

国阳新能(600348)/10.05 元

收购煤矿成为未来业绩增长的动力

卢平

86-755-82960064

luping@ccs.com.cn

周期性投资品 · 煤炭

估值区间: 12-13.5 元

强烈推荐 A(上调)

8月10日,公司公布中报,实现每股收益0.6元,同比增长127.95%,公司拟收购母公司煤矿,目前煤炭价格面临下调压力,我们特撰写本报告分析公司的未来业绩变化情况,并调高投资评级至强烈推荐—A。

- 中期每股收益为0.6元,同比增长127.95%。公司业绩的增长主要在于煤炭产销量增长和价格的上涨,以及三项费用的下降。
- 煤炭产销量和价格上涨,但毛利率下降。公司煤炭的产、销量并未受到安全整顿的影响,同比分别增长15.89%和15.64%。煤炭销售价格同比增幅较大,达到34.93%,但原煤采购成本增加等因素使煤炭成本同比增长37.78%,煤炭销售的毛利率同比小幅下降。未来提高公司煤炭盈利能力的重要手段在于收购母公司的煤矿。
- 三项费用同比小幅下降,但成为推动利润大幅度增长的重要因素。上半年,公司的三项费用同比小幅下降2.47%,是公司在主营利润增长42.84%的情况下,利润总额同比大幅度增长127.95%的重要因素。
- 煤炭价格面临下滑压力。下半年公司的煤炭价格面临下滑压力,但对2005年的业绩影响有限。其对业绩的影响将主要体现在2006年。
- 预计2005年煤炭产量1400万吨,销售2400万吨,同比增长8.95%和11.63%。
- 公司拟用自有资金收购母公司煤矿。受相关制度的约束,公司原有收购计划被迫大幅削减,我们预计公司将收购母公司500万吨煤矿,可能在年底前完成,按照我们预计的2006年煤炭价格和成本测算,收购煤矿将为公司带来每股收益约0.38元。但具体方案未定,我们将保持进一步的跟踪。
- 我们预计,2005年、2006年和2007年公司实现每股收益分别为1.19元、1.56元和1.03元(假设07年发行1.5亿股)。
- 调高投资评级至强烈推荐—A:我们对公司的合理估值在12-13.5元之间,由于公司收购资产带来业绩增长,目前股价与我们的合理估值有19.4%-34.33%的升幅,而且股票含有对价预期,我们将投资评级从前期的中性调高至强烈推荐—A。

上证指数: 1152.53

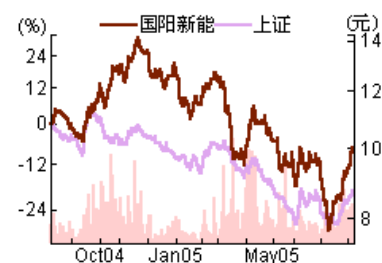
股本数据

A股总股本(万)	48100
流通A股(万)	15000
流通市值(亿)	15.08

股价表现

	绝对值	相对上证
3个月(%)	-4.92	-6.84
6个月(%)	-19.60	-10.42
1年(%)	-10.43	7.00
52周波动(元)	7.5-14.97	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

行业周期拐点到来—2005年下半年投资策略报告

7/12/2005

国阳新能调研简报

7/27/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(百万元)	4737.77	6596.00	5977.85	5364.31
同比增长率(%)	111.30%	39.22%	-9.37%	-10.26%
营业利润(百万元)	478.84	846.61	1095.93	1126.33
同比增长率(%)	75.46%	76.80%	29.45%	2.77%
净利润(百万元)	347.90	574.30	750.17	769.88
同比增长率(%)	69.25%	65.08%	30.62%	2.63%
主营利润率(%)	22.33%	22.12%	28.17%	30.39%
营业利润率(%)	10.11%	12.84%	18.33%	21.00%
净利润率(%)	7.34%	8.71%	12.55%	14.35%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.72	1.19	1.56	1.05
每股净资产(元)	4.63	5.23	6.01	7.29
净资产收益率(%)	15.61%	22.83%	25.95%	14.46%
每股股息(元)	0.10	0.60	0.78	0.53
股息收益率(%)	1.00%	5.94%	7.76%	5.24%
负债率(%)	45.73%	64.83%	58.43%	49.60%
P/E(倍)	13.89	8.42	6.44	9.54
P/B(倍)	2.17	1.92	1.67	1.38
EV/EBITDA(倍)	5.52	3.76	2.83	2.61

2005 年上半年，公司实现主营业务收入 32.66 亿元，主营业务利润 7.39 亿元，净利润 2.9 亿元，较上年同期分别增长 56.17%、42.84% 和 127.95%。实现每股收益为 0.6 元。公司预计 2005 年前三季度净利润同比增长 50% 以上。

一、上半年业绩回顾

1、煤炭产销量保持 15% 以上的增长

由于公司不断的对煤矿进行技改，煤炭实际产能有较大幅度的增长。2005 年 4 月份山西省煤炭工业局对公司煤矿重新核定了产能，一矿和二矿的核定生产能力分别为 650 万吨和 720 万吨，合计为 1370 万吨，超过 2004 年的实际煤炭产量 1285 万吨。

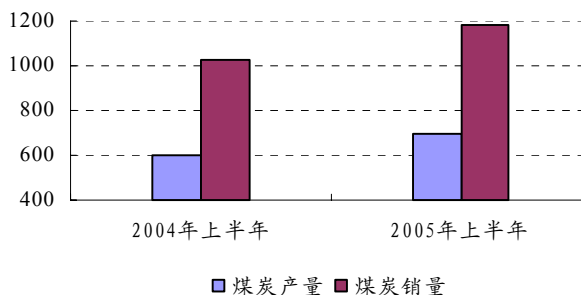
由于国家对煤矿采取安全整顿措施，严禁超能力生产，导致上半年山西省煤炭产量同比下降 7.06%，但公司的煤炭生产并未受到影响。2005 年上半年，公司煤炭的产、销量达到 693 万吨和 1183 万吨，同比分别增长 15.89% 和 15.64%。

表 1：公司煤矿核定产能增加

煤矿	设计产能（万吨）	2003 年核定产能（万吨）	2005 年核定产能（万吨）
一矿	240	390	650
二矿	350	500	720
合计	590	890	1380

数据来源：招商证券研发中心整理

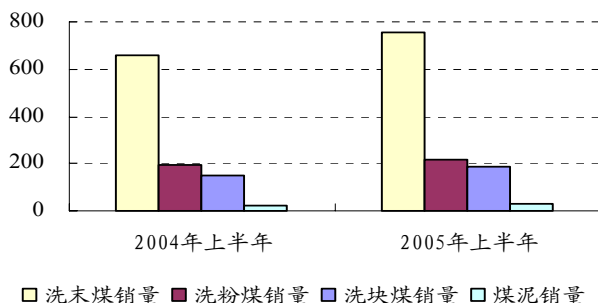
图 1：公司煤炭产销量保持增长



数据来源：公司中报

在公司的主要煤炭销售品种中，价格较高，占公司煤炭销量 16%、19% 洗块煤、喷粉煤的销售量都有不同程度的增长，块煤和喷粉煤分别销售 184 万吨和 219 万吨，同比增长 21.85% 和 11.73%，而价格相对较低、占公司煤炭销量 64% 的洗末煤实现销售 753 万吨，同比增长 14.79%。煤泥销量同比增长 34.87%，但仅占公司煤炭销量的 2%，实现销售 27 万吨。

图 2：公司煤炭各品种销量增长情况

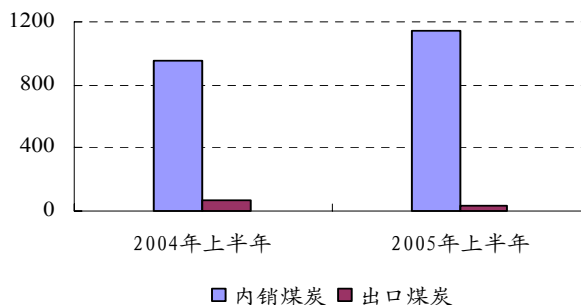


数据来源：公司中报

2、煤炭出口量减少,内销煤增加

受国内煤炭供求紧张的影响,公司加大了国内的煤炭销售量。上半年,公司国内煤炭销量为 1146 万吨,较去年同期的 957 万吨同比增长 19.75%。而出口煤炭仅为 37 万吨,较去年同期的 66 万吨同比减少 43.94%。

图 3：公司煤炭内销和出口变动趋势



数据来源：公司中报

3、煤炭销售价格同比增幅较大,达到 34.93%

在公司煤炭下游行业——钢铁、化工和电力上半年继续保持较高增长的情况下,公司煤炭销售价格同比增幅较大。

虽然受到化工用煤价格限制(即不能超过 2005 年 1 月份的价格),但由于 2005 年 1 月份涨幅较大,公司的煤炭价格同比仍然有较大幅度的增长,上半年,公司的块煤价格达到 405.5 元/吨,同比增长 19.72%。受冶金行业高增长的影响,高炉喷吹煤价格涨幅最大,同比增长 40.25%,达到 385.69 元/吨。主要用于无烟煤电厂发电的洗末煤价格受到下游电力行业需求增长的影响,其价格同比增长 39.8%,达到了 216.35 元/吨。

2005 年上半年公司的综合煤炭销售价格达到 274.81 元/吨，较去年同期的 203.67 元/吨增长了 34.93%。

图 4: 公司煤炭销售价格持续增长

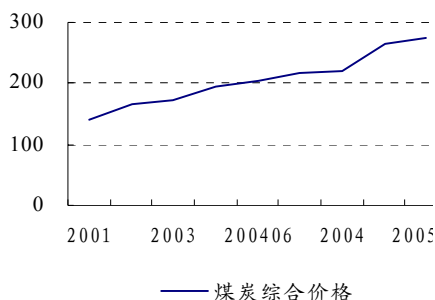
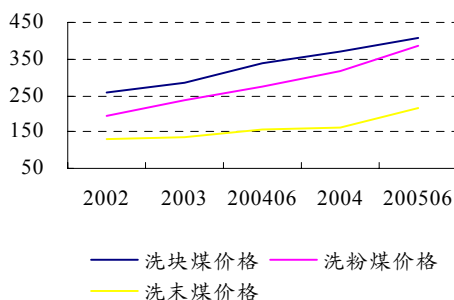


图 5: 公司各煤种价格涨幅较大

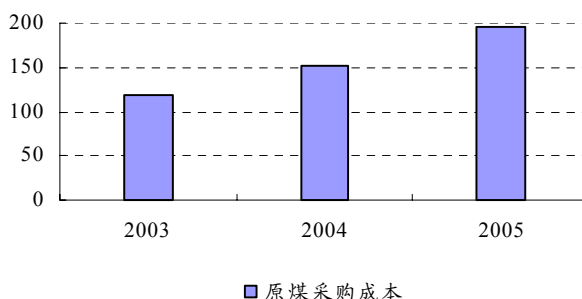


数据来源: 公司定期报告

4、原煤采购成本增加等因素推升煤炭成本同比增长 37.78%

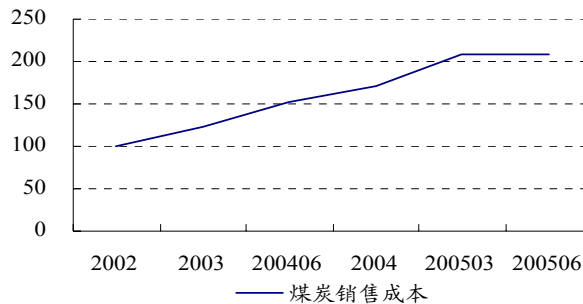
公司从母公司采购原煤价格大幅度上涨，从 2004 年的 151 元/吨增长到 195 元/吨，单位原煤成本增长了 44 元/吨，是公司煤炭销售成本增长的主要因素。

图 6: 原煤采购成本增加较大



数据来源: 公司定期报告

另外，由于从 2004 年 4 月 1 日才开始计提 15 元/吨的生产安全费用、从 6 月 1 日起计提 6 元/吨维简费，2005 年上半年两项计提也在一定程度上增加了公司的煤炭销售成本（以前按实际支出核算，现在采取先计提，再支出，由于公司本身在两项计提使用的科目支出较多，两项计提对成本的影响远小于计提数）。另外加上增加职工工资（增幅 20%左右）和增加开拓进尺等因素影响，2005 年上半年公司煤炭的销售成本大幅度增长，同比增长 37.78%，达到 209.13 元/吨。

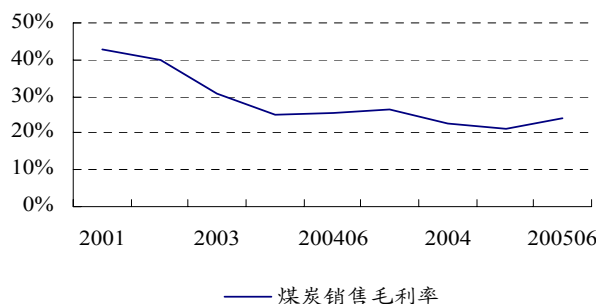
图 7：公司煤炭销售成本持续增长


数据来源：公司定期报告

5、煤炭销售毛利率同比下降

由于煤炭成本的涨幅（37.78%）超过销售价格的涨幅（34.93%），公司煤炭销售的毛利率较上年同期的 25.48% 小幅下降了 1.58 个百分点，为 23.9%，稍高于 2004 年全年的毛利率 22.41%。公司煤炭销售的毛利率在煤炭上市公司中处于较低水平。

在煤炭价格大幅度上涨的情况下，公司的毛利率不降反升，除了煤炭开采成本上升外，另外一个重要因素就是购买母公司煤炭价格上升较大所致。未来提高公司煤炭盈利能力的重要手段在于收购母公司的煤矿。

图 8：煤炭销售毛利率同比下降


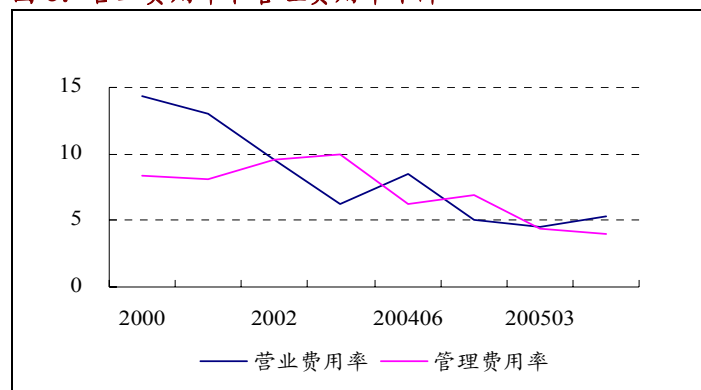
数据来源：招商证券研发中心整理

6、三项费用小幅下降，推动利润大幅增长

2005 年上半年，公司的三项费用为 31785.86 万元，同比小幅下降 2.47%。由于煤炭销售形势较好，营业费用支出相对较少，上半年公司的营业费用为 17395 万元，同比下降 2.81%。由于货款结算及时，资金回笼较好，公司帐面货币资金较多，上半年公司的财务费用为 1168.71 万元，同比下降 29.9%。三项费用中只有管理费用有所增长，但增幅较小，仅为 1.52%。

从费用收入比率来看，营业费用率和管理费用率分别从去年同期的 8.56% 和 6.23% 下降为上半年的 5.33% 和 4.05%，分别降低了 3.23 个百分点和 2.18 个百分点，主要是收入增长来源于煤炭价格的大幅上涨所致。

图 9：营业费用率和管理费用率下降



数据来源：招商证券研发中心整理

尽管公司主营利润增长 42.84%，但在三项费用小幅下降的情况下，公司的利润总额同比增长高达 127.95%。

二、下半年业绩展望

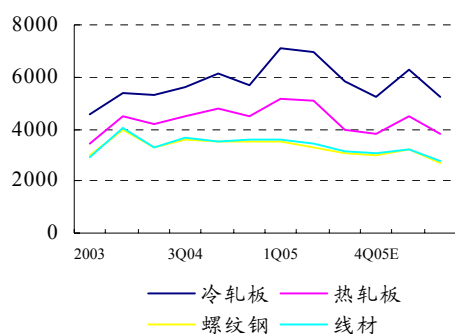
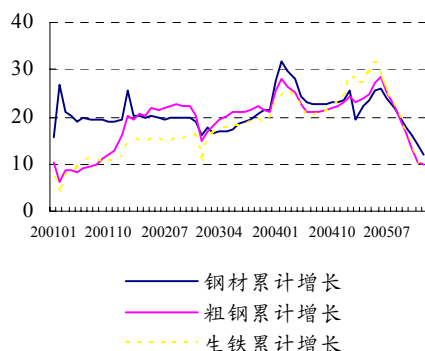
1、预计 2005 年煤炭产量 1400 万吨，销售 2400 万吨

公司所属的一矿和二矿重新核定的生产能力达到 1370 万吨，虽然规定严禁超能力生产，但实际上在保证安全的前提下，煤炭产量可以在一定范围内浮动。我们预计 2005 年公司煤炭产量为 1400 万吨左右，较 2004 年的煤炭产量 1285 万吨增长 8.95%。

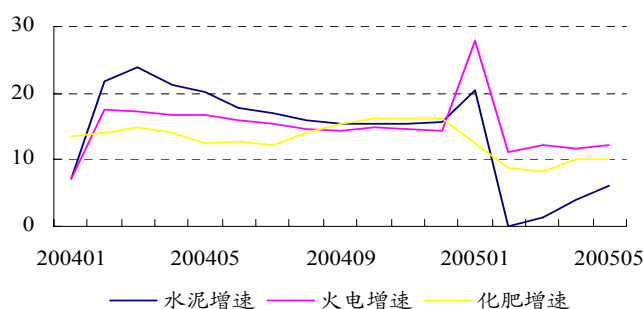
预计全年收购母公司的煤炭 1600 万吨，2005 年公司实现煤炭销售 2400 万吨，同比增长 11.63%。

2、煤炭价格面临下调压力

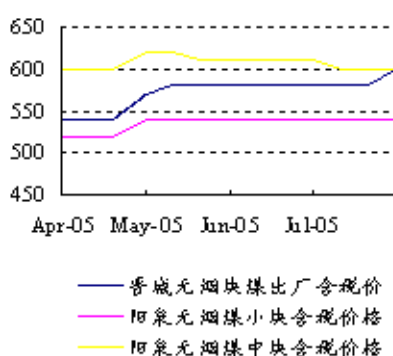
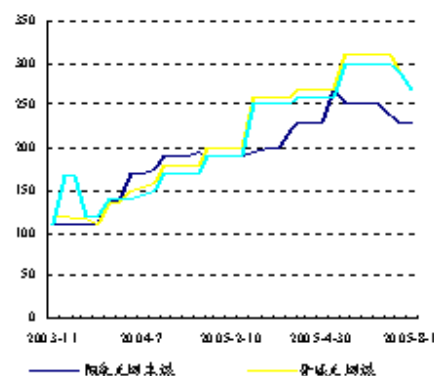
公司的煤种为无烟煤，主要用于化工（占 15%）、电煤（占 60%）、高炉喷吹（占 20%）、建材和民用（占 5%）。目前高炉喷吹受到钢铁价格下降的影响而价格面临较大的下调压力；受电力增长的影响，电力用无烟煤价格下调的压力相对较小；占公司销量 15% 的化工用煤基本上能够保持目前的高价位。由于公司的煤炭销售签定的是比较稳定的合同，价格下调滞后。公司的煤炭价格虽然面临下滑的压力，但对 2005 年的业绩影响有限。价格下滑对业绩的影响将主要体现在 2006 年。

图 10：近期钢材价格走低

图 11：钢铁行业将转为平稳增长


数据来源：国家统计局、招商证券研发中心整理

图 12：水泥、火电和化肥增速降缓


数据来源：国家统计局、招商证券研发中心整理

图 13：无烟煤块煤价格高位盘整

图 14：山西无烟煤价格高位回调


数据来源：中国煤炭资源网

3、公司拟用自有资金收购母公司煤矿

由于公司自有资金比较充裕（上半年货币资金高达 17.54 亿元）和关联交易数额较大，公司可能在今年对母公司的煤矿进行收购。收购的动力在于部分解决关联交易，减

少股权分置改革的阻力，以及提升公司未来的业绩。

公司先前计划用自有资金收购母公司的四个煤矿，但是由于受到相关法规的限制和约束，公司采取的折中方案可能是最多用 12 亿元自有资金收购母公司的煤矿。从金额来看，我们认为收购 400-500 万吨的煤矿的可能性较大，母公司的五矿（470 万吨）、开源矿（500 万吨）可能是收购对象之一。另外 500 万吨左右的新景矿（580 万吨）和三矿（470 万吨）等将是公司未来收购的目标。预计 2005 年底可能完成收购。

按照我们预计的 2006 年煤炭价格和成本测算，收购 500 万吨煤矿将为公司带来每股收益约 0.38 元。

表 2：收购 500 万吨煤矿盈利预测

主营业务收入(万元)	121500
税金及附加(万元)	1458.00
主营业务成本(万元)	81250
主营业务利润(万元)	38792.00
营业费用(万元)	5589.00
管理费用(万元)	5467.50
财务费用(万元)	500
营业外收入(万元)	100
营业外支出(万元)	600
利润总额(万元)	27335.5
所得税(万元)	9020.72
净利润(万元)	18314.79
每股收益(元)	0.38
毛利率(%)	33.13

数据来源：招商证券研发中心整理

收购完成后，公司将进行股权分置改革，然后通过股权融资继续收购母公司的煤矿。收购煤矿成为公司未来业绩增长的重要动力。

三、盈利预测

由于公司未来将不断收购母公司的煤矿，但具体收购方案和实施日期具有较大的不确定性，未来业绩变动较大，因此我们对其业绩预测采取比较谨慎的原则。

我们预计，2005 年、2006 年和 2007 年公司实现净利润分别为 57430.2 万元、75017.26 万元和 76987.99 万元，同比增长 65.08%和 30.62%和 2.63%。相对应 2005 年、2006 年和 2007 年的每股收益分别为 1.19 元、1.56 元和 1.03 元（假设 07 年发行 1.5 亿股）。

四、公司估值及投资建议

1、DCF 估值

我们对公司的估值的相关假设见表，经过 DCF 模型计算，公司的每股权益价值为 12.85 元。

表 3: 公司估值假设

无风险利率	3.60%
观察 Beta 值	1.05
Equity Beta	1.05
风险溢价	8.00%
权益成本 Ke	12.00%
债务溢价	1.98%
法定税率	33.00%
债务成本	3.74%
当期债务权益比 D/E	6.79%
当前债务比率 D/DE	6.35%
当前权益比率 D/DE	93.65%
WACC	11.48%
名义长期增长率	2.00%

数据来源：招商证券研发中心

表 4: DCF 估值

显性/半显性预测价值	105081.06
终值价值	456624.96
企业核心评估价值 AEV	561706.02
加：非核心资本	89478.85
企业非核心评估价值	89478.85
企业总价值	651184.87
减：借款	33063.00
权益评估价值	618121.87
权益市值	487253.00
企业总价值	520316.00
企业核心市场价值 EV	430837.15
每股权益价值	12.85
最新股价	10.13
隐含市盈率（动态）	10.76
市场市盈率（动态）	8.48

数据来源：招商证券研发中心

表 5: DCF 估值敏感性分析

WACC	10.48%	10.98%	11.48%	11.98%	12.48%
永续增长率					
1.00%	13.98	12.86	11.85	10.94	10.11
1.50%	14.60	13.40	12.32	11.35	10.47
2.00%	15.30	14.00	12.84	11.80	10.87
2.50%	16.08	14.67	13.42	12.30	11.31
3.00%	16.97	15.42	14.06	12.86	11.79

数据来源：招商证券研发中心

以永续增长率和 WACC 波动 0.5% 计算，DCF 估值的合理区间为 11.8-14 元。

2、相对估值

国内煤炭上市公司估值比较

05 年和 06 年国阳新能的预期市盈率为 8.45 倍和 6.44 倍，低于国内煤炭上市公司的市盈率均值 8.84 倍和 10.37 倍，公司 **06 年市盈率是所有煤炭上市公司中最低的**。公司市净率为 2.06 倍，与行业均值相当。综合考虑，我们认为国阳新能在国内煤炭上市公司中具有较大的估值优势。

表 6：国内煤炭上市公司估值比较

公司名称	市净率	04 年市盈率	05 年市盈率	06 年市盈率
国阳新能	2.06	13.96	8.45	6.44
西山煤电	2.32	14.12	9.53	11.47
神火股份	2.27	11.20	8.07	9.96
上海能源	1.97	10.87	9.70	12.68
兰化科创	2.71	13.37	7.82	7.53
金牛能源	1.81	11.55	8.19	10.44
兖州煤业	2.17	7.66	10.27	11.35
恒源煤电	1.90	10.94	8.22	10.39
煤气化	1.49	12.78	9.89	13.79
开滦股份	1.68	12.81	8.24	9.61
平均	2.04	11.93	8.84	10.37

数据来源：招商证券研发中心整理

国际同行业上市公司估值比较

美国同行业上市公司的动态市盈率平均为 12.8 倍，市销率、市净率和 EV/EBITDA 为 1.81 倍、4.19 倍和 12.28 倍，均远高于国阳新能的同类指标，国阳新能具有较强的国际估值优势。

表 7：美国煤炭上市公司估值比较

美国煤炭上市公司	2004 静态市盈率	动态市盈率	市销率	市净率	EV/EBITDA
Peabody Energy Corporation (BTU)	43.66	16.62	2.24	4.85	19.26
CONSOL Energy Inc. (CNX)	40.23	15.31	2.18	11.76	15.19
Yanzhou Coal Mining Co. (YZC)	6.83	8.56	1.62	1.34	2.36
Arch Coal, Inc. (ACI)	97.41	14.91	1.61	3.32	15.72
Rio Tinto PLC (RTP)	16.6	12.3	3.18	2.87	14.11
BHP Billiton Ltd (BHP)	22.47	11.75	3.46	6.52	11.48
Massey Energy Company (MEE)	52.7	10.14	1.5	3.48	10.71
平均	39.99	12.80	1.81	4.19	12.28
国阳新能	13.96	8.45	0.67	2.06	3.76

数据来源：招商证券研发中心整理

香港同行业上市公司估值比较

香港上市的国内煤炭公司的市盈率平均为 11.65 倍，市净率为 2.11 倍，与兖州煤业和神华股份相比，国阳新能的市盈率偏低，市净率高于兖州煤业，但低于神华股份。

表 8：香港同行业上市公司估值比较

香港煤炭上市公司	2004 静态市盈率	动态市盈率	市净率
兖州煤业（1171）	7.80	8.58	1.46
神华股份（1088）	16.72	12.70	2.99
平均	12.26	10.64	2.23
国阳新能	13.96	8.45	2.06

数据来源：招商证券研发中心整理

从相对估值的角度来看，我们认为公司的合理市盈率大致为 8-10 倍，市净率为 2.5 倍，我们按照 06 年预测的业绩计算，公司股票的市盈率和市净率估值大约为 12.4-15.6 元和 13.08 元。

综合考虑绝对估值和相对估值法，我们认为公司的合理估值大约为 12-13.5 元。

3、调高前期投资评级至强烈推荐—A

由于公司未来不断收购资产推动业绩增长，目前股价与我们的合理估值有 19.4%-34.33% 的升幅，而且公司股票含有对价预期，我们对公司的投资评级从前期的中性调高至强烈推荐—A。

附表：公司财务数据预测

资产负债表	2003	2004	2005	2006
货币资金	50075.15	89478.85	10000.00	10000.00
应收票据	5134.37	45295.97	47075.89	47493.43
应收账款	41768.59	32801.83	71402.76	56936.67
其他应收款	3693.93	7111.69	10222.91	9167.62
预付账款	5440.82	7977.22	12602.00	9600.97
存货	5844.98	6769.57	12623.68	9646.46
待摊费用	81.56	188.68	255.09	233.48
流动资产合计	112039.38	208331.00	161991.50	140947.88
长期投资合计	20000.00	0.00	0.00	0.00
固定资产净值	178218.75	181286.60	385200.24	449625.99
减：固定资产减值准备	343.65	292.20	0.00	0.00
固定资产净额	177875.10	180994.40	385200.24	449625.99
在建工程	5405.67	11312.54	63000.00	0.00
固定资产合计	183280.77	192306.94	448200.24	449625.99
无形资产	10361.30	9977.55	105125.97	104793.38
无形及其他资产合计	10361.30	9977.55	105125.97	104793.38
资产总计	325681.45	410615.49	715317.70	695367.25
短期借款	21051.50	21051.00	115707.39	190542.44
应付票据	0.00	2350.00	2179.82	2122.99
应付账款	16089.71	17418.91	33621.79	25455.70
预收账款	20618.30	33753.04	53688.53	42947.59
应付工资	5853.05	7031.87	6873.38	6093.49
应付福利	3423.18	5009.64	4566.24	4141.44
应交税金	1705.76	7294.19	5431.38	6052.32
其他应付款	1932.29	6358.10	4882.83	5374.59
其他应付款	15683.57	31539.13	26253.94	28015.67
流动负债合计	98537.90	159699.20	253205.31	310746.22
长期借款	27012.00	12012.00	189493.00	69493.00
长期应付款	4512.56	12661.75	17661.75	22661.75
长期负债合计	34290.90	28083.29	210564.29	95564.29
负债合计	132828.80	187782.49	463769.60	406310.51
股本	48100.00	48100.00	48100.00	48100.00
资本公积金	121143.67	121143.67	121143.67	121143.67
留存收益	23608.99	53589.34	82304.44	119813.07
股东权益合计	192852.66	222833.01	251548.11	289056.74
负债和股东权益总计	325681.45	410615.50	715317.71	695367.25

现金流量表	2003	2004	2005	2006
经营活动流量净额	43527.68	93633.90	-36020.58	125253.58
投资活动流量净额	-116862.2	7	-42791.83	-37000.00
筹资活动的流净额	104079.33	-11438.37	218041.73	-88253.58
现金期末余额	50075.15	89478.85	10000.00	10000.00
现金期初余额	19330.41	50075.15	89478.85	10000.00
现金净增加额	30744.74	39403.70	-79478.85	0.00

利润表	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	224218.25	473777.25	659600.00	597785.60
减：主营业务成本	155329.33	363526.05	505800.00	422240.71
税金及附加	2104.56	4466.81	7915.20	7173.43
主营业务利润	66784.37	105784.39	145884.80	168371.46
加：其他业务利润	-834.97	1069.79	1000.00	1200.00
营业费用	14055.61	23851.36	30341.60	27498.14
管理费用	22352.87	32490.69	29682.00	26900.35
财务费用	2249.51	2627.87	2200.00	5580.00
营业利润	27291.40	47884.26	84661.20	109592.98
加：投资收益	0.00	500.00	600.00	650.00
补贴收入	0.00	0.00	955.52	2223.08
营业外收入	28.67	207.73	100.00	100.00
减：营业外支出	551.77	5346.37	600.00	600.00
利润总额	26768.30	43245.62	85716.72	111966.06
减：所得税	6212.80	8455.27	28286.52	36948.80
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	20555.50	34790.35	57430.20	75017.26

会计年度	2003	2004	2005	2006
获利能力				
销售毛利率	30.72%	23.27%	23.32%	29.37%
销售净利率	9.17%	7.34%	8.71%	12.55%
净资产收益率	15.61%	22.83%	25.95%	14.46%
负债能力				
流动比率	1.14	1.30	0.64	0.45
速动比率	1.08	1.26	0.59	0.42
资产负债比率	0.41	0.46	0.65	0.58
现金流量				
每股经营现金流	0.90	0.00	-0.75	2.60
净利润现金含量	1.25	0.00	-0.48	1.63
营运能力				
应收账款周转率	680.07%	1287.24%	1295.19%	951.49%
存货周转率	2534.20%	5763.60%	5216.25%	3791.99%
发展能力				
主营业务收入增长率	111.30%	39.22%	-9.37%	-10.26%
净利润增长率	69.25%	65.08%	30.62%	2.63%
净资产增长率	220.46%	15.55%	12.89%	14.91%
总资产增长率	117.53%	26.08%	74.21%	-2.79%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

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。本报告版权归招商证券所有。