

**强烈推荐-A (维持)**

**汇川技术 300124.SZ**

目标估值: 26.99-30.00 元

当前股价: 24.21 元

2017年07月12日

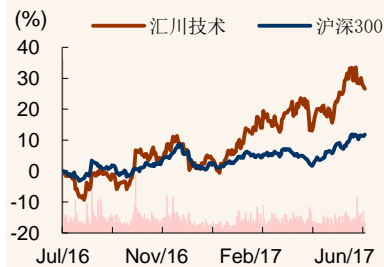
**比短期业绩波动更重要的是长期平台化布局**

**基础数据**

上证综指	3203
总股本(万股)	166511
已上市流通股(万股)	128165
总市值(亿元)	403
流通市值(亿元)	310
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	19.5
资产负债率	35.4%
主要股东	深圳市汇川投资有限
主要股东持股比例	18.63%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	23	29
相对表现	1	13	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《汇川技术(300124)——全年收入高速增长趋势明显,持续投入动力总成静待突破》2017-04-25
- 2、《汇川技术(300124)——持续投入搭建平台,全力推动新能源乘用车动力总成业务》2017-04-11
- 3、《汇川技术(300124)——制造业回暖促工控业务爆发,新能源车业务投入持续加大》2017-02-28

**游家训**

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

**赵智勇**

021-68407742  
zhaozy5@cmschina.com.cn  
S1090517040004

汇川技术7月12日晚发布了2017年中报业绩预告,收入同比增长25%-35%,归母净利润同比增长0-15%。看好公司长期发展,维持全年业绩预测,公司对应17年的PE、PB分别为35、6.9,维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **通用自动化业务表现抢眼,收入高增长更反应实际盈利水平。**随着设备制造业的结构性复苏与增长,以及公司技术营销的持续深入,公司的通用自动化业务(产品包括通用伺服、通用变频器、PLC等)同比取得快速增长。一季度通用伺服增速超过100%,通用变频器增速超过70%,估计二季度能够维持一季度增速,全年高增长可期。我们认为,受新能源汽车下游的影响,上半年公司新能源汽车相关业务发展低于预期,但是下半年有望恢复。预计公司整体收入全年将保持高速增长,反应了公司现有成熟业务的实际盈利水平。
- **持续研发投入影响短期利润,更看好公司长期业务布局。**公司整体人员数量同比增加及研发投入加大是影响公司短期利润的主要原因。目前公司加大了新能源汽车乘用车动力总成、机器人等领域的研发投入和市场推广力度,这些业务将在未来成为公司增长的长期动力,但是目前对公司收入贡献很小,处于投入阶段,短期内影响了公司的业绩。相较于短期的业绩波动,公司长期的产业布局更影响公司的实际价值。
- **对于平台化公司的估值,要脱离单一领域市场空间和短期业绩的束缚,更多的关注平台的可拓展性。**对于平台化的公司,新业务的研发费用投入会短期影响其利润增速,但是从长远来看,内生增长是电气平台化公司爆发期的主要原动力。我们关注平台化的公司基于原有业务的增速往往不能完全反应公司的整体价值,应该脱离单一领域市场空间和短期业绩的束缚,更多的考虑其新业务的布局,平台的可拓展性。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们认为下半年自动化业务增速可以持续,新能源汽车业务会回暖,下半年利润情况要远远好于上半年。而且对于平台型企业要关注其布局情况。维持“强烈推荐-A”投资评级;
- **风险提示:**新业务拓展低于预期,费用控制低于预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2771	3660	4941	6670	9339
同比增长	24%	32%	35%	35%	40%
营业利润(百万元)	725	832	1047	1420	1986
同比增长	18%	15%	26%	36%	40%
净利润(百万元)	809	932	1147	1533	2082
同比增长	21%	15%	23%	34%	36%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.69	0.92	1.25
PE	49.7	43.1	35.0	26.2	19.3
PB	9.9	8.5	6.9	5.5	4.3

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、现有主营业务整体发展良好，实际经营收益有高增速	4
1.1 自动化业务成长属性大于周期属性，长期成长有持续性	4
1.2 新能源汽车业务长期侧重布局乘用车动力总成	5
二、平台化布局是公司的长期看点	6
2.1 掌握电气自动化核心技术的公司具有平台化拓展的优势	6
2.2 从电气和自动化两个方向去看待电气自动化行业	7
2.3 汇川技术工业自动化领域的成功是系统化拓展的结果	8
2.4 系统化结合平台化发展是汇川技术做大做强的根本	9
2.5 平台型电气自动化企业估值思考	11

## 图表目录

图 1 汇川技术自动化产品线	4
图 2 2016 年汇川技术各业务占比	4
图 3 2017 年 Q1 OEM 行业市场需求 API 走势及预测	5
图 4 2017 年 Q1 项目型行业市场需求 API 走势及预测	5
图 5 工控产品产业关系示意图	5
图 6 汇川技术电动汽车控制器产品	6
图 7 汽车行业电子标准	6
图 8 电气自动化技术框架	7
图 2 变频器为起点看电气、自动化双维度	7
图 3 企业内全层级自动化、信息化系统	8
图 7 工控自动化产品分类	8
图 8 各自动化产品大类占比（内环 12 外环 16）	8
图 9 汇川技术系统化、平台化战略	9
图 10 系统化发展路径	9
图 11 主要电力电子产品应用	10
图 12 部分电气自动化公司研发费用率比较	10
图 13 全球制造业成本（2004 年以中国为基数）	10
图 14 全球制造业成本（2014 年以中国为基数）	10
图 15 国内外部分电气自动化公司平台化进度	11

---

图 16 国际主要电气集团公司估值情况 .....	11
附：财务预测表 .....	13

## 一、现有主营业务整体发展良好，实际经营收益有高增速

### 1.1 自动化业务成长属性大于周期属性，长期成长有持续性

公司已经建立了较为完善的自动化产品链。经过了十多年的研发和市场拓展，公司已经从单一的变频器产品向工控自动化系统解决方案衍生，从控制层到执行层，产品涉及 PLC、变频器、伺服、传感器、电机等，基本实现了主要工控产品的覆盖。

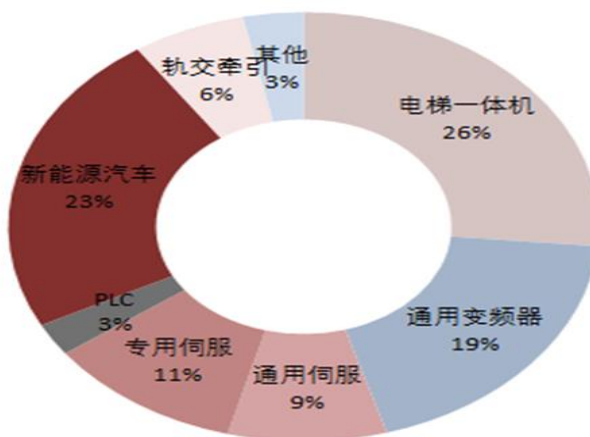
图 1 汇川技术自动化产品线



资料来源：公司资料、招商证券

公司自动化业务占比已经超过 40%，成为公司业绩贡献的主要来源。截止 2016 年，公司实现销售收入 36.6 亿元，其中通用变频器占 19%，通用伺服占比 9%，专用伺服占比 11%，PLC 占比 3%，整个工业自动化板块占比超过 40%。

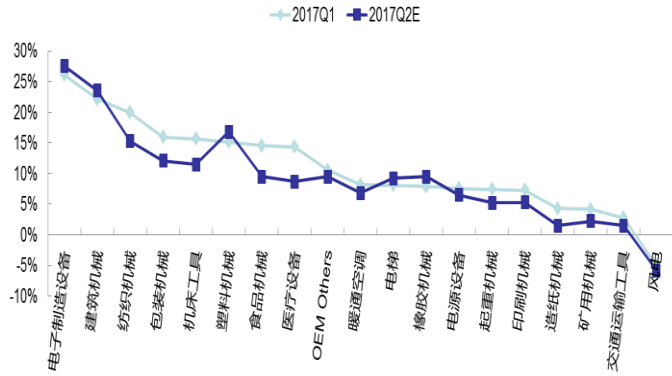
图 2 2016 年汇川技术各业务占比



资料来源：Wind、招商证券

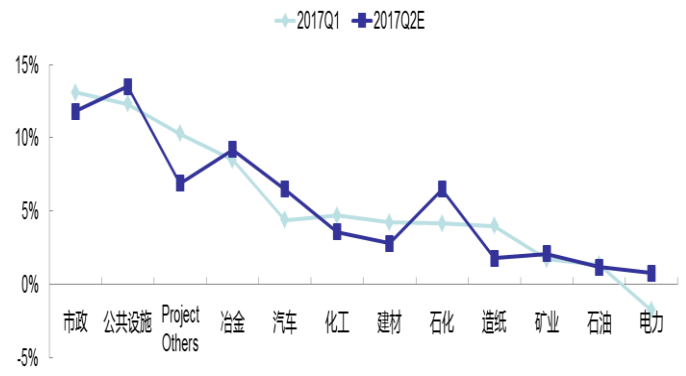
自 2016 年 Q3 以来的周期性复苏带动了公司自动化业务的高速增长。从 2016 年三季度开始，国内制造业开始复苏，企业对设备的资本开支逐渐增加，带动了工控自动化产品的需求。特别是 2017 年一季度开始，制造业进入加速回暖期，下游行业带动工控市场需求增速普遍同比超过 10%。汇川技术变频器业务一季度增速超过 70%，伺服增速超过 100%。

图 3 2017 年 Q1 OEM 行业市场需求 API 走势及预测



资料来源：工控网、招商证券

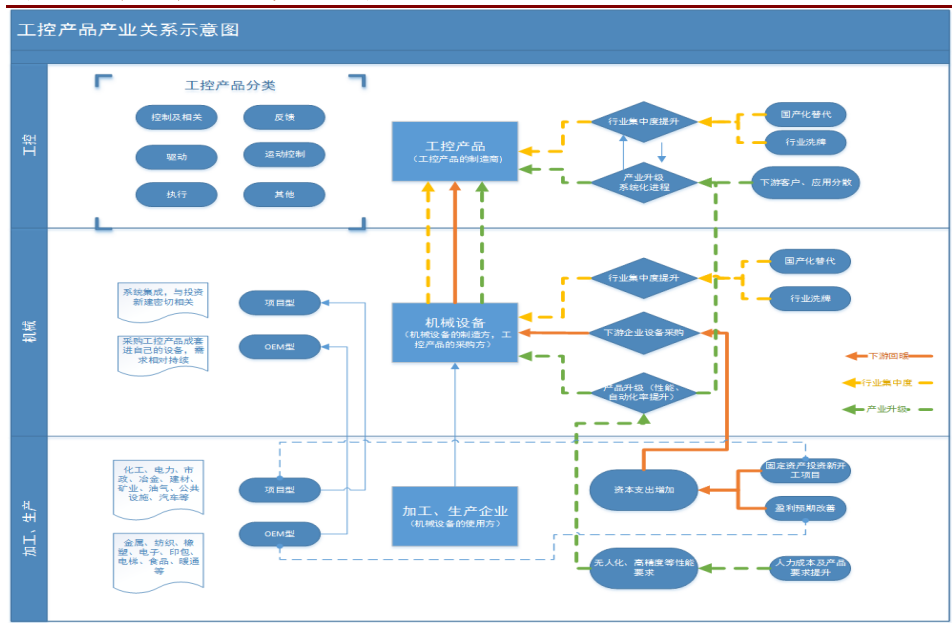
图 4 2017 年 Q1 项目型行业市场需求 API 走势及预测



资料来源：工控网、招商证券

工控自动化业务长期成长属性强于周期属性。虽然今年工业自动化业务的高速增长受制于制造业周期恢复影响很大，但是从长期来看，工控自动化行业具有更强的成长属性。一方面，市占率向龙头集中的趋势日趋明显，使得汇川这些行业龙头的增速远超行业增速；另一方面，产业升级、自动化率提升是我国经济发展的大趋势，对于自动化业务的发展具有长期刺激作用。

图 5 工控产品产业关系示意图



资料来源：招商证券

## 1.2 新能源汽车业务长期侧重布局乘用车动力总成

宇通上半年需求大幅下降影响公司新能源汽车电控业务，但有望在下半年恢复。公司2016年新能源汽车电机控制器业务收入8.5亿，其中宇通占比接近80%。2017年上半年，受宇通客车订单大幅下滑的影响，公司新能源汽车业务下滑很大。但是从全年来看，宇通的需求将在下半年得以恢复，6月份的订单已经验证了趋势，预计今年宇通的需求可以与去年基本持平。下半年随着其他客车客户的突破，以及物流车行业的放量，预计公司新能源汽车业务整体将得以恢复增长。

图 6 汇川技术电动汽车控制器产品



资料来源：招商证券

乘用车动力总成费用投入影响短期利润，但长期有利于公司战略发展。从 2015 年开始，公司加大了乘用车动力总成的研发和市场推广力度，公司汽车电子团队人员从 2015 年的 150 人，到 2016 年扩编至 300 人，2017 年目标是 500 人。持续的投入影响了公司短期的利润，这也是近两年来公司归母净利润增速低于收入增速的主要原因。

2017 年，公司在新能源乘用车领域将做好以下三件事：

- 一是按照计划推进新的技术平台及其衍生的产品，即新的电控、电机、变速箱技术平台及衍生产品；
- 二是汽车体系的建设，从研发流程、生产流程、供应商管理、实验室设备及软件开发等，按照汽车级相关要求持续搭建；
- 三是新增进入几家客户的供应商体系，为 2018 年打基础。

图 7 汽车行业电子标准



资料来源：招商证券

## 二、平台化布局是公司的长期看点

### 2.1 掌握电气自动化核心技术的公司具有平台化拓展的优势

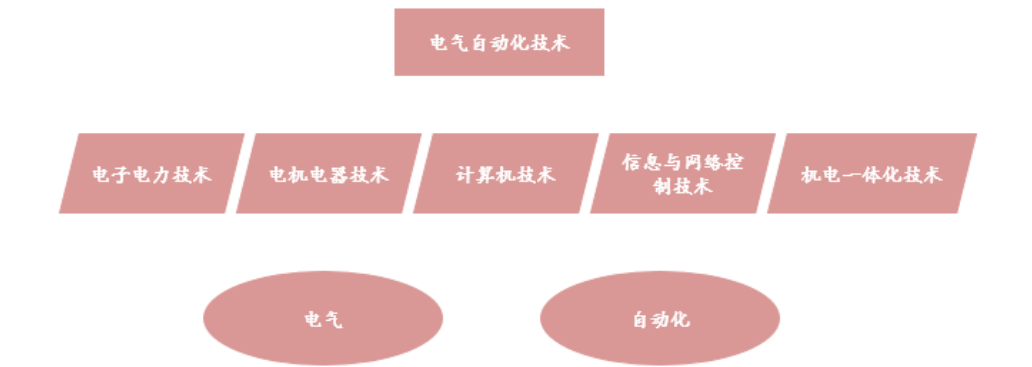
电气自动化技术涉及电力电子技术、计算机技术、电机电器技术、信息与网络控制技术、机电一体化技术等诸多领域，是一门综合性较强的学科。主要特点是强弱电结合，机电结合，软硬件结合，电工技术与电子技术相结合，元件与系统相结合，触角伸向各行各



业，小到一个开关的设计，大到宇航飞机的研究，都有它的身影。由于和人们的日常生活以及工业生产密切相关，发展非常迅速，现在也相对比较成熟。

该技术首次实现的是直流电的控制方式，最初执行元件的驱动电压是直流的，控制电压也是直流的，自动化系统的工作方式是很简单、粗糙的，精度也很低。但直流的控制方式由于其历史的久远而被人们所熟知，自然而然的人们想到了用直流电去控制交流执行元件。随着晶体管、大功率晶体管、场效应管等大功率的电子器件的出现和成熟、以及建立在场的理论上、以现代数学、矩阵代数理论为依据的弱电强电控制系统更使电子技术自动化达到新的历史高度。

图 8 电气自动化技术框架



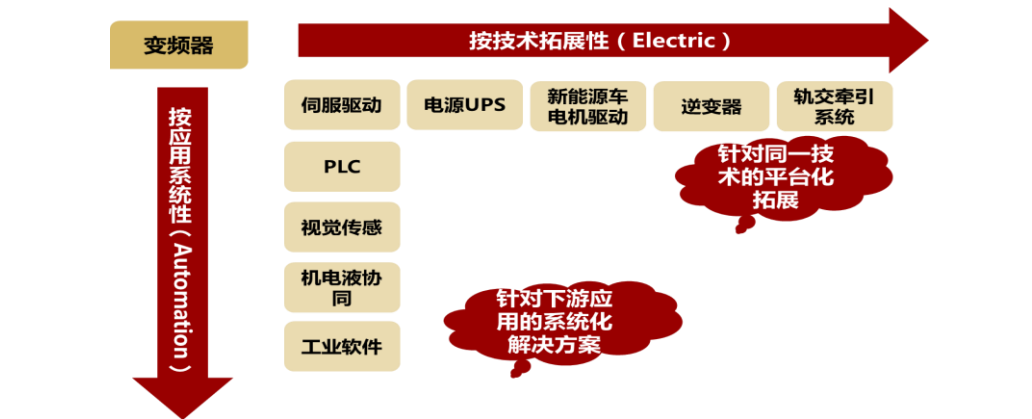
资料来源：招商证券

电气自动化技术应用领域广泛。电气自动化技术的应用领域非常广泛，下游行业包括电力、冶金、化工、纺织、线缆、机床、橡塑、新能源等几乎所有使用电力的行业。

## 2.2 从电气和自动化两个方向去看待电气自动化行业

国际上通常用电气 (electric) 和自动化 (automation) 来定义行业，两者有交集，也有不同。电气更偏向基于电力电子等技术平台的衍生应用，自动化则更多是个行业应用的概念，指针对下游应用的行业化解决方案。

图 2 变频器为起点看电气、自动化双维度



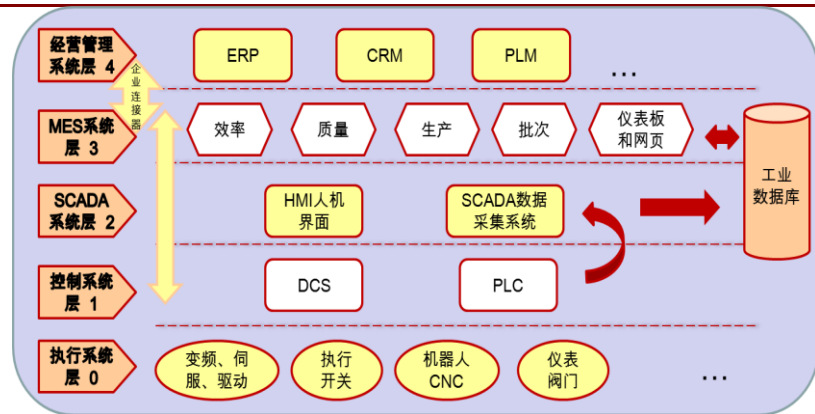
资料来源：招商证券

我们选取标准的电气自动化产品变频器作为研究的起点，从技术平台的衍生来看，他和

其他电气自动化产品如伺服驱动、UPS、电机控制器、逆变器、轨交牵引系统等存在着技术上的同源性，核心部件也有大部分重叠，都把包括 IGBT、电容等电力电子所需的元部件，但下游应用行业却彼此并不完全相同。我们定义这种基于技术同源，但下游应用行业不同的发展方式为平台化发展。

纵向的看，在工业自动化领域，对于特定行业应用，层级从上层信息管理到底层执行制造，需要的不仅仅是单一的像变频器这样的电气驱动类产品，而是系统化的解决方案，包括传感器、控制器、工业软件、甚至机械化产品。我们定义这种基于特定应用，提供不同技术类产品的发展方式为系统化发展。

图 3 企业内全层级自动化、信息化系统



资料来源：招商证券

### 2.3 汇川技术工业自动化领域的成功是系统化拓展的结果

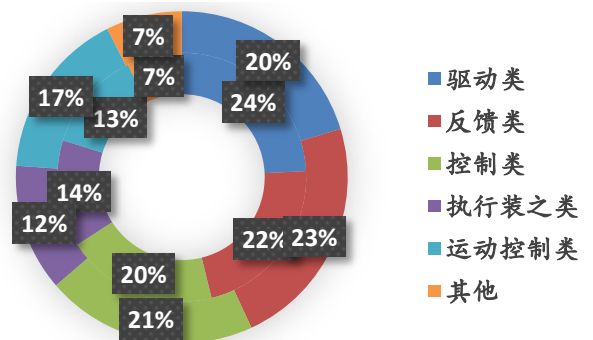
工控市场千亿规模，巨大且分散，系统化是发展的必然。狭义的从硬件产品的角度分析，工控自动化产品有千亿的市场规模，但是品类繁多，单产品的市场容量有限，所以系统化提供一整套解决方案是企业发展到一定规模后提升经营效率，增加收入规模的必要途径。

图 7 工控自动化产品分类

大类	细分产品
控制	PLC、DCS、工控机、HMI、软件等
驱动	低中高压变频器、直流驱动、软起等
运动控制	通用运动控制 (GMC)、CNC 等
反馈	传感器、压力温度仪表、水质气体分析仪等
执行	调节阀、接触器等
其他	开关电源、指示灯、继电器、设备安全等

资料来源：工控网、招商证券

图 8 各自动化产品大类占比（内环 12 外环 16）



资料来源：工控网、招商证券

汇川技术在工业自动化领域的成功是系统化拓展的结果，预计未来针对特定客户、特定行业提供的产品和服务范围还会加大，虽然可能会对综合利润率有所影响，但预计会带来更大的收入增长弹性。



图 9 汇川技术系统化、平台化战略



资料来源：招商证券

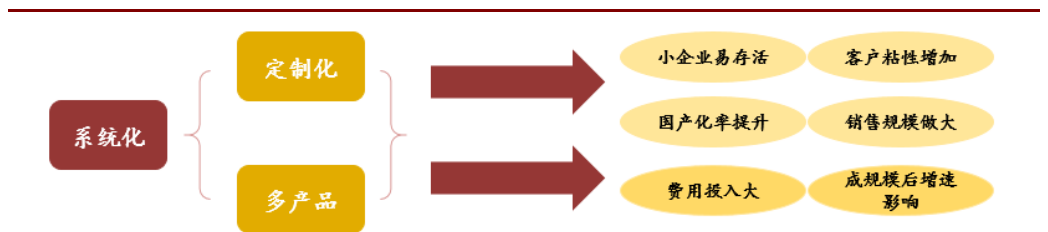
系统化发展到一定程度会遇到瓶颈。企业选择系统化发展，下游的目标客户存在相关特点：

- 1、客户定制化需求高，差异化大
- 2、客户对成本、技术支持的综合性要求高
- 3、单个行业需求总量不大
- 4、系统包含多样化产品，单个产品价值量不大。

这种定制化、多产品的方式在企业发展初期可以让小企业易于存活，客户粘性增加，国产化率提升，销售规模做大。

但是当企业发展到一定规模，由于单个产品市占率不高，下游应用行业分散，就会带来推广费用投入大，成规模后增速受限等问题。

图 10 系统化发展路径



资料来源：招商证券

## 2.4 系统化结合平台化发展是汇川技术做大做强根本

国内市场电力电子产品市场应用广阔，其市场门槛与空间也不尽相同。依托电力电子技术平台，其产品应用跨度较大。基本可以分为驱动类和转换类两种。驱动类产品包括变频器、伺服驱动器、新能源汽车电机控制器、轨交牵引逆变器等，其主要应用于对电机等相关被控对象的控制，总体技术门槛较高，毛利率水平基本可以维持，差异性较强。转换类产品包括电源、光伏逆变器、风能变流器、UPS、车载充电机、车载 DCDC、充电桩等，相对门槛较低，毛利率较低，同质化较强。

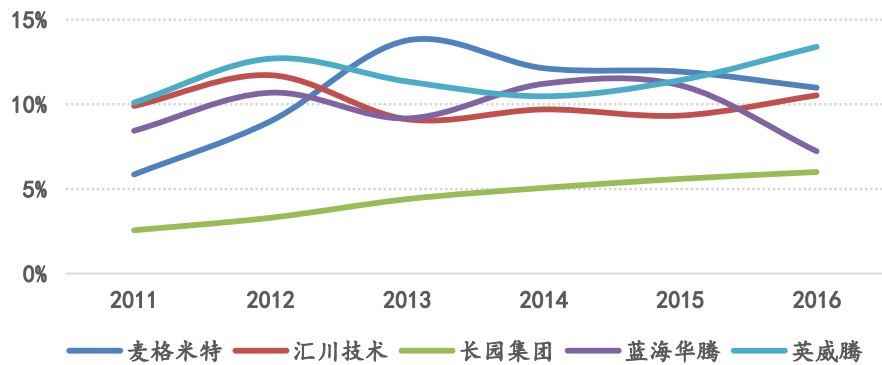
图 11 主要电力电子产品应用



资料来源：招商证券

电气自动化公司持续的研发投入为其内生地平台化发展提供了可能。纵观国内的电气自动化公司，会根据其技术特点、市场环境，选择不同的市场战略，推出相应的产品。其产品的多样化对公司营收的持续增长贡献了长期动力。这种内生的增长需要公司不断研发投入，其研发费用率基本维持在 10% 左右的高位数。

图 12 部分电气自动化公司研发费用率比较



资料来源：Wind、招商证券

国内劳动力成本逐渐上升，利用研发平台的规模效应替代单一产品的生产规模效应，其本质是我国经济发展周期过程中，劳动力红利向工程师红利的转变。

图 13 全球制造业成本 (2004 年以中国为基数)

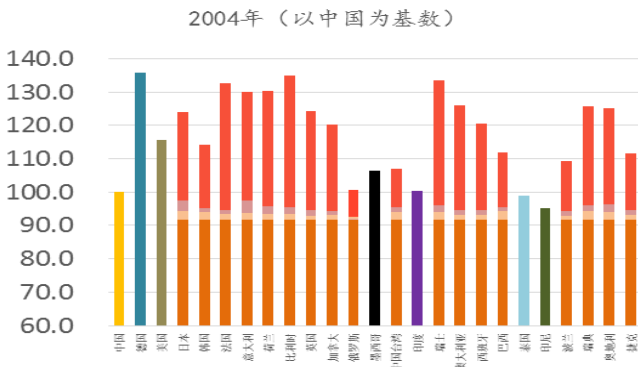
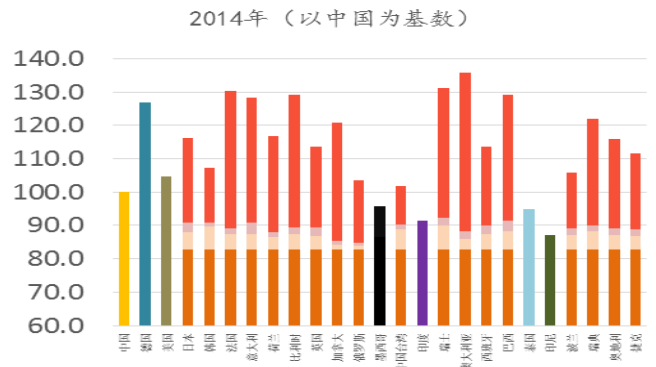


图 14 全球制造业成本 (2014 年以中国为基数)



资料来源：BCG、招商证券

资料来源：BCG、招商证券

## 2.5 平台型电气自动化企业估值思考

产品多样化和收入规模方面，国际集团型电气自动化企业要领先于国内。纵观全球的电气集团公司，如西门子、通用电气等巨头，其产品的多样性、规模化方面要远远领先于国内。而国内的电气自动化公司，除了汇川、麦格米特、英威腾等，产品结构和收入规模都相对单一，大部分集中在各自擅长的领域，其未来发展的空间还很大。

图 15 国内外部分电气自动化公司平台化进度



资料来源：招商证券

从全球范围来看，电气自动化集团类的公司估值中枢有相似性。我们选取了全球有主要的几家平台型电气自动化集团公司，PE 的中位数在 25 倍左右，PS 的上限在 3 倍左右。

图 16 国际主要电气集团公司估值情况

股票代码	2017.3.22	市值, 百万EUR	PE	PB	PS
SIE GY	西门子	103757.8	17.31	2.69	1.24
ABB SS	ABB	47496	26.28	3.69	1.47
SU FP	施耐德电气	39345	21.29	1.92	1.51
6503 JT	三菱电机	29264.7	16.66	1.81	0.83
2308 TT	台达	13235.5	23.15	3.51	2.03
6645 JT	欧姆龙	8881.6	24.23	2.29	1.35
ROK US	AB	18435.6	24.7	9.69	3.37
GE US	GE	238450	29.03	3.4	2.22

资料来源：招商证券

国内电气公司发展假设：在系统化平台化的过程中，利润换收入弹性的大革命。我们认为当国内的电气自动化公司发展达到一定规模之后，其估值中枢会参考国际的水平。那么以汇川为例，假设其 1000 亿市值时 PE 是 25 倍、PS3 倍，那么相比于当期的市值及收入利润水平，汇川技术如果能够增长到 1000 亿市值，则其收入要增长大致 6 倍，利润大致增长 3 倍。在这个过程中，是系统化和平台化共同催化的结果：多产品的系统化解决方案会增加收入弹性，但同时也会影响利润；向如乘用车等偏 C 领域进军会带来的收入空间，但整体利润率会受到影响。

所以关注利润率换收入增速的弹性是考量公司价值的重要衡量手段。我们认为，不考虑短期内费用投入的影响，初期的弹性大于后期，所以汇川技术的价值在近几年会有比较大的投资机会，建议关注公司的收入增速与利润率的相关情况及新业务的拓展情况

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4674	6390	7130	9357	12549
现金	1408	1708	1712	2638	3710
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	567	967	1282	1619	2386
应收款项	782	1131	1248	1802	2550
其它应收款	37	39	53	71	100
存货	576	751	1030	1408	1963
其他	1305	1795	1805	1819	1840
<b>非流动资产</b>	1273	1584	1669	1796	1861
长期股权投资	3	203	203	203	203
固定资产	594	638	773	927	1017
无形资产	183	288	259	233	210
其他	493	454	433	432	431
<b>资产总计</b>	<b>5947</b>	<b>7974</b>	<b>8799</b>	<b>11152</b>	<b>14410</b>
<b>流动负债</b>	1575	2856	2563	3375	4535
短期借款	0	115	0	0	0
应付账款	533	684	934	1273	1782
预收账款	182	169	231	315	440
其他	860	1888	1398	1787	2312
<b>长期负债</b>	82	136	136	136	136
长期借款	13	11	11	11	11
其他	69	125	125	125	125
<b>负债合计</b>	<b>1657</b>	<b>2992</b>	<b>2699</b>	<b>3511</b>	<b>4671</b>
股本	795	1660	1660	1660	1660
资本公积金	1505	762	762	762	762
留存收益	1760	2294	3361	4831	6827
少数股东权益	230	267	316	388	490
归属于母公司所有者权益	4060	4716	5783	7253	9249
<b>负债及权益合计</b>	<b>5947</b>	<b>7974</b>	<b>8799</b>	<b>11152</b>	<b>14410</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	802	420	348	1176	1274
净利润	809	932	1147	1533	2082
折旧摊销	50	92	95	100	103
财务费用	(54)	(30)	(15)	(21)	(31)
投资收益	(26)	(30)	(30)	(29)	(30)
营运资金变动	23	(662)	(919)	(517)	(993)
其它	(0)	119	70	109	142
<b>投资活动现金流</b>	(776)	(400)	(191)	(237)	(176)
资本支出	(208)	(137)	(181)	(229)	(170)
其他投资	(568)	(263)	(10)	(8)	(6)
<b>筹资活动现金流</b>	(154)	695	(152)	(13)	(25)
借款变动	(382)	524	(117)	0	0
普通股增加	13	865	0	0	0
资本公积增加	161	(743)	0	0	0
股利分配	(35)	(44)	(80)	(63)	(86)
其他	89	93	45	50	61
<b>现金净增加额</b>	<b>(128)</b>	<b>715</b>	<b>4</b>	<b>926</b>	<b>1073</b>

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
<b>营业收入</b>	2771	3660	4941	6670	9339
营业成本	1428	1899	2594	3535	4949
营业税金及附加	27	37	50	68	95
营业费用	226	306	445	600	840
管理费用	408	584	840	1067	1494
财务费用	(45)	(8)	(15)	(21)	(31)
资产减值损失	28	40	10	30	34
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	26	30	30	29	30
<b>营业利润</b>	725	832	1047	1420	1986
营业外收入	182	213	240	300	350
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	905	1044	1285	1718	2335
所得税	71	63	79	106	144
<b>净利润</b>	834	980	1207	1613	2190
少数股东损益	25	48	59	80	108
<b>归属于母公司净利润</b>	809	932	1147	1533	2082
<b>EPS (元)</b>	0.49	0.56	0.69	0.92	1.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	24%	32%	35%	35%	40%
营业利润	18%	15%	26%	36%	40%
净利润	21%	15%	23%	34%	36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.5%	48.1%	47.5%	47.0%	47.0%
净利率	29.2%	25.5%	23.2%	23.0%	22.3%
ROE	19.9%	19.8%	19.8%	21.1%	22.5%
ROIC	14.5%	15.1%	15.8%	17.1%	18.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.9%	37.5%	30.7%	31.5%	32.4%
净负债比率	0.3%	1.6%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	3.0	2.2	2.8	2.8	2.8
速动比率	2.6	2.0	2.4	2.4	2.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	4.4	3.8	4.2	4.4	4.3
应付帐款周转率	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.49	0.56	0.69	0.92	1.25
每股经营现金	0.48	0.25	0.21	0.71	0.77
每股净资产	2.45	2.84	3.48	4.37	5.57
每股股利	0.01	0.05	0.04	0.05	0.08
<b>估值比率</b>					
PE	49.7	43.1	35.0	26.2	19.3
PB	9.9	8.5	6.9	5.5	4.3
EV/EBITDA	65.0	52.4	41.1	30.9	22.5



## 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。

**游家训：**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，主要研究工控自动化与信息化产业。

**陈术子：**上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

**陈雁冰：**曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

## 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。