

罗毅, CFA 86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn

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

2009年12月1日

布局防御战略, 把握相对收益,

保险行业深度报告

金融

上证指数 3195

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	10631	4.6
流通市值(亿元)	3232	2.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.9	34.6	107.9
相对表现	-8.0	12.1	27.0



相关报告

- 1、《股市繁荣与调整周期中的保险》2007/12/6
- 2、《草枯鹰眼疾, 雪尽马蹄轻—2008年保险行业投资策略》2008/1/2
- 3、《均衡发展典范, 估值仍需谨慎》2008/1/2
- 4、《保费增长超预期, 估值压力仍然存在-保险行业 2009 年 2 月报》2009/2/20
- 5、《东南亚-拉美-东欧: 外资撤离背景下的金融股》2009/3/9
- 6、《在变数中逐渐分化-保险行业 2009 年 3 月报》2009/3/23
- 7、《通胀并不是保险的保护伞-保险行业专题研究》2009/6/10
- 8、《通胀与保险再论-保险行业 2009 年四季度投资策略》2009/10/19

保险

中性(维持)

M1 指标显示未来防通胀将成为当局的管理核心, 货币紧缩、流动性恐低于预期。保险虽然无法避免系统性风险, 难以获得绝对收益, 但还是有望获得相对收益。

- 以经济增速和通胀作为预测保险行业走势的基本二元因素, 可建立以下四象限的情景分析。对保险股来说, 最有利的情形是高增长低通胀, 其次是高增长和高通胀, 再次是低增长低通胀, 最后就是低增长高通胀, 即滞胀。仅当出现低增长、高通胀局面时保险难以获得相对收益, 其他情景下都具有一定的安全边际和投资价值。
- M1 增速 2010 年见顶, 流动性恐低于预期。M1 对判断股市周期有一定的指示作用。以 10% 和 20% 为限, 当 M1 增速低于 10% 时, 政府倾向于加大货币投放, 当 M1 增速超过 20% 时, 常伴随来年的货币紧缩, 而倚重流动性的股市的波动周期以此为鉴, 也能有迹可循。2009 年 10 月我国 M1 余额达到 20.75 万亿元, 增速 32%, 按照我们的 M1 指标判断逻辑, 流动性的高点已见, 可预见的紧缩必将接踵而至。
- 货币收紧和股市调整成为明年的基调, 保险的相对价值将凸显。具有弱顺周期性的保险, 虽然本身难以挣脱市场的运行轨道, 但其周期滞后性和公司价值的外显性是其防御价值之所倚。从历史经验来看, 股市调整中保险公司与大盘基本保持一致。次贷危机中日本保险指数和日经指数走势完全吻合, 不同于美国和欧洲保险股大幅下跌的局面, 因其在衍生投资品中涉足较少, 即价值外显性得到完全发挥; 美国 2001 年的网络科技泡沫调整中, 标普寿险指数先跑赢道指, 最后又深幅调整, 虽然节奏上与市场均值有所差异, 但总体幅度与大盘一致。
- 估值锚, A 股价格的参照与支撑。估值锚效应是指两地上市公司的 H 股价格和 A 股价格之间相互参照和影响所发生的作用。07 年之后, 保险 A 股价格折让已经成为常态, 但是达到 -10% 这个边界是不常见的。以国寿的 AH 股价格来看, 每次折价超过 10% 后, 股价均出现修复性的上涨。虽然 H 股价格也可能出现下跌, 那么即使估值锚发挥作用, 也无法为 A 股价格提供支撑, 在此种情况下, 系统性风险无法避免, 虽然难以获得绝对收益, 但还是有望获得相对收益。
- 维持保险行业中性评级。维持中国人寿审慎推荐评级, 维持中国平安审慎推荐的评级。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	9PE	PB	评级
中国人寿	30.58	0.36	0.84	1.16	84.9	36.5	5.8	审慎推荐 A
中国平安	56.82	0.09	1.30	1.87	631.3	43.9	4.6	审慎推荐 A
中国太保	24.57	0.17	0.70	0.80	144.5	35.1	3.8	中性 B

资料来源: 招商证券

正文目录

一、基于宏观经济的二元保险论	3
1.宏观经济的二叉树概率模型	3
2.宏观经济的二叉树概率模型与保险股关系之演绎	3
二、M1 增速将在 2010 年见顶，流动性恐低于预期	5
1.M1 对判断股市周期的指示作用	5
2. 背后的逻辑：通胀风险将成焦点，流动性恐低于预期	5
三、也无风雨也无晴-相对收益可期	7
1. 通胀并不是保险的保护伞	7
2. 也无风雨也无晴-经济调整中保险股表现中性，相对收益可期	9
3. 估值锚：A 股保险股价格的参照与支撑	10

图表目录

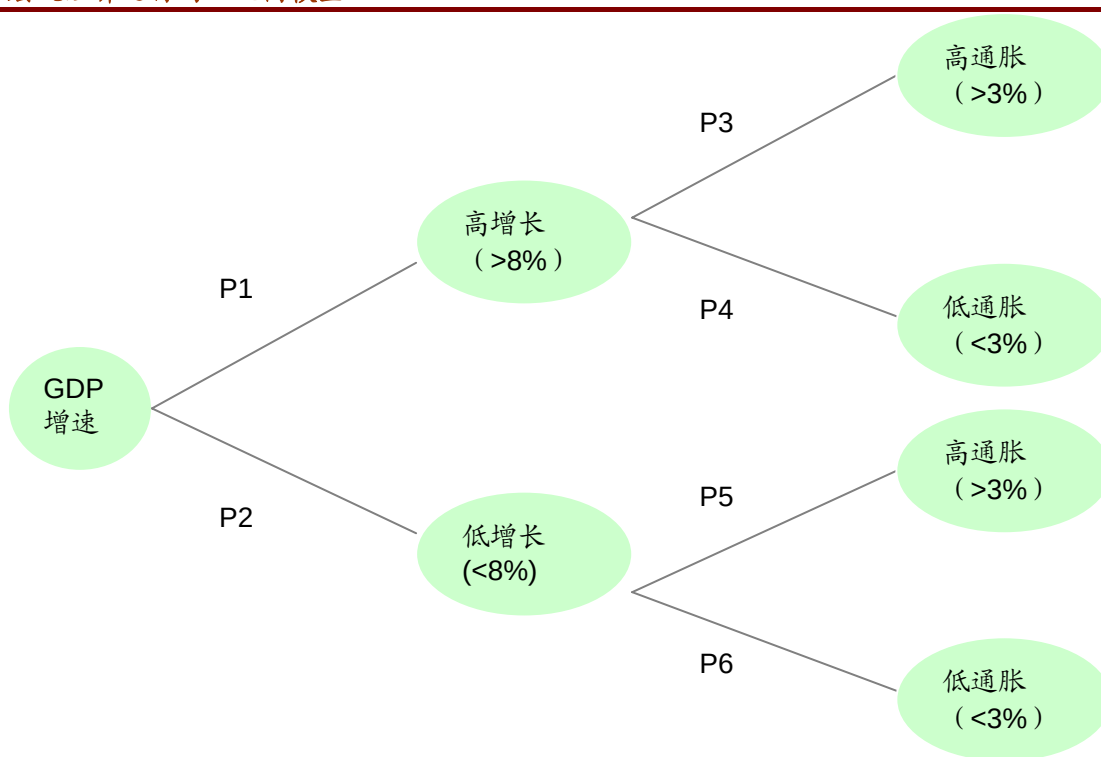
图 1：宏观经济运行的二叉树模型	3
图 2：宏观经济与保险关系的四象限演绎	4
图 3：M1 增速可能在 2010 年见顶（虚线为预测值）	5
图 4：M1 增速超过 M2	6
图 5：中国保费增速和 CPI 负相关	7
图 6：韩国保费增速和 CPI 负相关	7
图 7：台湾保费增速和 CPI 负相关	7
图 8：日本保费增速和 CPI 负相关	7
图 9：国债收益率利差并不和保险股走势完全吻合	8
图 10：保险公司万能险利率跟随国债收益率上行，且幅度更大	8
图 11：西方 70 年代滞胀时期，德国和英国的股市 10 年内涨幅几乎为 0	9
图 12：次贷危机中日本保险指数和日经指数	10
图 13：网络泡沫调整中美国寿险指数和道指	10
图 14：国寿和平安的 A 股价格折价达到 10%	10
图 15：国寿 A 股价格在折价幅度超过 10%以后出现价值修复的上涨	11
图 16：保险行业历史PEBand	11
图 17：保险行业历史PBBand	11
表 1：公司估值比较	11
表 2：国际保险公司估值	12

一、基于宏观经济的二元保险论

1. 宏观经济的二叉树概率模型

GDP 的增速和通胀水平是货币当局最为关注的经济指标，也是当前市场所担忧的经济刺激退出政策是否施行及施行时间的决定因素，我们以这两个指标为核心，用一个简单的二叉树模型来模拟未来经济可能出现的运行方向，以 8% 和 3% 分别作为经济增长和通货膨胀处于高位或低位的分水岭，PX 为出现该种情况的概率，那么未来可能的局面实际就是这四种情况，高增长高通胀（ $P1 \cdot P3$ ），高增长低通胀（ $P1 \cdot P4$ ），低增长高通胀（ $P2 \cdot P5$ ），低增长低通胀（ $P2 \cdot P6$ ）。

图 1：宏观经济运行的二叉树模型



资料来源：招商证券研发中心

2. 宏观经济的二叉树概率模型与保险股关系之演绎

根据二叉树模型的简单推演，以经济增速和通胀作为预测保险行业走势的基本二元因素，可建立以下四象限的情景分析：

对保险股来说，最有利的情形是高增长低通胀，经济稳定增长的预期最有利于保险渗透率的提高，而且低承保成本和高投资收益能锁定稳定的利差空间。虽然对大部分行业而言这都是利好，但基于保险公司高杠杆以及产业本身的上升空间，在稳定增长的经济预期下，最能实现公司的长期价值，相较于其他行业股价上行动力更强，AIG 在美国新经济的 90 年代涨了 10 倍，道指涨幅仅 3 倍就是最好的例子。

其次是高增长和高通胀，这种情形下，通常资产价格会出现大幅的上涨，一方面是经济

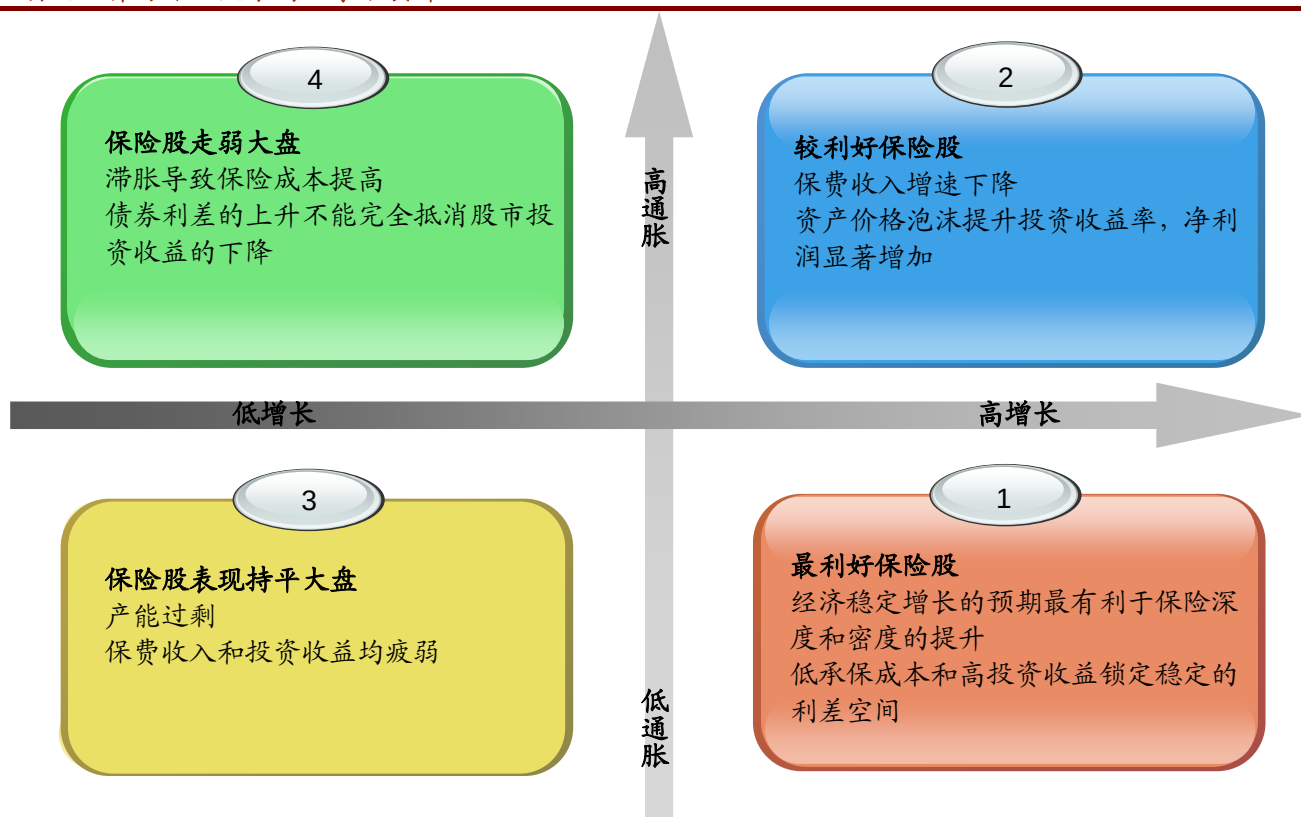
还保持较高增速，人们对未来的预期非常乐观，另一方面为了抵御通胀具有商品属性的资产会有较好的表现。保险公司的保费收入会受到通胀的影响而走弱，而权益投资规模的增加和收益率的上升带来净利润的显著提升。07 年保险公司的净利润均达到历史峰值。

再次是低增长低通胀的情况，这通常发生在经济衰退中，同时可能伴随通货紧缩的风险。如次贷危机后美国的处境。货币政策不能有效的刺激总需求，产能过剩较为严重，此时保险的保费收入和投资收益均不佳，走势持平大盘。

最后就是低增长高通胀的情况，即滞胀，这是最不利好保险股的情形。通胀居高不下，货币政策失去空间，保险公司承保成本上升，债券利差虽会扩大，但不能完全抵消股市投资收益下降的负面影响，保险公司利差的获得主要取决于股权投资等小部分高贝塔资产的配置。滞胀期间，资源品有较好表现，保险股走弱大盘。

综上，仅当出现低增长、高通胀局面时保险难以获得相对收益，其他情景下都具有一定的安全边际和投资价值。

图 2：宏观经济与保险关系的四象限演绎



资料来源：招商证券研发中心

09 年的信贷投放使 2010 年的通胀上行风险较大，我们倾向于认为，当前政府的政策焦点正逐步从“保增长”向“防通胀”转移（具体逻辑见下一章节），明年的投资策略应以防御为重。而保险可能从二象限向三象限转移，那么相对其他行业而言，保险仍不失为一种安全的选择。

二、M1 增速将在 2010 年见顶，流动性恐低于预期

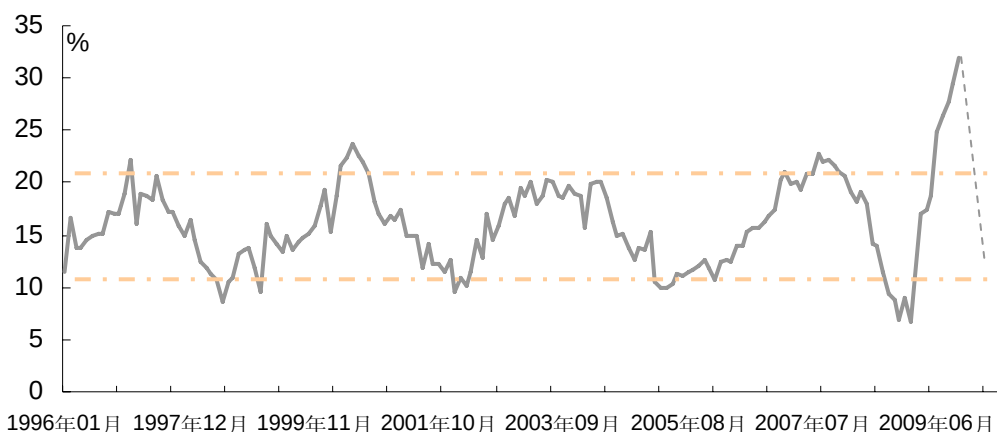
1. M1 对判断股市周期的指示作用

M1 对判断股市周期有一定的指示作用。以 10% 和 20% 为限，当 M1 增速低于 10% 时，政府倾向于加大货币投放，当 M1 增速超过 20% 时，常伴随来年的货币紧缩，而倚重流动性的股市的波动周期以此为鉴，也能有迹可循。

M1 是比 M2 更好的监测流动性的指标。市场通常更关注 M2 的增速，但实际上 M2 中定期存款的庞大数额放大了我国有意义的货币供应量，因为基于众所周知的医疗、教育和房价等因素，中国人的高储蓄率使 M2 中的很大一部分货币冻结在银行体系，并没有在实际的流通中发挥货币职能。M1 的构成是现金加活期存款，是在经济活动中发挥了交换媒介功能的货币，对于监测我国的流动性和实际流通中的货币供应量更具意义。

2009 年 10 月我国 M1 余额达到 20.75 万亿元，增速 32%，按照我们的 M1 指标判断逻辑，流动性的高点已见，可预见的紧缩必将接踵而至。

图 3：M1 增速可能在 2010 年见顶（虚线为预测值）



资料来源：招商证券研发中心

2. 背后的逻辑：通胀风险将成焦点，流动性恐低于预期

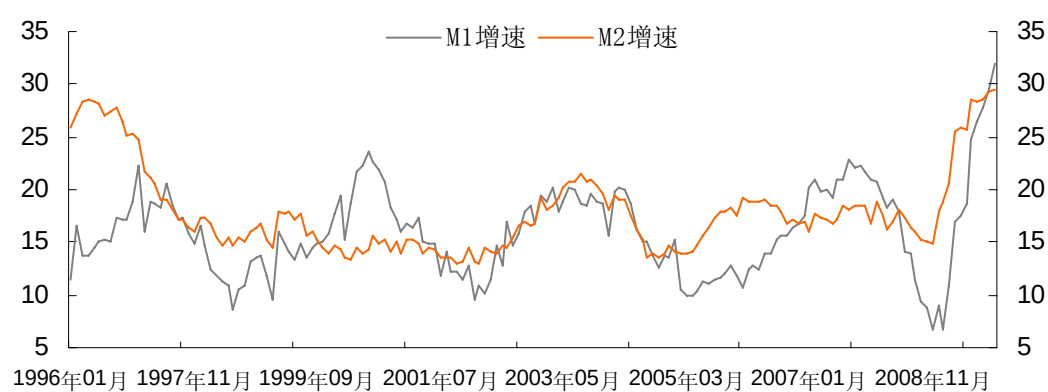
M1 和股市之间关系的逻辑来自 M1 对通胀的预示意义，当 M1 增速超过 20%，未来通胀风险将成为管理层的核心忧虑。现在 CPI 虽然还处在低位，但其本身是个滞后指标，当 CPI 起来以后，再控制通胀已经错过了最好的时机，如果盯住 CPI 来判断通胀，对政策的误判就是必然了。

M1 增速超过 M2 显示通胀预期已经较为强烈。9 月份 M1 增速 29.5% 超过了 M2，10 月缺口进一步走阔，M2 向 M1 转移说明存款活期化的苗头已经开始显现，货币流通速度正在加快，根据 $MV=PQ$ ，如果不对货币供应量进行控制，通胀水平将迅速升高。当然，如果经济增速能达到十几的水平，消化货币供应，通胀可能还在一个合理的范围。但我们认为 2010 年通胀上行的风险较大。

控制通胀将成为货币当局的焦点，货币政策转向和流动性紧缩可以预期，股市受此影响

向下调整空间加大。

图 4: M1 增速超过 M2



资料来源：招商证券研发中心

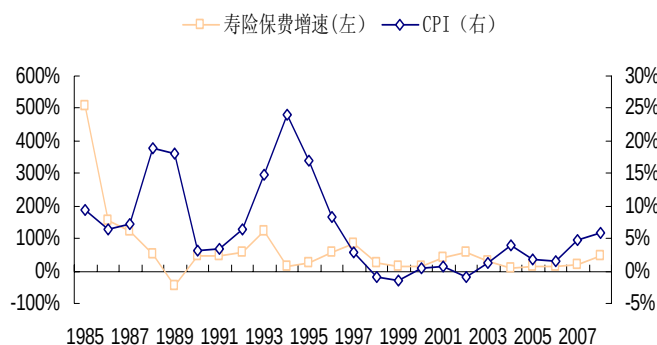
三、也无风雨也无晴-相对收益可期

1. 通胀并不是保险的保护伞

寿险保费收入和通货膨胀率表现出明显的负相关性。80 年代末和 94-95 年，我国出现了 20% 左右的高通胀，而寿险保费收入增速大幅放缓，89 年出现了 -48% 的负增长。07 年同样是如此，虽然股市的高涨让保险公司同时也具备了较高的收益率给付能力，但财富效应还是让部分投资驱动型的资金从保险公司流向股市和楼市。新增保费收入的下降主要反映的是潜在的投保人的保险需求受通货膨胀的影响。已经投保的保户则会通过退保来完成资产的重新配置。

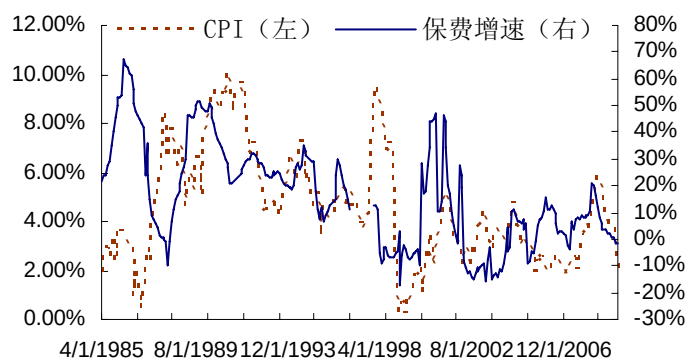
韩国、台湾和日本的数据同样表明，通胀与保费之间此消彼长的关系。

图 5：中国保费增速和 CPI 负相关



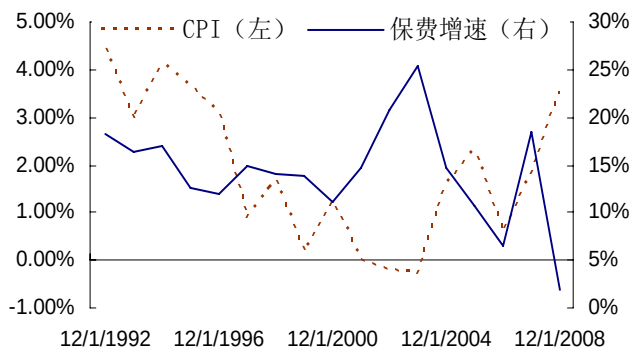
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：韩国保费增速和 CPI 负相关



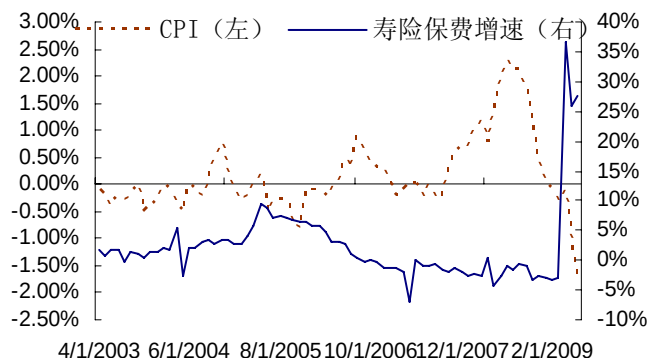
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7：台湾保费增速和 CPI 负相关



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：日本保费增速和 CPI 负相关



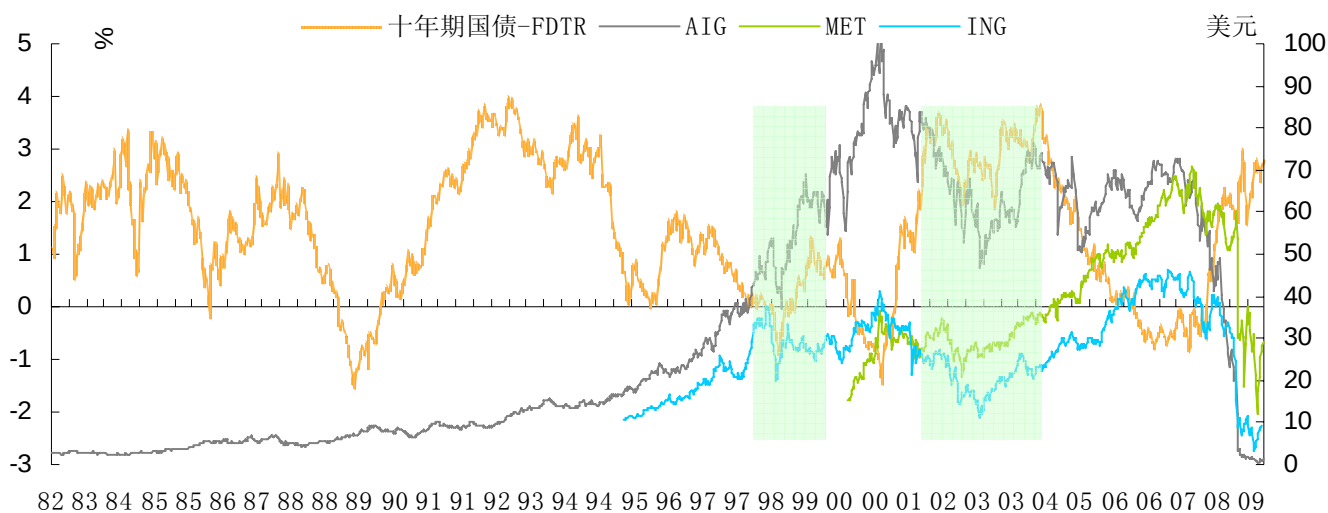
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

保险公司的盈利能力长期来看，是跟随着利差周期而变动的，国债利差反映的是对未来通货膨胀的预期。虽然通货膨胀率上升会引起债券收益率同步上行，但并不一定导致利差的上升，这里面有两个因素，一是通胀起来的同时承保成本也会上升，二是通常根据长期国债收益率和存款利率计算的利差并没有把股权投资反映在内，虽然保险资金的股票投资的比例远小于债券投资，但由于涨跌幅较大，是保险公司投资收益的最大影响变量。

单从债券利差本身并没有看到支持保险股走强的明显证据。我们用美国十年期国债减去联邦存款目标利率来衡量债券投资利差，可以发现从 82 年至今，大部分时间保险股的走势和利差周期并不符合，利差达到一轮周期的最低点之时，保险股股价则达到高点。

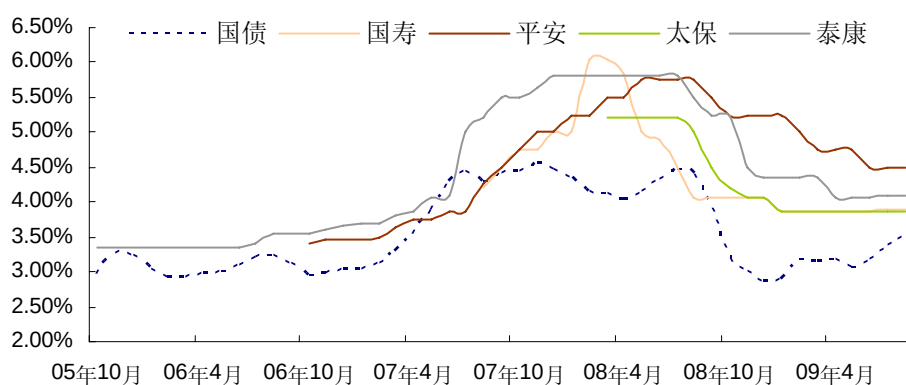
我国保险公司的债券配置中最主要的组成是国债和政策性金融债和企业债，尤其是上市的保险公司，中国人寿的国债和政府机构债券占总债券投资比例的 80% 以上。我国存贷款利率机制未实现市场化，国债利率成为衡量市场资金成本的重要标志，国债利率的上升会引起保险成本的跟随提升，因此保险公司很难靠债券利差来实现超额收益。

图 9：国债收益率利差并不和保险股走势完全吻合



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

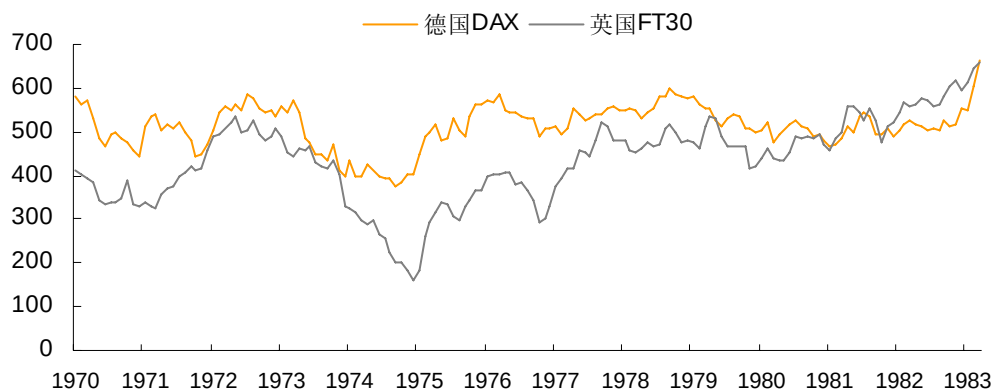
图 10：保险公司万能险利率跟随国债收益率上行，且幅度更大



资料来源：招商证券研发中心

股市表现和通胀之间不存在稳定的相关性。通胀和股市之间的关系是一个很大命题，通常来说温和的通胀有利于经济的发展，促进公司的盈利，股市上扬；而恶性的通胀会导致货币政策的收紧，引发经济进入新一轮调整，股市反应负面。西方国家在整个 70 年代的滞胀期中，股市均表现平平，十年时间几乎都毫无增长，甚至还有所下跌。德国的 DAX 指数在 1979 年末时不到 500 点，较 70 年下降了 14%，英国 FT30 指数则微升 1.4%。这种情形下，保险公司的投资收益很难获得保障。

图 11: 西方 70 年代滞胀时期, 德国和英国的股市 10 年内涨幅几乎为 0



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

2. 也无风雨也无晴-经济调整中保险股表现中性, 相对收益可期

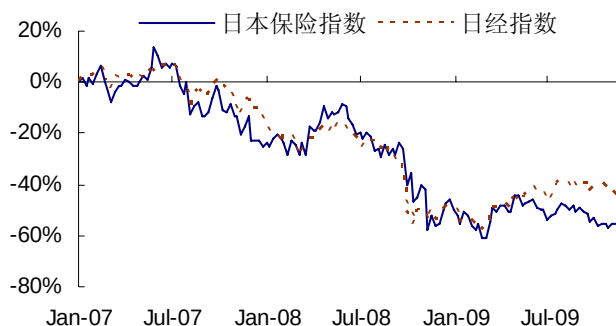
一旦经济如我们预期, 货币收紧和股市调整成为明年的基调, 保险的相对价值将凸显。具有弱顺周期性的保险, 虽然本身难以挣脱市场的运行轨道, 但其**周期滞后性**和**公司价值的外显性**是其防御价值之所倚。

弱顺周期性: 收入效应表现为保费收入的顺周期性, 当利率上升、经济繁荣时, 人们的可支配收入增加, 更有能力购买收入弹性较高的商业保险; 替代效应表现为保费收入的逆周期性, 资产价格上升时, 人们会选择收益率较高的股票和房地产等投资品而非稳定性较高的保险产品。由于这两种效应相互抵消, 从而一定程度上降低了保险公司的系统性风险。此外, 保险公司经营的长期性也有助于其在不同年度内平滑业绩风险。

公司价值外显性: 保险公司的资产 80%以上为金融类证券, 除去持有至到期的债券, 公司的价值在逐日盯市制的公允价值计量法则下完全暴露出来, 而持有至到期的债券虽然按摊余成本法计算, 但管理层的意图本就是久期管理和现金流匹配而获得还本付息的金额, 一般不会对到期之前换手, 因此这部分资产虽然没有以公允价值计量, 并不影响我们理解公司价值。总这个层面上来说, 保险公司价值的风险释放是更为充分的, 相较于其他风险滞后或者风险隐蔽的行业来说, 价值外显性可带来投资风险的降低。

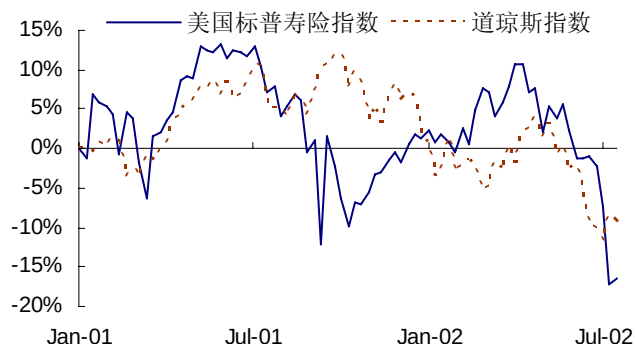
从历史经验来看, 股市调整中保险公司与大盘基本保持一致。 次贷危机中日本保险指数和日经指数走势完全吻合, 不同于美国和欧洲保险股大幅下跌的局面, 因其在衍生投资品中涉足较少, 即价值外显性得到完全发挥; 美国 2001 年的网络科技泡沫调整中, 标普寿险指数先跑赢道指, 最后又深幅调整, 虽然节奏上与市场均值有所差异, 但总体幅度与大盘一致。

图 12: 次贷危机中日本保险指数和日经指数



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 13: 网络泡沫调整中美国寿险指数和道指



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

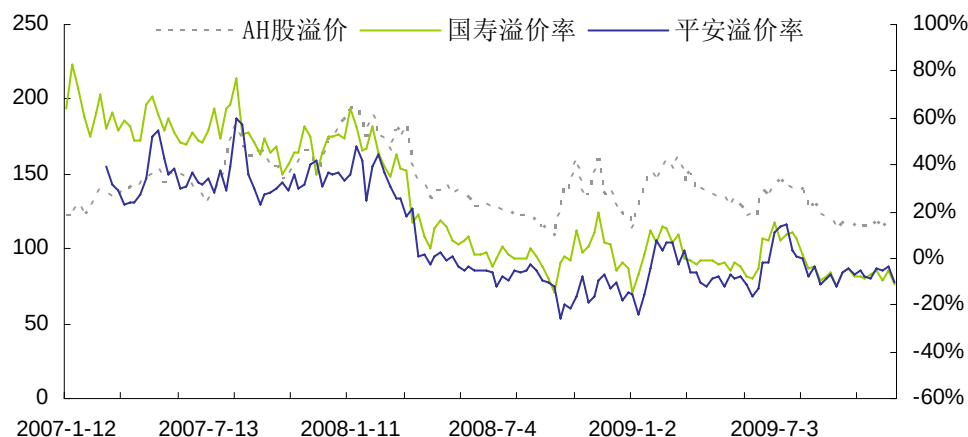
3. 估值锚: A 股保险股价格的参照与支撑

所谓**估值锚效应**是指两地上市公司的 H 股价格和 A 股价格之间相互参照和影响所发生的作用。当前国寿和平安的 A 股价格在考虑汇率之后较 H 股价格折价 10%，与衡量市场总体 AH 价差指数所显示的 17%溢价背道而驰，显示保险公司 A 股价格倒挂的程度之严重。

虽然 07 年之后，保险 A 股价格折让已经成为常态，但是达到-10%这个边界是不常见的。以国寿的 AH 股价格来看（因平安的千亿融资和富通投资事件导致股价波动中隐含的干扰因素较多），每次折价超过 10%后，股价均出现修复性的上涨，从这个角度来说，10%可以作为一个确认安全的标准。

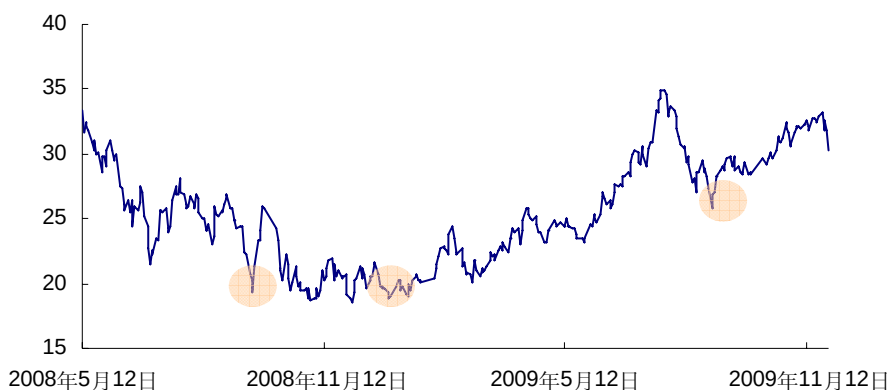
估值锚如果发挥作用，那么以 H 股价格为锚的前提下，A 股价格应得到较强的支撑。问题在于，为什么不是以 A 股价格为锚而判断 H 股价格更大的下跌风险呢？我们认为，H 股相对 A 股开放，估值水平更为国际化，以其为锚更具客观性。H 股价格也可能出现下跌，那么即使估值锚发挥作用，也无法为 A 股价格提供支撑，在此种情况下，系统性风险无法避免，虽然难以获得绝对收益，但还是有望获得相对收益。

图 14: 国寿和平安的 A 股价格折价达到 10%



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 15: 国寿 A 股价格在折价幅度超过 10%以后出现价值修复的上涨



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 16: 保险行业历史PEBand

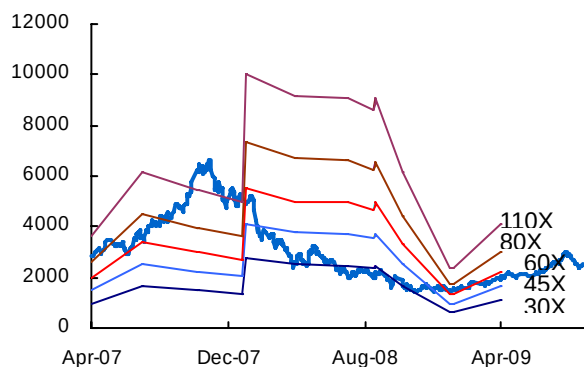
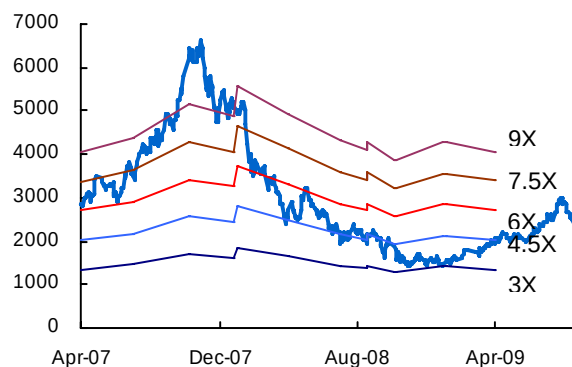


图 17: 保险行业历史PBBand



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。

表 1: 公司估值比较

	中国人寿			中国平安			中国太保		
	2007	2008	2009E	2007	2008	2009E	2007	2008	2009E
P/EV	3.42	3.60	2.96	2.78	3.40	2.77	2.87	3.07	3.62
隐含新业务倍数	50.78	44.83	32.05	34.24	32.03	21.63	33.64	33.31	26.01
PE	22.23	40.62	36.50	22.37	1557.26	43.85	27.45	141.29	35.06
PB	4.21	4.78	3.93	3.67	4.87	3.74	2.99	3.88	4.20
BV/S	7.27	6.39	7.78	15.50	11.67	15.20	8.22	6.33	5.85
EV/S	8.94	8.49	10.32	20.46	16.73	20.52	9.71	9.09	7.70
NBV/S	0.43	0.49	0.63	0.98	1.16	1.55	0.39	0.47	0.62
EPS	1.38	0.75	0.84	2.54	0.04	1.30	0.90	0.17	0.70
每股内含价值	8.94	8.49	10.32	20.46	16.73	20.52	9.71	9.09	7.70
每股新业务价值	0.43	0.49	0.63	0.98	1.16	1.55	0.39	0.47	0.62
EPS	1.38	0.75	0.84	2.54	0.04	1.30	0.90	0.17	0.70
BV/S	7.27	6.39	7.78	15.50	11.67	15.20	8.22	6.33	5.85

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

表 2: 国际保险公司估值

公司名称	股价	09EPS	10EPS	P/E	PB	市值 (亿)
澳大利亚						
安盛亚洲太平洋保险	5.77	0.29	0.29	--	2.78	119
安保保险	6.14	0.37	0.43	25.37	5.39	126
加拿大						
MANULIFE FINANCIAL CORP	18.44	0.84	2.08	--	1.21	324
POWER FINANCIAL CORP	27.51	2.06	2.71	67.10	1.70	194
GREAT-WEST LIFECO INC	24.22	1.71	2.25	13.19	1.98	229
SUN LIFE FINANCIAL INC	29.16	1.47	2.98	--	1.06	164
欧洲						
CNP ASSURANCES	71.29	6.99	8.13	15.84	1.02	106
ING	6.20	0.12	0.97	--	0.45	238
英国						
保诚保险	625.50	58.11	64.53	--	3.34	158
英国耆卫保险公司	113.50	12.46	14.56	--	0.89	60
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	77.35	0.08	0.10	--	1.38	45
标准人寿保险	208.10	19.22	19.32	--	1.48	47
日本						
T&D HOLDINGS INC	1986.00	--	--	--	1.26	5440
SONY FINANCIAL HOLDINGS INC	258000.00	--	--	13.38	2.24	5612
台湾						
国泰金融控股	56.20	1.27	1.99	281.00	--	5435
新光金融控股	13.15	0.21	0.51	--	--	1035
台湾人寿	32.35	--	--	--	4.81	207
中国人寿 (台湾)	22.95	2.03	2.14	8.47	6.21	345
美国						
大都会	34.19	2.85	4.10	16.05	0.82	280
保德信	49.85	5.61	5.60	17.49	0.95	231
美国家庭人寿保险	46.03	4.81	5.31	9.90	2.73	215
UNUM GROUP	19.04	2.55	2.70	7.50	0.77	63
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	25.39	2.73	2.98	9.23	1.16	81
CONSECO INC	4.79	0.87	0.85	4.70	0.27	9
TORCHMARK CORP	43.48	5.95	6.12	7.38	1.09	36
STANCORP FINANCIAL GROUP	37.11	4.75	5.02	7.68	1.01	18
LINCOLN NATIONAL CORP	22.91	3.14	3.52	12.19	0.64	69
DELPHI FINANCIAL GROUP-CL A	21.86	3.74	3.70	6.73	1.02	12
PROTECTIVE LIFE CORP	16.54	3.45	2.76	5.10	0.61	14
AIG	28.40	-14.76	4.79	--	0.71	198

资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

注: 单位为当地货币

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 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

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±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。