

赵春
0755-82960824
zhaoc@cmschina.com.cn
王晓丹
86-755-82943260
wxiaodan@cmschina.com.cn

2009年10月21日

有色资源牛市仍将持续

有色金属行业2009年四季度投资策略

原材料

有色金属

推荐(维持)

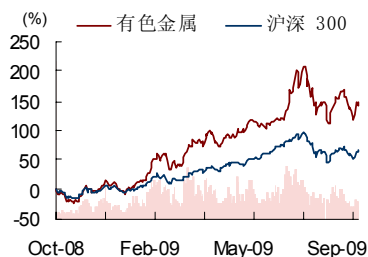
上证指数 3084

行业规模

		占比%
股票家数(只)	55	3.5
总市值(亿元)	9083	4.2
流通市值(亿元)	4816	4.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.7	27.2	142.6
相对表现	-1.5	6.8	81.5



相关报告

1、《有色金属行业 2009 年中期投资策略 - 资源步入高估值时代》
2009/6/15

我们认为未来有色金属的货币属性和商品属性仍将继续强化,金属资源牛市在 2010 年仍将持续。短期虽然受需求淡季、库存高企的影响,但金属的货币属性仍足以支撑金属价格。

- **通货膨胀和货币动荡是支撑资源牛市的主要因素之一:**我们发现通货膨胀初期,有色资源价格表现远好于通胀本身,其中铜是基本金属中表现最好的金属品种;而在通胀后期,资源价格表现则较弱,但黄金表现较好。此外,在货币动荡时代,黄金是表现最好的品种。
- **短期存季节性需求和高库存压力,但资源货币属性足以支撑价格:**四季度是消费淡季同时全球金属库存处于高位,因此金属的商品属性短期内较弱,但是受美元贬值、通胀预期加强、流动性充裕程度提高的影响,资源的货币属性加强,我们认为资源货币属性足以支撑当前资源价格。
- **铜是基本面最好、货币属性最强、垄断程度最高的基本金属:**推荐铜主要理由是:通胀初期铜是表现最好的基本金属,铜价已远离成本区、无额外供给压力,预期到 2011 年铜将供不应求,铜是垄断程度最高的基本金属,而且垄断仍在进一步加强中。
- **铅锌:看好汽车和建筑的蓬勃发展:**推荐铅锌的主要理由是:铅锌的主要下游汽车和建筑行业预期仍将维持高增长;铅锌矿供给压力已较轻,品位在 3.5% 以上铅锌矿已开采并盈利,3.5% 品位以下供给压力已经有限;预期到 2011 年铅锌达到供不应求。
- **投资策略:**考虑到有色资源的货币属性和商品属性在未来仍将持续加强,有色金属资源价格趋势仍向好,因此给予行业推荐的投资评级。其中给予铜、铅锌、钨、黄金子行业推荐的投资评级;给予电解铝、镍、锡、稀土、深加工子行业中性的评级。
- **公司选择:**综合考虑股价对金属价格敏感性、资源估值优势和资源扩张潜力等指标,我们首推云南铜业、其他推荐中金岭南、江西铜业、金钼股份等。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
江西铜业	41.7	0.76	0.88	1.3	47.4	32.1	5.8	强烈推荐-A
云南铜业	31.8	-2.22	0.18	0.75	-	42.4	12	强烈推荐-A
金钼股份	22.69	1.12	0.32	0.7	70.9	32.4	5.7	强烈推荐-A
中金岭南	27.78	0.39	0.4	0.79	69.5	35.2	7.5	强烈推荐-A
西部矿业	14.7	0.24	0.2	0.55	73.5	26.7	3.6	审慎推荐-A
山东黄金	71.62	0.9	1.55	2.16	46.2	33.2	19	强烈推荐-A
紫金矿业	9.91	0.21	0.3	0.45	33.0	22.0	8.6	审慎推荐-A
云铝股份	13.19	0.07	0.05	0.28	-	47.1	5.8	中性-A
厦门钨业	18.94	0.3	0.48	0.63	39.5	30.1	6.8	强烈推荐-A
宝钛股份	22.89	0.7	0.25	0.64	91.6	35.8	2.6	审慎推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、有色金属资源牛市基础仍稳固.....	3
1、通货膨胀和货币动荡仍是支撑价格的重要因素	3
2、短期或存压力、但无需担心	4
3、子行业投资评级.....	6
二、子行业及相关公司估值和弹性分析	7
1、铜：基本面最好、货币属性最大、垄断力量最强.....	7
2、钼：看好钼金属的需求增长.....	8
3、铅锌：汽车、建筑大发展仍将持续	9
4、黄金：受益于通胀和货币动荡	10
5、电解铝：产能过剩背景下的交易性机会	11
6、维持镍、锡、稀土子行业中性评级	12
三、公司盈利预测.....	13

图表目录

图 1：通胀背景下有色基本金属的表现情况	4
图 2：通胀背景下金价和铜价表现情况	4
图 3：铜金属价格过往 3 年都表现较强的季节性	4
图 4：LME 铜价及库存.....	6
图 5：SHFE 铜价及库存	5
图 6：LME 铝价及库存.....	6
图 7：SHFE 铝价及库存	5
图 8：LME 锌价及库存.....	6
图 9：SHFE 锌价及库存	5
图 10：欧洲桶装氧化钼价格走势	8
图 11：全球锌供求平衡预测	9
图 12：全球电解铝供求平衡.....	13
图 13：全球电解铝产能利用率.....	12
表 1：子行业投资评级及首推股票	6
表 2：国内铜上市公司铜价、业绩敏感性分析.....	7
表 3：国内铜上市公司资源估值比较	8
表 4：国内铅锌资源上市公司铅锌价、业绩敏感性分析	10
表 5：国内铅锌上市公司资源估值比较	10
表 6：国内黄金上市公司金价、业绩敏感性分析	11
表 7：国内黄金上市公司资源估值比较	11
表 8：国内上市电解铝企业静态估值比较.....	12
表 9：公司盈利预测及投资评级	13

一、有色金属资源牛市基础仍稳固

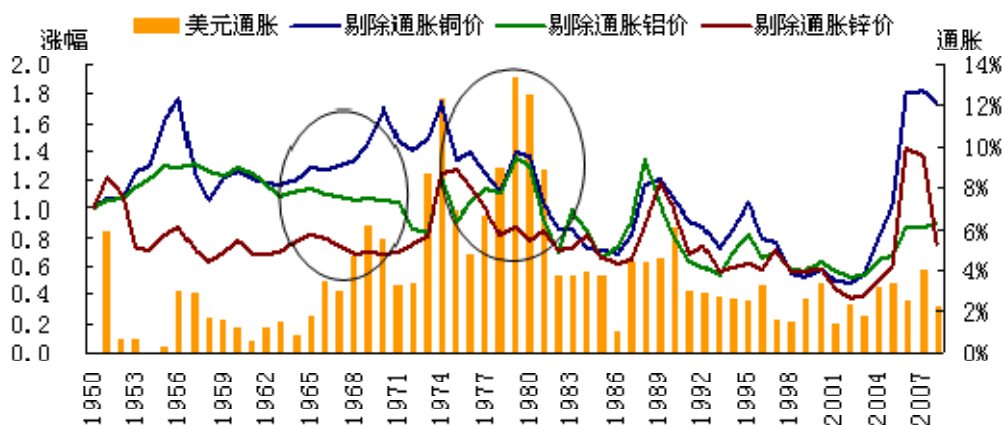
我们认为决定有色金属资源价格主要有两个因素，其一为金属的商品属性；其二为金属的货币属性，我们认为在未来一年内，以上两种属性仍能继续得到加强，我们看好未来的资源价格，认为有色金属资源牛市仍将持续。

1、通货膨胀和货币动荡仍是支撑价格的重要因素

我们认为未来一年全球出现通货膨胀的可能性较大。而在通胀的背景下，初期有色金属的表现值得关注，我们发现一般在温和通胀背景下，资源价格与其正相关程度很高，但存在例外，那就是 1970 年代中后期，由于恶性通胀和货币动荡，但是全球经济下滑，需求减弱，商品价格下跌。我们认为未来一年出现恶性通胀的可能性较小。

在基本金属中，铜是表现最好的品种，特别是在通胀的时期。

图1：通胀背景下有色基本金属的表现



资料来源：BLOOMBERG、招商证券

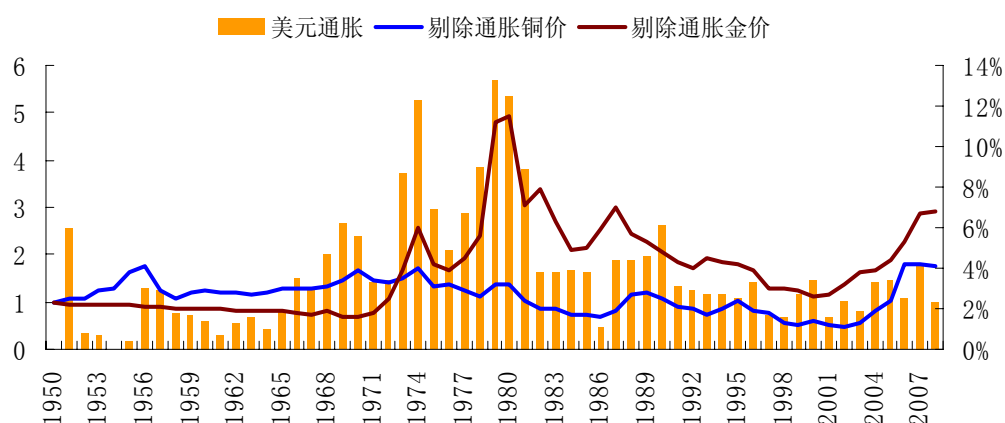
货币动荡和演化是支撑资源价格的又一重要因素，我们认为虽然全球金融危机已逐步过去，但是其影响是深远的，以美元为核心的国际货币体系将逐步弱化或者瓦解，美元长期将处于贬值的趋势之中，但是我们认为这个过程是漫长的。

1970 年代初布雷顿森林体系破灭时，当时货币体系的演化强烈并且直接，尽管如此，整个七十年代货币一直出于动荡之中，同时也伴随着恶性的通货膨胀。当时的作为储值保值能的黄金价格在剔除通胀因素后也是上涨了 5 倍。

我们认为当前的货币环境或和 1970 年代类似，不同的是演化的剧烈程度，我们认为美元弱化是一个漫长和渐进的过程，期间会有很多的反复和波折。

通过历史观察发现，在货币动荡时代，黄金是表现最好的品种，在剔除通胀后，我们发现目前的黄金价格远未到七十年代末的价格，我们看好未来的黄金价格走势。但预测在货币逐步演化的过程中，黄金的上涨将会是相对平滑和反复的。

图2：通胀背景下金价和铜价表现



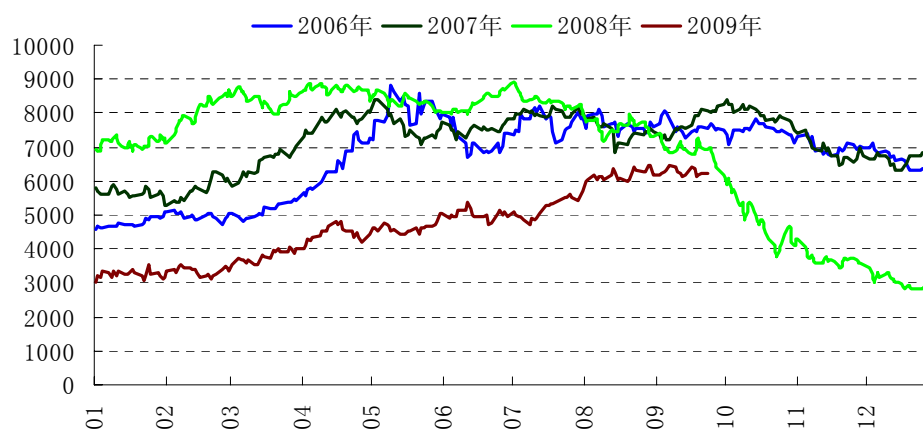
资料来源：BLOOMBERG、招商证券

2、短期或存压力、但无需担心

过往几年，有色金属价格季节性表现比较明显，其中1-5月份往往为需求旺季，7-8月由于国际夏休等原因往往表现相对淡一点，9月前后则又迎来一波需求的小旺季，而后受冬季因素、圣诞等因素影响出现淡季。

但我们认为今年的四季度金属价格淡季价格或将不淡。主要原因是金属的货币属性对金属价格的支撑，我们认为09年全年货币属性对资源价格支撑非常显著，这导致了今年7-8月的淡季不淡，我们认为未来资源的货币属性在四季度仍将支撑资源价格，因此四季度资源价格同样出现淡季不淡的可能性较大。

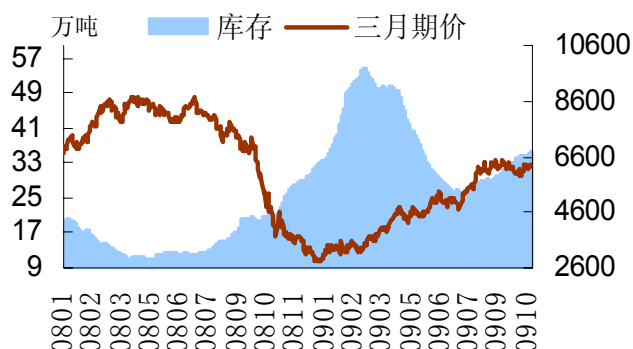
图3：铜金属价格过往3年都表现较强的季节性



资料来源：BLOOMBERG、招商证券

此外，市场对金属价格的另外一个担心是库存的高企，但我们认为也无需担心。虽然历史上，金属价格和金属库存之间存在较好的负相关性，但近期的资源价格走势表现已与库存走势呈正相关性，我们认为造成这种现象的主要原因是国家、企业和个人囤货。不同于金融危机之前，影响金属价格的主导因素为供求因素；我们认为在金融危机以后，货币属性对金属价格的影响作用日益增强，其影响已不亚于金属供求，高库存当前并不能成为扭转金属价格走势的因素。

图4: LME铜价及库存



资料来源: BLOOMBERG、招商证券

图5: SHFE铜价及库存

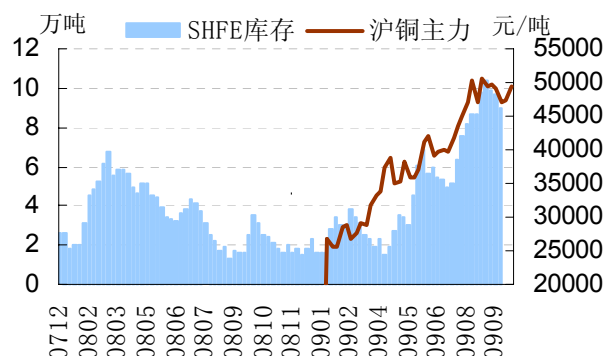
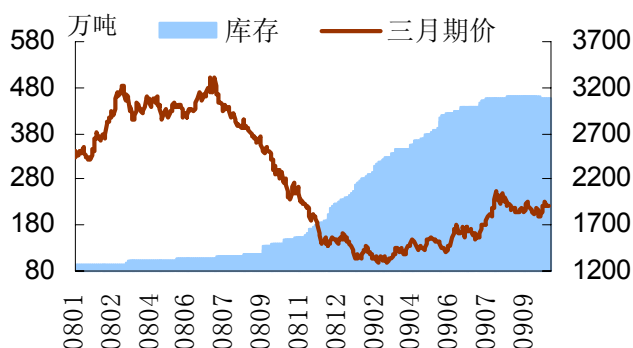


图6: LME铝价及库存



资料来源: BLOOMBERG、招商证券

图7: SHFE铝价及库存

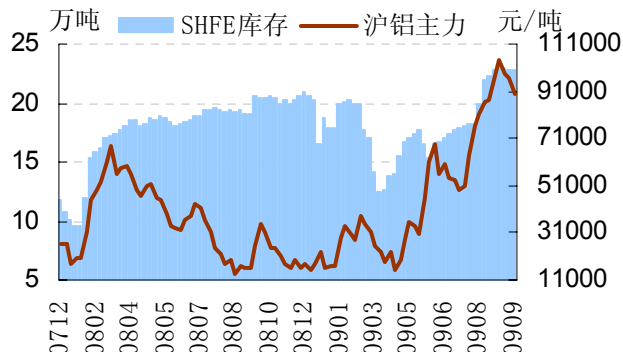
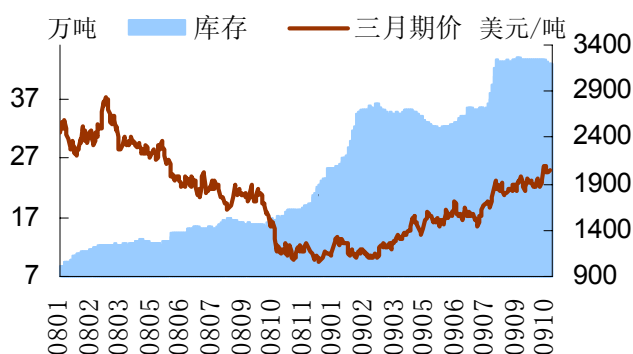
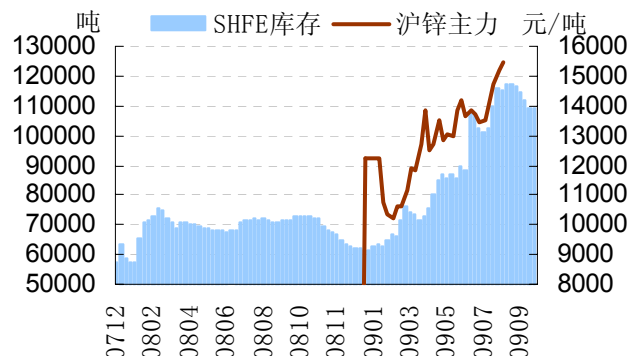


图8: LME锌价及库存



资料来源: BLOOMBERG、招商证券

图9: SHFE锌价及库存



3、子行业投资评级

我们给予铜、钨、铅锌、黄金子行业“推荐”的投资评级，给予镍、锡、铝、稀土子行业“中性”的投资评级。铜子行业中推荐云南铜业、江西铜业，首推云南铜业；钨子行业中推荐金钨股份；铅锌子行业中推荐中金岭南和西部矿业，首推中金岭南；黄金子行业中推荐山东黄金。

表1：子行业投资评级及首推股票

子行业	投资评级	理由	首推股票
铜	推荐	基本面最好、货币属性最强、垄断力量最大	云南铜业
钨	推荐	看好钨需求	金钨股份
锌、铅	推荐	看好汽车和建筑的蓬勃发展	中金岭南
黄金	推荐	通胀及货币体系演化	山东黄金
镍	中性	红土镍的供给压力	
锡	中性	需求是最大的问题	
铝	中性	存在交易性机会	
稀土	中性	热点、概念投资	
深加工	中性	能源新材料、钛等行业具备机会	厦门钨业

资料来源：招商证券

二、子行业及相关公司估值和弹性分析

1、铜：基本面最好、货币属性最大、垄断力量最强

我们推荐铜的理由主要有以下几个：

- 1、我们预测未来逐步步入通货膨胀时期，在通胀初期，铜是基本金属中表现最好的品种（见图 1）。
- 2、目前铜价已远超全球绝大部分的铜矿产企业生产成本，随着铜价上涨无额外的供给压力，预测 2011 年铜产量供不应求。
- 3、货币属性最强，铜是基本金属中最稀缺的，并且相对较贵又耐保存。
- 4、垄断程度最高，并仍在进一步加强中，全球 5 大中资源生产企业控制了全球近 60% 的铜资源。

国内的三家铜资源上市公司中：

业绩对铜价敏感性排序为：云南铜业>江西铜业>铜陵有色

股价对铜价敏感性排序为：云南铜业>铜陵有色>江西铜业

估值排序为：云南铜业>江西铜业>铜陵有色

资源估值优劣：江西铜业>云南铜业 = 铜陵有色

资源扩张潜力：云南铜业>江西铜业>铜陵有色

在趋势性投资背景下，我们认为股价对铜价的敏感性、资源估值和资源扩张潜力是我们推荐股票的主要考虑指标，综合考虑以上因素，我们推荐**云南铜业**和**江西铜业**，首推**业绩敏感性最大的云南铜业**。

表2：国内铜上市公司铜价、业绩敏感性分析

2010EPS	铜价（元/吨）			铜价涨 10% 弹性分析	
	40000	50000	60000	EPS 增长	25 倍 PE 对应股价涨幅
江西铜业	0.92	1.3	1.67	0.38	25%
云铜增发后	0.23	0.7	1.16	0.47	42%
云南铜业	0.25	0.75	1.25	0.5	45%
铜陵有色	0.51	0.75	1.01	0.24	34%
2010 年 PE					
江西铜业	41.7	29.5	23.0		
云铜增发后	121.9	40.0	24.2		
云南铜业	112.1	37.4	22.4		
铜陵有色	34.7	23.6	17.5		

资料来源：招商证券

表3：国内铜上市公司资源估值比较

	铜（万吨）	黄金（吨）	市值（亿元）	资源价值	市值/资源价值
江西铜业	1521	405	1158	8496	14%
云铜增发后	360	-	437	1800	24%
云南铜业	294	-	353	1470	24%
铜陵有色	195	-	229	975	23%

资料来源：招商证券

2、钼：看好钼金属的需求增长

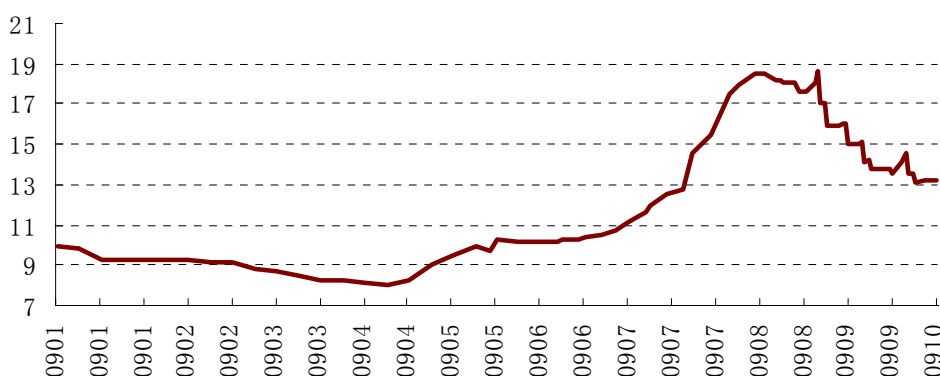
我们推荐钼子行业的主要原因有以下几个：

- 1、钼金属 70% 用于钢铁行业，其中建筑合金钢占 35%、不锈钢占 25%、工具钢占 9%。全球不锈钢产量和机械加工复苏，中国汽油管道、核电的快速发展对钼金属的需求拉动巨大。
- 2、中国首先在建筑钢中添加钼导致钼需求的快速上升，中国由原先的钼净进口国变成了净出口国。
- 3、2010 年 2 月钼期货可能在 LME 上市，届时将增加钼金属的货币属性。

推荐**金钼股份**，公司目前具备高质量的钼资源储量 123 万吨，100% 资源自给，未来产能将有目前的 1.4 万吨扩大到 3 万吨，同时公司的钼金属开采成本仅为 9 万元/吨，远低于其他中小矿 20-25 万元/吨的成本。预测公司 09-11 年钼金属产量分别为 1.4、1.7 和 1.9 万吨，预测 09-11 年的吨钼价分别为 19 万元，25.6 万元和 18.5 万元，对应业绩为 0.35、0.70 和 0.89 元。

图10：欧洲桶装氧化钼价格走势

美元/磅 MB欧洲氧化钼价格



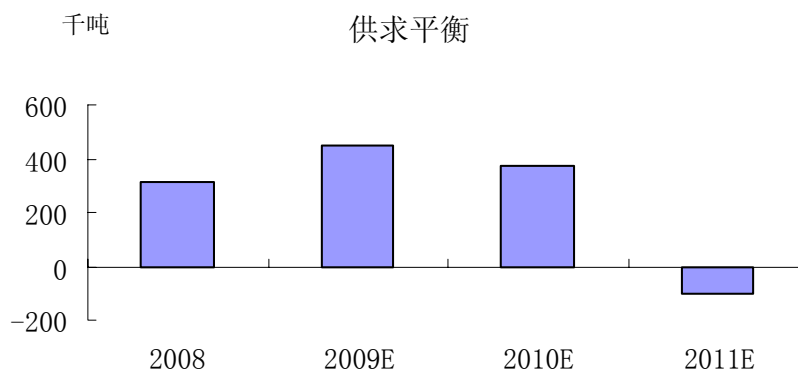
资料来源：招商证券

3、铅锌：汽车、建筑大发展仍将持续

我们推荐铅锌子行业的主要原因如下：

- 1、 锌：23%用于汽车制造，56%用于基建及建筑；铅：美国 88%的铅用于汽车用铅酸蓄电池；中国 72%的铅用于汽车用铅酸蓄电池。国内汽车行业步入高速发展期，预期 09 年汽车产量增长 27%，预期未来几年仍将维持 20%的增速。
- 2、 全球房地产建设和基建持续复苏将大幅带动锌需求
- 3、 当前锌价背景下，品位在 3.5%以上铅锌矿已开采并盈利，3.5%品位以下供给压力已经有限，如果锌价上涨本不会产生大量的额外供给。
- 4、 预期到 2011 年，全球锌供不应求。

图11：全球锌供求平衡预测



资料来源：CRU

从整体金属价格对股价敏感度说，铜上市企业>铅锌上市企业

国内的五家锌资源上市公司中：

估值比较：西部矿业>中金岭南>中色股份>驰宏锌锗>宏达股份

业绩对锌价敏感性排序为：中金岭南>驰宏锌锗>宏达股份>中色股份>西部矿业

股价对锌价敏感性排序为：中金岭南>驰宏锌锗>中色股份>宏达股份>西部矿业

资源估值优劣：宏达股份>中金岭南>中色股份>驰宏锌锗>西部矿业

资源扩张潜：宏达股份>西部矿业>中金岭南>驰宏锌锗>中色股份

在趋势性投资下背景下，我们认为股价对铅锌价的敏感性、资源估值和资源扩张潜力是我们推荐股票的主要考虑指标，综合考虑以上因素，我们首推**中金岭南**，并关注**宏达股份**、**西部矿业**的应资源扩张带来的投资机会。

表4：国内铅锌资源上市公司铅锌价、业绩敏感性分析

2010EPS	铅锌价（元/吨）			铅锌价涨 10% 弹性分析	
	14000	16000	18000	EPS 增长	25 倍 PE 对应股价涨幅
中金岭南	0.46	0.79	1.11	0.24	23%
西部矿业	0.45	0.55	0.66	0.08	13%
宏达股份	0.20	0.32	0.44	0.09	12%
驰宏锌锗	0.25	0.49	0.74	0.18	16%
中色股份	0.36	0.48	0.60	0.09	14%
2010 年 PE					
中金岭南	56.27	33.09	23.43		
西部矿业	31.04	25.40	21.17		
宏达股份	91.55	57.22	41.61		
驰宏锌锗	114.99	57.50	38.33		
中色股份	43.61	32.64	26.08		

资料来源：招商证券

表5：国内铅锌上市公司资源估值比较

	锌（万吨）	铅（万吨）	市值（亿元）	资源价值	市值/资源价值
中金岭南	437	213	267	975	27%
西部矿业	275	200	333	713	47%
宏达股份	710	147	189	1285	15%
驰宏锌锗	270	90	221	540	41%
中色股份	127	21	100	222	45%

资料来源：招商证券

4、黄金：受益于通胀和货币动荡

考虑到通胀预期和货币动荡，我们仍推荐黄金子行业。

在国内上市的主要 4 家黄金企业中：

业绩对金价敏感性排序为：山东黄金>中金黄金>辰州矿业>紫金矿业

股价对金价敏感性排序为：山东黄金>中金黄金>紫金矿业>辰州矿业

估值比较：紫金矿业>山东黄金>中金黄金>辰州矿业

资源估值优劣：中金黄金>紫金矿业>山东黄金>辰州矿业

资源扩张潜力：中金黄金>山东黄金>辰州矿业>紫金矿业

综合考虑山东黄金的管理和成本下降空间较大，首推**山东黄金**，关注中金黄金集团资产注入带来的投资机会。

表6：国内黄金上市公司金价、业绩敏感性分析

2010EPS	金价（美元/盎司）			金价涨 10% 弹性分析	
	1000	1100	1200	EPS 增长	30 倍 PE 对应股价涨幅
山东黄金	2.16	2.66	3.15	0.50	22%
中金黄金	1.17	1.53	1.90	0.36	18%
紫金矿业	0.40	0.44	0.47	0.04	11%
辰州矿业	0.48	0.57	0.66	0.09	10%
2010 年 PE					
山东黄金	31.78	25.81	21.73		
中金黄金	50.67	38.67	31.27		
紫金矿业	23.55	21.66	20.04		
辰州矿业	55.90	47.07	40.65		

资料来源：招商证券

表7：国内黄金上市公司资源估值比较

	黄金（吨）	市值（亿元）	资源价值	市值/资源价值
山东黄金	185	488	407.0	120%
中金黄金	334	469	734.8	64%
紫金矿业	701	1370	1542.2	89%
辰州矿业	40	147	88.0	167%
山东黄金	185	488	407.0	120%

资料来源：招商证券

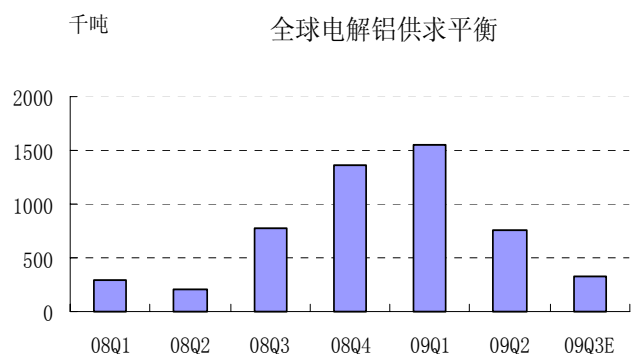
注：紫金未考虑其 970 万吨铜资源价值，实际上资源估值最优，辰州矿业未考虑锑的资源估值

5、电解铝：产能过剩背景下的交易性机会

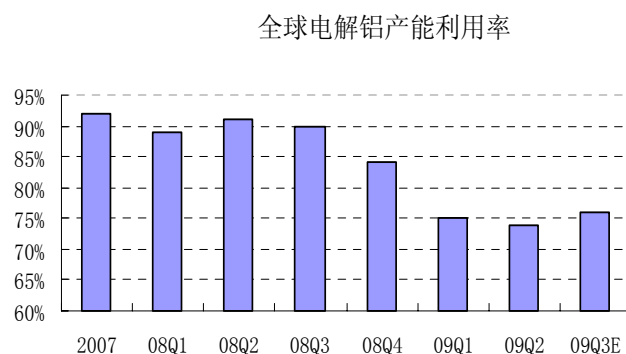
我们给予电解铝行业中性的评级，主要理由如下：

- 1、电解铝行业产能较严重，国内电解铝需求量在 1200 万吨 - 1300 万吨，而产能超过 1800 万吨，超过 30% 的产能过剩。
- 2、全球电解铝产能利用率仅 75% 左右，远低于 07 年超过 90% 的利用率。
- 3、在整个产业环节中，电解铝处于中游，货币属性对其利好影响较小。
- 4、我们预期电解铝价格在 15000 元/吨上下波动。

但电解铝企业也存在交易性机会：由于电解铝电解槽重开需要 2 个月左右，在需求超预期背景下，当短期供求缺口缩小时，会产生一定的交易性机会。

图12: 全球电解铝供求平衡


资料来源: CRU

图13: 全球电解铝产能利用率


在国内电解铝上市公司中, 中铝和云铝是资源到电解铝的一体化企业, 会一定程度受益与通胀和货币动弹, 焦作万方和中孚实业则是电解铝企业弹性最大的企业。

表8: 国内上市电解铝企业静态估值比较

	产能 (万吨)	成本 (元/吨)	年化 EPS	对应 PE	吨铝市值
中国铝业	360	14000	0.24	56.8	5.1
云铝股份	40	13700	0.28	44.8	3.7
焦作万方	42	13500	0.95	21.9	2.4
中孚实业	67	13700	0.82	25.9	2.1
关铝	22	14300	0.14	65.5	2.7

资料来源: 招商证券

6、维持镍、锡、稀土子行业中性评级

镍: 红土镍资源的供给压力显现。虽然不锈钢行业的产量复苏带动镍需求, 但远超硫化镍的红土镍供给价格带来压力, 红土镍的开采成本在 14 万/吨左右, 我们预测镍价很难超过 14 万/吨太远。

锡: 需求是最大的问题。需求增长电子行业是锡的主要下游, 由于电子行业发展趋向小型、精密化导致锡焊料在部分领域的需求较少, 如显示器等。正常情况下, 预期全球锡需求的增速不超过 1%。

稀土: 等待产业整顿效果。稀土是中国优势的战略稀缺资源, 但由于国内产业混乱, 产业整顿的效果有待考察, 短期内稀土公司业绩不佳, 市场作为新能源等题材

三、公司盈利预测

表9: 公司盈利预测及投资评级

子行业	公司	EPS			PE			评级
		08	09E	10E	08	09E	10E	
小金属	金钼股份	1.12	0.32	0.7	18.8	65.7	30.0	强烈推荐 A
	江西铜业	0.76	0.88	1.3	50.5	43.6	29.5	强烈推荐 A
铜	云南铜业	-2.22	0.18	0.75	-	155.7	37.4	强烈推荐 A
	铜陵有色	0.49	0.59	0.75	36.1	30.0	23.6	审慎推荐 A
铅锌	中金岭南	0.39	0.4	0.79	66.8	65.1	33.0	强烈推荐 A
	西部矿业	0.24	0.2	0.55	58.3	69.9	25.4	审慎推荐 A
	宏达股份	-0.57	0.16	0.32	-	114.4	57.2	审慎推荐 A
铝	中国铝业	0.00	-0.05	0.24	-	-	56.7	中性 A
	云铝股份	0.07	0.05	0.28	-	-	44.8	中性 A
	焦作万方	0.69	0.28	0.95	30.1	74.2	21.9	审慎推荐 A
	中孚实业	0.3	0.28	0.82	70.7	75.8	25.9	审慎推荐 A
镍	吉恩镍业	0.46	0.22	0.58	66.4	138.9	52.7	中性 A
锡	锡业股份	0.04	0.25	0.45	-	-	59.1	中性 A
黄金	紫金矿业	0.21	0.3	0.45	44.8	31.4	20.9	审慎推荐 A
	山东黄金	0.9	1.55	2.16	76.2	44.2	31.7	强烈推荐 A
	中金黄金	0.67	0.6	1.17	88.6	98.9	50.7	审慎推荐 A
加工	厦门钨业	0.3	0.48	0.63	60.0	37.5	28.6	强烈推荐 A
	宝钛股份	0.7	0.25	0.64	31.2	87.4	34.2	审慎推荐 A
	南山铝业	0.48	0.3	0.48	21.8	34.9	21.8	审慎推荐 A

资料来源: 招商证券

图 14: 有色金属行业历史PEBand

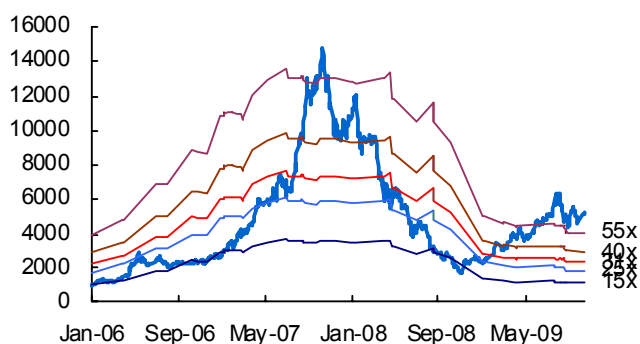
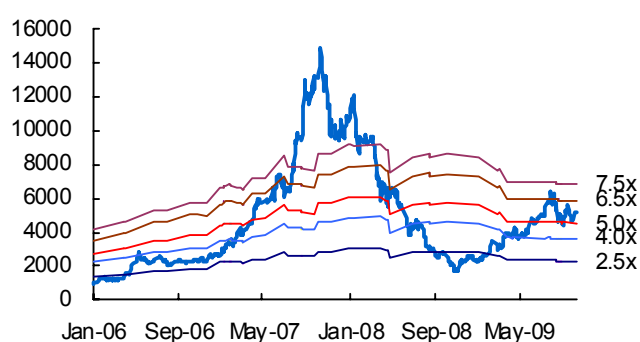


图 15: 有色金属行业历史PB Band



- 说明:
- 1、资料来源于招商证券研发中心;
 - 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
 - 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
 - 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA，招商证券有色行业研究员，5 年以上证券研究从业经验，3 年有色行业研究从业经验。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，有色行业研究员，两年期货研究从业经验，具有证券投资咨询从业资格，香港证券期货从业资格。

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。