

推荐 (上调)

钢铁股投资领先盈利拐点, 上调行业投资评级

2010 年 7 月 23 日

上证指数 2562

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	40	2.5
总市值 (亿元)	5244	2.8
流通市值 (亿元)	3341	2.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.8	-23.5	-28.1
相对表现	0.1	-4.2	-4.4



相关报告

本篇报告从供给和需求两个角度分析, 认为国家四万亿投资撤出后的 7000 万吨钢铁需求缺口能够得到弥补, 定量分析了保障性住房和西部大开发对钢铁需求的拉动, 中期看好长材的需求; 另外从投资的角度上指出钢铁股的投资拐点领先钢价和钢铁行业盈利的拐点, 投资钢铁股正当时, 上调行业投资评级至“推荐”。

- **供给方面, 严控新增产能与加大落后产能淘汰力度“双管齐下”。**首先在 2011 年年底前不再核准任何扩大产能的项目, 堵住了产能增长的源头; 其次加大落后产能淘汰力度, 2010-2011 年合计淘汰炼铁产能约 1 亿吨, 使得产能实实在在的控制在控制下来。
- **需求方面, 房地产严厉调控政策导致的悲观预期正在缓解。**580 万套保障性住房和棚户区改造合计能够带来 2737 万吨的钢铁需求, 2010 年西部大开发重点项目投资约拉动钢铁需求 1719 万吨, 加上灾后重建需求合计拉动新增需求约 5008 万吨; 加上落后产能的淘汰, 四万亿投资计划撤出和商业性地产投资下滑带来的钢铁需求缺口得到弥补。
- **钢铁行业投资拐点领先钢价和钢铁行业盈利的拐点。**历史上, 2006 年 8 月份和 2008 年 11 月份启动的两拨钢铁股牛市均领先钢价触底回升和见顶回落, 同样的, 钢铁股投资拐点也领先于钢铁行业盈利拐点, 领先约 3~5 个月。作为强周期代表性的钢铁行业, 股市作为行业的晴雨表表现尤为突出。
- **钢价反弹进行时, 能否形成反转尚需观察。**现货钢价于从 4 月中旬开始下跌, 至 2010 年 7 月份跌幅在 16% 左右, 从 2010 年 7 月 19 日, 钢价连续三日反弹, 基本确立了反弹趋势, 预计反弹时间至少在一个月, 反弹幅度在 10% 左右。据调研了解, 银行对钢铁贸易商的信贷投放有所放松, 以及钢铁企业减产面的扩大, 支持钢价触底反弹。
- **投资策略与公司选择:** 综上, 上调钢铁行业投资评级至“推荐”, 投资钢铁股正当时; 大钢配置选择宝钢、鞍钢、太钢, 具有区域优势、业绩敏感性高的配置八一钢铁、三钢闽光, 重组类配置宝钢系韶钢、包钢、广钢, 资源类配置金岭矿业、酒钢、凌钢, 另外特钢方面关注大冶特钢和方大特钢, 以及攻守兼备的新兴铸管。

张士宝

0755-83734778

zhangsb@cmschina.com.cn

S1090208070227

林向涛 S1090208030188

linxt@cmschina.com.cn

黄星 (研究助理)

huangxing@cmschina.com.cn

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
宝钢股份	6.3	0.37	0.33	0.68	19	9	1.1	审慎推荐-A
鞍钢股份	8.4	0.41	0.1	0.64	84	13	1.1	审慎推荐-A
武钢股份	4.7	0.66	0.19	0.24	25	19	1.3	审慎推荐-A
莱钢股份	8.9	0.29	0.11	0.38	81	23	1.4	审慎推荐-A
新兴铸管	7.2	0.43	0.69	0.78	10	9	1.4	强烈推荐-B
柳钢股份	4.8	0.01	0.11	0.25	44	19	2.4	审慎推荐-B
八一钢铁	10.8	0.14	0.14	0.75	77	14	2.7	强烈推荐-B
太钢不锈	5.9	0.23	0.16	0.4	37	15	1.6	强烈推荐-A
三钢闽光	11.5	0.07	0.08	0.88	143	13	2.3	强烈推荐-B

资料来源: 招商证券

正文目录

引言	3
一、供给——严控新增产能与加快落后产能淘汰“双管齐下”	3
二、需求——房地产严厉调控政策导致的悲观预期正在缓解	5
1、保障性住房	5
2、西部大开发进入加速发展阶段	5
3、灾后重建及水利工程建设	6
小结	6
三、从投资的角度上看钢铁行业	7
1、钢铁股投资拐点领先于钢价与行业盈利拐点的出现	7
2、当前趋势	8
3、钢铁股投资组合	10

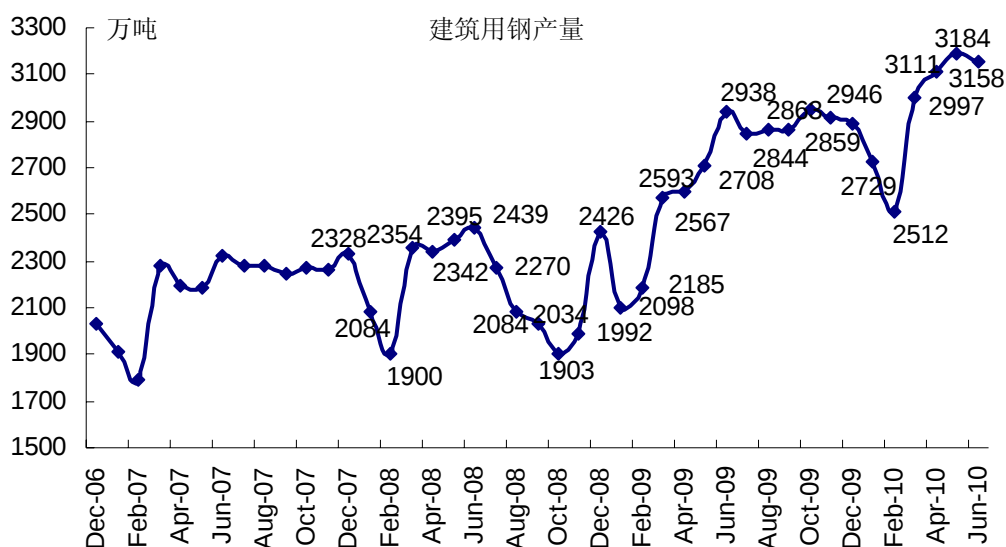
图表目录

图 1: 我国全国建筑用钢月度产量	3
图 2: 西部大开发区域图	6
图 3: 钢铁股与钢价走势对比	7
图 4: 钢铁股与钢铁库存走势对比	7
图 5: 钢铁股领先钢铁行业毛利率见底或见顶	7
图 6: 钢价和成本变动对应投资机会矩阵图	8
图 7: 钢价和库存变动对应投资机会矩阵图	8
图 8: 全国及重点钢企粗钢分旬产量	8
图 9: 全国及重点钢企钢材分旬产量	8
图 10: 螺纹钢期货与现货价格对比（截至 7 月 21 日）	9
图 11: 线材期货与现货价格对比（截至 7 月 21 日）	9
图 12: 国内各大矿山铁精粉均价走势	9
图 13: 2010 年下半年信贷投放节奏可能加快	10
图 14: 钢铁行业历史 PEBand	11
图 15: 钢铁行业历史 PBBand	11
表 1: 2007-2009 年中国炼钢产能与落后炼钢产能淘汰统计	4
表 2: 2010 年工信部下达的落后钢铁产能淘汰目标高于国务院	4
表 3: 2010 年 580 万套保障性住房和棚户区改造房用钢量测算	5
表 4: 钢铁股盈利敏感性排序	11

引言

7000 万吨的钢铁需求缺口从哪里弥补？国家 2008 年 11 月推出了四万亿投资计划，用于扩大内需和促进经济增长，庞大的投资支出拉动了原材料的需求，钢铁方面预计 2009 年和 2010 年每年增加钢铁需求约 7000 万吨，极大缓和了国内钢铁供求关系，并造就了 2009 年的牛市；同时也给钢铁市场市场传递了需求强劲增长的信号，使得钢铁产能增长，特别是建筑用钢，据我们估计建筑用钢产能从 2009 年的 3.2 亿吨进一步增加到 2010 年的 3.5~3.6 亿吨；若经济刺激计划退出，这 7000 万吨需求的缺口将使得钢铁行业的供求关系逆转，究竟这 7000 万吨的缺口从哪里弥补？

图 1：我国全国建筑用钢月度产量



资料来源：国家统计局，招商证券

我们从供给和需求两个方面分析，认为当前积极因素显现，即使应对国际金融危机的经济刺激计划逐步推出，在国家行业政策的支持下，房地产调控带来的悲观预期正在缓解，供求关系将逐步改善。

一、供给——严控新增产能与加快落后产能淘汰“双管齐下”

首先严控产能增长源头。保证任何单纯扩大产能的项目在 2011 年年底不再核准，详见我们 6 月 11 日的报告《对《钢铁行业节能减排和结构调整若干意见》的点评——钢铁行业结构调整的大幕开启》；

其次加大落后产能淘汰力度。5 月初国务院《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》要求今年淘汰炼铁产能 2500 万吨、炼钢 600 万吨，5 月份工信部提出 2010 年淘汰炼铁产能 3000 万吨，炼钢产能 825 万吨，分别较《通知》要求淘汰炼铁产能和炼钢产能多出 500 万吨和 225 万吨，并且要求在第三季度前全部关停；另据工信部 2010-2011 年共需淘汰落后炼铁产能 1 亿吨，则明年落后炼铁产能淘汰要淘汰 7000 万吨，未来力度将继续加大。详见我们三月份的报告《落后产能淘汰力度加大，休克疗法或成真？》和五月份的报告《对工信部 2010 年淘汰落后产能目标的点评——用“铁”的手腕淘汰落后炼铁产能》。

表 1:2007-2009年中国炼钢产能与落后炼钢产能淘汰统计

万 t	2009 年	2008 年	备注
产能:			
2007 年底中国炼钢产能		58819	推算
2008 年新增炼钢产能		6229	
2008 年淘汰落后炼钢产能		648	
2008 年底中国炼钢产能		64400	
2009 年黑色金属冶炼及压延加工完成投资, 亿元	3206.12		
2009 年约新增炼钢产能	5500		
2009 年底中国炼钢产能 (未考虑淘汰落实产能)	69900		
2009 年淘汰落后产能	1691		2010 年 1 月 27 日, 工业和信息化部在新闻发布会上表示, 2009 年中国淘汰落后的炼钢、炼铁产能分别达到 1691 万吨和 2113 万吨。
2009 年底中国炼钢产能 (考虑淘汰落实产能)	68209		

资料来源: 根据中钢协协会会长邓崎琳《加快结构调整 转变发展方式 促进钢铁工业可持续健康发展》讲话整理, 招商证券

表 2: 2010年工信部下达的落后钢铁产能淘汰目标高于国务院

部门	淘汰内容	炼铁 (万吨)	炼钢 (万吨)	时间节点	保障或惩戒措施
国务院	2010 年 5 月 5 日, 国务院《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》要求淘汰目标任务	2500	600	2010 年 年底前	今年内中国将不再审批“两高”和产能过剩行业扩大产能项目, 并通过提高土地使用成本、加大差别电价加价幅度、加大行政处罚力度等手段, 使落后产能无利可图、无法生存
工信部	2010 年 5 月 27 日工业和信息化部向各地政府下达的 2010 年 18 个行业淘汰落后产能的目标任务	3000	825	2010 年 第三季度 前全部关停	
	新增 增幅	500 20%	225 38%		

资料来源: 招商证券整理

二、需求—房地产严厉调控政策导致的悲观预期正在缓解

始于4月份的房地产严厉调控政策使得钢铁需求预期下降,导致钢铁股和房地产股的下跌,从估值上看,当前钢铁股跌到接近估值底部,部分钢企吨钢市值低于企业重置成本,已到了投资区间,另外近期国家相继推出了强劲的保障性住房和经济适用房建设政策,以及西部大开发建设提速,都将改变前期由于房地产调控带来悲观预期。

1、保障性住房

温家宝总理在今年的政府工作报告中提出保障性建设和改造棚户区一共要建设住房580万套。目前据住建部,保障性住房,包括廉租房建设、经济实用住房建设,限价房建设,公共租赁住房建设和各类棚户区改造之后的安置用房建设,住房和城乡建设部代表保障性住房联系协调小组已经和各个省市签订了协议,大部分省市已经与各地市县签订了任务书,目前为了完成580万套保障性住房建设任务,中央已经下达600多亿资金。

据我们测算,580万套保障性住房和棚户区改造合计能够带来2737万吨的钢铁需求,比市场乐观预计的2100万吨要高出600万吨。保障性住房按照户均55平方米/套,总建筑面积约1.65亿平方米,单位面积用钢量0.058~0.065吨,用钢总量中值约1015万吨;棚户区改造按照单位面积100平方米算,建筑总面积2.8亿平方米,用钢量中值为1722万吨,二者合计约增加用钢量2737万吨。

表 3: 2010年580万套保障性住房和棚户区改造房用钢量测算

	套数 (万套)	单位面积(平方米/套)	建筑总面积 (亿平方米)	单位面积用 钢量(吨/平方米)	用钢总量(亿吨)	用钢总量 中值(亿吨)	单位投资 额(元/平方米)	总投资额 (亿元)
经济适用房和廉租房	300	经济适用房60; 廉租房50; 取平均55。	1.65	0.058~0.065	0.0957~0.10725	0.1015		3300
棚户区或旧城改造	280	100	2.8		0.1624~0.182	0.1722	2000	5600
合计	580	77	4.45		0.2581~0.2893	0.2737		8900
2009年房地产						1.92		36231.71
占2009年之比						14.25%		24.56%

备注: 1、保障房和棚户区改造房单位面积用钢量按6~8层的小高层住宅每平方米用钢量58~65公斤计算; 2、单位投资额按2009年单位造价2000元计算(含建筑安装,不含城市配套、地价、家具家电等)

资料来源: 招商证券测算

2、西部大开发进入加速发展阶段

2010年西部大开发重点项目投资约拉动钢铁需求1719万吨。国家计划2010年西部大开发新开工23项重点工程,投资总规模为6822亿元,较2009年的4689亿元增长46%,23项重点项目中主要集中在交通运输和能源利用。按全国2009年亿元固定资产投资带

动粗钢产量 0.252 万吨（为历史最低数值）算，西部大开发 6822 亿元投资拉动钢铁需求约 1719 万吨。

图 2：西部大开发区域图



资料来源：招商证券

未来二十年西部大开发进入加速发展阶段：从 2010 年到 2030 年，在前段基础设施改善、结构战略性调整和制度建设成就的基础上，进入西部开发的冲刺阶段，巩固提高基础，培育特色产业，实施经济产业化、市场化、生态化和专业区域布局的全面升级，实现经济增长的跃进。

3、灾后重建及水利工程建设

2010 年入汛以来，我国极端灾害性天气突发多发，江南、华南、西南和江淮等地区先后出现多次大范围强降雨过程，汛情发生早，洪涝灾害种类多，受灾程度重，为此国务院要求尽快启动水利重点薄弱环节工程建设；预计灾后重建及后续水利工程施工用钢需求约 500 ~ 600 万吨。

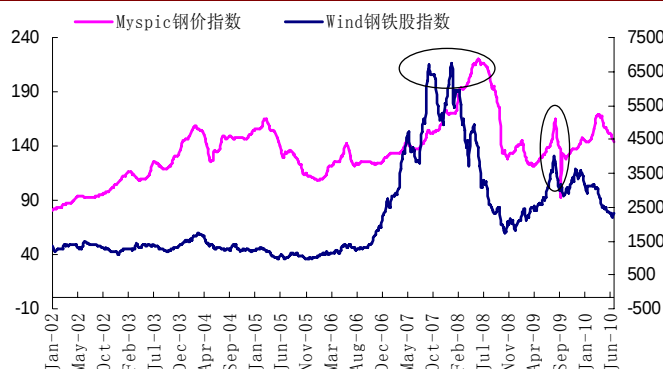
小结：需求方面，580 万套保障性住房和棚户区改造合计能够带来 2737 万吨的钢铁需求，2010 年西部大开发重点项目投资约拉动钢铁需求 1719 万吨，加上灾后重建需求合计新增需求约 5008 万吨；产能方面，2010 年淘汰炼铁产能 3000 万吨，炼钢产能 825 万吨，2011 年淘汰炼铁产能约 7000 万吨左右。如此，产能淘汰和需求增长仍能弥补 7000 万吨需求缺口。

三、从投资的角度上看钢铁行业

1、钢铁股投资拐点领先于钢价与行业盈利拐点的出现

从历史上钢铁股与钢价走势上看，二者基本正相关，但钢铁股走势要领先钢价。历史上，2006 年 8 月份钢铁股启动，年底钢价步入上升通道，钢铁股启动约领先钢价 3 个月，同样的，钢铁股 2008 年 1 月份到顶，而钢价则滞后到 6 月份见顶；同样的钢铁股于 2008 年 11 月份见底，而钢价则与 2009 年 5 月份触底回升。

图 3：钢铁股与钢价走势对比



资料来源：Mysteel, Wind, 招商证券研发中心

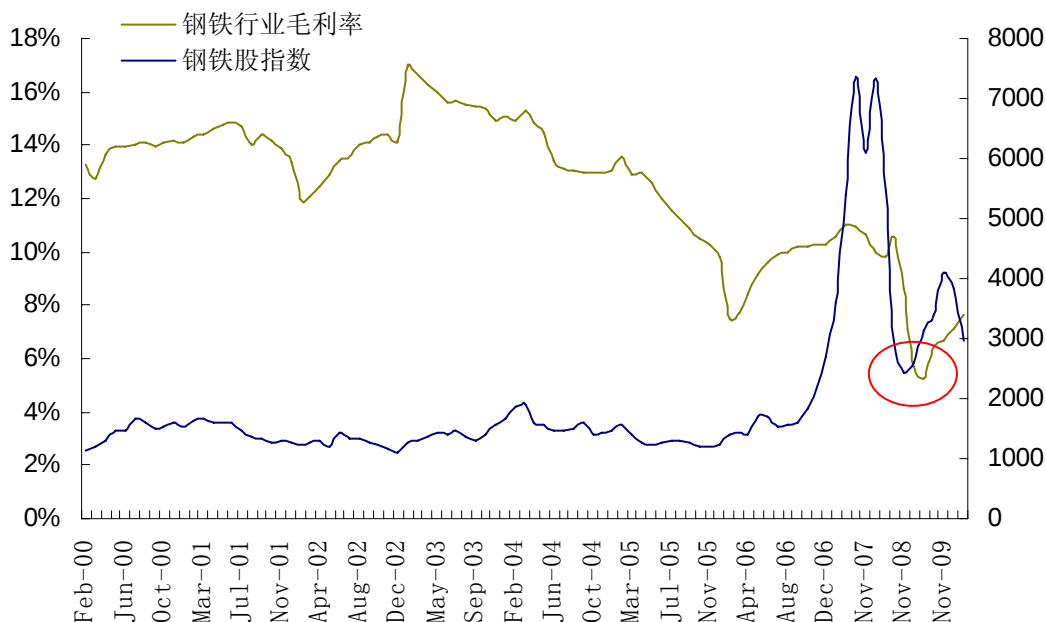
图 4：钢铁股与钢铁库存走势对比



资料来源：Mysteel, Wind, 招商证券研发中心

同样的，钢铁股拐点较钢铁行业盈利拐点提前，领先约 3~5 个月。

图 5：钢铁股领先钢铁行业毛利率见底或见顶



资料来源：Wind, 招商证券

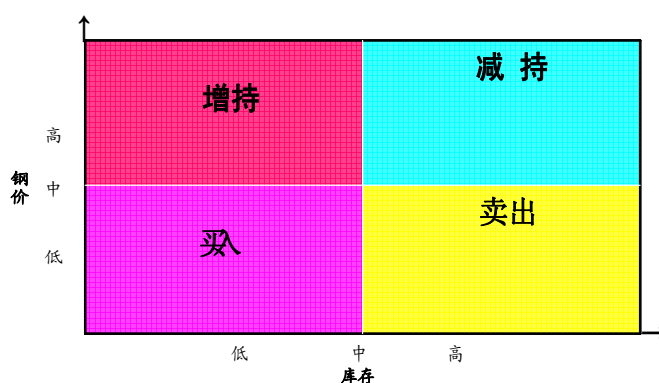
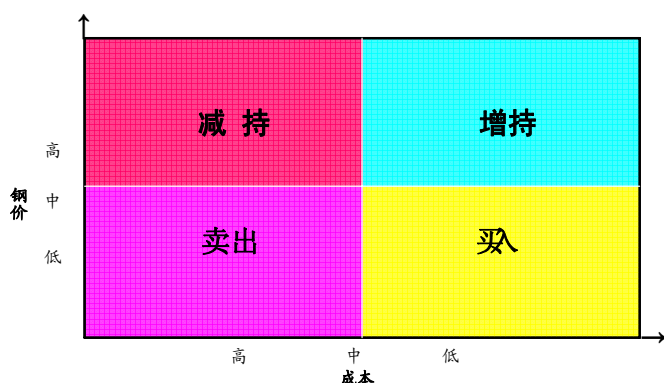
低钢价、低成本区域是买进钢铁股的最佳时点。一般而言，在钢铁行业低谷期，表现为盈利低，钢价和成本均处于低位，此时钢铁股估值最为便宜，随着需求回升或供给减少使得供求缺口缩窄，则钢价领先成本回升，行业盈利空间打开，所以从低钢价低成本向

高钢价低成本转移的时间是买进钢铁股的最佳时机;

高钢价、高成本是减持钢铁股的较佳时机。随着钢价上升,钢企逐渐扩大供应量,上游成本价格跟随上涨,钢厂上调出厂价格,此时是进一步增持钢铁股的时机;当进入高钢价和高成本区域时,此时是减持的时机,后续钢价下跌而成本处于高位,盈利缩窄甚至亏损,应逐步卖出。

库存和钢价对应的投资原理同上。钢价、成本和钢价、库存指标二者结合,决定投资时机更佳,将取得相对或绝对收益。

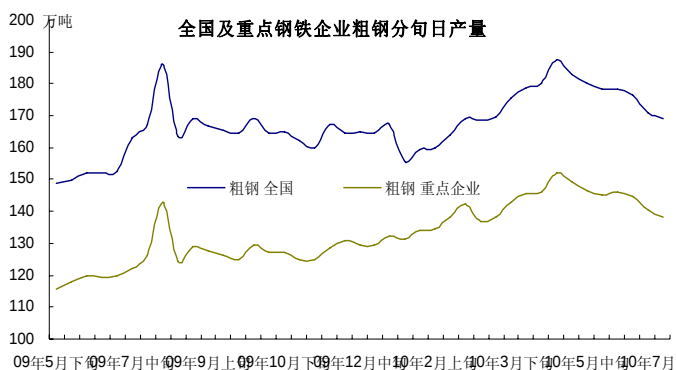
图 6: 钢价和成本变动对应投资机会矩阵图



2、当前趋势

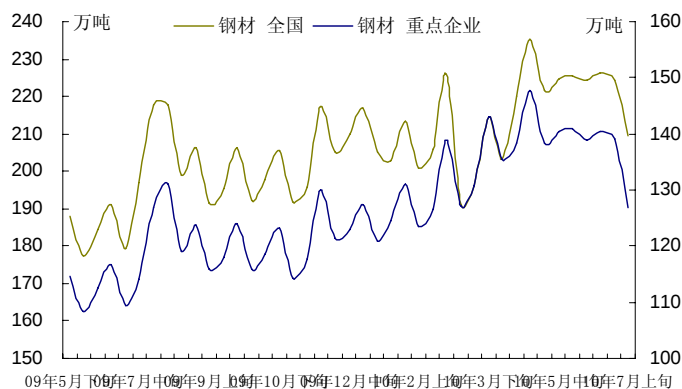
钢企减产以应对亏损。2010 年 7 月上旬,参加中国钢铁工业协会生产经营旬报统计的 77 家会员钢铁企业(集团口径),共生产粗钢 1384.06 万吨、生铁 1319.99 万吨、钢材 1269.74 万吨、焦炭 346.00 万吨。日产量分别为 138.41 万吨、132.00 万吨、126.97 万吨和 34.60 万吨,分别比上一旬减产 1.92 万吨减幅 1.37%、减产 0.81 万吨减幅 0.61%、减产 12.23 万吨减幅 8.79%和减产 0.63 万吨减幅 1.78%。

图 8: 全国及重点钢企粗钢分旬产量



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 9: 全国及重点钢企钢材分旬产量



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

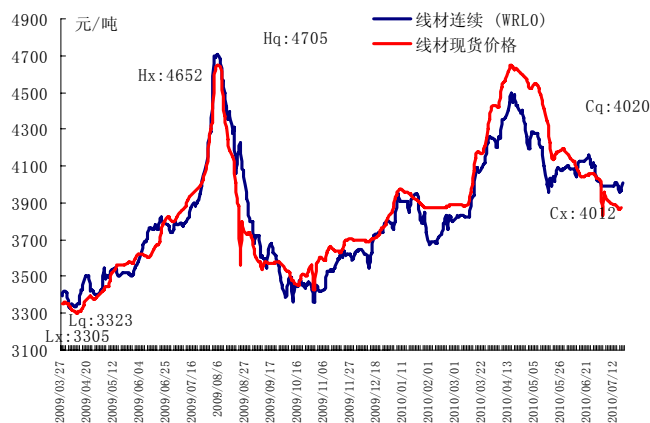
钢价反弹进行时,能否形成反转尚需观察。现货钢价于从 4 月中旬开始下跌,至 2010 年 7 月份跌幅在 16%左右,从 2010 年 7 月 19 日,钢价连续三日反弹,基本确立了反弹趋势,预计反弹时间至少在一个月,反弹幅度在 10%左右。

图 10: 螺纹钢期货与现货价格对比 (截至 7 月 21 日)



资料来源: 招商期货, Mysteel, 招商证券研发中心

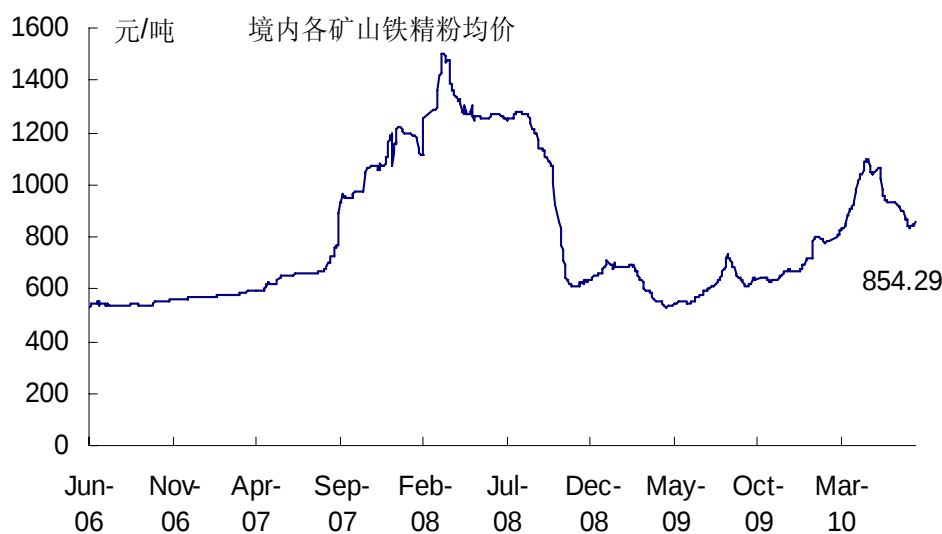
图 11: 线材期货与现货价格对比 (截至 7 月 21 日)



资料来源: 招商期货, Mysteel, 招商证券研发中心

国内铁精粉市场价格领先钢价反弹。截至 2010-07-17, 国内各大矿山铁矿石均价为 854.3 元/吨, 与前一周上涨了 17 元/吨或 2%, 其中除了价格较高的山东淄博、莱芜地区铁精粉价格继续下跌外, 其他地区价格均有所反弹, 河北唐山、遵化和辽宁北票、建平地区铁矿石价格上涨较大, 平均上涨 60 元-80 元/吨。

图 12: 国内各大矿山铁精粉均价走势

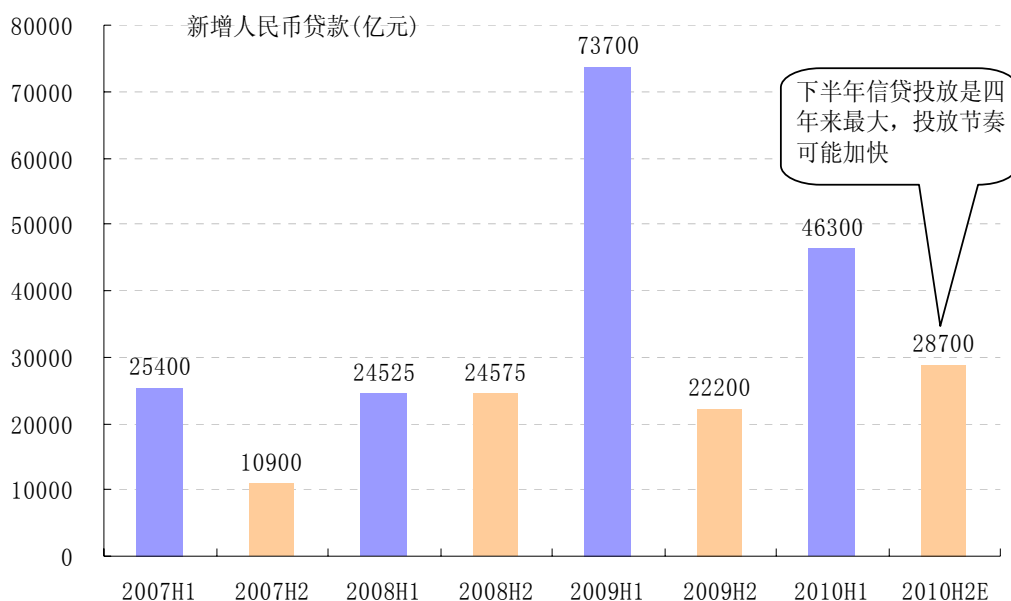


资料来源: bloomberg, 招商证券

据我们宏观组预计, 2010 年下半年信贷投放节奏可能有所加快, 货币流动性相比往年下半年仍显充裕。6 月份新增贷款 6034 亿元, 与上月 6394 亿元相比略有下降。其中对企业贷款当月新增 3660 亿元, 与上月基本持平。上半年贷款增加 4.63 万亿, 相对于全年 7.5 万亿的信贷规模控制要求, 预计下半年信贷总量为 2.9 万亿, 月均投放高于去年同期。因此, 下半年信贷总量同比相对宽松, 与上半年相比, 预计投放节奏可能会有所加快。

另据我们调研乐从钢铁市场, 银行对钢铁贸易商信贷投放开始放松, 这有利于延缓去库存的进程, 使得钢价的反弹有流动性的支持。

图 13: 2010 年下半年信贷投放节奏可能加快



备注：数据区间是 2007 年至 2010 年半年度数据，其中 2010 年下半年数据是预计数。
资料来源：国家统计局，招商证券；

3、钢铁股投资组合

从供求关系上看，长材类供求关系仍好于板材，当然板材的供求关系随着国民消费水平的提高，其需求是持续改善中；我们看好长材的理由有：国家加大力度实施保障性住房和棚户区改造以及西部大开发等计划都刺激了长材的需求，国内正处于城镇化中期，相关研究表明，当城镇化率在 30%至 65%区间时，城镇化率处于加速阶段，整个城镇化率曲线呈 S 型曲线；另外，发改委和工信部发文《钢铁行业生产经营规范条件》，鼓励进行兼并重组，加速进行不符合规范的小钢厂整合，预计整合完毕后国内钢铁企业将由目前的 800 余家缩减至 200 余家，行业集中度显著提高。

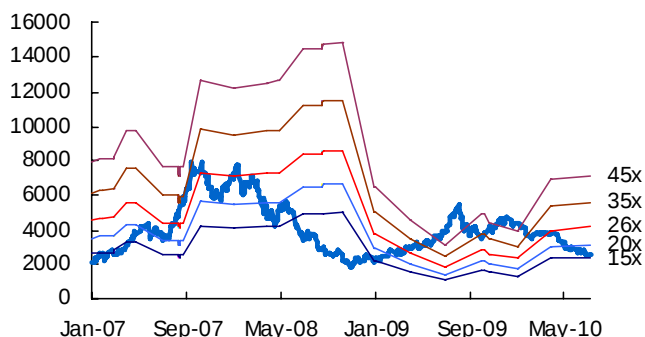
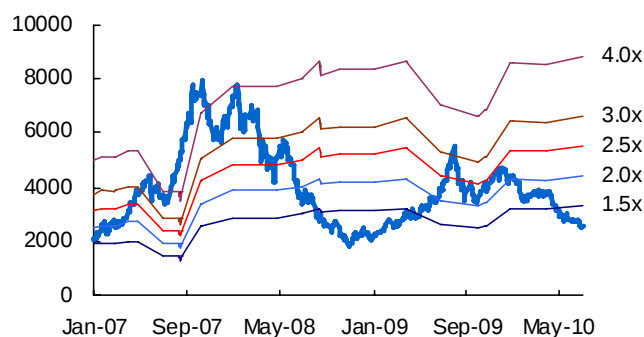
同时，兼顾钢企对钢价盈利敏感性选股，以及具有区域优势和受益于兼并重组的钢铁股，我国近期将出台兼并重组政策及成立兼并重组基金，钢铁行业可能是该政策的最先践行者，兼并重组成为近期钢铁股投资主题。山东钢铁对莱钢、济钢重组从国家和山东省层面要力促成功，即使目前股价和重组方案不理想，不排除其做成功的可能性，建议关注。

综上，大钢配置选择宝钢、鞍钢、太钢，具有区域优势、业绩敏感性高的配置八一钢铁、三钢闽光，重组类配置宝钢系韶钢、包钢、广钢，资源类配置金岭矿业、酒钢、凌钢，另外特钢方面关注大冶特钢和方大特钢，以及攻守兼备的新兴铸管。

表 4: 钢铁股盈利敏感性排序

排序	证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	10 年钢材	吨钢盈利上升 100 元 对应 EPS 增长	所得税率
1	600581.SH	八一钢铁	7.66	578	0.64	15%
2	600102.SH	莱钢股份	9.22	746	0.61	25%
3	002110.SZ	三钢闽光	5.35	396	0.56	25%
4	600782.SH	新钢股份	13.93	785	0.42	25%
5	000932.SZ	华菱钢铁	27.38	1345	0.37	25%
6	600307.SH	酒钢宏兴	20.46	724	0.30	15%
7	600231.SH	凌钢股份	8.04	320	0.30	25%
8	000761.SZ	本钢板材	31.36	1091	0.26	25%
9	000709.SZ	河北钢铁	68.77	2345	0.26	25%
10	000717.SZ	韶钢松山	16.70	500	0.25	15%
11	600126.SH	杭钢股份	8.39	265	0.24	25%
12	000898.SZ	鞍钢股份	72.35	2170	0.22	25%
13	600282.SH	南钢股份	16.85	479	0.21	25%
14	600569.SH	安阳钢铁	23.94	670	0.21	25%
15	600022.SH	济南钢铁	31.20	817	0.20	25%
16	000778.SZ	新兴铸管	14.75	361	0.18	25%
17	000708.SZ	大冶特钢	4.49	110	0.18	25%
18	600894.SH	广钢股份	7.62	170	0.17	25%
19	000825.SZ	太钢不锈	56.96	1007	0.15	15%
20	601003.SH	柳钢股份	25.63	450	0.15	15%
21	600005.SH	武钢股份	78.38	1550	0.15	25%
22	601005.SH	重庆钢铁	17.33	300	0.15	15%
23	600808.SH	马钢股份	77.01	1347	0.13	25%
24	600117.SH	西宁特钢	7.41	118.36	0.12	25%
25	600010.SH	包钢股份	64.24	958.2	0.11	25%
26	600019.SH	宝钢股份	175.12	2499	0.11	25%
27	000959.SZ	首钢股份	29.67	341	0.09	25%
28	600399.SH	抚顺特钢	5.20	54	0.08	25%

资料来源：招商证券

图 14: 钢铁行业历史PEBand

图 15: 钢铁行业历史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。

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。

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师，新财富钢铁行业最佳分析师。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，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。

林向涛：清华大学金融学学士，两年钢铁行业研究经验。

黄星：经济学硕士，2009 年加盟招商证券。

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。