

隆基股份（601012）点评报告

年报完美收官，单晶加速替代 买入（维持）

2017年03月12日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

研究助理 曹越

caoyue@dwzq.com.cn

021-60199587

投资要点：

- 业绩增长 2 倍，符合预期：**公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 115.31 亿元，同比增长 93.89%；实现归属母公司净利润 15.47 亿元，同比增长 197.36%。对应 EPS 为 0.77 元。其中 4 季度，实现营业收入 30.06 亿元，同比下降 4.44%，环比增长 43.04%；实现归属母公司净利润 4.49 亿元，同比增长 63.42%，环比增长 88.70%。4 季度对应 EPS 为 0.22 元。公司 16 年利润分配预案为：每股派发现金股利 0.1 元。此前，公司曾预告 16 年净利润 14-16 亿元，本次业绩在预测区间中线以上，符合预期。
- 抢装叠加单晶替代，单晶需求旺盛、产能扩张：**2016 年国内光伏市场在上半年以及四季度的抢装行情带动下，呈现 U 型发展态势。全年并网容量 34.24GW，同比增长 81.6%。同时随着单晶成本的快速下降，以及“领跑者示范项目”的带动下，单晶产品需求旺盛，比重增加。根据 EnergyTrend 数据显示，国内单晶市占率从 15 年的 15% 提升至 27%。同时公司单晶产能快速扩张，单晶硅片产能已从 2014 年底的 3GW 扩大至 2016 年底的 7.5GW，单晶组件产能已从 2014 年底的 0.2GW 扩大至 2016 年底的 5GW。产销两旺，带动业绩增长。具体来看：1) 单晶硅片出货 15.18 亿片，其中对外销售 9.89 亿片，同比增长 137%，自用 5.29 亿片。贡献收入 50.75 元，同比增长 98%。贡献净利润 8.0-8.5 亿元之间，同比增长 200%-250%。2) 单晶组件产量 2.18GW，其中对外销售 1.85GW，同比增长 156%，自用 0.28GW，组件贡献收入 57.01 亿元，同比增长 126%；贡献净利润 9-9.5 亿元，同比增长 270%-320%。3) 单晶电池对外销售 0.21GW。贡献收入 3.29 亿元。
- 17H 抢装继续，行业高景气持续；单晶产品需求旺盛，公司产能持续扩张：**随着 2016 年底发改委正式公布 2017 年光伏标杆电价，2017 年 630 之前国内光伏市场有望继续迎来抢装行情。测算各装机指标，预计 17 年上半年抢装规模在 17GW 左右，与 16 年实际并网容量基本持平。同时，行业中单晶产品需求旺盛，仍然处于供不应求状态，公司产能扩张继续，根据公司在此前公告中披露的计划，2017 年底单晶硅片和组件产能将分别扩张至 12GW、6.5GW。
- 非硅成本降低 33.98%，硅片、组件毛利率分别提升 6.63、7.89 个百分点；整体盈利能力提升：**报告期内，公司硅片、硅棒产能稳步增加，公司通过金刚线切割工艺、PERC 电池技术等行业先进技术的产业化应用，使得 2016 年硅片产品非硅成本降低 33.98%，硅片产品非硅成本已较 2012 年下降 67%。拉晶和切片成本快速下降，报告期内硅片毛利率提升了 6.63 个百分点至 28.16%。同时由于单晶组件需求较好价格相对坚挺，电池端成本降幅较大，以及公司电池部分产能的陆续投产，组件毛利率提升 7.89 个百分点至 27.20%。根据 PVinsights 数据显示，

股价走势



市场数据

收盘价（元）	14.76
一年最低价/最高价	15.13/13.34
市净率（倍）	2.9189
流通 A 股市值（百万元）	25924.23

基础数据

每股净资产（元）	3.23
资本负债率（%）	48.87%
总股本（百万股）	1,995.8908
流通 A 股（百万股）	1,756.3840

相关研究

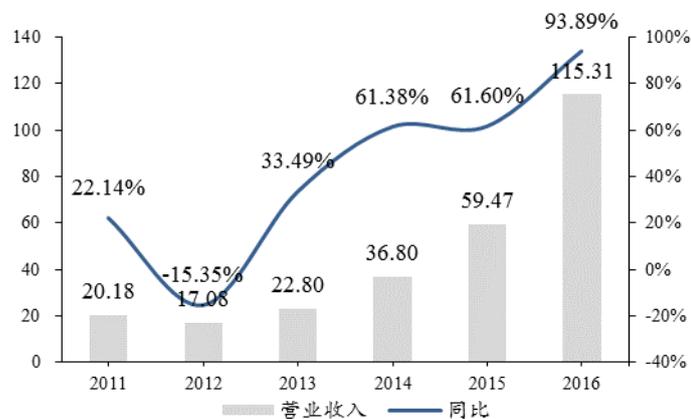
1. 单晶收获年，业绩超预期（2017-1-20）
2. 三季度业绩符合预期，单晶龙头逆势扩张（2016-10-30）
3. 中报高增长符合预期，下半年有压力（2016-8-17）
4. 预增 6 倍超预期，全年高增长趋势确定（2016-7-19）

2016 年底单晶硅片价格较 2015 年底同比下跌了 14%，晶硅组件价格同比下跌了 35%。如此情况下，公司硅片和组件毛利率逆势上涨，表现优异。受此影响，公司整体毛利率和净利率分别提升了 7.12、4.67 个百分点至 27.48%、13.42%，盈利能力进一步增强。

- **期间费用率下降，存货大幅降低、预收款增加，现金流充裕：**公司 2016 年期间费用同比增长 103%至 10.11 亿元，期间费用率上升 0.39 个百分点至 8.77%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上上 54.55%、43.76%、21.50%至 4.68 亿元、4.41 亿元、1.02 亿元；费用率分别上升 1.82、下降 0.80、下降 0.63 个百分点至 4.06%、3.83%、0.88%。2016 年底预收款项 11.61 亿元，同比增长 126%。同期经营活动净现金流量 5.36 亿元，同比增长 64.83%。期末应收账款 23.00 亿元，较期初增加了 5.91 亿元，应收账款周转天数下降 4.5 天至 62.57 天。存货 12.13 亿元，较期初下降了 3.21 亿元；存货周转天数下降 41.5 天至 59.15 天。
- **产能规模持续扩张，2017 年硅片、组件出货目标将分别达到 19 亿片、4.5GW；电站并网 1.06GW：**截至 2016 年底，公司已经具备单晶硅片产能 7.5GW、组件产能 5GW、高效 PERC 电池产能 1GW。公司硅棒在建产能 16GW，硅片在建产能 16GW（楚雄 10GW 硅片项目正在规划设计阶段），电池在建产能 1GW，组件在建产能 2GW，上述产能将在 2017 年-2019 年陆续投产，为公司快速提升单晶产品市场份额提供有效支撑。公司预计 2017 年底，单晶硅片年产能达到 12GW，单晶组件产能达到 6.5GW。公司目标：1) 2017 年度单晶硅片出货量 19 亿片，电池、组件出货量 4.5GW。2) 2017 年度地面电站开发并网量 500MW，分布式开发并网量 560MW。预计 2017 年实现营业收入 135 亿元。（超过 1GW 组件将用于自建电站项目，未计入 2017 年收入目标）。
- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 20.06、24.57、28.90 亿元，增速分别为 29.7%、22.5%、17.6%，对应 EPS 分别为 1.01 元、1.23 元和 1.45 元，对应 PE 分别为 14.7 倍、12.0 倍和 10.2 倍。给予公司 2017 年 22 倍 PE，对应目标价 22.11 元，维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**单晶发展低于预期等

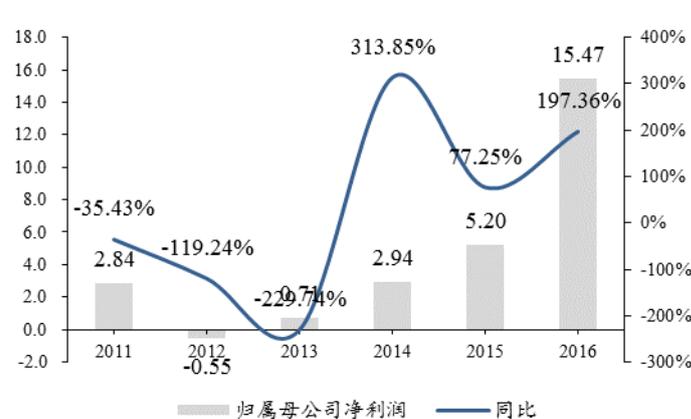
■ **业绩增长 2 倍，符合预期：**公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 115.31 亿元，同比增长 93.89%；实现归属母公司净利润 15.47 亿元，同比增长 197.36%。对应 EPS 为 0.77 元。

图表 1：2016 年收入 115.31 亿元，同比增长 93.89%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：2016 年盈利 15.47 亿元，同比增长 197.36%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

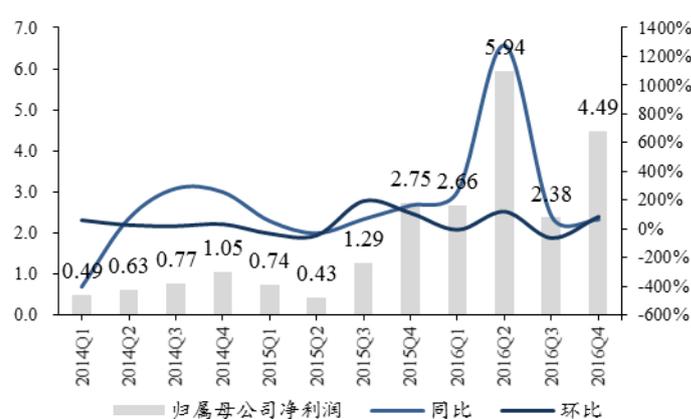
其中 4 季度，实现营业收入 30.06 亿元，同比下降 4.44%，环比增长 43.04%；实现归属母公司净利润 4.49 亿元，同比增长 63.42%，环比增长 88.70%。4 季度对应 EPS 为 0.22 元。

图表 3：2016Q4 收入 30.06 亿元，同比下降 4.44%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：2016Q4 盈利 4.49 亿元，同比增长 63.43%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司 16 年利润分配预案为：每股派发现金股利 0.1 元。此前，公司曾预告 16 年净利润 14-16 亿元，本次业绩在预测区间中线以上，符合预期。

图表 5：2016 年公司每股派发现金股利 0.1 元。

年份	EPS	每股股利(税前)	股利支付率	每股红股	每股转增
2014	0.13	0.05	38%	--	--
2015	0.54	0.13	24%	0.5	1.5
2016	0.29	0.05	15%	--	--
2017	0.77	0.10	13%	--	--

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **抢装叠加单晶替代，单晶需求旺盛、产能扩张：**2016 年国内光伏市

场在上半年以及四季度的抢装行情带动下，呈现 U 型发展态势。全年并网容量 34.24GW，同比增长 81.6%。同时随着单晶成本的快速下降，以及“领跑者示范项目”的带动下，单晶产品需求旺盛，比重增加。根据 EnergyTrend 数据显示，国内单晶市占率从 15 年的 15% 提升至 27%。同时公司单晶产能快速扩张，单晶硅片产能已从 2014 年底的 3GW 扩大至 2016 年底的 7.5GW，单晶组件产能已从 2014 年底的 0.2GW 扩大至 2016 年底的 5GW。产销两旺，带动业绩增长。具体来看：1) 单晶硅片出货 15.18 亿片，其中对外销售 9.89 亿片，同比增长 137%，自用 5.29 亿片。贡献收入 50.75 元，同比增长 98%。贡献净利润 8.0-8.5 亿元之间，同比增长 200%-250%。2) 单晶组件产量 2.18GW，其中对外销售 1.85GW，同比增长 156%，自用 0.28GW，组件贡献收入 57.01 亿元，同比增长 126%；贡献净利润 9-9.5 亿元，同比增长 270%-320%。3) 单晶电池对外销售 0.21GW。贡献收入 3.29 亿元。

图 6: 公司单晶硅片收入、成本、毛利率情况

硅片	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
产量 (亿片)					2.72	4.83	6.41	14.23
销量 (亿片)	0.33	0.71	1.06	1.84	2.68	4.36	4.17	9.89
每片功率(W/片)	4.2	4.2	4.2	4.30	4.4	4.50	4.6	4.7
营业收入 (亿元)	5.62	11.58	14.14	14.08	18.61	31.59	25.57	50.75
营业成本 (亿元)	4.21	7.61	11.35	12.29	16.38	26.07	20.07	36.46
单位价格 (元/片)	17.18	16.29	13.36	7.67	6.94	7.25	6.13	5.13
单位成本 (元/片)	12.85	10.69	10.73	6.69	6.11	5.98	4.81	3.69
非硅成本 (元/片)			6.38	5.12	3.70	3.23	2.56	1.69
同比				20%	28%	13%	21%	34%
硅成本 (元/片)				1.57	2.41	2.75	2.25	2.00
毛利率	25.18%	34.34%	19.69%	12.71%	11.97%	17.47%	21.53%	28.16%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7: 主营业务分行业、分产品、分地区情况 (单位: 亿元)

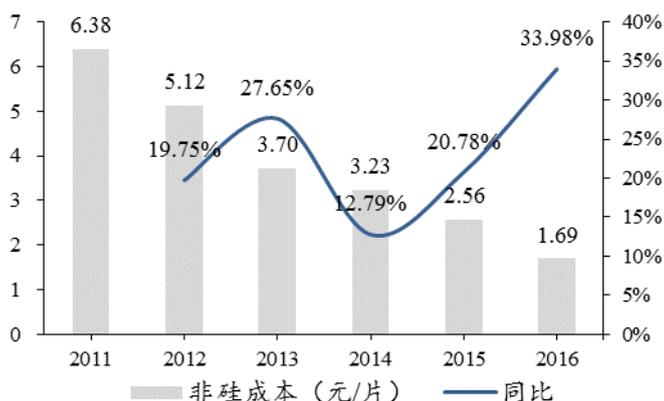
主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
新能源行业	115.31	83.61	27.48%	93.89%	76.56%	7.11%
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
太阳能组件	57.01	41.50	27.20%	126.29%	104.17%	7.89%
硅片	50.75	36.46	28.16%	98.45%	81.69%	6.63%
电池片	3.29	2.56	22.12%	-32.53%	-35.08%	3.06%
受托加工	0.98	0.51	47.89%	22.33%	-28.26%	36.76%
多晶硅料	0.72	0.59	17.99%	113.94%	68.13%	22.35%
电力	0.59	0.20	65.91%	923.70%	939.57%	-0.52%
光伏系统设备	0.16	0.11	29.87%	-67.43%	-47.97%	-26.22%
聚乙二醇	0.01	0.01	-10.26%	-58.55%	-49.53%	-19.70%
碳化硅粉	0.01	0.00	48.86%	-38.74%	-69.46%	51.44%
硅棒	0.00	0.01	-76.74%	-99.37%	-98.55%	-100.63%

其他	1.79	1.65	7.35%	34.98%	52.35%	-10.56%
主营业务分地区情况						
分地区	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
中国境内	91.12	66.60	26.91%	114.91%	94.27%	7.77%
亚太地区	18.50	13.12	29.12%	69.36%	51.96%	8.12%
美洲地区	5.60	3.84	31.43%	-8.82%	-13.53%	3.74%
欧洲地区	0.08	0.06	28.60%	8246.89%	8461.51%	-1.79%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **非硅成本降低 33.98%，硅片、组件毛利率分别提升 6.63、7.89 个百分点；整体盈利能力提升：**报告期内，公司硅片、硅棒产能稳步增加，公司通过金刚线切割工艺、PERC 电池技术等行业先进技术的产业化应用，使得 2016 年硅片产品非硅成本同比降低 33.98%，硅片产品非硅成本已较 2012 年下降 67%。拉晶和切片成本快速下降，报告期内硅片毛利率提升了 6.63 个百分点至 28.16%。同时由于单晶组件需求较好价格相对坚挺，以及公司电池部分产能的陆续投产，组件毛利率提升 7.89 个百分点至 27.20%。根据 PVinsights 数据显示，2016 年底单晶硅片价格较 2015 年底同比下跌了 14%，晶硅组件价格同比下跌了 35%。如此情况下，公司硅片和组件毛利率逆势上涨，表现优异。

图表 8：2016 年非硅成本降低 33.98%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

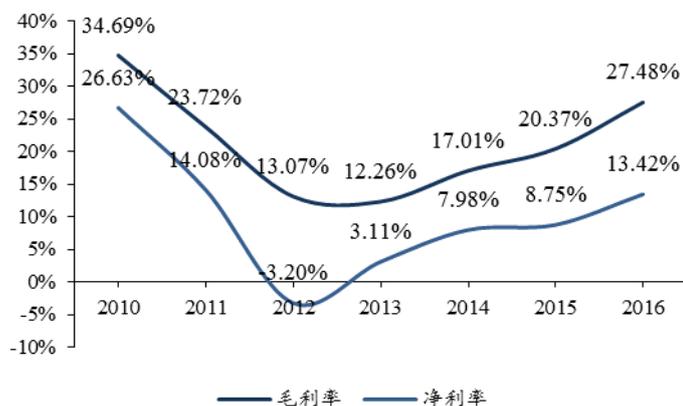
图表 9：硅片、组件毛利率分别提升 6.63%、7.89%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

受此影响，公司整体毛利率和净利率分别提升了 7.12、4.67 个百分点至 27.48%、13.42%，盈利能力进一步增强。

图表 10：2016 毛利率、净利率提升 7.12、4.67 个百分点



图表 11：2016Q4 毛利率、净利率 31.12%、14.93%



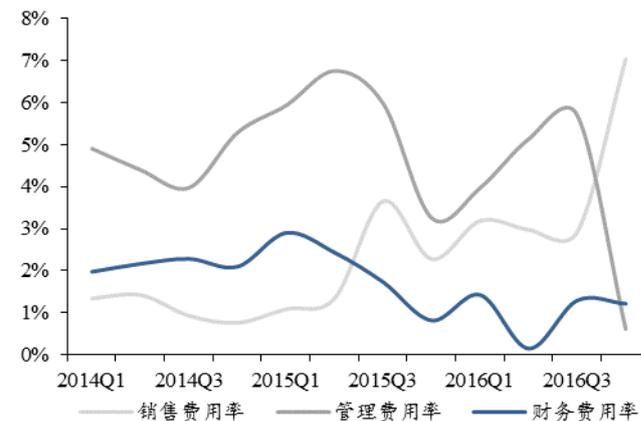
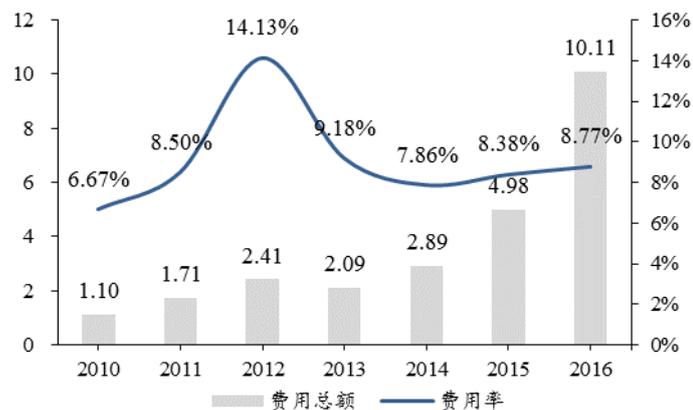
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **期间费用率下降，存货大幅降低、预收款增加，现金流充裕：**公司 2016 年期间费用同比增长 103% 至 10.11 亿元，期间费用率上升 0.39 个百分点至 8.77%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上上 54.55%、43.76%、21.50% 至 4.68 亿元、4.41 亿元、1.02 亿元；费用率分别上升 1.82、下降 0.80、下降 0.63 个百分点至 4.06%、3.83%、0.88%。

图表 12：2016 年期间费用 10.11 亿元，同比增长 103%

图表 13：2016 年期间费用率上升 0.39 个百分点



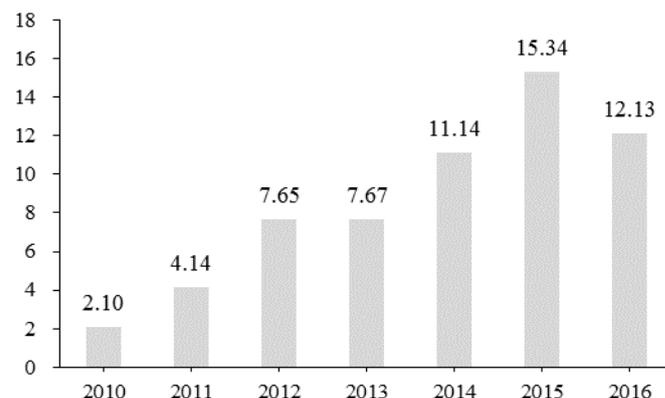
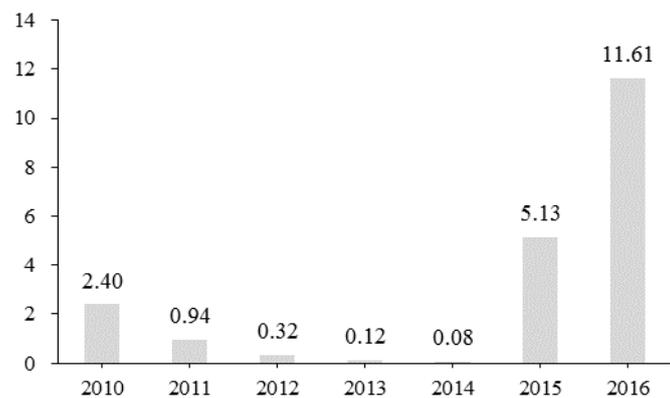
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2016 年底预收款项 11.61 亿元，同比增长 126%。同期经营活动净现金流量 5.36 亿元，同比增长 64.83%。期末应收账款 23.00 亿元，较期初增加了 5.91 亿元，应收账款周转天数下降 4.5 天至 62.57 天。存货 12.13 亿元，较期初下降了 3.21 亿元；存货周转天数下降 41.5 天至 59.15 天。

图表 14：期末预收账款 11.61 亿元，同比增长 126%

图表 15：期末存货 12.13 亿元，较期初下降了 3.21 亿元



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **产能规模持续扩张，2017 年硅片、组件出货目标将分别达到 19 亿片、4.5GW；电站并网 1.06GW：**截至 2016 年底，公司已经具备单晶硅片产能 7.5GW、组件产能 5GW、高效 PERC 电池产能 1GW。公司硅棒在建产能 16GW，硅片在建产能 16GW（楚雄 10GW 硅片项目正在规划设计阶段），电池在建产能 1GW，组件在建产能 2GW，上述产能将在 2017 年-2019 年陆续投产，为公司快速提升单晶产品市场份额提供有效支撑。公司预计 2017 年底，单晶硅片年产能达到 12GW，单晶组件产能达到 6.5GW。**公司目标：**1) 2017 年度单晶硅片出货量 19 亿片，电池、组件出货量 4.5GW。2) 2017 年度地面电站开发

并网量 500MW，分布式开发并网量 560MW。预计 2017 年实现营业收入 135 亿元。（超过 1GW 组件将用于自建电站项目，未计入 2017 年收入目标）。

- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 20.06、24.57、28.90 亿元，增速分别为 29.7%、22.5%、17.6%，对应 EPS 分别为 1.01 元、1.23 元和 1.45 元，对应 PE 分别为 14.7 倍、12.0 倍和 10.2 倍。给予公司 2017 年 22 倍 PE，对应目标价 22.11 元，维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**单晶发展低于预期等

图表 16: 分季度经营情况

隆基股份	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	同比	环比
营业收入	9.93	12.30	8.21	8.59	11.22	31.45	22.09	42.15	21.01	30.06	-4.44%	43.04%
毛利率	17.30%	17.34%	21.50%	20.27%	24.82%	18.51%	24.16%	26.79%	27.16%	31.12%	12.61%	3.96%
毛利润	1.72	2.13	1.77	1.74	2.79	5.82	5.34	11.29	5.71	9.35	60.67%	63.89%
期间费用率	7.18%	8.14%	9.90%	10.51%	11.34%	6.34%	8.57%	8.25%	9.89%	8.86%	2.51%	-1.04%
销售费用	0.09	0.09	0.09	0.12	0.41	0.72	0.70	1.25	0.61	2.11	194.91%	244.29%
管理费用	0.39	0.65	0.49	0.58	0.67	1.02	0.87	2.16	1.19	0.19	-81.86%	-84.50%
财务费用	0.23	0.26	0.24	0.21	0.19	0.26	0.32	0.07	0.27	0.37	41.67%	34.69%
期间费用	0.71	1.00	0.81	0.90	1.27	1.99	1.89	3.48	2.08	2.66	33.45%	28.03%
资产减值损失	0.20	0.07	0.40	0.55	0.21	0.18	0.34	0.72	1.11	1.15	523.40%	3.23%
营业利润	0.80	1.03	1.03	0.24	1.41	3.01	3.06	6.95	2.49	5.17	71.78%	107.32%
营业外收入	0.07	0.15	0.02	0.16	0.13	0.34	0.10	0.06	0.22	0.09	-72.45%	-56.90%
利润总额	0.87	1.16	1.03	0.40	1.49	3.01	3.12	6.96	2.70	5.15	70.88%	90.46%
所得税	0.10	0.06	0.12	-0.03	0.30	0.33	0.40	0.99	0.45	0.58	75.37%	28.04%
归母净利	0.77	1.05	0.74	0.43	1.29	2.75	2.66	5.94	2.38	4.49	63.43%	88.70%
净利率	7.77%	8.53%	9.02%	5.04%	11.45%	8.73%	12.06%	14.10%	11.32%	14.93%	6.20%	3.61%
存货	9.68	11.14	12.94	16.70	21.92	15.34	16.93	10.07	17.81	12.13	-20.91%	-31.89%
股本	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97		
EPS	0.04	0.05	0.04	0.02	0.06	0.14	0.13	0.30	0.12	0.22	63.43%	88.70%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 17: 隆基股份的三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	12042.0	11114.2	14234.4	17928.2	营业收入	11530.5	14099.7	18717.6	23889.3
现金	5816.6	3078.3	3713.6	4202.8	营业成本	8361.4	10015.9	13141.9	16824.7
应收款项	3891.9	5021.8	6666.5	8508.5	营业税金及附加	110.0	141.0	187.2	238.9
存货	1213.4	1646.5	2268.3	2996.2	营业费用	467.8	634.5	935.9	1242.2
其他	1120.1	1367.7	1585.9	2220.7	管理费用	449.4	571.0	849.3	1153.7
非流动资产	7130.4	15225.9	22079.0	28798.0	财务费用	102.0	150.9	484.3	799.8
长期股权投资	232.9	334.7	436.5	538.2	投资净收益	50.9	50.0	50.0	50.0
固定资产	5978.8	13979.5	20737.8	27362.0	其他	-324.5	-293.0	-293.0	-293.0
无形资产	209.5	202.5	195.6	188.6	营业利润	1766.3	2343.4	2876.1	3387.0
其他	709.1	709.1	709.1	709.1	营业外净收支	26.4	25.0	25.0	25.0
资产总计	19172.4	26340.0	36313.4	46726.1	利润总额	1792.7	2368.4	2901.1	3412.0
流动负债	6451.4	11886.0	19772.4	27258.9	所得税费用	241.6	331.6	406.1	477.7
短期借款	1021.3	5240.6	11251.4	16084.7	少数股东损益	3.8	30.6	37.4	44.0
应付账款	3076.8	3841.7	5040.7	6453.3	归属母公司净利润	1547.2	2006.2	2457.5	2890.3
其他	2353.3	2803.6	3480.3	4720.8	EBIT	2150.2	2744.3	3610.3	4436.7
非流动负债	2627.4	2727.4	2813.9	3387.6	EBITDA	2548.5	3170.4	4400.7	5620.2
长期借款	1023.9	1023.9	1023.9	1023.9					
其他	1603.5	1703.5	1790.0	2363.7	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	9078.8	14613.4	22586.4	30646.5	每股收益(元)	0.77	1.01	1.23	1.45
少数股东权益	1.1	29.1	63.5	103.9	每股净资产(元)	5.05	5.86	6.85	8.00
归属母公司股东权益	10092.6	11697.5	13663.5	15975.7	发行在外股份(百万股)	1996.6	1995.9	1995.9	1995.9
负债和股东权益总计	19172.4	26340.0	36313.4	46726.1	ROIC(%)	19.3%	15.0%	13.7%	12.6%
					ROE(%)	15.3%	17.2%	18.0%	18.1%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	26.5%	28.0%	28.8%	28.6%
经营活动现金流	535.8	1932.4	3059.6	3936.5	EBIT Margin(%)	18.6%	19.5%	19.3%	18.6%
投资活动现金流	-2151.8	-8488.7	-7943.5	-8202.5	销售净利率(%)	13.4%	14.2%	13.1%	12.1%
筹资活动现金流	5001.1	3818.1	5519.3	4755.2	资产负债率(%)	47.4%	55.5%	62.2%	65.6%
现金净增加额	3421.3	-2738.3	635.3	489.2	收入增长率(%)	93.9%	22.3%	32.8%	27.6%
折旧和摊销	398.3	426.1	790.4	1183.5	净利润增长率(%)	197.4%	29.7%	22.5%	17.6%
资本开支	-3035.1	-8387.0	-7841.7	-8100.7	P/E	19.05	14.68	11.99	10.19
营运资本变动	78.6	-828.0	-522.7	-477.7	P/B	2.92	2.52	2.16	1.84
企业自由现金流	-428.6	-6428.8	-4469.2	-3579.3	EV/EBITDA	15.13	13.90	11.83	10.70

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

