线材相对也较好;板材中热轧、冷轧板没有中厚板价格反弹空间大,薄板与家电相关,需求不好,家电下乡拉动作用不明显,厚板与基建、农用车相关较大而相对较好。
- 钢价下探幅度不超过 10%,再创新低的可能性不大;贸易商预期二季度市场需求好于一季度,短期看,09 年 3 月价格能否转机仍需观察,贸易商信心不是很足;目前国内三大钢厂板材钢价维持在 3500 元/吨,有可能下探至 3200 元/吨,下探幅度不超过 10%,再下探至 08 年 10-11 月间市场最低价 2500 元/吨可能性不大。
- 钢材贸易商对钢材期货的看法:市场传言,我国将于 2009 年 3 月 9 日推出钢材期货,估计因为两会召开将推迟。钢材贸易商对钢材期货有五点担忧:交割品种有限、标的和规格不统一、交割仓库要求较高、建筑钢材难以形成全国统一市场、钢厂参与积极性不高;
- 投资建议:钢材贸易商对钢市的看法验证了我们前期的判断,节后调整基本见底,后期有望逐步回升,我们维持钢铁行业推荐的投资评级。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	PB	评级
宝钢股份	5.6	0.73	0.33	0.35	17	16	1.0	审慎推荐-A
鞍钢股份	7.9	1.12	0.47	0.58	17	14	1.0	审慎推荐-A
武钢股份	6.2	0.83	0.62	0.69	10	9	1.6	审慎推荐-A
莱钢股份	9.0	1.24	0.6	0.65	15	14	1.3	审慎推荐-A
济南钢铁	8.2	1.02	0.8	0.69	10	12	2.3	审慎推荐-A
南钢股份	3.9	1.1	0.36	0.42	11	9	1.3	审慎推荐-B
八一钢铁	8.0	0.68	0.3	0.27	27	30	1.9	强烈推荐-B
唐钢股份	5.4	0.95	0.63	0.38	9	14	1.6	审慎推荐-A
太钢不锈	5.4	1.23	0.65	0.55	8	10	1.4	强烈推荐-A
华菱钢铁	5.5	0.59	0.36	0.53	15	10	1.0	审慎推荐-A

资料来源:招商证券

提示：为了更真实表达调研单位的看法，保护调研单位的商业秘密，为此我们不便透露调研单位的真实名称，以 xx 总、xx 博士代称。

一、乐从中等贸易商（乐从钢铁贸易协会第四届理事会成员）调研情况

2009 年 2 月 25 日上午，我们对乐从钢铁交易市场进行了调研，因为不便公布调研对象的名称，后面统一称为钢材贸易商。我们驱车前往乐从钢材交易市场，路边是门口堆满了钢材库存，贸易商店铺都在开着，很少有几辆车在装货，市场在农历二月初交易仍显得些许轻淡，这超出我们的想象，之前社会传闻及我们猜想，经过去年四季度暴跌应该有不少的钢材贸易难以维持经营不少企业应该倒闭了，为何眼前的景象超出我们的预期，这些钢材贸易商是如何挺过这次金融危机及所带来的经济危机的？他们的生存之道是什么？

带着上述的困惑和不解，我们车停在一家中等钢材交易商的门前，这是一家有着两层小楼的独门独户的钢材贸易商，属于前库（厂）后店的布置，门口有几个工人正蹲在码放整齐的热轧和冷轧板卷上焊接板卷。

（一）乐从市场基本情况

- 1. 乐从市场 1978、1979 年初步创业阶段，至 1988 年开始大幅发展，全部以当地人诚实从商，才发展至今天的贸易商 1500 - 1700 家的规模，主要由本地贸易商和腾冲 600 - 700 家贸易商组成。**其中加入钢铁贸易协会的有 800 - 900 家，协会有 15 个副会长单位，30 多个理事单位，大的贸易商前 150 名，最大的贸易商有 100 家左右，最大贸易商年钢材销售量 100 万吨。乐从钢材贸易市场约有 1/3 在市场内做贸易，有门市的有 1000 家。乐从市场目前钢材月销售量 30 万吨，全年约 400 万吨，历史上最好时月销售量 100 万吨，折合全年 1200 万吨交易量。乐从钢材贸易市场销售辐射广东、广西、湖南、贵州、云南等省区，是我国华南地区交易量最大、市场最为活跃的交易市场。该市场乐从市场 08 年纳税 400 亿元，市场销售规模可见一斑。
- 2. 乐从市场交通便利、市场环境较好、商圈成熟。**乐从地处顺德家电、五金工具生产基地的腹地，美的、格兰仕、樱花、科龙等国内知名大家电生产企业分布在市场周边。距离广州黄埔港较近，黄埔港可以停靠 10 万吨（有人说是 4 万吨）船舶，乐从大宗钢材交易可以直接在黄埔港交货。乐从市场紧靠西江，可以通过 2000 - 3000 吨商船，可以满足小批量产品交割。有利的地理和市场环境，贸易商与下游客户交货方式发展趋势是更多地采用码头上过磅交货，不再仓储。
- 3. 乐从市场交易的广东省内钢厂品种。**广东市场，板材主要是韶钢（中厚板）、珠钢（冷轧、镀锌板），长材主要是广钢、韶钢，广钢、韶钢没有价格优势，主要是品牌优势。
- 4. 乐从市场运作模式。**乐从钢材交易市场 2/3 贸易商做板材，1/3 做建材；市场销售模式中 80% 囤货贸易，20% 代理（一般吨钢收取代理费 20 - 30 元/吨）。热轧卷、冷轧板以在黄埔码头交货；长材放在仓库，从码头交货也有一部分。市场好的时候，中间商囤货量较多；市场不好的时候，谁（钢厂）的货便宜卖谁的货，采用“孰低”原则。
- 5. 钢材库存与 08 年历史同期相当，但仍未触及 06 年库存高点，目前市场需求比 08**

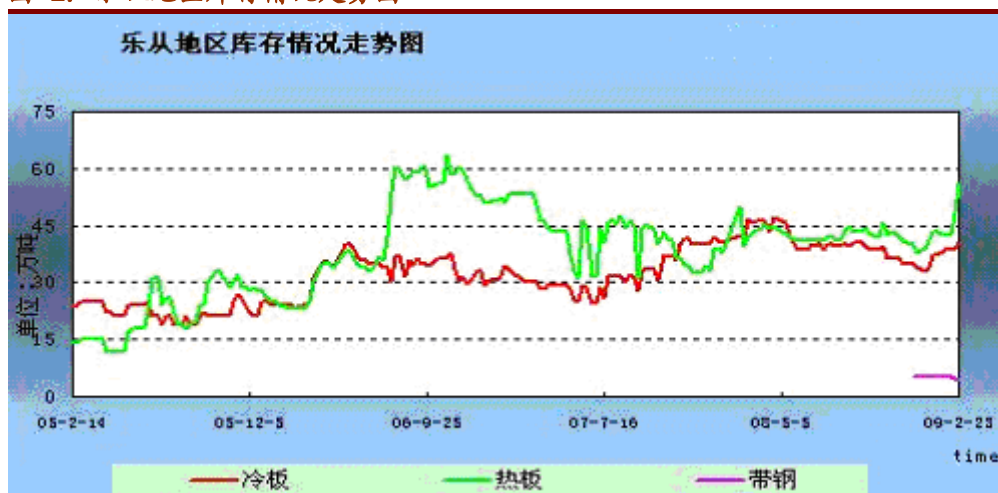
年 10、11 月份更差。乐从钢材市场目前 150~200 万吨钢材存货，比正常需求少，与 08 年历史同期数量相同（08 年最高时库存 100 多万吨，公司估算可能与实际数据有偏差），但仍低于 06 年库存高点。按照往年同期市场需求，目前每天钢材出货量 1~3 万吨之间，但现在实际销售仅有 1 万吨多吨，春节后市场恢复远没有以往好。但 xx 总也认为“爆库”并不意味着钢价下跌幅度会有多大。虽然目前需求不好，但市场不恐慌，而 05 年时很恐慌，当时每天跌 100 到几百元不等，目前每天降 30~50 元/吨

表 1: 广东乐从市场库存

时间/产品	热轧	冷轧	带钢
1 月 19 日	37.2	43.4	5.1
2 月 2 日	38.9	42.3	5.3
2 月 9 日	39.2	42.6	5.3
2009-2-16	38.8	48.3	4.7
2 月 23 日	40.4	56.1	4.2
周环比%	4.1%	16.1%	-10.6%

资料来源：中华商务网

图 1: 乐从地区库存情况走势图



资料来源：中华商务网

（二）中等贸易商的生存之道

1. xx 总 90 年至今已经在乐从钢材市场摸爬滚打近 20 年，行业经验丰富。公司主要经营唐钢板材产品，下游客户主要面向家电、五金工具等领域。08 年钢材销售量 8~9 万吨。公司在门市销售（客户上门购买）和上门促销（主动销售）各占销售量的一半。唐山至乐从运费从去年最高时 150 元/吨，下降至目前 72 元/吨，运费的节约部分地弥补钢价下跌导致的亏损。xx 总 90 年代前后上门促销靠着骑摩托车，如今已开上了宝马 7 系列轿车。
2. 代理唐钢产品。xx 总主要代理销售唐钢产品，一年签一次“有量无价”的协议，拿到的协议价格处于唐钢出厂价格的中等水平。据 xx 总介绍唐钢钢材出厂价在广东市场采取公开定价模式，月订货量 1 万吨以上优惠较多，0.5 万吨优惠相对较少。
3. 贸易商销售定价依据。主要参考以下三个因素（1）市场价格，（2）参照市场需求，（3）交易和需求数量。目前乐从市场没有一家公司能够决定钢材市场价格主导权，而

理事 + 副会长单位联合起来能够左右市场价格。价格下跌时会清库存。

4. **钢材期货是否参与，取决于市场需求。**市场传言，钢材期货在 09 年 3 月 9 日推出，xx 总估计两会召开，钢材期货可能推迟。

5. **公司盈利、库存和订货情况。**(1) 目前盈利状况：目前按 2 月出厂价计算，因价格倒挂处于亏损状态，但 08 年至今累积仍稍有盈利。08 年 10 月份至今贸易商盈亏持平，估计钢价再跌可能会出现亏损。(2) 库存水平：市场需求好时 1 个月库存，不好时 1 个季度，市场每天 1000 - 2000 吨。(3) 唐钢曾承诺对公司 08 年售后补差 3 个月，目前已补差了 1 个月(08 年 7 月份)，08 年 8、9 月份 2 个月补差至今仍未兑现。唐钢对公司补差形势已降后期订货结算价格形式实现。(4) 现在不打算再进货、看清楚再定。目前价格向下有多少空间，从目前需求看难以出现大跌，若需求恢复，价格将反弹。钢厂 3 月份要求 2 月份设订满的要补订。2 月 18 日中钢协开会，要求钢厂以销定产，不能低于成本价格销售。

6. **资金暂时没有压力。**公司运作所需资金为自有资金积累和银行贷款，银行贷款占 40%。目前贸易商没有资金压力。

(三) 后期市场判断：“乍暖还寒”

1. **目前贸易商真正关门歇业的没有。**08 年 4 季度暴跌以来贸易商真正出现亏损的并不多，大部分企业盈利或盈亏平衡。
2. **现货与期货(钢材大宗电子交易盘)不同步。**表面上，春节后钢材大宗电子交易市场率先出现回调，拖累现货市场；实质上，宝钢、武钢、鞍钢等钢厂大幅提价超越市场承受能力，贸易商过于乐观看待后市，市场需求未及时跟进有关。
3. **后期市场恢复比较快的品种，贸易商看好型材、建筑用钢材。**
4. **按照惯例，下半年钢价会比上半年高。**
5. **市场 2 - 3 月份贸易商普遍预期价格很难升上去。**主要理由是：①08 年 12 月、09 年 1 月钢厂实际产能并未像市场传言的减 20 ~ 30%，②春节后市场需求跟进速度并不如预期，③4 万亿投资和 10 大产业振兴规划带来的钢铁需求尚未明细体现出来。
6. **后期市场与历史比较。**历史上 2003 - 2004、2006 - 2007 年钢材市场较好，09 年能否恢复到以前是个问题，但贸易商预期二季度市场需求好于一季度，短期看，09 年 3 月价格能否转机仍需观察，贸易商信心不是很足。

二、乐从大型钢铁贸易商（乐从钢铁贸易协会第四届理事会副会长单位）—xx 商贸有限公司副总

一条马路之隔的对面是我们调研的第二家公司，以钢材国际贸易为主的、钢材年销售规模 30 万吨左右、乐从大型钢铁贸易商、乐从钢铁贸易协会第四届理事会副会长单位—xx 商贸有限公司，与该公司并排的有 5-6 家 4-5 层小楼钢铁贸易公司，门口停满了轿车，从外观上看，这些公司比钢材交易市场装修更考究，门口停放的车辆高、中、低档次不同，这些公司应该属于当地真正“有钱的主”。进入公司映入眼帘的是，商住两用的办公楼，前店后住，中间是喷泉，水中养了些观赏鱼类；一楼是整齐的分格办公桌，办公人员正在开票。我们在 3 楼公司董事长宽敞的办公室，先后与公司副总及 xx 博士进行交流。

xx 副总：1、公司概况：主业是板材贸易，兼营房地产、投资、证券等业务。以前做进口薄规格板材起家，执行合同信誉较好，07-08 年由于国内国际价格倒挂，公司实际进口钢材基本处于停滞状态。经济好时，公司月销售额 1 亿元以上，钢材销售规模 2-3 万吨/月，年销售 10 亿元以上，钢材销售规模 30 万吨/年。公司 08 年底至近期国外订货 2 亿，公司库存以在途为主。公司经营理念坚持“效益第一，规模有弹性”原则，足以看出目前大型钢材贸易商经营更加稳健和成熟，进而使市场秩序更加稳健成熟，这些是超出我们调研之前预期的。因为之前我们从各种市场传言和一些官方机构中对钢材流通商描述多是反面的，认为他们是钢价“助涨杀跌”和钢价大涨大跌的“罪魁祸首”。

2、前段时间钢铁电子盘暴跌主要原因有：（1）春节后开工需求不及预期，可能与今年春节较往年提前有关；（2）进口钢铁资源增多冲击国内市场供求和价格。08 年底因为国内价格一度跌破国际价格，许多钢材贸易企业到国外订货，09 年 2-3 月是订货的到货期，供应比市场预期的还要大，受此影响，近期热板从 4000 元跌至 3300 元，跌了 20% 以上。

3、对钢材后市的看法。乐从市场板材能够辐射广东全省，贸易商目前都在对下游需求摸底，再推后半个月，市场可能会有所好转。目前现货贸易爆仓，并不意味着钢价将会暴跌，若认为国际、国内下半年需求将好于上半年的话，下半年需求将在上半年（尤其是 5-6 月）生产，如圣诞节需求往往安排在上半年生产。

xx 博士：1、08 年底至今钢厂和钢铁流通环节，钢铁全市场存在误区：08 年年底以来，国内武钢、宝钢、鞍钢不顾市场需求强行提高钢价，钢厂的贪婪驱使钢价（如热轧板）从 2500 元/吨提高至 4000 元/吨，涨幅高达 60%。在钢价未突破 3500 元/吨，市场还算理智；突破 3500 元/吨后，市场参与者开始麻痹，市场疯抢资源，钢厂到 09 年 3 月份合同都订满。市场曾乐观预期，春节后将有采购潮，需求未如期而至。展望后期，预计钢价至少要到 5 月份价格才会有明显反弹。因为：（1）市场库存表明，1 月份库存爆满，2 月份 70% 资源仍未到货；（2）09 年 1 月我国粗钢产量 4152 万吨，相当于 08 年正常市场需求，而 09 年板材需求量要打 2 折；（3）从海关的数据看，经济尚未恢复，xx 博士与海关高管交流表明中山和深圳海关集装箱货物出口打 2 折；（4）4 万亿投资中基础设施投资对钢材需求尚未明显体现，08 年地方政府土地基本没卖出去，收入锐减，无钱再投资。

2、后期市场看法和看好的钢材品种。（1）品种结构中，相对看好建筑用钢，型材最为看好。目前，建筑用钢材市场售价已下调至成本水平，后期价格相对看好。昨日公司与武钢交流，武钢预计建材市场售价最低跌至 3000 元/吨。型材较好，不会像板材市场需

求这么惨，受库存压力相对较小；螺纹钢和线材相对也较好。据 xx 博士从武钢销售部门获悉，型材在长江流域梅雨季节之前因地基未夯实不会开工；待梅雨季节之后，地基夯实，各工地型材价格有望在 3800 元/吨以上，目前在 3500 元/吨。在板材中，热轧、冷轧板没有中厚板价格反弹空间大。薄板与家电相关，需求不好，家电下乡拉动作用不明显；厚板与基建、农用车相关较大而相对较好。

(2) 钢价下探幅度不超过 10%，再创新低的可能性不大。国内三大钢厂板材钢价目前维持在 3500 元/吨，有可能下探至 3200，降幅 8.57%，在目前市场价格基础上下探幅度不超过 10%。再下探至 08 年 10-11 月间市场最低价 2500 元/吨可能性不大。

3、对库存变化看法“独树一帜”。xx 博士“独树一帜”表述了目前钢材库存的变化。他认为现在社会库存高，主要受前期钢厂强行大幅上调出厂价，被市场假象麻痹的中间商有囤货动力，钢厂 08 年 9 月份 1000 多万吨库存至目前下降的 200-300 万吨库存移到钢材贸易商手中。贸易商的心态也有 1 个月前贪婪转变为目前的恐慌，估计市场库存要到 6 月份消化殆尽。因国际和国内需求疲弱，终端用户比较谨慎，钢材库存很低。从我们跟踪的钢厂、社会库存和下游终端客户的钢材库存数据也验证了 xx 博士的说法。

4、贸易商订货管理与资金控制。(1) 订货管理有特点。贸易商每月 10-20 号之间存贷变现，20 号前后为订货期，大部分钢厂因 3 月出货情况不理想而给予贸易商 3 月份订货优惠的举措，所以这一轮 10-20 日之间的疯狂变现已过。**(2) 资金控制有效。**贸易商有 3 套资金：①1 个月用于钢厂预付款或定金；②1 个月订货资金；③1 个月流转或流动资金。

5、乐从市场优势及未来演变趋势。(1) 乐从板材市场优势突出，是历史和现实的选择。广东钢材需求结构中，除汽车板外就是家电板需求最大，顺德是全球最大的家电生产基地、产业链完善，配套完整。乐从市场主要经营板材，而且主要围绕家电厂商，这里的热轧轧成冷轧产品的加工成本全世界最低，一方面乐从地区剪切加工最便宜，另一方面，交通运输最便利、运费最低。乐从板材经营的独特优势形成是历史和现实的选择，乐从市场建材交易量很小，且主要以小型材为主，因为国产建筑用钢材除西藏外每个省都有厂商、中间商，由于竞争激烈和运输半径限制，经营建筑用钢材利润很少（20-30 元/吨），建筑用钢材不适合集中销售。**(2) 市场演变趋势。**板材市场，1998 年前缺口很大，薄板 60% 依赖进口。这也造成乐最近 5 年钢厂主要扩板材产能，棒材产能扩张很少。5 年前 xx 博士判断乐从钢材交易市场将要消亡，进口钢材数量越来越少，1000 多家贸易商要减少 2/3。乐从钢材市场目前月交易量 30 万吨（也有 50 万吨之说），折合全年 400 万吨；历史上最好时月交易量 100 万吨/月，折全年 1200 万吨/年。目前已较历史最好水平交易量下降 2/3 以上。所以 xx 博士所在的公司很早进行了业务转型，现在在做投融资服务。**(3) 下游家电行业 09 年产量下降 30% 以上。**美的、樱花、格兰仕、科龙等 09 年产量计划比 08 年实际下降 30% 以上。

表 2：2008/2007 年我国长材进口量及占比

单位：万吨	08 年出口	07 年出口	08 年进口	07 年进口
长材进/出口量	1673	2216	134	148
长材占比	28.27%	35.37%	8.74%	8.80%
板材占比	71.73%	64.63%	91.26%	91.20%

资料来源：Mysteel、招商证券

6、钢材期货看法，交易量有限，市场参与度不会太高。目前英国伦敦已推出钢材期货，中国早在 1994-1996 年间苏州瑞琪期货（苏州商品交易所）也曾推出过钢材期货后被

叫停。目前市场传言，我国将于 2009 年 3 月 9 日推出钢材期货，对此 xx 博士说出了他的几点担忧：

(1) **交割品种有限。**从可能推出的钢材期货品种看，主要是二级螺纹钢、高线或普线。据统计，08 钢筋和线材的产量总产量 1.77 亿吨，二者产量在钢材总产量占比分别为 17%、14%，表观消费量占比分别为 18%、14%（见表 3）。选取二级螺纹钢作为标的数量较大但要遇到国家要淘汰二级螺纹钢采用三级螺纹钢标准，而目前采用三级螺纹钢初期市场交易量甚小难以形成规模。

(2) **标的和规格不统一。**广东乐从市场和上海市场螺纹钢。

(3) **交割仓库要求较高。**钢材对防盗、防腐蚀要求较高，要配备专业设备和专业仓储人员，投资较大，但收益难以得到有效补偿。如高线室外放存容易锈蚀而品质下降，但室内放存成本过高。钢厂很少会参与钢材期货交易，所以钢厂更不愿意把自己的仓库作为交割仓库。交易所又无力建造交割仓库。

(4) **各省对建筑用钢材（主要是螺纹和线材）都有不同程度的贸易保护，难以形成全国统一市场。**

(5) **我国钢厂更希望取得市场定价的主导权，因为有色金属都曾被市场爆炒过，所以钢厂参与积极性不高，紧靠贸易商参与的钢材期货难以形成规模。**

表 3：2008 年螺纹和线材表观消费量及占比

单位（万吨）	08 年生 产累计	去年同期 累计	08 年 出口	去 年 同期	08 年 进口	去 年 同期	08 年表观 消费量	去年同 期	同比增 长	08 年表观消 费量占比	08 年产 量占比
钢材	58177	56177	5918	6265	1539	1687	53798	51599	4.3%	100.0%	100%
钢筋	9709	10107	117	590	3	5	9595	9522	0.8%	17.8%	17%
盘条(线 材)	8024	7929	506	624	52	61	7571	7366	2.8%	14.1%	14%
小计	17733	18036	622	1214	55	66	17165	16888	4%	32%	30%

资料来源：Mysteel、招商证券

三、对华南钢铁物流基地调研

2 月 25 日下午 2 点左右，我们对华南钢铁物流基地（其中有欧普钢材现货交易市场）进行了实地调研。这些商家仓库门都开放着，仓库内堆满了钢材，根据我的目测，基本上堆高到了上限。偌大的一个交易市场只有 4-5 辆装货的卡车，足见市场交易的清淡。

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8年工作经验，负责过宝钢预算、会计、成本、资金、税收、财务规划及购并整合等方面工作。

2006年5月加入招商证券，对钢铁行业及资本市场有较深入的研究。于2006年10月份业内最早提出钢铁行业投资拐点出现，所推荐的钢铁投资组合去年以来上涨幅度最大，尤其是太钢、武钢、莱钢、济钢等一度领涨大盘。撰写过国家发改委委托的专题《2006年中国钢铁产业地图》。

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±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。