

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

目标估值: 无
 当前股价: 3.31 元
 2018 年 08 月 27 日

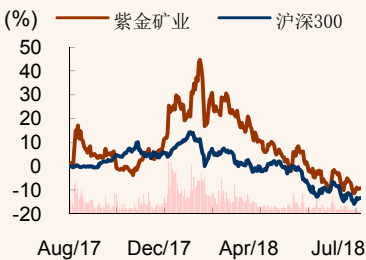
铜锌产量增加, 上半年业绩维持高增长

基础数据

上证综指	2729
总股本(万股)	2303122
已上市流通股(万股)	1687573
总市值(亿元)	762
流通市值(亿元)	559
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	12.9
资产负债率	58.5%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	25.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-29	-8
相对表现	4	-11	3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业(601899)一铜产量稳步提升, 二季度业绩逆市大幅增长》2018-07-22
- 2、《紫金矿业(601899)一矿产品量价齐增, 业绩大幅增长逾九成》2018-03-25
- 3、《紫金矿业(601899)一最大金矿受累地震 不改继续推荐》2018-03-01

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

紫金矿业发布半年报, 公司 2018 年上半年实现营业收入 498 亿元, 同比增长 32.7%; 净利润 25.3 亿元, 同比增长 67.8%。

- 公司 2018 年上半年业绩实现大幅增长, 净利润增逾六成。公司 2018 年上半年业绩实现大幅增长, 实现营业收入 498 亿元, 同比增长 32.75%, 实现净利润 25.3 亿元, 同比增长 67.8%。其中二季度分别实现净利润 14.41 亿元, 环比大增 32.8%。上半年综合毛利率 14.25%, 较去年同期下降 0.34 个百分点, 其中矿产品毛利率高达 49.82%, 同比上升 5.1 个百分点。公司 2018 年上半年 ROE 达到 7.2%, 同比增长 2.6 个百分点。
- 二季度商品价格环比下滑, 公司业绩逆市增长。二季度大宗商品价格大幅下滑, 铜二季度均价 4.39 万元/吨(不含税, 下同), 环比下降-1.9%, 同比上升 12.2%; 锌二季度均价 2.04 万元/吨, 环比下降-6.6%, 同比上升 7.3%; 黄金二季度均价 232 元/克, 环比下降-1.1%, 同比下降-3.5%; 白银二季度均价 3108 元/克, 环比下降-1.3%, 同比下降-9.5%。但得益公司铜、锌产量提升, 同时汇兑损益大幅降低, 公司二季度业绩实现逆市环比增长 32.8%。
- 公司铜锌产量稳步提升。公司 2018 年主要矿产品产量计划: 矿产金 37 吨、矿产铜 24.4 万吨、矿产铅锌 31.17 万吨(其中: 矿产锌 27.41 万吨、矿产铅 3.76 万吨)、矿产银 213 吨、铁精矿 260 万吨。上半年共实现生产矿产金 16.88 吨, 矿产铜 11.9 万吨、矿产锌 14.8 万吨, 其中黄金产量较去年同期下降约 10.48%, 主要因为波格拉金矿 2 月份发生地震影响上半年产量; 矿产铜及矿产锌产量较去年同期分别增长 30.4%与 4.5%。二季度矿产铜、矿产锌产量计划完成较好, 其中矿产铜产销量同比有较大增长, 受益于公司铜、锌矿产品产量稳步提升, 公司二季度净利润大幅提升。
- 推荐评级: 按公司 2018 年矿产金产量 35 吨, 铜产量 24.4 万吨, 锌产量 27.4 万吨, 预计公司 2018/2019/2020 将业绩分别为 52.8 亿元/65.3 亿元/79 亿元, 估值为 14.4/11.7/9.6 倍, 继续维持强烈推荐评级。
- 风险提示: 新建产能投产不及预期, 金属价格大幅下跌, 海外矿山事故风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	78851	94549	105894	118602	142322
同比增长	6%	20%	12%	12%	20%
营业利润(百万元)	2312	5027	7382	9033	10850
同比增长	19%	117%	47%	22%	20%
净利润(百万元)	1840	3508	5287	6535	7909
同比增长	11%	91%	51%	24%	21%
每股收益(元)	0.09	0.15	0.23	0.28	0.34
PE	38.8	21.7	14.4	11.7	9.6
PB	2.6	2.2	2.0	1.4	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司 2018 年上半年业绩实现大幅增长	4
二、公司铜、锌产量继续增加	4
1、受波格拉金矿停产影响，黄金产量下滑	4
2、铜产量同比大幅上升	5
3、铅锌产量略有上升	5
四、公司 2018 年铜、锌产量将维持增长	6
三、金属价格下滑，上半均价维持高位	6
1、金属价格 2018 年开始下滑	6
2、黄金、铜成本略有上升，铜锌毛利率继续提升	7
四、期间费用及资产减值损失影响部分利润	8
五、盈利预测	8
六、风险提示	9

图表目录

图 1 公司的黄金产量及预测 (吨)	6
图 2 公司的铜矿产量及预测	6
图 3 公司的锌产量及预测 (吨)	6
图 4 黄金价格 2018 年震荡下行 (美元/盎司)	7
图 5 LME 铜价格 2018 年开始回落 (美元/吨)	7
图 6 LME 锌价格 2018 年大幅回落 (美元/吨)	7
图 7 公司三费情况 (亿元)	8
图 8: 紫金矿业历史 PE Band	9
图 9: 紫金矿业历史 PB Band	9
表 1: 公司分季度业绩情况 (百万元)	4
表 2: 公司矿产品产量	4
表 3: 公司黄金矿山产量	5
表 4: 公司铜矿山产量	5
表 5: 公司铅锌矿山产量	5
表 6: 公司主要产品毛利率及成本情况	7

表 7: 公司主要产品价格变化	9
附: 财务预测表	10

一、公司 2018 年上半年业绩实现大幅增长

公司 2018 年上半年业绩实现大幅增长，实现营业收入 498 亿元，同比增长 32.75%，实现净利润 25.3 亿元，同比增长 67.8%。其中二季度分别实现净利润 14.41 亿元，环比大增 32.8%。上半年综合毛利率 14.25%，较去年同期下降 0.34 个百分点，其中矿产品毛利率高达 49.82%，同比上升 5.1 个百分点。上半年期间费用 24.5 亿元，同比下降 18.1%，其中管理费用 13.57 亿元，同比降 2.1%；销售费用 4.3 亿元，同比增 10.6%；财务费用 6.6 亿元，同比降 45.7%。公司 2018 年上半年 ROE 达到 7.2%，同比增长 2.6 个百分点。

表 1: 公司分季度业绩情况 (百万元)

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业总收入	18457	19066	24454	32571	22864	26950
营业总成本	17839	18109	22780	31973	21204	25107
营业税金及附	285	283	350	434	332	366
销售费用	212	178	187	173	228	202
管理费用	845	642	722	786	665	692
财务费用	451	767	720	76	621	39
营业利润	1355	960	1374	1337	1763	2015
利润总额	1241	910	1335	1082	1689	2091
归母净利润	1006	500	709	1294	1085	1441

资料来源: 公司公告、招商证券

二、公司铜、锌产量继续增加

报告期内，公司铜锌等主要产品产量明显提升，矿产金、铜、锌产量均位居国内企业前三名，上半年共实现生产矿产金 16.88 吨，矿产铜 11.9 万吨、矿产锌 14.8 万吨，其中黄金产量较去年同期下降约 10.48%，主要因为波格拉金矿 2 月份发生地震影响上半年产量；矿产铜及矿产锌产量较去年同期分别增长 30.4%与 4.5%。

表 2: 公司矿产品产量

产品	矿产金 (吨)	矿产铜 (万吨)	矿产锌 (万吨)
2015 年	37.16	15.03	19.82
2016 年	42.55	15.5	25
2017 年	37.48	20.8	27
2018 年 H1	16.88	11.9	14.8

资料来源: 公司公告、招商证券

1、受波格拉金矿停产影响，黄金产量下滑

上半年公司生产黄金 104.9 吨，同比上升 21.87%。其中矿产金 16.9 吨，同比下降 10.48%，主要由于巴布亚新几内亚今年 2 月份发生地震，影响了波格拉金矿上半年的产量，波格拉金矿已经于 6 月份开始复产，公司另外获得两笔理赔预付款 4000 万美金。冶炼加工及贸易金 88 吨，同比上升 30.95%。黄金业务销售收入占报告期内营业收入的 46.53% (抵销后)，产品毛利占集团毛利的 19.92%。

表 3: 公司黄金矿山产量

主要企业或矿山	本集团持有权益	矿产金 (千克)
巴布亚新几内亚波格拉金	47.50%	2,530 (权益产量)
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	1,945
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	1,889
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	1,726
福建紫金山金铜矿	100%	1,618
吉林珲春曙光金铜矿	100%	1,538
集团其他黄金企业合计		5,634
总计		16,880

资料来源: 公司公告、招商证券

2、铜产量同比大幅上升

公司共生产铜 33.7 万吨, 同比增长 8.57%。其中矿产铜 11.9 万吨, 同比增长 30.41% 主要由于刚果(金)科卢韦齐铜矿浮选系统于 2017 年 6 月投产并迅速达产。冶炼产铜 21.8 万吨, 同比下降 0.55%。铜矿业务销售收入占报告期内营业收入的 22.57% (抵销后), 产品毛利占集团毛利的 36.56%。

表 4: 公司铜矿山产量

主要	本集团持有权益	矿产铜 (吨)	备注
福建紫金山金铜矿	100%	38,472	其中: 阴极铜 9,125
刚果(金)科卢韦齐	72%	22,410	
新疆阿舍勒铜业	51%	22,203	
黑龙江多宝山铜业	100%	18,846	
吉林珲春曙光金铜	100%	7,594	
青海威斯特铜业	100%	5,075	
其他矿山合计		4,767	
总计		119,367	其中矿产阴极铜

资料来源: 公司公告、招商证券

3、铅锌产量略有上升

公司共生产锌 24.3 万吨, 同比下降 0.49%。其中矿产锌精矿含锌 14.8 万吨, 同比增长 4.51%。冶炼生产锌锭 9.5 万吨, 同比下降 7.39%。生产铅精矿含铅 1.9 万吨, 同比下降 0.29%。铅锌矿业务销售收入占报告期内营业收入的 7.34% (抵销后), 产品毛利占集团毛利的 26.90%。

表 5: 公司铅锌矿山产量

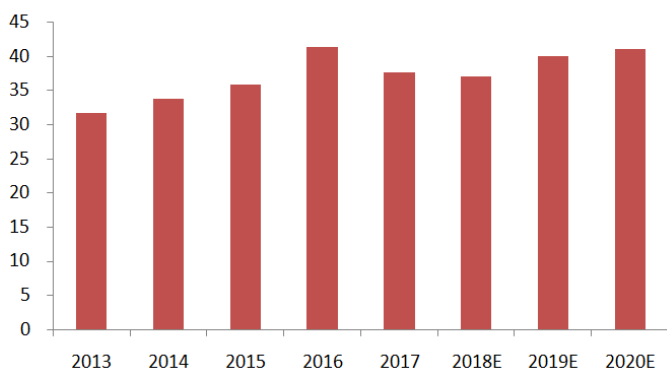
主要	本集团持有权益	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+铅合计
俄罗斯图瓦龙	70%	55,577	1,915	57,492
新疆紫金锌业	100%	46,994	7,065	54,059
乌拉特后旗紫	95%	39,962	7,617	47,579
新疆阿舍勒铜	51%	5,241	-	5,241
其他矿山合计		537	2,677	3,214
总计		148,311	19,274	167,585

资料来源: 公司公告、招商证券

4、公司 2018 年铜、锌产量将维持增长

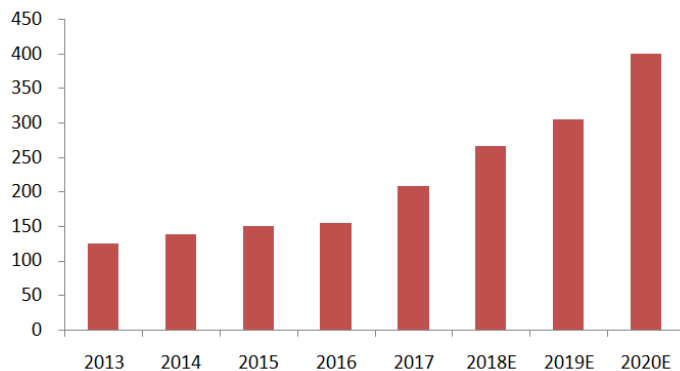
黄金板块由于上半年波格拉处于停产状态影响公司全年黄金产量，预计公司 2018 年黄金产量约 35 吨左右；铜板块随着科卢韦齐产能释放，以及多宝山二期逐步投产，预计 2018 年铜产量将继续增加至 24.4 万吨；锌板块随着俄罗斯图瓦等逐步达产，预计 2018 年生产矿产锌 27.4 万吨。

图 1 公司的黄金产量及预测（吨）



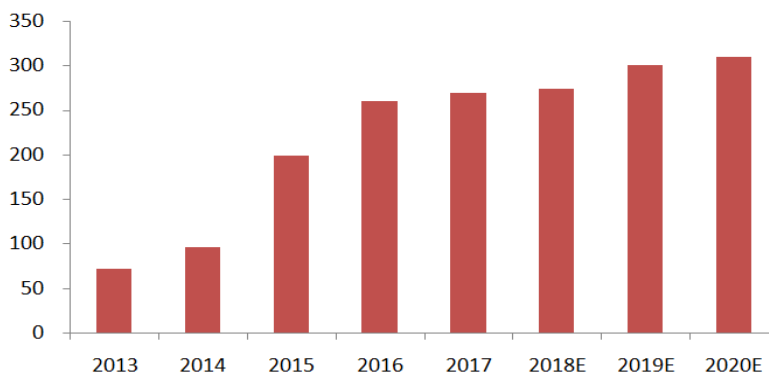
资料来源：公司公告、招商证券

图 2 公司的铜矿产量及预测



资料来源：公司公告、招商证券

图 3 公司的锌产量及预测（吨）



资料来源：公司公告、招商证券

三、金属价格下滑，上半均价维持高位

1、金属价格 2018 年开始下滑

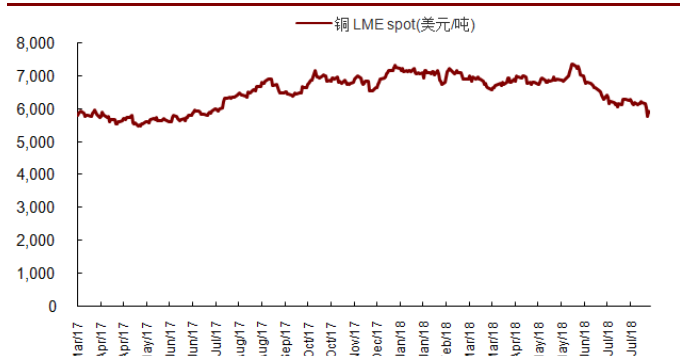
上半年黄金市场受到美元走强、贸易局势紧张等多重因素的影响，伦敦金上半年走势整体震荡偏弱，年初开盘价为 1302 美元/盎司，于 1 月末上探至半年最高价 1366 美元/盎司，收于 1252 美元/盎司，半年末较年初下跌 3.84%，均价为 1317 美元/盎司，同比上涨 6%。

图 4 黄金价格 2018 年震荡下行 (美元/盎司)



资料来源: wind、招商证券

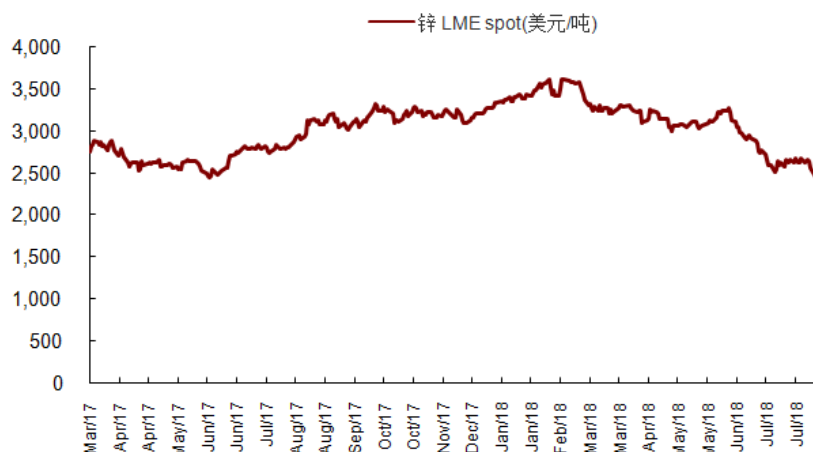
图 5 LME 铜价格 2018 年开始回落 (美元/吨)



资料来源: wind、招商证券

受世界经济形势及中美贸易摩擦升级影响,基本金属市场显著承压,价格整体震荡走弱,但与去年同期相比仍然有较大涨幅。上半年伦敦铜开盘为 7251.5 美元/吨,最高上探至 7348 美元/吨,收于 6619 美元/吨,半年末较年初下跌 8.72%,均价 6920 美元/吨,同比上涨 20.24%。伦敦锌开盘 3298 美元/吨,最高 3595 美元/吨,收于 2857 美元/吨,半年末较年初下跌 13.37%,均价 3263 美元/吨,同比上涨 21.44%。

图 6 LME 锌价格 2018 年大幅回落 (美元/吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

2、黄金、铜成本略有上升,铜锌毛利率继续提升

黄金板块由于波格拉停产以及紫金山品位下降,导致了成本上升,2018 年上半年矿产金的单位成本为 171.6 元/克,同比 2017 年上升了 5.9%。铜板块成本也略有上升,单位成本为 17405 元/吨,较去年同期上升了 5.9%。锌板块由于去年采选了部分低品位的矿石,2018 年采用了高品位矿山,单位成本下降为 4997 元/吨,较去年同期下降 3.8%。

表 6: 公司主要产品毛利率及成本情况

项目	单位	单位销售成本			毛利率 (%)	
		2018 年	2017 年	同比 (%)	2018 1-6 月	2017 1-6 月
矿山产金	元/克	171.62	162.03	5.92	32.44	32.35
冶炼加工及贸易	元/克	269.19	273.94	-1.73	0.38	0.9
矿山产银	元/克	1.72	1.45	18.84	27.1	44.24
矿山产铜	元/吨	17,405	16,431	5.93	52.85	49.53

项目	单位	单位销售成本			毛利率(%)	
冶炼产铜	元/吨	43,032	37,781	13.9	3.12	4.55
矿山产锌	元/吨	4,997	5,197	-3.85	68.6	60.2
冶炼产锌	元/吨	20,464	17,253	18.61	4.68	8.39
铁精矿	元/吨	158.89	152.89	3.92	72.7	61.92
综合毛利率					14.25	14.59
矿山企业综合					49.82	44.69

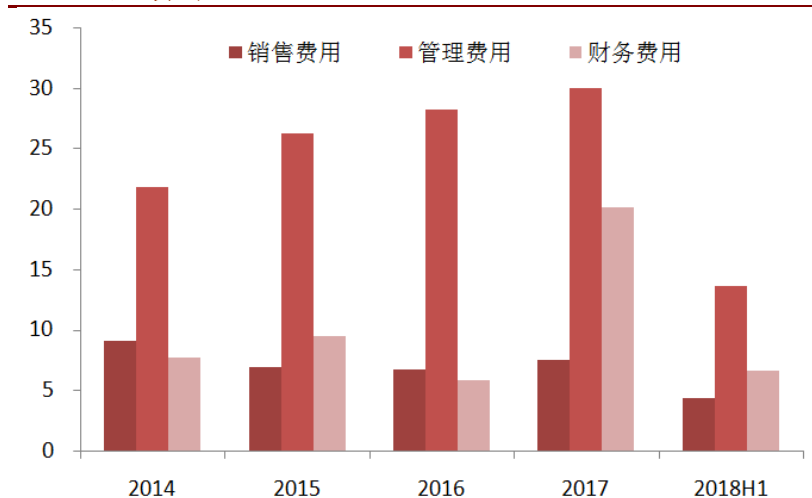
资料来源：公司公告、招商证券

2018 年金属价格虽然大幅下行，但上半年均价依然维持高位。全年公司矿产金销售均价 254 元/克，同比上涨 6.2%；矿产铜销售均价 3.69 万元/吨，同比上涨 13.5%；矿产锌销售均价 1.59 万元/吨，同比上涨 22%。由于公司产品价格大幅上涨，公司 2018 年矿产品毛利率高达 49.8%，其中矿产金毛利率达到 32.44%，同比去年持平；矿产铜毛利率 52.85%，同比上升 3.3 个百分点；矿产锌毛利率 68.6%，同比上升 8.4 个百分点。

四、期间费用及资产减值损失影响部分利润

公司 2018 年上半年的财务费用为 6.6 亿元，同比下降 45.76%，主要受人民币汇率波动影响汇兑损失同比减少。销售费用为 4.3 亿元，同比上升 10.58%；管理费用为 13.56 亿元，同比下降 2.11%，公司 2018 年上半年计提的资产减值损失/信用减值损失金额为 3.2 亿元。

图 7 公司三费情况 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

五、盈利预测

按公司 2018 年矿产金产量 35 吨，铜产量 24.4 万吨，锌产量 27.4 万吨；2018 年金属价格黄金均价 270 元/克，铜 5 万元/吨，锌 2.2 万元/吨计算。预计公司 2018/2019/2020 将业绩分别为 52.8 亿元/65.3 亿元/79 亿元，估值为 14.4/11.7/9.6 倍，继续维持强烈推荐评级。

表 7: 公司主要产品价格变化

	黄金	铜	锌	铅	白银
最新价	267	48680	21295	18265	3544
最近一个月涨幅	-0.47%	-2.52%	-4.21%	-4.87%	-2.50%
最近三个月涨幅	-0.70%	-5.25%	-12.73%	-10.90%	-2.90%
年初至今涨幅	-3.31%	-9.48%	-18.08%	-5.61%	-7.23%
2018 均价	270	51110	24590	19343	3666
2017 均价	275.6	49201.9	23848.7	18387.1	3946.2
2016 均价	267.7	38181.2	16837.5	14443.1	3813.6
2018 均价同比	-2.03%	3.88%	3.11%	5.20%	-7.10%

资料来源: 招商证券

六、风险提示

1、黄金、铜、铅锌价格下行。

公司主营业务为黄金、铜、铅锌等矿产品。因此公司受黄金、铜、铅锌价格因素影响较大，若需求不及预期，将导致金属价格下行，公司业绩将受较大影响。

2、公司海外矿山投产不及预期。

公司目前海外在建项目较多，主要包括科卢韦齐铜矿、卡莫阿铜矿等，若海外项目进度不及预期，将对公司实际产量产生影响，从而对公司经营业绩产生一定影响。

3、公司矿山事故性风险。

公司在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理资源综合回收利用及大规模工程化开发等方面达到国内领先水平，但仍存在矿山事故性风险，若发生事故性风险将对公司经营及品牌等产生较大影响。

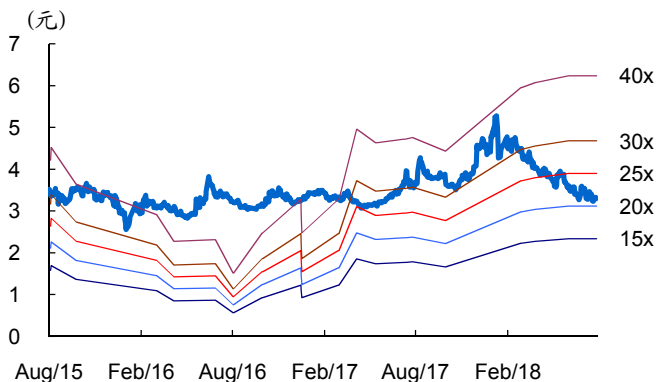
4、公司矿山品位下降，成本上升。

紫金山由于目前剩余服务年限较短（约 2-3 年），资源品味逐年下降，矿产金产量呈现逐年下降趋势。因此公司未来存在矿山品位下降成本上升风险。

5、汇率风险

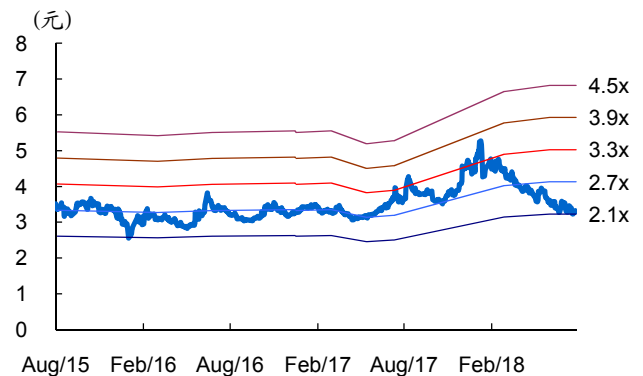
公司海外矿山较多，公司海外产品以美元计价，因此公司受汇率风险较大，若美元下跌将对公司业绩产生一定影响。

图 8: 紫金矿业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 9: 紫金矿业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	24140	28675	33486	43462	66270
现金	5023	5936	8285	15598	33279
交易性投资	1252	2554	2554	2554	2554
应收票据	876	1519	1702	1906	2287
应收款项	783	1293	1426	1597	1917
其它应收款	997	1153	1291	1446	1736
存货	12003	11090	12474	13923	16766
其他	3207	5130	5753	6438	7732
非流动资产	65077	60640	57165	54081	51343
长期股权投资	7909	6797	6797	6797	6797
固定资产	32531	30136	27874	25860	24067
无形资产	10257	9904	8913	8022	7220
其他	14381	13803	13580	13402	13259
资产总计	89218	89315	90651	97543	117613
流动负债	33852	28794	26616	16607	18879
短期借款	12350	9856	11166	0	0
应付账款	4727	4217	4747	5298	6380
预收账款	2087	2143	2412	2693	3242
其他	14688	12578	8291	8617	9256
长期负债	24249	22879	22879	22879	22879
长期借款	5775	6599	6599	6599	6599
其他	18474	16280	16280	16280	16280
负债合计	58101	51672	49495	39486	41757
股本	2154	2303	2303	2303	2303
资本公积金	6061	10507	10507	10507	10507
留存收益	19548	21691	25596	42982	61367
少数股东权益	3354	2643	2251	1766	1180
归属于母公司所有者权益	27762	35000	38905	56290	74676
负债及权益合计	89218	89315	90651	97543	117613

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	8602	9764	8222	8439	7662
净利润	1840	3508	5287	6535	7909
折旧摊销	4117	4327	4518	4127	3781
财务费用	1506	2082	1066	675	321
投资收益	576	(581)	(906)	(906)	(906)
营运资金变动	752	550	(1352)	(1510)	(2863)
其它	(189)	(122)	(390)	(482)	(581)
投资活动现金流	(8479)	(5948)	(136)	(136)	(136)
资本支出	(5521)	(5037)	(1042)	(1042)	(1042)
其他投资	(2958)	(910)	906	906	906
筹资活动现金流	(508)	(2674)	(5738)	(990)	10155
借款变动	(6882)	10899	(3290)	(11166)	0
普通股增加	(0)	149	0	0	0
资本公积增加	(342)	4446	0	0	0
股利分配	0	(13819)	(1382)	10851	10476
其他	6716	(4350)	(1066)	(675)	(321)
现金净增加额	(385)	1142	2349	7313	17681

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	78851	94549	105894	118602	142322
营业成本	69782	81372	91599	102235	123109
营业税金及附加	908	1352	1515	1696	2036
营业费用	667	749	953	1067	1281
管理费用	2822	2994	3706	4151	4981
财务费用	582	2013	1066	675	321
资产减值损失	561	2221	580	650	650
公允价值变动收益	757	750	750	750	750
投资收益	(1973)	156	156	156	156
营业利润	2312	5027	7382	9033	10850
营业外收入	262	58	60	60	60
营业外支出	448	516	516	516	516
利润总额	2126	4568	6926	8577	10394
所得税	439	1320	2031	2526	3072
净利润	1687	3248	4895	6050	7323
少数股东损益	(153)	(260)	(392)	(485)	(587)
归属于母公司净利润	1840	3508	5287	6535	7909
EPS (元)	0.09	0.15	0.23	0.28	0.34

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	6%	20%	12%	12%	20%
营业利润	19%	117%	47%	22%	20%
净利润	11%	91%	51%	24%	21%
获利能力					
毛利率	11.5%	13.9%	13.5%	13.8%	13.5%
净利率	2.3%	3.7%	5.0%	5.5%	5.6%
ROE	6.6%	10.0%	13.6%	11.6%	10.6%
ROIC	4.8%	8.4%	10.0%	10.5%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	57.9%	54.6%	40.5%	35.5%
净负债比率	25.0%	23.6%	19.6%	6.8%	5.6%
流动比率	0.7	1.0	1.3	2.6	3.5
速动比率	0.4	0.6	0.8	1.8	2.6
营运能力					
资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转率	6.1	7.0	7.8	7.7	8.0
应收帐款周转率	95.7	91.1	77.9	78.5	81.0
应付帐款周转率	15.2	18.2	20.4	20.4	21.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.15	0.23	0.28	0.34
每股经营现金	0.40	0.42	0.36	0.37	0.33
每股净资产	1.29	1.52	1.69	2.44	3.24
每股股利	0.00	0.60	0.07	0.09	0.10
估值比率					
PE	38.8	21.7	14.4	11.7	9.6
PB	2.6	2.2	2.0	1.4	1.0
EV/EBITDA	8.5	5.0	4.1	3.8	3.5

分析师承诺

负责本研究报告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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，2017 年加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。