

贾祖国
010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn
孟群 86-10-88087418
mengqun@cmschina.com.cn

2009年12月6日

市场总体难有惊喜，商业地产机会显现

房地产行业2010年度投资策略

金融·房地产

房地产

中性（下调）

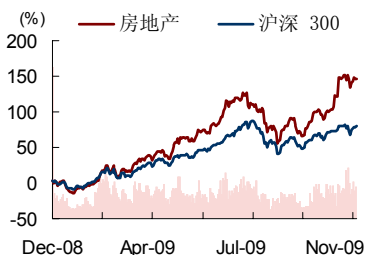
上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数（只）	115	7.3
总市值（亿元）	12438	5.0
流通市值（亿元）	9229	6.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	23.3	41.9	158.7
相对表现	17.8	18.6	75.0



相关报告

《房地产行业2009年中期投资策略——新一轮房地产周期又已开始》2009/06/16

《房地产行业2009年度投资策略——房市依旧调整，股票业已企稳》2008/12/03

09年国内房地产量价齐升，有效地引领了国内经济的企稳回升。随着国内经济的企稳，2010年遏制房地产价格过快上涨将被提上议事日程，市场总体难有惊喜。目前股票估值略微偏高，我们将行业评级下调为“中性”。商业地产将成为投资亮点。

- **行业调控政策趋严：**临时性的鼓励政策将在09年底退出，二套房信贷将收紧，明年将步入加息通道，只有首套房7折利率维持不变；
- **2010年房价总体看平，部分城市还将继续上涨：**二套房信贷的从严执行以及二手房税收减免的结束，投资性购房在2010年将受到了很大的抑制，房价快速上涨失去了重要的动力。但像北京、天津、珠海、苏州这样的部分城市房价还将继续上涨；
- **新房成交同比将有所下降：**09年各地成交普遍表现为刚性需求和投资性需求的集中爆发，因此从总量上09年的新房成交同比将有所下降；
- **重点城市地价仍将再创新高：**随着人民币新增贷款的大量投放，社会流动性充裕。目前非房地产开发企业、甚至国有企业出于保值、增值的考虑，都在这些地方争夺重点城市稀缺的土地资源，因此各重点城市地王仍将频现；
- **商业地产投资机会显现：**随着经济走出低谷，商业地产也有望随之见底回升；保险资金将可以直接投资商业地产，具体细则即将于近期出台；REITs发行在即，债券型先行，股权型有望在1季度出台；另外，适当持有商业地产代表了目前先进的商业模式；
- **投资策略：**我们将行业投资评级下调为“中性”；我们看好4类公司：依然保持较高速增长的房地产开发龙头公司、适当持有部分优质商业并能保持业绩高速增长的公司、手上有大量便宜土地储备或者有望拿到便宜土地储备的公司以及土地储备集中在明年房价看涨区域的公司。

财务数据与估值

	股价	净资	PB	RNAV	P/RNAV	09EPS	09PB	评级
招商地产	34.10	9.12	3.74	30.0	1.14	1.60	21.3	强烈推荐—A
金融街	14.19	6.07	2.34	15.1	0.94	0.70	20.3	强烈推荐—A
世茂股份	18.03	5.18	3.48	25.7	0.70	1.03	17.5	强烈推荐—A
万科A	12.29	3.18	3.86	8.1	1.52	0.73	16.8	审慎推荐—A
保利地产	26.08	6.64	3.93	21.6	1.21	1.20	21.7	审慎推荐—A
金地集团	16.58	5.64	2.94	11.0	1.51	0.85	19.5	审慎推荐—A
苏宁环球	16.86	1.60	10.54	13.3	1.27	0.94	17.9	审慎推荐—A
华业地产	9.59	3.40	2.82	10.6	0.90	0.50	19.2	审慎推荐—A
华发股份	22.91	5.85	3.92	22.4	1.02	1.30	17.6	审慎推荐—A

资料来源：招商证券

正文目录

一、2009 年房地产回顾	3
二、全球主要房地产市场与国内宏观经济展望	4
1、全球主要房地产市场有望在 2010 年见底回升	4
2、国内宏观经济展望	5
三、住宅市场难有惊喜	6
1、2010 年房价总体看平，部分城市还将继续上涨	6
2、成交同比将有所下降	7
3、重点城市地价仍将再创新高	7
四、商业地产投资机会显现	8
1、商业地产有望见底回升	8
2、对于政策鼓励商业地产加速发展的再认识	8
(1) 保险资金直接投资商业地产	8
(2) REITs 发行在即	8
3、房地产商业模式需要改变	8
五、投资策略	11
1、行业评级下调为“中性”	11
2、看好 4 类公司	11
(1) 依然保持较高速增长的房地产开发龙头公司	11
(2) 适当持有部分优质商业并能保持业绩高增长的公司	11
(3) 手上有大量便宜土地储备或者有望拿到便宜土地储备的公司	11
(4) 土地储备集中在明年房价看涨区域的公司	11

图表目录

表 1: 全球房地产市场运行情况简表	4
表 2: 美国不同阶段 3 类房地产公司经营活动情况	10
表 3: 股票估值及投资评级 (12 月 7 日)	12
图 1: 北京一手住宅历月成交与可售面积情况 (万平)	3
图 2: 上海一手住宅历月成交与可售面积情况 (万平)	3
图 3: 深圳一手商品房历月成交与可售面积情况 (万平)	3
图 4: 广州一手住宅历月成交与可售面积情况 (万平)	3
图 5: 美国新房销售中间价及同比增速	5
图 6: 美国房价收入比	5
图 7: 英国房地产成交均价及同比增速	5
图 8: 英国房价收入比	5
图 9: 城镇购房适龄人口预计	6
图 10: 地价涨得比房价快	7
图 11: 北京主要商圈租金增长趋势 (2009-2011 年)	8
图 12: 房地产商业模式与收益率示意图	9

一、2009 年房地产回顾

随着 08 年底的大幅降息、首套房 7 折利率优惠、二套房信贷的放松、二套房交易的税收的减免、大规模的财政刺激政策以及 09 年迅猛的信贷投放，09 年上半年国内房地产市场走出了一波量价齐升的行情；随着新房房源的减少，09 年 8 月份后新房成交总体有所缩量。

图 1：北京一手住宅历月成交与可售面积情况（万平）

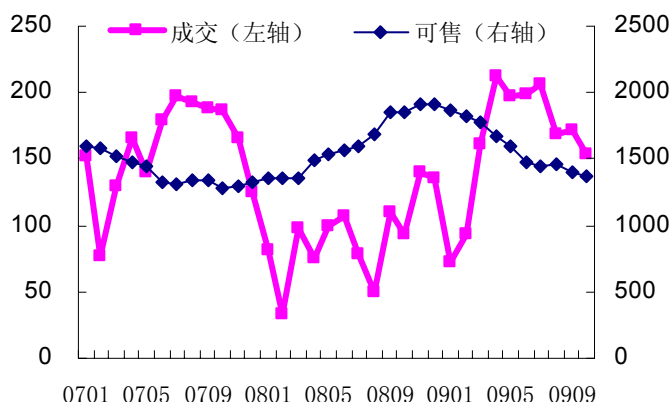


图 2：上海一手住宅历月成交与可售面积情况（万平）

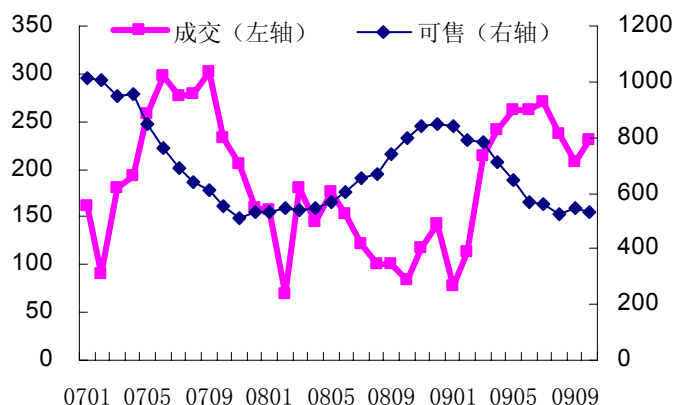


图 3：深圳一手商品房历月成交与可售面积情况（万平）

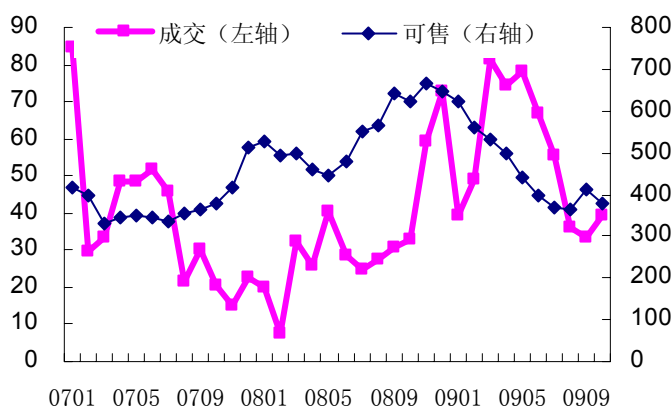
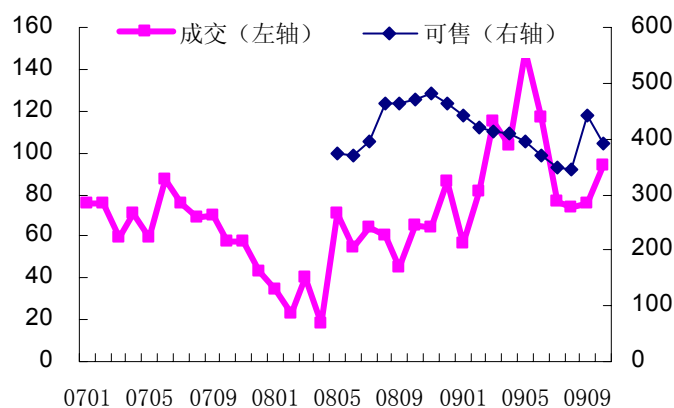


图 4：广州一手住宅历月成交与可售面积情况（万平）



资料来源：招商证券研发中心

从全球历史情况看，在 18 年左右的房地产周期中，房地产下跌往往要持续 3-4 年，然而国内在短短的 1 年半多点的时间内就已经结束。现在回首看来这主要归因于信贷的大幅投放、利率的快速下降，以及大规模的财政刺激政策、城市化进程的加速。这都显示了宏观调控的成熟以及中国货币传导渠道的通畅。

二、全球主要房地产市场与国内宏观经济展望

1、全球主要房地产市场有望在 2010 年见底回升

- 从全球房地产数据来看，主要市场房价大幅下降的阶段已经结束，房价目前逐渐企稳。例如美国的房价收入比目前已经低于 30 多年的平均水平；英国的房价已经开始上涨；
- 从房地产周期来看，在 18 年的房地产周期中，房地产往往要下跌 3-4 年，从这一轮房地产周期来看，2010 年基本就是房价见底的时间；
- 目前全球主要市场利率基本处于最低水平，已经有些经济体开始加息。考虑到房地产周期与利率周期的基本同步性，这也表明房价已经处于底部区域；
- 目前全球经济最低点已经过去，总体处于复苏态势，这也支持了房地产市场的复苏。

表 1：全球房地产市场运行情况简表

项目	时间	数值	YOY	MOM
美国市场：				
新屋开工量(千套)	2009.9	52.7	-28.7%	-1.5%
新房销售量(千套)	2009.9	31.0	-11.4%	-16.2%
新房销售中间价(千美元/套)	2009.9	204.8	-9.1%	2.5%
英国市场：				
成交均价(万英镑/套)	2009.10	16.2	2.0%	0.1%
德国市场：				
新房价格指数	2009.9	102.0	-1.9%	0.0%
日本市场：				
东京新公寓销售量(千套)	2009.9	3.1	26.2%	60.0%
东京新公寓销售价格(千日元/套)	2009.9	45270	1.3%	4.9%
韩国市场：				
韩国房价指数	2009.9	100.7	-0.50%	0.72%
韩国租金指数	2009.9	101.8	0.46%	1.42%
香港市场：				
住房成交量(套)(综合)	2009.10	9300	97.1%	-24.3%
住房成交均价(万港币/平)C 类	2009.9	10.4	11.7%	1.6%
住房成交均价(万港币/平)D 类	2009.9	12.8	11.6%	-1.5%
住房成交均价(万港币/平)E 类	2009.9	19.9	-1.3%	16.1%

资料来源：CEIC，Bloomberg，招商证券研发中心

图 5: 美国新房销售中间价及同比增速

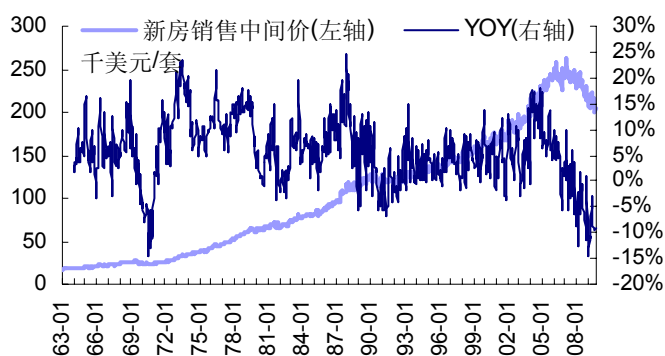


图 6: 美国房价收入比

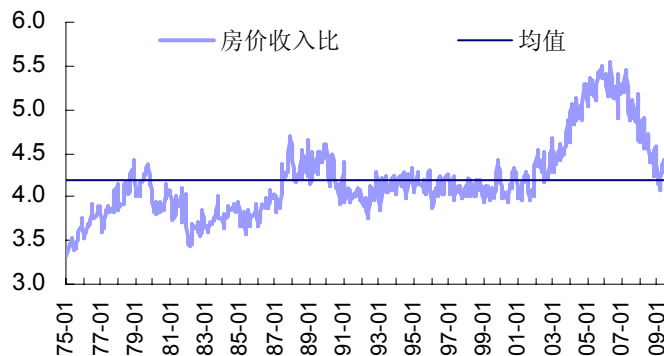


图 7: 英国房地产成交均价及同比增速

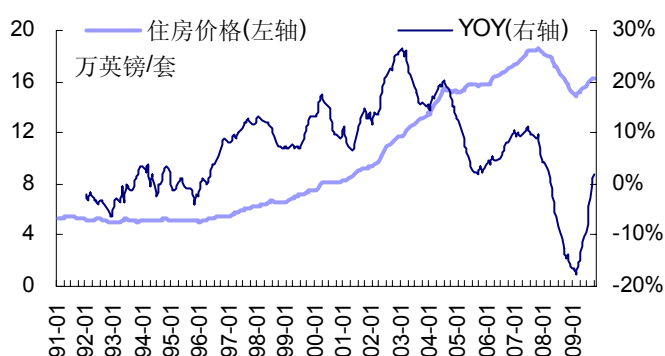


图 8: 英国房价收入比



资料来源: CEIC, Bloomberg, 招商证券研发中心

2、国内宏观经济展望

招商证券研发中心认为, 2009 年 GDP 增速预计在 8.5%左右, 2010 年 GDP 预计在 10.6%左右, 其中出口预计增速为 13%, 全年 CPI 预计为 2.5%-3%。

2010 年, 货币政策将逐步由今年的极度宽松到明年的适度宽松再到中性偏紧, 预计在 2 季度开始加息。

我们预计 2010 年房地产投资仍将保持较高的增速, 预计达到 25%。

三、住宅市场难有惊喜

房地产调控政策将偏紧。09 年国内房地产量价齐升，有效地引领了国内经济的企稳回升，国际主要房地产市场总体也将在 2010 年见底。我们判断在经济企稳后，遏制房地产价格过快上涨无疑就将被提上议事日程。

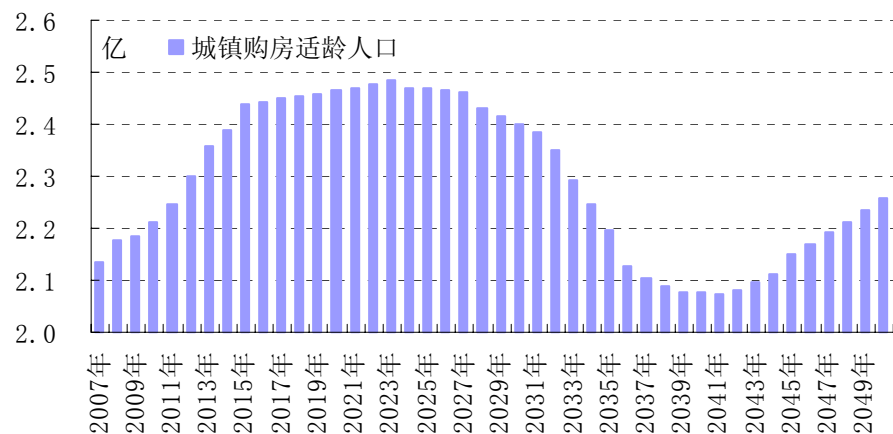
- 临时性的鼓励政策将在 09 年底退出；
- 二套房信贷将收紧；
- 明年将步入加息通道；
- 只有首套房 7 折利率维持不变。

1、2010 年房价总体看平，部分城市还将继续上涨

（1）房价中长期看涨

房地产周期往往在 18 年左右，其中从萧条期走出后，往往要上涨 14 年左右。这也很好地契合了中国当前的城市化加速进程以及城镇购房适龄人口变化情况。我们预计，2015 年到 2030 年城镇购房适龄人口都在 2.4-2.5 亿之间，其中 2023 年前后达到最高峰，约为 2.483 亿。届时中国的城市化进程已接近尾声——约为 80% 左右。因此在未来的 14 年左右的时间内，中国的房地产市场总体还将继续上涨。

图 9：城镇购房适龄人口预计



资料来源：招商证券研发中心

（2）2010 年房价以平稳为主的概率较大

我们认为，2010 年房价以平稳为主的概率较大：

- 08 年底以来，重点城市的房价已经有了 50% 左右的上涨，目前房价已经超过了 07 年的高点，房价涨幅过快，目前房价水平偏高；
- 重点城市的新房供给在 2010 年会逐步提高；
- 目前购房的人口约 50% 左右都是投资性购房。二套房信贷的从严执行以及二手房税收减免的结束，投资性购房在 2010 年将受到了很大的抑制，房价快速上涨失去了重要的动力。

(3) 2010 年部分城市房价依然继续看涨

这些城市包括，北京、天津、珠海、苏州等。

以北京、天津为例。随着北京和天津高铁、高速公路的建设，以北京和天津为核心，在未来十年左右的时间内便可形成中国的第一个都市圈。未来人口将继续向这一区域流动。估计未来这一区域的人口将达到 5 千万至 1 亿人。北京和天津的房价持续看涨，目前北京房价在核心城市中偏低，随着地铁和高铁的大规模，2010 年北京房价继续看涨。

2、成交同比将有所下降

09 年，尤其是 09 年上半年，各地成交普遍表现为刚性需求和投资性需求的集中爆发，因此从总量上 09 年的新房成交同比将有所下降。

3、重点城市地价仍将再创新高

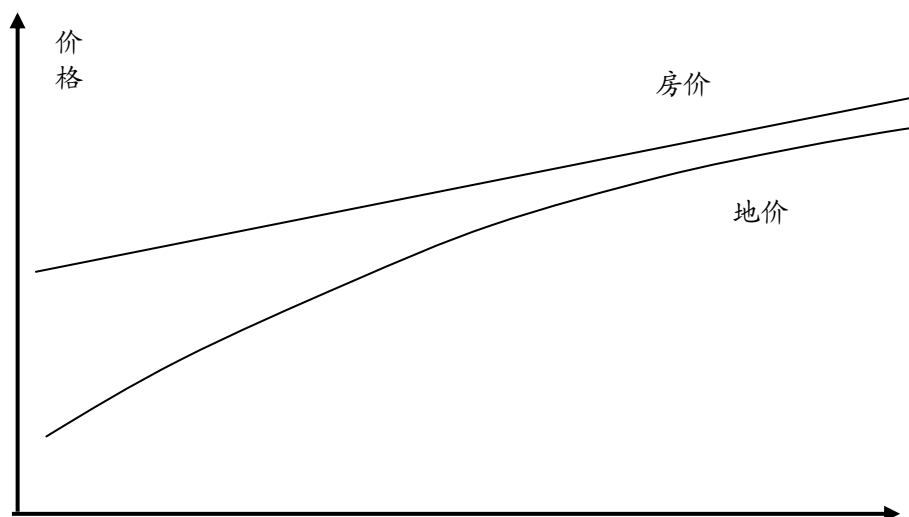
土地供应不足、地价上升的趋势短期内难以改变。高速城市化进程还在进行，土地国家垄断的地位不会改变，短期内土地供应不足的局面难以骤然改观；

尤其值得特别指出的是，未来数年内人口流动的主导方向都是从中小城市进入一线城市，因此北京、上海等一线城市的土地以及二线城市一些比较好的地段的土地是稀缺的；

随着人民币新增贷款的大量投放，社会流动性充裕。目前非房地产开发企业、甚至国有企业出于保值、增值的考虑，都在这些地方争夺重点城市稀缺的土地资源，因此各重点城市地王仍将频现；

事实上，我们认为金融危机是一个分水岭：在之前，房价涨得比地价快；之后，地价涨得比房价快。

图 10：地价涨得比房价快



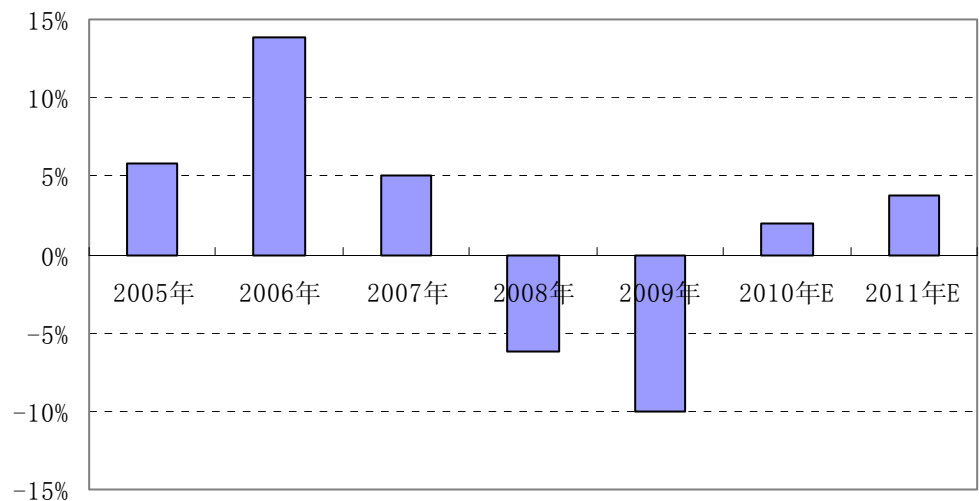
资料来源：招商证券研发中心

四、商业地产投资机会显现

1、商业地产有望见底回升

随着经济走出低谷，商业地产也有望随之见底回升。

图 11：北京主要商圈租金增长趋势（2009-2011年）



资料来源：招商证券研发中心

2、对于政策鼓励商业地产加速发展的再认识

（1）保险资金直接投资商业地产

保险资金将可以直接投资商业地产。具体细则即将于近期出台。

（2）REITs 发行在即

REITs 是发达金融市场重要组成部分。美国最早开始 REITs，在亚洲发展的时间较晚，日本在 2001 年引进，新加坡接着推出；中国香港和台湾地区则分别在 2003 年和 2005 年加入 REITs 行列。

REITs 可以打通房地产行业的融资渠道、沟通银行存款与资本市场，即可化解金融风险又可促进行业实体发展，发挥 REITs 在金融促进经济发展中的重要作用。过往的数年中，中国商业地产发展滞后与房地产金融市场滞后也有较大的关系。REITs 的出台是房地产金融放开的第一步也是极其重要的一步。

从目前情况看，国内首只股权 REITs 预计将在明年 1 季度上市，债权 REITs 将在股权 REITs 前出台。

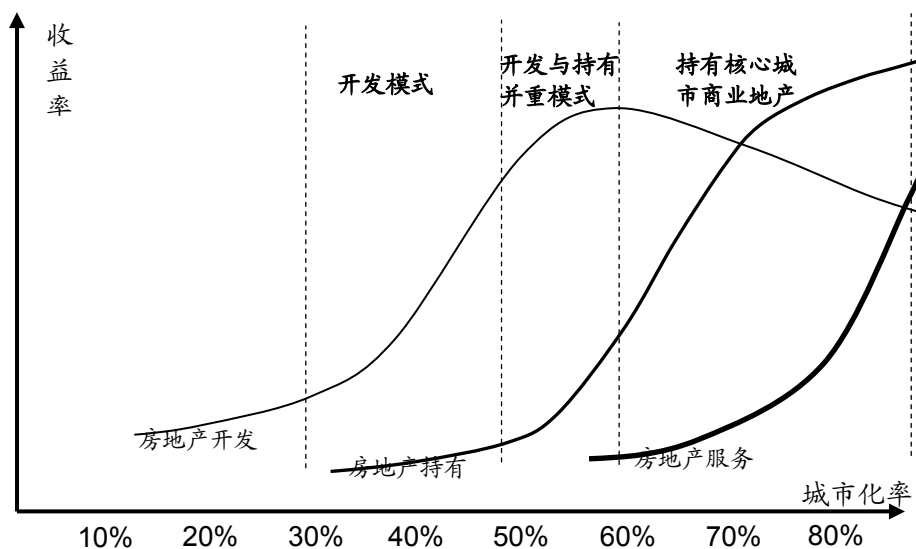
3、房地产商业模式需要改变

众所周知，截止目前，万科的商业模式取得了巨大的成功。万科的成功主要应归结于：只做房地产开发、不持有商业地产，加快周转，同时辅以高效融资，这使得公司快速做大做强，也为投资者带来了长期的超额收益。

随着央企加入抢地行列，一线城市地价越拍越贵。以前是房价涨得快、地价涨得慢，快速周转当然是合理的选择，现在情形改变了：房价涨得慢、地价涨得快。这使得传统高周转的商业模式受到了挑战。

从发达国家的房地产经验看，目前城市化率接近 50%，已到了开发与持有核心城市物业并重的时候。当前房地产最佳的商业模式应为“开发+持有”模式——以开发为主、在依靠开发获得短期业绩的同时逐步持有优质的物业。

图 12：房地产商业模式与收益率示意图



资料来源：招商证券研发中心

来自美国 3 大龙头公司的案例：

- **帕尔迪 “经营得很成功、但很辛苦”**。公司的美好时光应该也就是在 1950-1960 年城市化加速时。当城市化步入尾声后，新房需求开始收缩后，公司仍坚持房地产开发，不停地通过内部挖掘来提高公司业绩，同时还要和对手进行艰苦的谈判来收购对手；如果其早点转做商业地产持有，日子也许会好过得多；
- **波士顿地产 “转型很成功但稍晚”**。1970 年公司开始房地产开发业务时，美国的城市化进程已经接近尾声。公司成功地开始涉足商业地产并很快确立了以商业地产持有为主业，并且通过并购来获得快速扩张，转型应该说还是非常成功的；但公司转型可能还是晚了些，如果公司能够早 10-20 年确立以持有商业地产作为主业，那公司今天的规模可能就更上了一大台阶；
- **世邦魏理仕 “苦苦挣扎半个多世纪后终于迎来了行业发展的黄金期”**。在城市化进程加速推进的时候，新房总体非常好卖，基本不需要房地产服务业。受二战影响，1960 年后商业地产发展才开始如火如荼，房地产服务业终于迎来了发展的春天，公司抓住机遇分别进行了全国扩张和全球扩张。

为使大家更能清楚地了解美国这 3 家不同类型龙头公司的发展历程，我们在表 2 中给出了它们在不同阶段的发展情况。

表 2：美国不同阶段3类房地产公司经营活动情况

年份	城市化率	第三产业占GDP 比重	房地产发展重点	开发类公司：帕尔迪	持有类公司：波士顿地产	服务类公司：世邦魏理仕
1900 年	39.6%	45.6%		Na	Na	1906 年成立于旧金山
1910 年	45.6%	44.9%		Na	Na	在加利福尼亚运营，发展缓慢
1920 年	51.2%	41.0%		Na	Na	在加利福尼亚运营，发展缓慢
1930 年	56.1%	47.9%		Na	Na	在加利福尼亚运营，发展缓慢
1940 年	56.5%	53.4%		Na	Na	在加利福尼亚运营，发展缓慢
1950 年	64.0%	45.2%	郊区成片住宅，地区商业中心	1956 年在底特律成立	Na	在加利福尼亚运营，发展缓慢
1960 年	69.9%	49.4%	旧城改造、商业街、新社区、大型商业广场	市场开始饱和，追求异地扩张	Na	1968 年开始全国性垂直整合阶段
1970 年	73.6%	56.0%	郊区写字楼开发	继续区域扩展；1972 年涉足住房抵押贷款业务	1970 年开始从事房地产开发	全国性垂直整合阶段
1980 年	73.7%	56.3%	城区写字楼及酒店，大规模城市中心高档物业	80 年代中期实行全面质量管理	1980 年开始区域扩张；1981 年开始建造写字楼	1981 到 1995 年私有化阶段
1990 年	75.2%	70.1%	智能化多功能物业	1993 年注重客户细分及客户满意；并为客户进一步细分，2003 年工厂化	1997 年持有物业作并为主业并开始区域扩张	1996 年开始全球性垂直整合阶段
2000 年	79.0%	73.9%	智能化多功能物业	客户进一步细分，2003 年工厂化	继续收购扩张	全球性垂直整合阶段
2009 年	81.0%	75.9%	智能化多功能物业	并购 Centex		全球性垂直整合阶段

资料来源：库兹涅茨的《各国的经济增长》，招商证券研发中心整理

五、投资策略

1、行业评级下调为“中性”

我们将行业投资评级下调为“中性”，基于以下考虑：

- 行业调控政策趋严；
- 住宅市场难有惊喜，行业基本面房价看平、成交量减少、重点城市地价继续上涨；
- 估值略微偏高。目前公司 PB 总体在 4 倍左右，我们认为除却泡沫顶峰前后，房地产公司合理 PB 应在 2-4 倍左右，在宽松流动性下合理的 PB 应在 3-4 倍。2010 年动态 PE 在 20 倍左右。

2、看好 4 类公司

2010 年，基于对于行业判断，我们相对看好看好 4 类公司：

（1）依然保持较高速增长的开发龙头公司

这些公司如招商地产、保利地产等。

我们预计招商地产 09 年和 10 年的 EPS 分别为 1.05 元和 1.60 元；保利地产 09 年和 10 年的 EPS 分别为 0.91 元和 1.20 元。

（2）适当持有部分优质商业并能保持业绩高增长的公司

这些公司如金融街、世茂股份等。

金融街：公司正在聚焦京津地区，大幅增加该区域的土地储备。公司在京津地区的物业具有绝对的战略价值。目前公司在北京和天津两地的出租类和经营类资产已接近 **100 万平**，未来 3 年公司的净利润将保持每年 30% 左右的高速增长，**未来 3 年公司 70% 以上的净利润来自开发类。**

世茂股份：公司在二、三线城市土地储备在快速扩张，公司将逐步持有一些优质物业，我们预计 09 年到 11 年，公司的 EPS 分别为 0.11 元、1.03 元和 1.40 元。**若考虑到公允价值变动，则公司的业绩还会有所上升。**

（3）手上有大量便宜土地储备或者有望拿到便宜土地储备的公司

这些公司如苏宁环球、世茂股份、信达地产、京投银泰等。

例如苏宁环球在南京江北的项目楼面地价为 500 元/平左右、世茂股份的楼面地价不到 1500 元/平，信达地产的楼面地价不到 1000 元/平，京投银泰依托达股东优势明年有望拿到实质性的地铁上盖物业。

（4）土地储备集中在明年房价看涨区域的公司

前文指出，我们预计 2010 年房价以平稳为主的概率较大，但仍有部分城市房价在 2010

年依然将看涨。这些城市包括，北京、天津、珠海、苏州等。相关的公司有金融街、信达地产、北京城建、华业地产、华发股份、ST 海星、苏州高新等。

表 3：股票估值及投资评级（12月7日）

公司	股价	净资产	PB	RNAV	P/RNAV	10EPS	10PE	评级
招商地产	34.10	9.12	3.74	30.0	1.14	1.60	21.3	强烈推荐—A
金融街	14.19	6.07	2.34	15.1	0.94	0.70	20.3	强烈推荐—A
世茂股份	18.03	5.18	3.48	25.7	0.70	1.03	17.5	强烈推荐—A
万科 A	12.29	3.18	3.86	8.1	1.52	0.73	16.8	审慎推荐—A
保利地产	26.08	6.64	3.93	21.6	1.21	1.20	21.7	审慎推荐—A
金地集团	16.58	5.64	2.94	11.0	1.51	0.85	19.5	审慎推荐—A
苏宁环球	16.86	1.60	10.54	13.3	1.27	0.94	17.9	审慎推荐—A
华业地产	9.59	3.40	2.82	10.6	0.90	0.50	19.2	审慎推荐—A
华发股份	22.91	5.85	3.92	22.4	1.02	1.30	17.6	审慎推荐—A

资料来源：招商证券研发中心

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》2009/11/12

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，6 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

孟群，中南财经政法大学经济学硕士，2008 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

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±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。