

中性（维持）

波折中复苏，关注区域发展与行业整合

2010年6月10日

港口行业2010中期投资策略

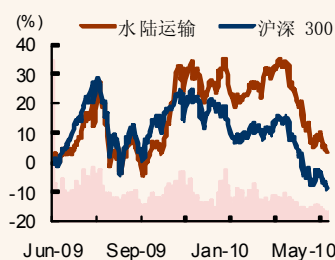
上证指数 2514

行业规模

		占比%
股票家数（只）	58	3.6
总市值（亿元）	6889	3.5
流通市值（亿元）	4910	3.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.8	-22.7	2.8
相对表现	-2.8	3.8	11.1



相关报告

- 1、《航运业 2010 年中期投资策略-行业繁荣尚远，挖掘细分机会》2010/6/10
- 2、《深赤湾(000022)-希腊危机影响或滞后显现,2010 年盈利具有相对确定性》2010/5/31
- 3、《粤富华(000507)-华丽转身港城一体，珠江西岸明珠初升》2010/4/06

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090208030187

前 5 月港口行业生产经营表现良好。下半年，欧元区债务危机对中国出口集装箱的影响会滞后显现，2010 年集装箱码头的盈利仍具有较高确定性；而宏观调控以及固定资产投资增速下滑会导致散杂货业务增速下滑。区域振兴与城镇化推进以及港口资源的整合与转型趋势值得重视，重点关注粤富华、日照港和深赤湾。

- **2010 年 1-5 月港口货物吞吐量表现持续向好。**据交通运输部水运局的统计快报，受世界经济贸易不断恢复以及中国经济持续升温等因素影响，5 月份，中国港口货物吞吐量完成 5.6 亿吨，同比增长 13.1%。其中，外贸货物吞吐量 2 亿吨，同比增长 12.9%；内贸货物吞吐量 3.6 亿吨，同比增长 13.3%。
- **集装箱业务分析：欧元区债务危机影响或滞后显现。**4 月份 PMI 出口订单指数和今年春季广交会成交情况均显示短期出口订单仍保持高位，我们预计三季度出口增长仍将高位运行，但更远期的走势可能由于欧洲债务危机和国际市场信贷紧缩的影响有所回落。同时，货币和信贷市场条件的恶化将导致国外进口商难以取得贸易融资。此外，人民币近期对新兴市场货币明显升值，也有可能对新兴市场的出口产生负面影响。
- **散杂货业务分析：下半年增速回落，全年个位数增长。**依据招商证券钢铁、煤炭和石化行业的研究判断，我们预计全年港口矿石、煤炭以及油品业务的吞吐量增速为 7-9%。然后，受制于宏观政策的调控以及固定资产投资增速的放缓，下半年散杂货港口的吞吐量增速将会回落。
- **区域振兴与港口资源整合是行业发展主题。**类似区域振兴规划的政策性纲领的出台能对区域经济乃至该地区的港口业的盈利产生立竿见影的重大影响。然着眼长远，作为物流枢纽的港口，又着实与腹地和经济的发展息息相关。港口业的所谓“长期成长性”难言乐观，而邻近区域内的港口业务资源的整合和转型趋势值得关注，这也似乎符合产业发展的经典规律。
- **重点关注：粤富华(000507)：**珠西区域振兴，承接产业转移，推进港城一体化开发模式和港口物流等主业的转型，强烈推荐。**日照港(600017)：**煤炭南通道等集疏运体系持续完善、腹地经济受益城镇化加速且钢铁产能向区域集中，长期前景看高一线。**深赤湾(000022)：**欧元区债务危机影响滞后显现，2010 年盈利具有较高确定性，外延扩张之门开启。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
粤富华	9.63	0.29	0.73	0.83	26.3	19.7	8.5	强烈推荐-A
日照港	5.81	0.26	0.34	0.40	22.3	17.1	2.3	审慎推荐-A
天津港	8.74	0.38	0.44	0.48	23.0	19.9	1.7	审慎推荐-A
深赤湾 A	12.3	0.65	0.80	0.93	18.9	15.4	2.9	审慎推荐-A
上港集团	4.22	0.18	0.20	0.22	23.4	21.1	2.8	中性-A
盐田港	6.62	0.37	0.37	0.40	17.9	17.9	2.1	中性-A
营口港	6.17	0.18	0.20	0.25	34.3	30.9	2.9	中性-A

资料来源：招商证券

正文目录

1、2010 年 1-5 月中国港口货物吞吐量表现持续向好.....	3
1.1 全国规模港口 1-5 月货物吞吐量表现向好.....	3
1.2 规模港口 1-5 月集装箱吞吐量表现出色.....	3
1.3 煤炭发运量稳步增长，进口矿石增速继续回落.....	4
2、集装箱业务分析：欧元区债务危机影响或滞后显现.....	5
2.1 欧元区债务危机的影响或滞后显现.....	5
2.1 出口集装箱的长期前景受制经济转型和结构升级.....	6
3、散杂货业务分析：下半年增速回落，全年个位数增长.....	7
3.1 2010 年矿石进口接卸业务增速约为 7%.....	7
3.2 2010 年港口煤炭业务增速约为 9%.....	8
3.3 2010 年石油及制成品业务增速约为 7%.....	8
4、区域经济振兴与港口资源整合是行业发展主题.....	9
5、重点公司评析.....	10
5.1 粤富华（000507）— 港城一体，明珠初升.....	10
5.1 日照港（600017）— 关注长期投资价值.....	11
5.2 深赤湾（000022）— 上半年快速复苏，外延扩张之门开启.....	11

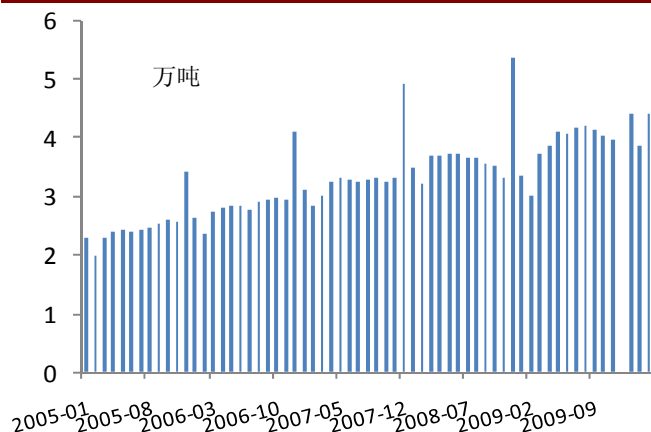
图表目录

图 1、沿海港口货物吞吐量统计（2005.1-2010.5）.....	3
图 2、沿海港口外贸货物吞吐量统计（2005.1-2010.5）.....	3
图 3、全国规模港口货物吞吐量统计（2005.1-2010.5）.....	3
图 4、全国港口集装箱吞吐量统计（2006.1-2010.5）.....	4
图 5、沿海港口集装箱吞吐量统计（2006.1-2010.5）.....	4
图 6、全国港口集装箱吞吐量统计（2006.1-2010.5）.....	4
图 7、内河港口集装箱吞吐量统计（2009.1-2010.5）.....	4
图 8、PMI 指数昭示短期出口订单高位（05.1-2010.4）.....	5
图 10、中国进出口情况统计（2005.12-2010.4）.....	5
图 11、2001-2007 年中国经历着出口产品结构的持续升级.....	6
图 12、出口结构转型期间出口“量”的增速下滑更为明显.....	6
图 13、外贸结构的持续性变化最终致使港口集装箱生成系数下滑.....	6
图 14、中国钢材价格指数的变化情况（07.1-2010.5）.....	7
图 15、中国钢材社会库存变化情况（07.1-2010.5）.....	7
图 16、中国主要港口的矿石库存变化（09.1-2010.5）.....	8
图 17、印度 63.5%现货到岸价格变化（09.11-2010.5）.....	8
图 18、沿海重点港口煤炭发运量统计（05.1-2010.4）.....	8
图 19、沿海重点港口煤炭库存统计（05.1-2010.4）.....	8
图 20、中国沿海港口（分区域）布局.....	9
图 21、深赤湾（000022）集装箱吞吐量月度表现统计.....	11

1、2010 年 1-5 月中国港口货物吞吐量表现持续向好

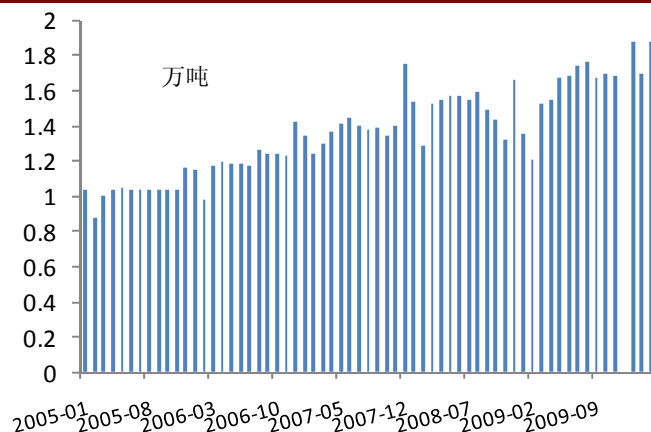
1.1 全国规模港口 1-5 月货物吞吐量表现向好

图1、沿海港口货物吞吐量统计（2005.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

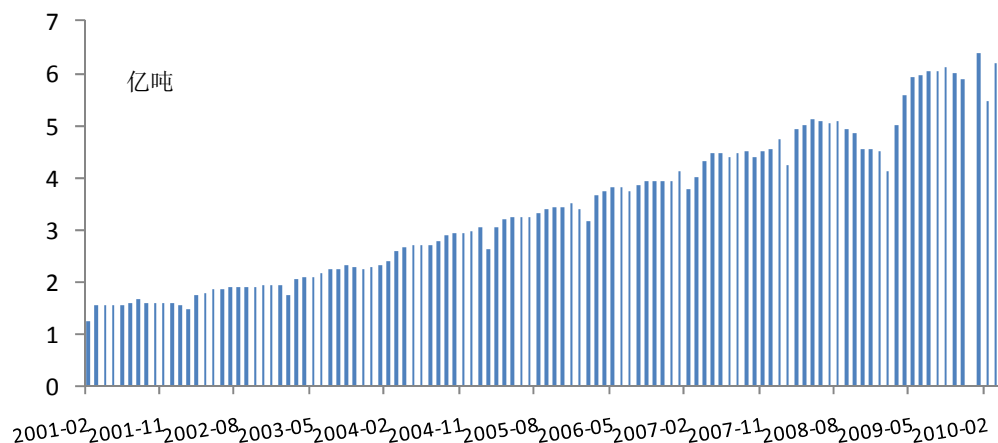
图2、沿海港口外贸货物吞吐量统计（2005.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

5 月份，中国煤炭、原油等大宗货物以及集装箱水路运输需求稳步增长，主要港口生产继续向好。其中，港口货物吞吐量、集装箱吞吐量继续高速增长，港口煤炭发运量屡创新高，铁矿石进口量继续高位小幅回落，进口原油增速放缓，海洋原油发运量明显增长。

图3、全国规模港口货物吞吐量统计（2005.1-2010.5）

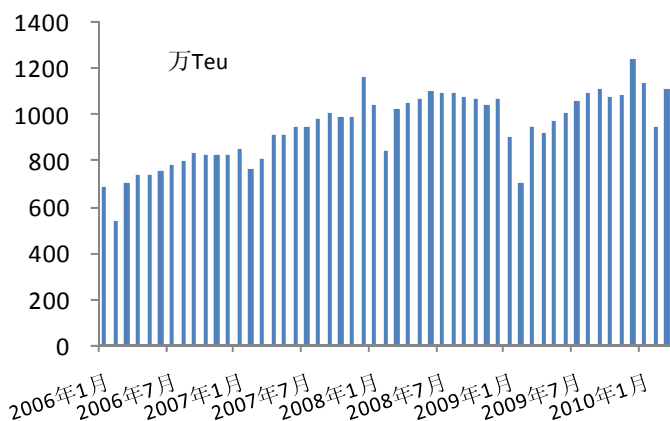


资料来源：Wind、招商证券研发中心

据交通运输部水运局的统计快报，受世界经济贸易不断恢复以及中国经济持续升温等因素影响，5 月份，中国港口货物吞吐量完成 5.6 亿吨，同比增长 13.1%。其中，外贸货物吞吐量 2 亿吨，同比增长 12.9%；内贸货物吞吐量 3.6 亿吨，同比增长 13.3%。

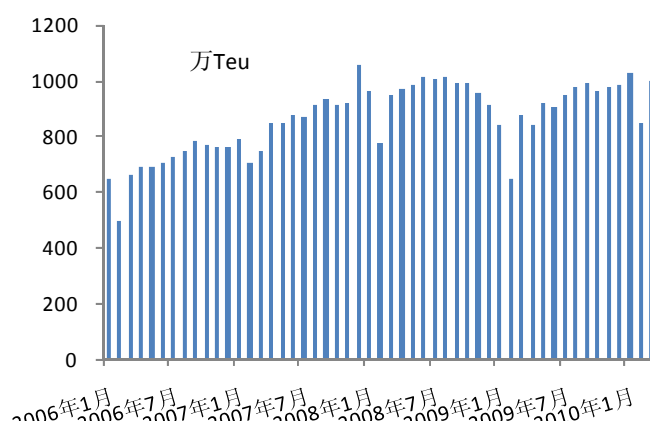
1.2 规模港口 1-5 月集装箱吞吐量表现出色

图4、全国港口集装箱吞吐量统计（2006.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

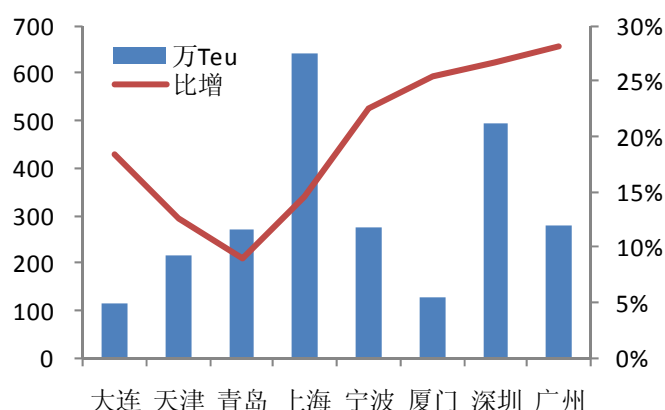
图5、沿海港口集装箱吞吐量统计（2006.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

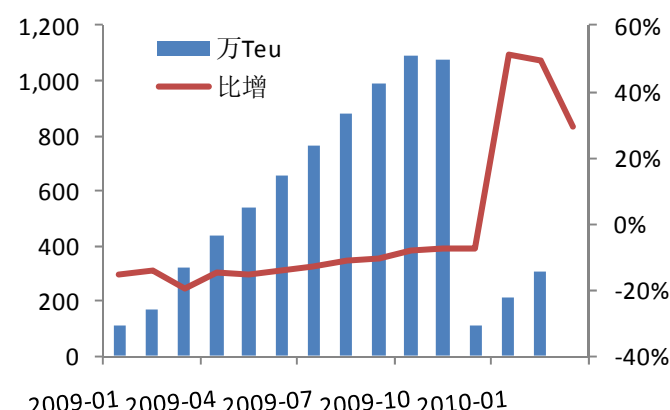
5月份，全国港口集装箱吞吐量完成1,170万TEU，突破1,100万TEU，再创历史新高，同比增长23.6%，与4月增速基本持平，环比增长6.8%。

图6、全国港口集装箱吞吐量统计（2006.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

图7、内河港口集装箱吞吐量统计（2009.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

1.3 煤炭发运量稳步增长，进口矿石增速继续回落

因各电厂加大煤炭储备迎战即将来临的夏季用电高峰，5月份中国港口煤炭发运量完成4,800万吨，同比增长19.5%，增速较4月加快3.1个百分点。

5月份，港口接卸进口铁矿石5,600万吨，同比下降2.5%，环比增长4.5%。4月份粗钢产量达到5,540万吨，同比增长27%，创历史新高，进口铁矿石继续高位运行，但由于去年基数较高以及矿石价格高企，铁矿石月度进口量和增速均呈下滑态势，增速自去年以来首现负增长。

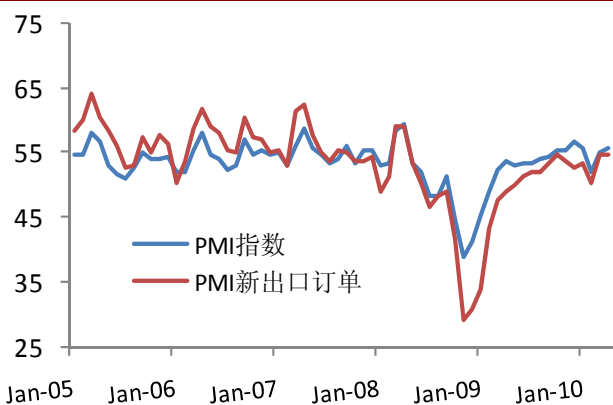
港口接卸进口原油完成1,729万吨，同比增长12.8%，环比下降7%；海洋原油发运329.7万吨，同比增长31%。

2、集装箱业务分析：欧元区债务危机影响或滞后显现

2.1 欧元区债务危机的影响或滞后显现

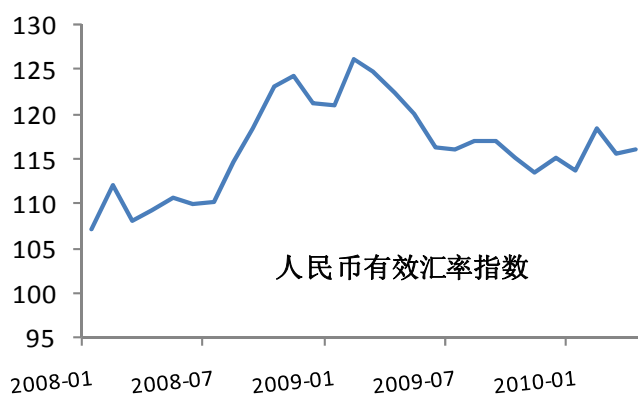
4月出口 1199.2 亿美元，同比增长 30.5%；进口 1182.4 亿美元，同比增长 49.7%。PMI 新出口订单指数和今年春季广交会成交情况均显示短期出口订单仍保持高位，我们预计三季度出口增长仍将高位运行，但远期走势可能由于欧洲债务危机和国际市场信贷紧缩的影响有所回落。当然，从实体经济的角度而言，美国的存货反弹一般可持续 8 个月左右，这将继续拉动美国经济增长，而全年增速有可能达到 3.5-3.8%。欧盟占据中国出口份额的 17%，是我国最大出口目的地；但考虑到全球经济处于复苏阶段、整体外围经济杠杆率的降低、各央行处理和应对危机能力的增强以及欧元区关系的稳固。

图8、PMI指数昭示短期出口订单高位（05.1-2010.4）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

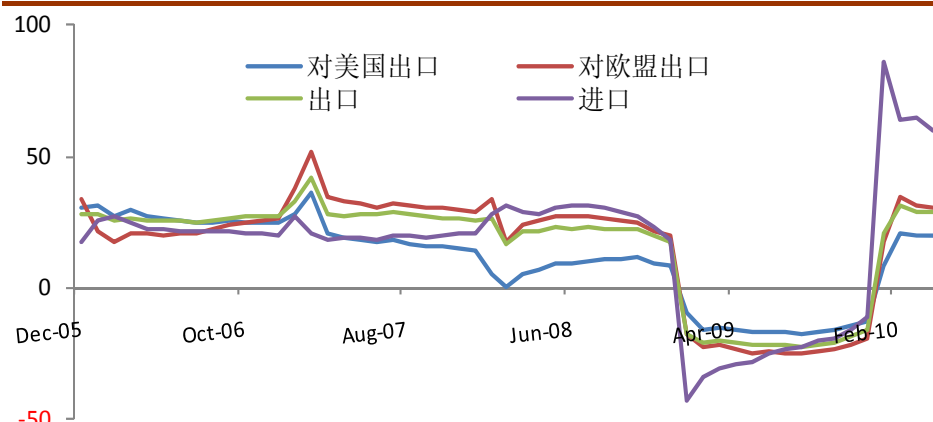
图9、人民币有效汇率指数（2008.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

欧元债务问题的影响应该小于当初的雷曼事件。而相对于实体经济的影响，货币和信贷市场条件的恶化将导致国外进口商难以取得贸易融资。此外，人民币近期对新兴市场货币明显升值，也将可能对新兴市场的出口产生负面影响。

图10、中国进出口情况统计（2005.12-2010.4）



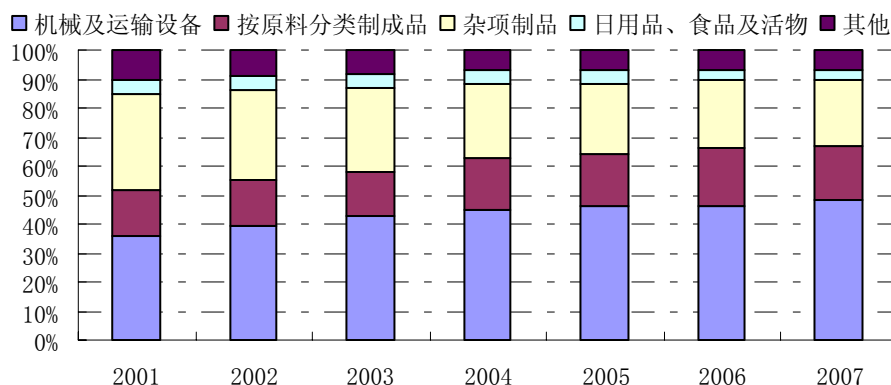
数据来源：上市公司、招商证券研发中心

综上所述，我们判断 2010 年全年集装箱港口的表现将基本符合年初的市场预期，欧元区债务危机对于中国出口以及港口集装箱业务的影响可能将于 3 季末方会显现。

2.2 出口集装箱的长期前景受制经济转型和结构升级

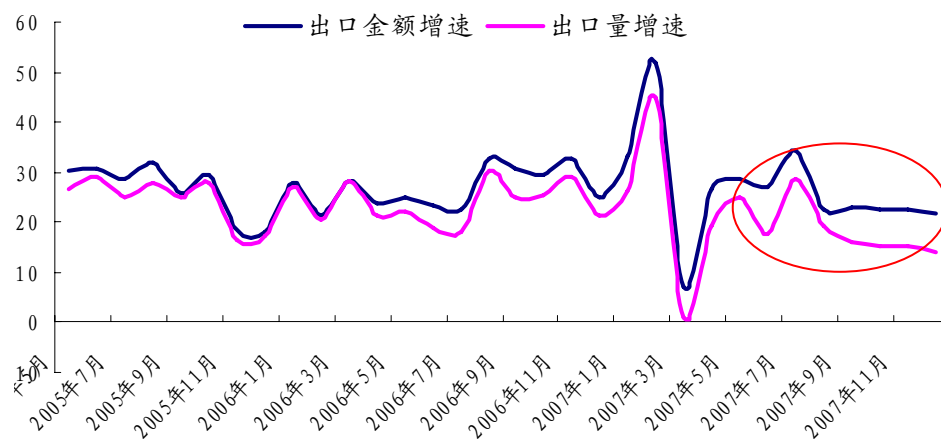
我们认为,金融海啸的阴影以及未来中国经济的持续转型将使得外贸出口的中长期前景很难再现昔日的辉煌时光;而出口产品的结构升级将弱化外贸集装箱的生成弹性。

图11、2001-2007年中国经历着出口产品结构的持续升级



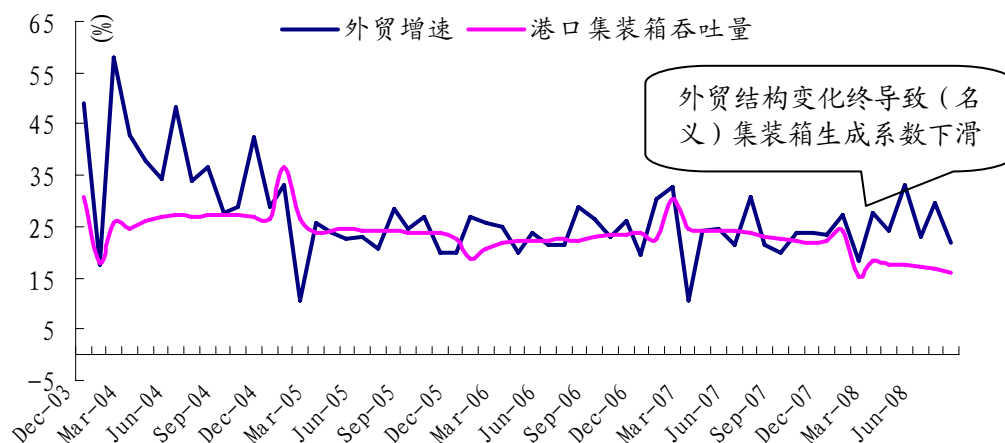
数据来源：CEIC、招商证券

图12、出口结构转型期间出口“量”的增速下滑更为明显



数据来源：CEIC、招商证券

图13、外贸结构的持续性变化最终致使港口集装箱生成系数下滑



数据来源：Wind、招商证券

3、散杂货业务分析：下半年增速回落, 全年个位数增长

3.1 2010 年矿石进口接卸业务增速约为 7%

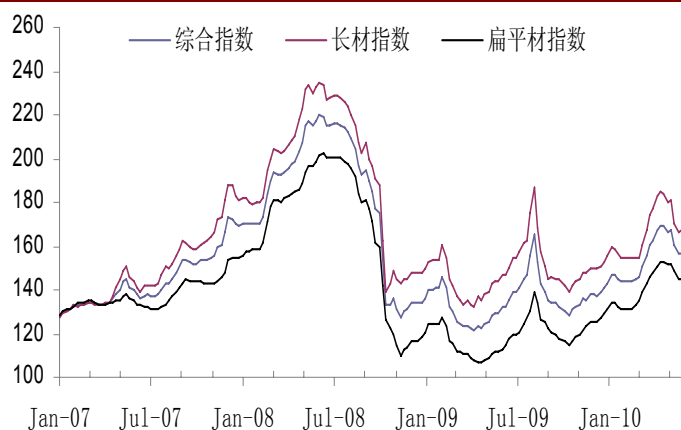
表 1、2009-2010 年中国港口矿石吞吐量预测（根据招商证券钢铁行业数据分析）

百万吨	2006	2007	2008	2009	2010E
生铁产量	404	469	471	550	605
铁矿石消耗量	646	750	754	880	968
铁矿石进口量	326	384	440	600	650
港口矿石库存量	39	47	68	60	55
港口矿石吞吐量	674	797	905	1072	1143
同比增长%	2006	2007	2008	2009	2010E
生铁产量		16%	0%	17%	10%
矿石消耗量		16%	0%	17%	10%
铁矿石进口量		18%	15%	36%	7%
港口矿石吞吐量		18%	15%	18%	7%

资料来源：CEIC、招商证券

2010 年，预计我国铁矿石进口增速仍将维持在 7% 左右的增长水平，受铁矿石指数定价的影响，呈现前高后低态势。2010 年 1-5 月份，国际钢材价格上涨明显，全球市场、亚洲市场、欧洲市场、北美市场的价格指数分别上涨 33.8%，29.2%，58.8%，21.8%，但是随着欧债危机可能引发的欧洲进一步的紧缩政策，1-5 月份涨幅最大的欧洲市场的需求会进一步放缓，再加上中国对房地产市场的调控政策以及基础建设投资增幅的下降，下半年全球钢材市场的需求会明显放缓。

图 14、中国钢材价格指数的变化情况（07.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

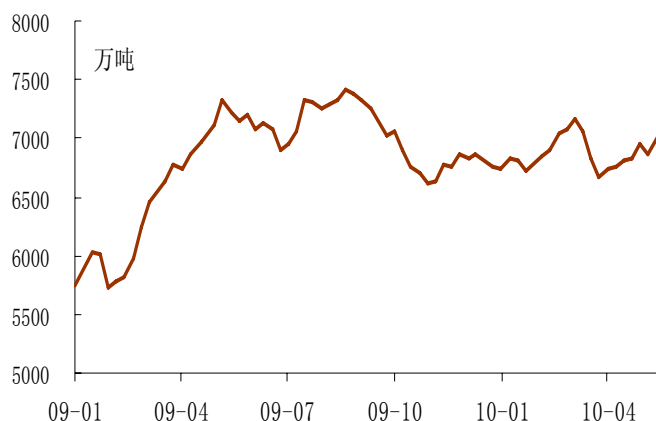
图 15、中国钢材社会库存变化情况（07.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

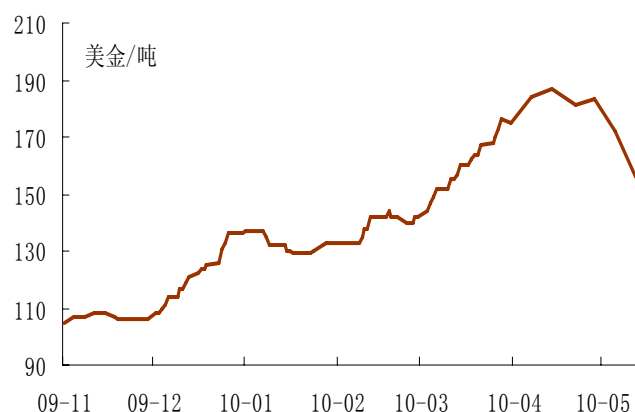
据中国海关统计，2010 年 1-4 月，中国进口铁矿石 2.1 亿吨，同比增长 11.6%。但是根据目前的指数定价的原则，基于新的季度定价体系（三季度的铁矿石价格将基于 3-5 月份的现货指数均价而定），三季度铁矿石价格将较二季度继续上涨。经测算，按照普氏指数（主要以折算为品位 62% 的青岛港的铁矿石现货价格为基准），3-5 月份铁矿石离岸均价大约在 140 美金/吨左右，这一价格若真的实施，将再次刷新协议矿的最高纪录，考虑钢材需求进一步放缓，钢材价格出现回调，部分钢企重新陷入亏损近在咫尺。

图16、中国主要港口的矿石库存变化（09.1-2010.5）



资料来源：Wind、招商证券研发中心

图17、印度63.5%现货到岸价格变化（09.11-2010.5）

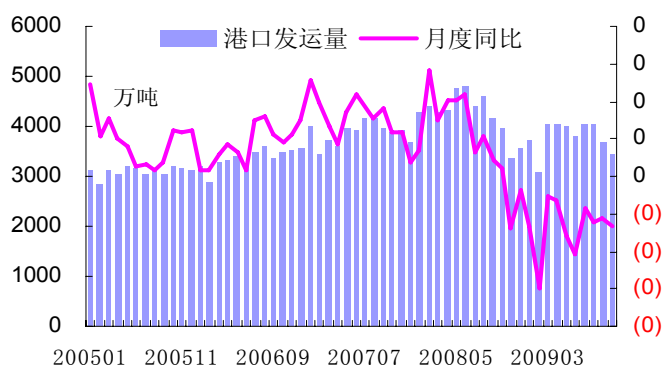


资料来源：Wind、招商证券研发中心

3.2 2010 年港口煤炭业务增速约为 9%

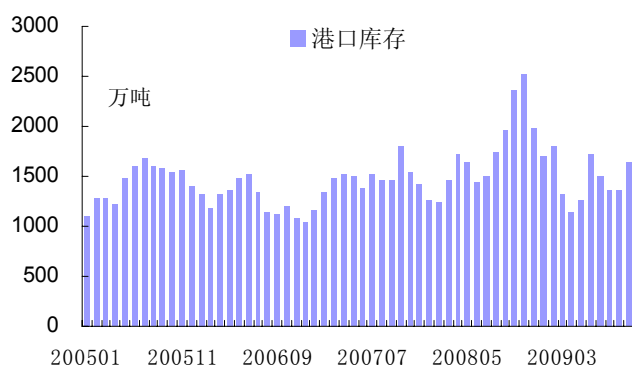
因各电厂加大煤炭储备迎战即将来临的夏季用电高峰，5 月份港口煤炭发运量完成 4800 万吨，同比增长 19.5%，创历史新高，增速较 4 月加快 3.1 个百分点。考虑到下半年宏观调控的影响以及固定资产投资增速的下滑，我们预期全年港口煤炭业务增速约为 9%。

图18、沿海重点港口煤炭发运量统计（05.1-2010.4）



资料来源：IMF、招商证券研发中心

图19、沿海重点港口煤炭库存统计（05.1-2010.4）



资料来源：招商证券研发中心

3.3 2010 年石油及制成品业务增速约为 7%

表 2、2009-2010 年中国港口石油及制品吞吐量预测

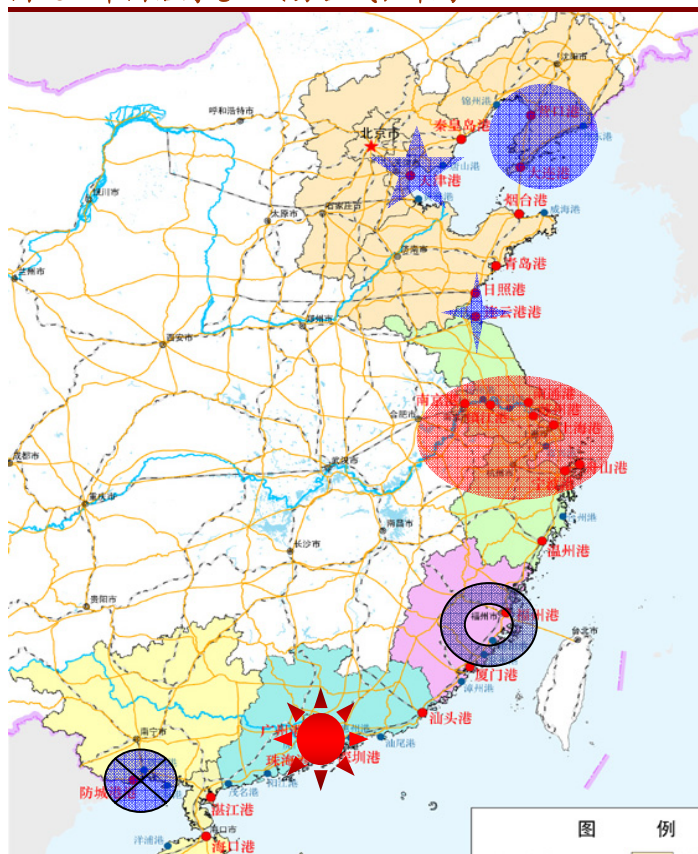
百万吨	2006	2007	2008	2009	2010E
原油进口量	145	163	179	196	213
成品油产量	182	195	208	223	239
石油及制品吞吐量	487	500	530	585	626
同比增长 %	2006	2007	2008	2009	2010E
原油进口量	14.5	12.4	9.8	9.5	9.0
成品油产量	3.9	6.8	6.6	7.0	
石油及制品吞吐量	0.8	2.7	6.0	10	7

资料来源：CEIC、招商证券

4、区域经济振兴与港口资源整合是行业发展主题

事实上，我们并不认为类似区域经济振兴规划的政策性纲领的出台能对区域经济乃至该地区的港口业的盈利产生立竿见影的重大影响。然着眼长远，作为物流枢纽的港口，又着实与腹地 and 区域经济的发展息息相关。

图20、中国沿海港口（分区域）布局



- 《辽宁沿海经济带发展规划》，涉及：大连港、营口港、锦州港
- ★ “环渤海经济增长第三级”，涉及：天津港、环渤海港口
- ✦ 《江苏沿海地区发展规划》，涉及：连云港等
- “建设上海国际航运中心和金融中心”，涉及：上海港、宁波港，江浙一带港口
- ◎ 《海西经济区发展规划》，涉及：厦门港、福州港等
- ☀ 《广东珠三角两翼振兴规划》，涉及：深圳港、香港、珠海港等
- 《北部湾经济区发展规划》，涉及：北海港、防城港、钦州港

资料来源：交通部、招商证券

如上文所述，中国沿海各大区域都既有或出台了区域经济振兴发展规划。当前的港口业属于盈利模式相对单一的“传统行业”，现阶段的外贸复苏以及未来的产业和外贸结构升级背景下，港口业所谓的长期“成长性”难言乐观，而邻近区域内的港口业务和资源整合层出不穷，这也似乎符合产业发展的经典规律。

表 3、中国港口的资源整合预期

区 域	港 口	潜在资源整合预期
环 渤 海	营 口 港	营口港集团整体上市
	锦 州 港	大连港对辽宁沿海的港口资源整合
	天 津 港	原油码头注入、同业竞争的解决
	日 照 港	日照港集团逐步推进整体上市
长 三 角	上 港 集 团	长江战略、东北亚战略、国际化战略
	南 京 港	港务集团改制等
珠 三 角	盐 田 港	盐田国际的股权收购、深圳港口产业集团
	深 赤 湾	西部港区整合、CCT 剩余股权、对外投资
西南沿海	北 海 港	北部湾港区整合

资料来源：招商证券

5、重点公司评析：粤富华+日照港+深赤湾

5.1 粤富华（000507）——港城一体，明珠初升

公司正积极推动港城一体化开发模式和港口物流等主业的转型。高栏港区内的土地开发项目后期仍然会持续，同时港口物流上除已经公告落实的收购汇通外，公司仍将在陆路运输物流业务上积极推动整合和突破。

我们原来预计今年 EPS 为 0.73 元，从目前情况，完全可以做到而且有望再高。分业务来看：

1) PTA 化工分红 0.27 元已经确定；分红大幅超出预期，我们原来预计为该项业务分红为 6000 万元，这主要还是 PTA 业务在去年经营利润超出预期，公司占股 15%，分红滞后一年反应，据我们的了解，碧辟化工在今年前几个月的经营仍然较好。

2) 电力业务每年比较稳定约 0.35 元；

3) 珠海可口可乐业务 0.07 元；

4) 玻纤业务（已经转给云天化，公司持股 49%）一季度亏损，但 3 月以后已经盈利，而且形势较好，预计上半年可确认投资收益。近期玻纤价格上涨很快，以进入盈利期。过年时仅 0.4 元/米的价格，目前已上涨至 0.9 元/米。富华复材 1-2 月份亏损 700 多万，3 月份单月则实现盈利 300 多万。中报可能不再并表。由于目前与云天化的协议尚未正式签署，因此一季报仍并表。如无意外，上半年可以敲定相关事宜，则中报可能不再并表。拆迁款倾向进资本公积，预计将在今年全部体现。5 亿拆迁款不与云天化分享，预计除去搬迁费用等必要支出，利润约 2.5 亿，该部分不会全部进入 EPS，大部分进入资本公积金。另外股权转让收益 1.5 亿，也大部分进入资本公积金。该项业务全年来看，贡献 EPS 约 0.09 元。

5) 风电项目，公司项目的上网价格较高，为 0.689 元（含增值税），我们预计今年装机 5 万千瓦，再加上 CDM 补贴，合计收益为 1000 万以上，今年落实部分可能性很大。目前我们暂不估算此业务的 EPS 贡献。

6) 港口物流业务，我们原来预计今年该项业务不会贡献，但去年收购的汇通物流今年就会产生收益，而且汇通 4 万平方米物流仓储项目已进入设计和可研阶段，进度较商业中心稍快。今年整体上对利润的贡献还不大，但增速很快。今年即可产生效益，仅汇通公司即可贡献数百万盈利，而且如果公司陆上其他物流业务若进展顺利，今年超预期可能很大，该项业务我们暂不估算对 EPS 的贡献。

7) 土地开发项目，我们估算今年不会产生收益，明年开始贡献利润。我们认为公司的土地开发项目针对的是较为刚性的需求，属于商业地产性质且在相对封闭的地区，受地产调控影响较小。例如高栏港商业中心项目已与政府、银行及其他企业签订了相关意向。目前在高栏港从事商业地产开发的仅公司一家，而高栏港企业日渐增多，对办公、商业的需求很强。

因此，保守预计 0.27（PTA 业务）+0.35（电力业务）+0.07（可口可乐业务）+0.09（玻纤业务、股权转让和厂区拆迁）-0.05（一季报亏损）=0.73 元。从目前情况来看，今年 EPS 超预期可能性非常大。

维持公司“强烈推荐”评级。我们认为公司在珠江西岸发展提速的宏观背景下，实现港口企业商业模式的成功创新可能性非常大，今年公司各项业务即将优化并实现主业成功转型。

风险提示：珠海市“以港立市”等规划变动和低于预期、市场大幅下跌，房地产调控加大等其他因素。

5.1 日照港(600017) — 关注长期投资价值

日照港的主要经营货种是铁矿石和煤炭，因而短期可能受制于宏观政策调控和固定资产投资增速放缓的影响。

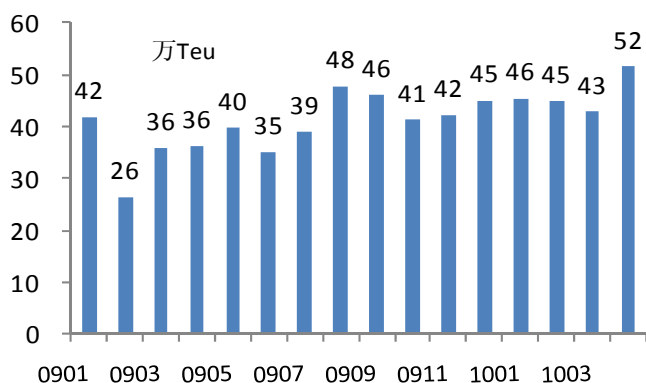
从长期前景而言，日照港在国内沿海港口中可看高一线：

1) 建港自然条件优越，集疏运体系能力将有进一步增长：新菏兖日铁路 2010 年中电气化改造完成后能力可以扩大 50% 达到 1.5 亿吨；山东省发展四纵四横 8 条铁路通道中有三条直接接驳港区，其中山西中南部铁路山东段近期能力 1 亿吨，有望于 2013 年建成 2) 腹地经济受益于城镇化加速，迎来黄金增长时期；3) 货运通道建设和扩能有利于腹地钢铁、煤炭生产充分释放潜力：新菏兖日线扩能和晋中南货运通道建造将有效缓解山西南部煤炭发运问题 4) 国家、地方战略支持迈向实质化阶段：新菏兖日的电气化改造即将完成、晋中南地区煤炭外运通道全线于 09 年 12 月底开工、山东钢铁集团整合逐步推进、日照精品钢基地的建设已经提上日程。

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.34 和 0.39 元，股价近期回落更凸现长期投资价值。

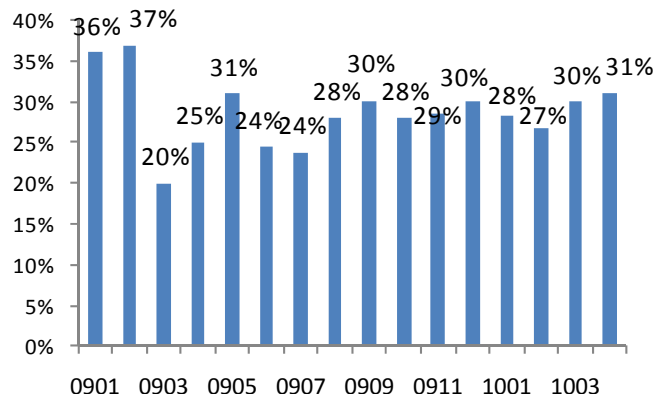
5.2 深赤湾(000022) — 上半年快速复苏，外延扩张之门开启

图 21、深赤湾(000022) 集装箱吞吐量月度表现统计



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图 22、深赤湾(000022) 集装箱月度空箱比例统计



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

欧元区债务危机对于中国出口的影响可能将于 3 季末显现，近期股价下调在一定程度上体现了市场对未来出口形势的担忧，同时外围经济形势的不确定性仍将是影响股价表现的困扰。然而短期出口仍可能维持较强态势，而投资中海港务对于深赤湾而言亦宣告外延扩张之门开启。因此，我们暂不对 2010 年 EPS0.80 元的前期盈利预测进行调整，并暂时维持“审慎推荐”评级。

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。

常涛，北京大学光华管理学院，管理科学与工程方向硕士，中国科学技术大学，管理科学与工程专业学士，五年交通运输行业工作经验，目前为招商证券交通行业研究员。

纪敏，男，1998-2005，复旦大学计算机科学技术专业学士、硕士。2005 年加盟招商证券，现为招商证券交通行业研究员，《中国港口》、《港口商学院》杂志通讯员。

姚俊：曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

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。