

强烈推荐-A (维持)

长园集团 600525.SH

目标估值: 19-21 元

当前股价: 13.89 元

2017 年 06 月 26 日

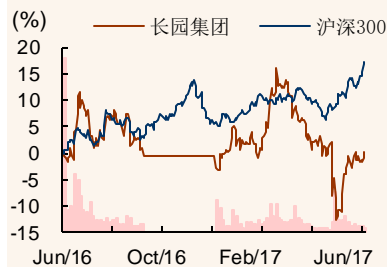
管理层签订一致行动人协议, 企业经营有望加快复苏

基础数据

上证综指	3191
总股本(万股)	131731
已上市流通股(万股)	121599
总市值(亿元)	183
流通市值(亿元)	169
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	49.7%
主要股东	吴启权
主要股东持股比例	5.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-0	-1
相对表现	6	-11	-20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《长园集团(600525)季报点评: 子公司交货波动与财务费用影响业绩, 后续将快速恢复》2017-04-24
- 2、《长园集团(600525)——智能装备将强增长, 材料业务开始新发展》2017-03-14
- 3、《长园集团(600525)——业绩基本符合预期, 智能装备与新材料贡献不断加大》2016-10-25

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

近期公司主要股东对公司管理层连续问询, 并两次要求召开临时股东大会。受多重因素影响, 公司股价一度出现大幅下跌。近期, 上市公司管理层与子公司主要管理人员已签订一致行动人协议, 并公告拟在二级市场增值 1%-7% 股权。近期, 藏金一号及其一致行动人已增持 0.53%。我们看好公司的持续经营能力, 维持“强烈推荐-A”评级。

- 公司管理层签订一致行动人协议, 并公告增持计划。公司重要股东沃尔核材及其一致行动人, 在几个月几次提请召开临时股东大会, 并在旧改、收购和鹰、藏金壹号出资人等问题上提出问询和质疑。公司 5 月 25 日, 公司高管团队及子公司主要负责人签署了一致行动人协议, 当时一致行动人合计持股约 22.31%, 同时, 管理层及其一致行动人公告将在之后 6 个月内在二级市场增持 1-7% 股权。近期, 管理层一致行动人已经开始实施增持计划, 近期披露的合计持股已达到 22.84%。预计公司管理层未来的凝聚力有望加强, 上市公司的经营决策效率也有望提高。
- 公司经营将加快复苏, 三季度有望实现不错的增长。一季度由于子公司运泰利下游大客户交货波动导致上市公司并表利润同比大幅下滑。公司其余材料业务经营在加速增长, 电力装备经营稳健, 自动化板块总体基本面也向好, 我们预计运泰利 Q2 有望显著恢复, 并有望在 3 季度实现较快增长。综上, 预计公司二季度业绩将加快恢复, 并有望在三季度实现不错的增长。
- 具有较强的经营管理能力, 子公司管理开始优化。公司过去成功的实现了对众多科技类公司的并购整合, 其专业子公司在各自细分领域均具备了较强的竞争力。在公司的各子公司中, 电力板块开始围绕强势子公司展开内部整合, 后续公司有望加强板块内部协同, 如果公司子公司管理能够体现出效果, 整体经营效率将有显著提高。看好公司的持续经营和管理整合管理能力, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 调整目标价为 19-21 元。
- 风险提示: 股权争夺加剧、并购整合低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4162	5849	7779	9879	11855
同比增长	24%	41%	33%	27%	20%
营业利润(百万元)	493	632	939	1323	1681
同比增长	43%	28%	49%	41%	27%
净利润(百万元)	483	640	931	1254	1558
同比增长	32%	33%	45%	35%	24%
每股收益(元)	0.37	0.49	0.71	0.95	1.18
PE	37.9	28.6	19.7	14.6	11.7
PB	3.4	2.6	2.3	2.1	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、管理层签订一致行动人协议.....	3
2、公司经营有希望加快恢复.....	6
3、并购整合能力突出，子公司管理优化.....	7

图表目录

图 1：公司近期重要事件回顾.....	3
图 2：长园集团历史 PE Band.....	8
图 3：长园集团历史 PB Band.....	8
表 1：公司重要股东沃尔核材针对公司经营质疑的情况回顾.....	4
表 2：签署一致行动人高管及子公司主要负责人情况（截至 2017 年 5 月 24 日）.....	4
表 3：藏金壹号及其一致行动人签署协议前增持情况（截至 2017 年 5 月 24 日）.....	5
表 4：长园近两次股权激励及预留部分（包括未解禁的部分）.....	5
表 5：公司经营分析（百万元）.....	6
表 6：公司经营指标分析（百万元）.....	6
表 7：公司各项业务经营情况（万元）.....	6
表 8：公司主要经营指标.....	7
表 9：经营指标分析(数据有并表影响).....	8
附：财务预测表.....	9

1、管理层签订一致行动人协议

重要股东连续对公司提出质疑：公司重要股东沃尔核材及其一致行动人，围绕公司的厂房旧改问题，连续对公司提出质疑，并公两次提议召开临时股东大会。股东质疑引起上交所两次问询。公司近期股价波动，很大成程度上可能受次影响。

公司收购和鹰科技、江苏华盛是依据并购整合法规的公开行为，信息披露、并购流程都已合法通过，因此，公司股东沃尔核材质疑的和鹰科技、江苏华盛的控制人及其关联方参股认购藏金一号的问题，涉及的是三个层次的问题：即，1)、投资参股藏金一号是否是事先约定的行为？

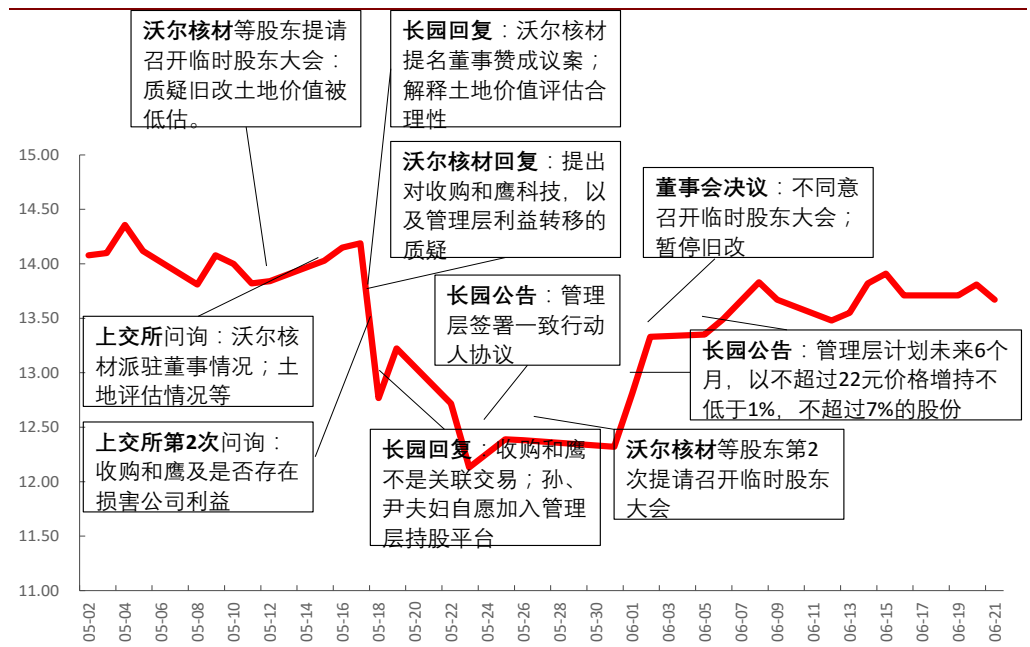
2)、参股藏金一号的价格是否公允（是否可能高价参股输送利益给原 GP、LP）？

3)、参股藏金一号后，资金有否投向与管理层或原投资人相关的产业或项目，其投资价格是否公允？

4)、参股藏金一号用于增持长园集团，可能影响出资人自身在上市公司表决等方面的权利，是否有其余约定？

从长园集团公司披露的信息来看，和鹰科技、江苏华盛公司控制人参股认购藏金一号并没有提前约定，其参股认购藏金一号是根据藏金一号的认购规则执行（查阅藏金一号持股及其净资产情况，大致是当时净资产的9折左右价格入股），也不存在通过高价认购向原出资人输送利益的行为；长园集团披露，相关方投资藏金一号产品是基于对长园集团公司前景的认可，也并不存在其余约定。而从藏金一号目前的投资持股情况来看，之后有偿还银行部分有息负债，并没有其余的投资。

图 1：公司近期重要事件回顾



资料来源：公司公告，招商证券

注：纵轴为公司股价走势。

表 1：公司重要股东沃尔核材针对公司经营质疑的情况回顾

时间	事件
5月11日	沃尔核材及其一致行动人（以下简称“沃尔核材”）对长园深瑞与量祥生物合作的旧改项目中的土地估值提出了质疑，对比临近南华项目，认为土地价值存在低估，要求终止旧改项目
5月12日	长园对旧改项目的必要性及合理性做出了回复，解释了旧改土地存在分宗申办，土地权属性不清晰等问题，与沃尔核材提及的南华项目不具有可比性
5月15日	上交所对公司发出了问询函，要求双方说明以下主要问题：1、沃尔核材是否向公司派驻股东，该股东对此议案的赞成原因；2、要求沃尔核材进一步披露要求终止议案的原因，以及与派驻董事是否有良好沟通；3、双方都需对各自土地估值进行进一步说明
5月17日	长园集团就问询函进行了回复，其中沃尔核材又对长园收购和鹰的估值合理性以及是否存在关联交易、管理层是否存在利益输送提出了质疑
5月17日	上交所就是否存在关联交易，收购和鹰资产评估的合理性以及是否存在利益输送三点进行了第二次的问询
5月18日	公司回复收购和鹰科技并非关联交易，和鹰科技经营状况良好，拥有较强的技术实力，客户数量众多，产品质量稳定，资产评估价值合理；且公司收购和鹰科技是严格符合规范程序，不存在利益输送
5月24日	上市公司高管及子公司主要负责人 26 人，及管理层或子公司控股的 3 个法人签署了一致行动人协议
5月26日	沃尔核材再次以旧改及收购为由，第二次提出召开临时股东大会，除和鹰科技外，还对收购江苏华盛也提出了质疑
6月1日	管理层公告了增持计划，计划以藏金壹号及其一致行动人为主体，以自有资金在未来 6 个月内，以不超过 22 元/股，增持比例不超过公司总股本 7% 的股票，之后并补充公告增持比例不低于 1%。
6月22日	藏金壹号及其一致行动人共持有公司 3 亿股，占公司总股本 22.84%，公告计划至今已增持 0.53%。

资料来源：公司公告，招商证券

公司高管与主要子公司负责人签订一致行动人协议：5月24日，上市公司高管及子公司主要负责人 26 人、管理层与子公司控股的 3 个法人（藏金一号为管理持股平台，运泰协力为运泰利持股平台，鼎明环保为和鹰科技实际控制人控制的公司），签署了一致行动人协议，合计持股占比 22.31%。

此外，公司最近 2 次股权激励及预留部分共 3540 万股左右（很多还没到期解禁），其中部分已出售或已参与一致行动人协议，可能还有部分持股。

签订一致行动人协议，表明了上市公司管理层、主要子公司管理层的企业经营、决策上的一致，公司的合伙人平台是有实际意义的。

同时，从最近持股与年报持股比较，公司主要高管均有增持，董事长增持 73.3 万股，藏金一号增持 453 万股，鼎明环保增值 950 万股，和鹰副总孙兰华增持 1949.8 万股。

表 2：签署一致行动人高管及子公司主要负责人情况（截至 2017 年 5 月 24 日）

	股东名称	持有股数（股）	持股比例	股东简介
1	深圳市藏金壹号投资企业（有限合伙）	73,823,650	5.60%	管理层持股平台
2	吴启权	69,524,272	5.28%	运泰利董事长
3	曹勇祥	31,578,687	2.40%	运泰利高管
4	王建生	29,999,894	2.28%	运泰利高管
5	魏仁忠	17,241,450	1.31%	运泰利高管
6	珠海运泰协力科技有限公司	16,031,067	1.22%	运泰利持股平台
7	鼎明（上海）环保科技有	9,500,000	0.72%	和鹰科技副总控股法

股东名称	持有股数 (股)	持股比例	股东简介
限公司			人
8 孙兰华	19,498,500	1.48%	和鹰科技副总
9 许晓文	15,133,823	1.15%	董事长
10 鲁尔兵	3,113,074	0.24%	总裁
11 倪昭华	1,838,400	0.14%	董秘
12 许兰杭	384,000	0.03%	执行副总裁, 长园电子董事长
13 徐成斌	720,000	0.05%	深瑞总经理
14 黄永维	420,000	0.03%	财务总监
15 谢小渭	410,000	0.03%	珠海共创高管
16 曹斌	493,800	0.04%	长园长通高管
17 石洪军	322,200	0.02%	长园特发高管
18 王军	492,000	0.04%	长园维安高管
19 鲁尔军	350,000	0.03%	东莞电子(孙公司)高管
20 甘立民	294,200	0.02%	上海电子(孙公司)高管
21 王沐曦	258,800	0.02%	长园高能(孙公司)高管
22 孟庆和	271,200	0.02%	罗宝恒坤(控股公司)高管
23 刘志伟	210,600	0.02%	长园电子高管
24 徐岩	267,000	0.02%	东莞三联(孙公司)高管
25 沈鸣	411,000	0.03%	江苏华盛高管
26 强卫	156,000	0.01%	长园深瑞高管
27 何江淮	301,800	0.02%	长园嘉彩(孙公司)高管
28 余非	450,000	0.03%	人力总监
29 湛光德	426,000	0.03%	审计总监
合	293,921,417	22.31%	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 藏金壹号及其一致行动人签署协议前增持情况 (截至 2017 年 5 月 24 日)

股东名称	持有股数 (股)	增持情况(股)	备注
深圳市藏金壹号投资企业(有限	73,823,650	11,516,570	管理层持股平台
鼎明(上海)环保科技有限公司	7,500,000	2,000,000	和鹰科技副总控股
孙兰华	3,000,000	16,498,500	和鹰科技副总
许晓文	15,133,823	733,000	董事长
鲁尔兵	3,113,074	32,453	总裁

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 长园近两次股权激励及预留部分 (包括未解禁的部分)

	数量 (万股)	授予时间	备注
第一次	2144.5	2015 年 1 月 7 日	还有 1 期没有解禁 (大约 30%比例)
预留	147.53	2015 年 12 月 18 日	
第二次	665	2016 年 3 月 15 日	还有 2 期没有解禁 (大约 70%比例)
合计	2957.03		
送股后	3548.436		

资料来源: 公司公告、招商证券

2、公司经营有希望加快恢复

2017Q1 公司收入同比增长 4.6%，但归母净利润下滑 57.1%，业绩波动并非公司经营出现管理问题，主要原因是由于子公司运泰利交货波动，已经上市公司财务费用影响。

运泰利今年一季度主要受大客户交货影响。与同行业公司交流反馈，公司经营与订单情况应该比较饱满，综合行业与公司信息，我们预计运泰利公司今年 2, 3 季度将强势复苏。未来客户还将逐步多元化，并且依托平台化与部分成熟设备标准化，将继续在自动化检测设备方面成长。

财务费用大幅增长拖累业绩：一季度公司财务费用 5291 万，大幅增长 149%，公司去年现金收购和鹰科技，带息负债激增，导致财务费用率大幅提高，拖累了公司业绩。

预计公司 2 季度有望加快恢复，3 季度有望实现不错增长：预计公司电力设备板块有望实现 15-20% 利润增长；材料板块增速有望加快并超 25% 甚至更高，主要系列长园电子在汽车等领域的市场拓展成功，导致增长加速，长园维安通过过压等产品的推动也开始恢复增长；智能装备板块，和鹰科技尚在业绩承诺期内，有望实现快速增长。

综上，我们分析，公司 2 季度将加快恢复，3 季度有望实现不错的同比增长。

表 5：公司经营分析（百万元）

	2016Q1	2017Q1	同比增长 (%)
并表收入	1,116.8	1,168.2	4.6
归上利润	102.6	44.0	(57.1)
运泰利利润估计	54.0	8.0	(85.2)
上市公司财务费用	20.9	52.0	148.8
剔除运泰利的利润增长	48.6	36.0	(25.9)
剔除运泰利与财务费用影响的利润增长	69.5	88.0	26.6

资料来源：招商证券

表 6：公司经营指标分析（百万元）

百万元	2014	2015	2016	2016 Q1	2017 Q1	增长 (%)
预收款	109.5	144.1	163.4	174.9	326.0	86.4
预付款	66.1	104.7	205.5	164.9	290.8	76.3
存货	725.	803.8	1,098	817.4	1,168	42.9
经营购买支出	1,76	2,191	3,198	563.3	893.7	58.7
调整后购买支出	1,87	2,434	3,734	677.0	897.1	32.5

资料来源：公司数据、招商证券

表 7：公司各项业务经营情况（万元）

			2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
长园电子	收入		65,663.3	69,512.0	70,124	76,195
	净利润		6,568.3	6,628.8	6,282	8,354
材料板块	长园维安	收入	30,008.8	32,901.0	32,300	31,136
		净利润	4,443.4	4,624.0	4,470	4,819
	江苏华盛	收入			22,329	25,685
		净利润			6,053.6	6,373
电气设备	长园电力	收入	32,349.4	53,094.8	50,515	55,646
		净利润	3,729.3	5,973.6	5,328	3,685

			2013年	2014年	2015年	2016年
长园深瑞	收入		89,212.2	110,357.6	116,743	117,938
	净利润		15,447.5	16,124.5	18,916	20,577
长园共创	收入		21,777.6	25,033.6	28,000	29,708
	净利润		3,286.0	4,574.6	4,640	4,489
长园高能	收入			1,8608	20,334	25,606
	净利润			1,702	1,637	2,025
智能装备 (新并入)	运泰利	收入	21,630	51,422	76,951	109,593
		净利润	3,350	8,121	13,606	19,978
	和鹰科技	收入	21,845	31,715	47,670	61,724
		净利润	104	3,975	11,170	12,835
投资	长园盈佳	收入	27,114.6	29,063.3	31,515	38,100
		净利润	4,574.3	8,017.2	6,812.3	4,977

资料来源：公司公告、招商证券

3、并购整合能力突出，子公司管理优化

公司具备较强的并购整合能力。过去公司通过合理的外延并购，不仅保持了较为优异的营收及业绩增速，还逐步延伸了产业链，在细分行业中提升了竞争力，从公司对下属众多子公司的成功管理来看，可以认为引导科技类公司的平台化发展，是公司的核心竞争力。

子公司管理优化已逐步展开：公司虽然子公司较多，但目前已形成了较为明确的三大板块：已经较为成熟的电气设备、成长较快的智能装备（智能工厂）以及前瞻布局的新能源汽车。板块之间虽然协同较为复杂，但板块内部的优化已逐步展开。

公司在较为成熟的电网板块已经进行了整合，长园深瑞整合了长园电力 100% 股权以及长园高能 50% 股权之后，电网板块较好的完成了一二次融合，深瑞后续在国内业务创新及海外拓展方面实力得到了显著增强。公司未来仍将逐步推进板块内部以及板块之间的优化协同，进一步降低管理费用及难度。

表 8：公司主要经营指标

	2013	2014	2015	2016
收入（百万元）	2,821.51	3,348.64	4,161.85	5,848.96
同比(%)	16.92	18.68	24.28	40.54
归母净利（百万元）	303.90	365.82	482.94	640.06
同比(%)	42.24	20.38	32.01	32.53
总资产（百万元）	4,769.09	6,277.43	9,341.85	15,619.96
毛利率(%)	44.17	43.29	43.95	44.60
净利率(%)	11.05	11.56	12.32	12.06
ROE(%)	12.73	13.79	11.90	10.33
ROIC(%)	8.80	8.53	7.88	6.56

资料来源：公司公告、招商证券

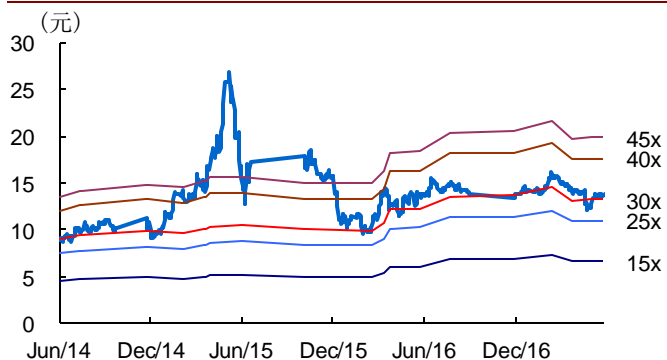
表 9：经营指标分析(数据有并表影响)

	2013	2014	2015	2016	同比 (%)
薪酬总额 (百万元)	564.9	636.1	737.5	987.94	33.97
人均薪酬 (万元/人年)	10.85	11.55	12.33	13.14	6.6
员工	5,439	5,573	6,393	8645	
人均产值 (万元/人年)	54.18	60.82	69.56	67.66	

资料来源：公司数据

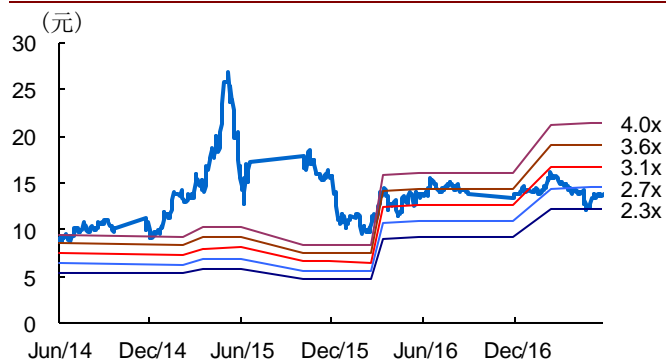
注：人均薪酬计算中，员工数在 2 年之间进行了平均。

图 2：长园集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：长园集团历史 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4636	7040	8137	10177	12097
现金	994	1745	1772	2207	2619
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	204	311	413	525	630
应收款项	2367	3179	3839	4875	5850
其它应收款	147	173	230	292	351
存货	804	1098	1273	1598	1901
其他	119	535	609	680	747
非流动资产	4706	8580	7893	7177	6425
长期股权投资	196	576	576	576	576
固定资产	1008	1001	1156	1032	925
无形资产	419	475	428	385	346
其他	3083	6528	5733	5185	4578
资产总计	9342	15620	16030	17355	18522
流动负债	2934	6148	5675	5864	5672
短期借款	1437	2443	2129	1775	1006
应付账款	756	1103	1500	1884	2240
预收账款	144	163	222	279	332
其他	597	2438	1823	1926	2094
长期负债	799	2003	2003	2003	2003
长期借款	642	535	535	535	535
其他	157	1468	1468	1468	1468
负债合计	3733	8151	7678	7867	7675
股本	1092	1317	1317	1317	1317
资本公积金	2093	3095	3095	3095	3095
留存收益	2150	2643	3376	4343	5514
少数股东权益	274	414	564	732	921
归属于母公司所有者权益	5334	7055	7788	8755	9926
负债及权益合计	9342	15620	16030	17355	18522

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	456	445	395	314	697
净利润	483	640	931	1254	1558
折旧摊销	151	185	187	176	152
财务费用	127	137	162	97	67
投资收益	(81)	(60)	(250)	(270)	(300)
营运资金变动	(251)	(498)	(724)	(1064)	(930)
其它	28	42	90	121	150
投资活动现金流	(448)	(1945)	560	588	638
资本支出	(227)	(501)	0	0	0
其他投资	(222)	(1444)	560	588	638
筹资活动现金流	506	2082	(927)	(468)	(923)
借款变动	(1510)	(114)	(817)	(353)	(769)
普通股增加	228	226	0	0	0
资本公积增加	1952	1002	0	0	0
股利分配	(171)	(184)	(198)	(287)	(387)
其他	7	1153	88	173	233
现金净增加额	514	582	28	434	412

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4162	5849	7779	9879	11855
营业成本	2333	3240	4407	5533	6580
营业税金及附加	40	61	82	104	125
营业费用	463	662	880	1118	1342
管理费用	766	1148	1504	1910	2292
财务费用	107	102	162	97	67
资产减值损失	41	63	55	65	70
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	81	60	250	270	300
营业利润	493	632	939	1323	1681
营业外收入	146	183	200	220	240
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	636	809	1133	1537	1915
所得税	123	103	113	162	206
净利润	513	706	1020	1375	1708
少数股东损益	30	65	90	121	150
归属于母公司净利润	483	640	931	1254	1558
EPS (元)	0.37	0.49	0.71	0.95	1.18

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	24%	41%	33%	27%	20%
营业利润	43%	28%	49%	41%	27%
净利润	32%	33%	45%	35%	24%
获利能力					
毛利率	43.9%	44.6%	43.4%	44.0%	44.5%
净利率	11.6%	10.9%	12.0%	12.7%	13.1%
ROE	9.1%	9.1%	12.0%	14.3%	15.7%
ROIC	6.1%	5.8%	8.7%	10.5%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	40.0%	52.2%	47.9%	45.3%	41.4%
净负债比率	22.3%	22.3%	16.6%	13.3%	8.3%
流动比率	1.6	1.1	1.4	1.7	2.1
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.5	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.1	3.4	3.7	3.9	3.8
应收帐款周转率	1.9	2.1	2.2	2.3	2.2
应付帐款周转率	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.37	0.49	0.71	0.95	1.18
每股经营现金	0.35	0.34	0.30	0.24	0.53
每股净资产	4.05	5.36	5.91	6.65	7.54
每股股利	0.14	0.15	0.22	0.29	0.37
估值比率					
PE	37.9	28.6	19.7	14.6	11.7
PB	3.4	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.3	11.9	7.9	6.4	5.4

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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术予：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

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。