

# 东鹏控股 (003012)

## 格局优化、盈利修复可期，1+N 打开新成长空间

增持 (维持)

2023 年 04 月 07 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

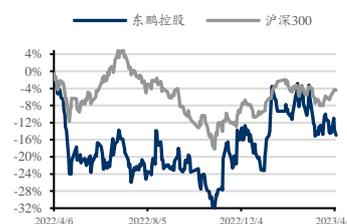
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	7,979	7,166	8,697	10,174
同比	11%	-10%	21%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	154	212	715	967
同比	-82%	38%	238%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.13	0.18	0.61	0.82
P/E (现价&最新股本摊薄)	66.28	48.12	14.24	10.53

关键词: #比同类公司便宜

### 投资要点

- **新房及二手房成交均回暖，保交付支撑竣工端材料需求。**截至 2023 年 3 月 31 日，38 城商品住宅 3 月累计成交面积同比+43.4%，2023 年累计成交面积同比+9.9%；17 城二手房 3 月累计成交面积同比+102.6%，2023 年累计成交面积同比+69.3%。二手房持续回暖，叠加疫情放开、家装需求持续景气。新房销售转正和保交楼的政策基调之下，对于工程竣工的预期也逐渐修复。
- **行业供给出清格局优化，提质增效降本共同驱动盈利改善。**在前期成本增加、需求下滑、疫情扰动背景之下，瓷砖企业普遍收入及盈利下滑、产能利用率下降。根据行业统计，2021-2022 两年间全国建筑陶瓷生产企业减少 115 家，生产线淘汰 275 条，淘汰比例近 10%。2022 年，行业的实际产量约 73 亿平方米，同比下降 10.5%，过去 2 年行业加速出清。随着行业需求恢复，企业盈利能力也触底回升，公司通过加强精益管理、降本增效、加强运营效率和供应链交付效率等，优化盈利能力，2022 年 Q3 毛利率同比有明显提升，全年毛利率水平预计同比持平，表现优于同业公司。
- **经销渠道占比持续提升，“1+N”多品类经营打开成长空间。**公司在零售市场积极推进“1+N”多品类硬装产品整体交付，为消费者提供一站式硬装产品解决方案，通过套系化销售来提升客单值和单店产出。公司在门店陈设、培训赋能、售后服务等方面全方位扶持经销商，同时公司也将“1+N”纳入考核，推进战略落地。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，同时在开拓小微工程中也具备优势，经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着成本、需求、疫情等多重压力影响之下行业出清逐步进入阶段性尾声，我们预计公司将会迎来收入和业绩端的修复。我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.12/7.15/9.67 亿元（前值为 7.41/9.26/11.18 亿元），对应 PE 分别为 48X/14X/11X，考虑到公司中长期成长空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.68
一年最低/最高价	6.91/10.58
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	5,577.93
总市值(百万元)	10,181.64

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.12
资产负债率(% ,LF)	45.08
总股本(百万股)	1,173.00
流通 A 股(百万股)	642.62

### 相关研究

《东鹏控股(003012): 2021 年报及 2022 年一季报点评: 大额减值影响 21 年业绩，经销占比持续提升》

2022-05-05

## 内容目录

1. 新房及二手房销售均回暖，保交付支撑竣工端材料需求 .....	4
2. 行业供给出清格局优化，提质增效降本共同驱动盈利改善 .....	5
3. 经销渠道占比持续提升，“1+N”多品类运营打开成长空间 .....	6
3.1. 深耕零售和小 B，经销渠道占比持续提升 .....	6
3.2. “1+N”多品类运营打开成长空间，共享仓模式增强经销商支持 .....	8
4. 盈利预测和投资建议 .....	10
5. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1:	38 城商品住宅成交面积 (万方)	4
图 2:	17 城二手房成交面积 (万方)	4
图 3:	房屋竣工面积单月同比 (%)	5
图 4:	2001-2022 年中国陶瓷砖产量 (亿平)	5
图 5:	瓷砖企业单季度毛利率变动情况 (%)	6
图 6:	东鹏控股 2022Q3 渠道结构	7
图 7:	东鹏控股主要产品体系	8
图 8:	东鹏辅材涵盖 5 大产品体系	8
图 9:	东鹏控股仓储物流模式示意图	9
表 1:	卫浴瓷砖企业渠道结构变动情况	7
表 2:	可比公司估值比较 (截至 2023 年 4 月 6 日)	10

## 1. 新房及二手房销售均回暖，保交付支撑竣工端材料需求

新房市场逐步走高，带动家装建材需求回暖。春节过后，新房市场逐步走高，2023年3月38城商品住宅累计成交面积同比+43.4%，2023年累计成交面积同比+9.9%，市场企稳温和复苏，有望带动家装建材需求回暖。

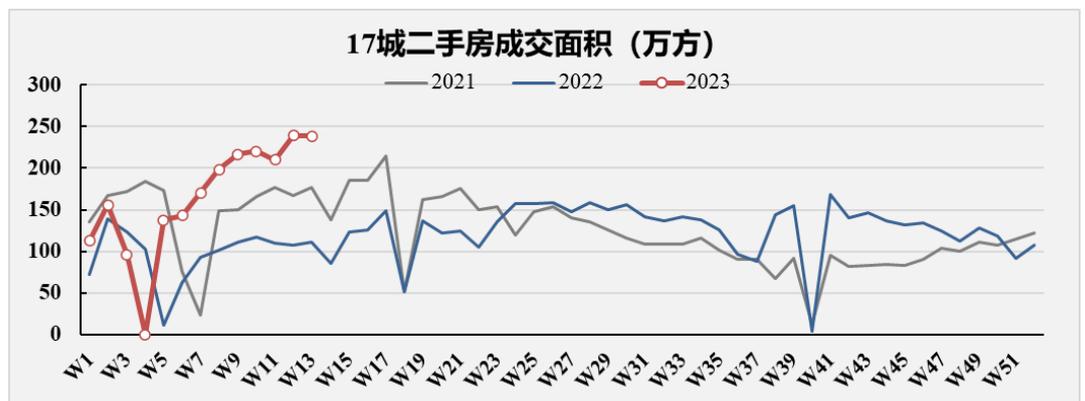
图1: 38城商品住宅成交面积(万方)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

二手房市场成交活跃，存量需求带动零售端材料销售。从17城的二手房成交面积来看，截至2023年3月31日，3月17城二手房累计成交面积同比+102.6%，2023年累计成交面积同比+69.3%。二手房市场成交较为活跃，带动建材家居零售需求回暖。

图2: 17城二手房成交面积(万方)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

保交楼仍是全年的政策主基调，支撑全年竣工需求。自2022年7月底中央政治局会议首提“保交楼”，10月以来中央通过政策性银行借款、“信贷-债券-股权”三只箭政策等多种方式畅通和补充房企融资渠道，地方因地制宜快速推动“保交楼”工作落地，保交楼仍是全年政策主基调，2023年1-2月竣工面积同比增速+8.0%（2022年12月竣工面积同比增速为-6.6%），预计在政策的持续推动之下，“烂尾”项目逐步交付，支撑全年竣工需求。

图3: 房屋竣工面积单月同比 (%)



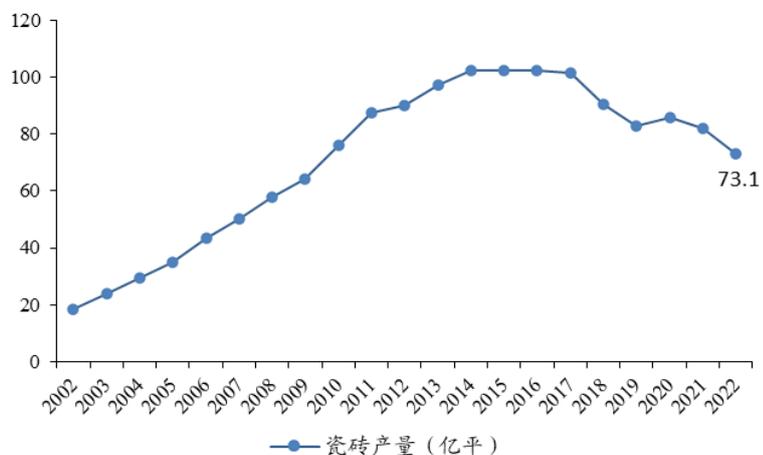
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

年后终端客流显著增加, 公司积极布局“315”大促拉动销售。随着春节后复工复产, 消费者的装修消费意愿逐步复苏, 新增需求、因疫情和春节推迟的装修需求陆续释放, 终端门店的客流量显著增加。同时, 公司积极部署建材行业传统的“315”大促等活动, 积极推动客流向订单的转化。

## 2. 行业供给出清格局优化, 提质增效降本共同驱动盈利改善

行业供给加速出清, 竞争格局有望优化。根据中国建筑卫生陶瓷协会的统计, 2022年末, 全国共有建筑陶瓷生产企业 1040 家、生产线 2485 条, 2021-2022 两年间全国建筑陶瓷生产企业减少 115 家, 生产线淘汰 275 条, 淘汰比例近 10%。2022 年, 行业的实际产量约 73 亿平方米, 同比下降 10.5%, 产能利用率约为 73%。2022 年在成本、需求景气、疫情等多重因素的影响之下, 行业产能出清加快, 头部建陶企业竞争压力趋缓, 预计在需求回暖之下企业将会迎来收入改善和盈利修复。

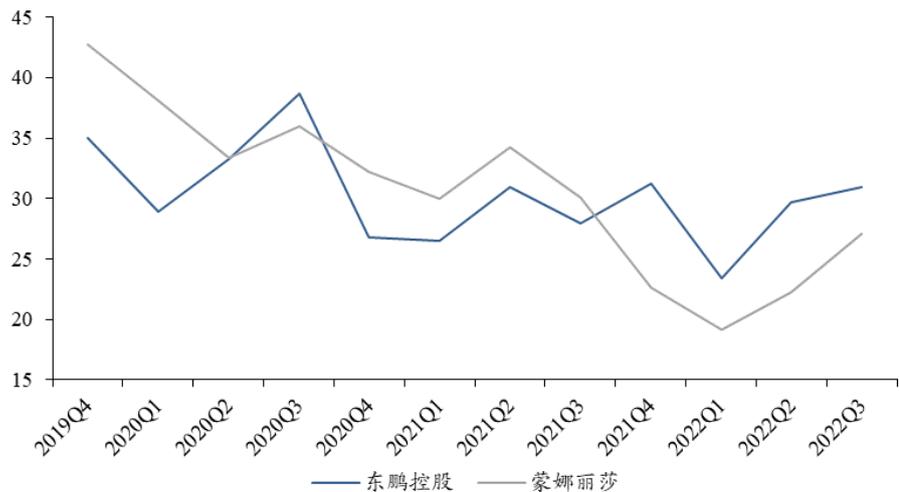
图4: 2001-2022 年中国陶瓷砖产量 (亿平)



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 东吴证券研究所

**提质增效降本共同驱动盈利改善。**2022 年在原材料、能源等大宗材料价格大幅上涨、行业总体低迷情况之下，东鹏通过加强精益管理、降本增效、加强运营效率和供应链交付效率等，优化盈利能力。生产成本得到有效控制，整体毛利率较去年同期基本持平，2022 单 Q3 毛利率同比提升 3.07pct。根据公司公告，2022 年公司全年生产成本得到有效控制，毛利率较去年同期基本持平。2023 年公司预计通过采购降本、管理降本、技术改造降本等，进一步降低制造成本。

图5：瓷砖企业单季度毛利率变动情况（%）



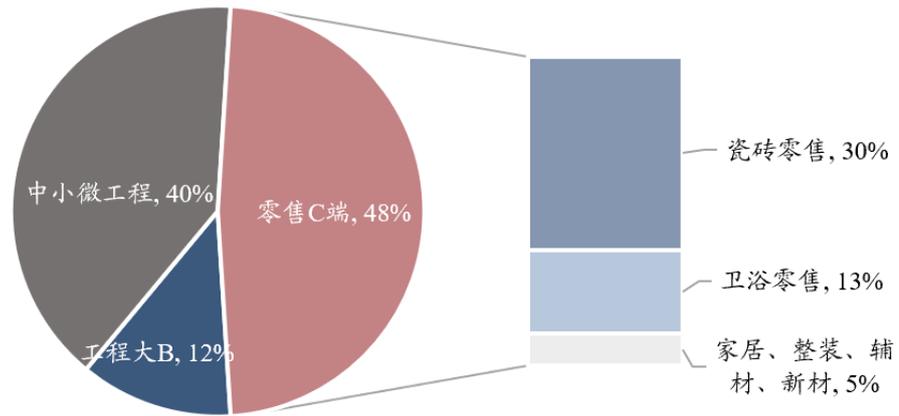
数据来源：WIND，东吴证券研究所

### 3. 经销渠道占比持续提升，“1+N”多品类运营打开成长空间

#### 3.1. 深耕零售和小 B，经销渠道占比持续提升

从公司业务结构来看，零售和中小微工程业务为主。2022Q3，零售渠道 C 端业务收入占比约 48%（其中，瓷砖零售 30%，卫浴零售 13%，家居、整装、辅材、新材等 5%）；工程渠道中，房地产战略工程大 B 端业务收入占比约 12-13%；中小微工程业务占比约为 40%（其中，小 V 端业务（经销工程渠道）25%，小 B 端业务（市政、企业总部、家装、整装、大包公司和设计师渠道等）15%）。零售和中小微工程渠道毛利率相对较高，是公司利润和现金流的保证。

图6: 东鹏控股 2022Q3 渠道结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从瓷砖企业的对比来看, 公司的经销渠道占比较高。公司 2022H1 经销渠道占比 62.32%, 高于蒙娜丽莎的 56.71%, 帝欧家居的 50.00%。公司地产战略工程大 B 业务总体规模不大, 2022Q3 营收占比约为 12%, 对单一地产客户的销售规模不大, 客户较为分散, 不存在对单一客户的依赖。

表1: 卫浴瓷砖企业渠道结构变动情况

公司	渠道	2019	2020	2021	2022H1
箭牌家居	经销	95.98%	94.39%	89.11%	——
	直销	4.02%	5.61%	10.89%	——
新明珠	经销	70.58%	70.90%	73.25%	82.55%
	直销	29.42%	29.10%	26.75%	17.45%
惠达卫浴	经销	68.40%	65.99%	69.78%	64.03%
	直销	31.60%	34.01%	30.22%	35.97%
东鹏控股	经销	59.40%	57.89%	60.48%	62.32%
	直销	40.60%	42.11%	39.52%	37.68%
马可波罗	经销	40.15%	41.83%	53.87%	55.67%
	直销	59.85%	58.17%	46.13%	44.33%
蒙娜丽莎	经销	59.31%	56.60%	51.10%	56.71%
	直销	40.69%	43.40%	48.90%	43.29%
帝欧家居	经销	29.85%	33.82%	40.00%	50.00%
	直销	70.15%	66.18%	60.00%	50.00%

数据来源: WIND, 东吴证券研究所 (注: 惠达卫浴为国内业务渠道结构)

重点将资源投入零售及小 B 业务, 关注资金有保障的优质大 B 项目。公司注重 C/大 B/小 B 三大渠道的经营质量, 在有机会或资源的情况下, 会更倾向投入利润和现金流更优的零售业务或小 B 业务。同时, 公司也积极关注大 B 业务的复苏, 适当开展央企、国企、优质民企及资金有保障的楼盘项目。

### 3.2. “1+N”多品类运营打开成长空间，共享仓模式增强经销商支持

公司是产品线最丰富的建陶企业，具有“1+N”多品类优势，主要产品包括瓷砖、岩板和瓷片等“1”，也包括卫浴（智能马桶、淋浴房、浴室柜、五金花洒等）、辅材（瓷砖胶、美缝剂、防水等）、集成墙板、整装、生态石新材等“N”。

图7：东鹏控股主要产品体系

类别	说明	产品种类	产品例图	类别	说明	产品种类	产品例图
抛釉砖	瓷质坯体，表面纹理及颜色通过釉和墨水来实现，纹理及颜色可基本还原素材。表面以高光度为主，辅以部分亚光	云海玉系列、伊朗白玉系列、经典米黄系列、罗马大理石系列、西米黄系列等		卫生陶瓷	主要包括智能卫浴、坐便器、洗手盆、小便器、蹲便器等	公司产品中属于此类系列的系列：卫洗宝、奥斯卡、节水王等	
仿古砖	表面以哑光为主，有部分产品经过半抛。有瓷质、陶质坯体。表面的釉面工艺丰富，产品表面触感可做出极佳效果。可按要求塑造不同空间风格	原木系列、尚隼系列、宾利法尼亚系列、雅丝系列、欧洲印象系列等		浴室家具	主要包括浴室柜等	公司产品中属于此类系列的系列：格蕾丝、奥斯卡、洛芙等	
瓷片	主要用于卫生间、厨房等空间；釉面的烧成温度低，颜色可极为鲜艳；坯体的吸水率高，易于上墙铺贴	啡语系列、冰花玉系列、白云石系列、普罗旺斯系列等		龙头五金	主要包括水龙头、花洒、地漏、五金挂件、厨房五金等	公司产品中属于此类系列的产品：奥拉、天浴惠普等	
抛光砖	瓷质坯体，纹理通过机械设备布粉料来实现；表面高光泽度	原石系列、纳福娜系列、亚马逊系列、洞石系列等		其他类	主要包括淋浴房、浴缸等	公司产品中属于此类系列的产品：天池、晶钻、屏风等	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图8：东鹏辅材涵盖5大产品体系

东鹏 PING 瓷砖胶 防水 美缝剂 贴砖宝 腻子粉

品质可靠 安全环保 省时省料 用得放心 住的安心

新一代中国工匠的选择 股票代码：003012

质保12年

全国服务热线 400-830-2263

二维码：东鹏官网、东鹏公众号

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

“产品+交付+服务”全链条升级，提供一站式交付方案。东鹏的“1+N”多品类硬装产品整体交付，为消费者提供一站式硬装产品解决方案，通过卖空间来提升客单值和

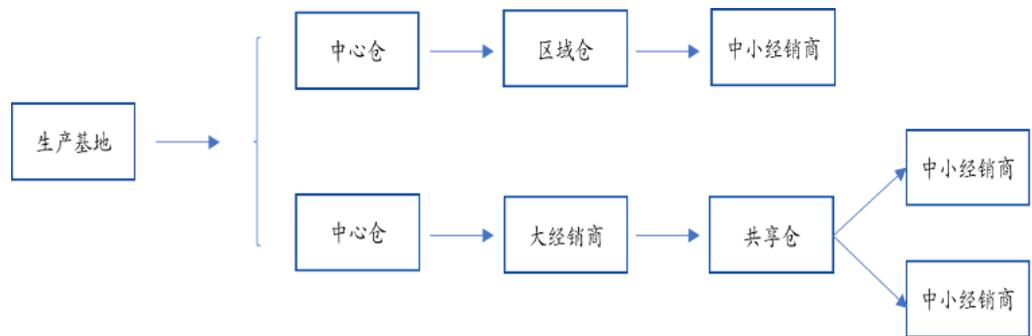
单店产出。公司洞察用户需求，推出东鹏“超会搭”空间设计和“装到家”包铺贴一站式服务，推出岩板空间交付“包设计、包入户、包加工、包破损、包辅材、包铺贴”六包服务，从卖产品的思维向卖空间转变，实现“产品+交付+服务”全链条创新升级，为消费者解决一站式空间交付方案。

**“1+N”多品类硬装产品整体交付，提升单店产出和坪效。**公司在零售渠道拥有广泛的经销资源和门店数量，未来公司提升存量门店的经营质量、提高单店产出方面仍有较大提升空间，是提升业绩和利润的有效抓手。2023年公司将会以东鹏“1+N”优势为抓手，为消费者解决一站式空间交付方案，提升单店产出和坪效。

**多维度全面推进“1+N”战略落地。**在经销商服务方面，在现有瓷砖门店基础上增加东鹏卫浴和辅材等其他品类的上样和展示，占门店面积约10%，通过SI店面设计帮助经销商做好店面规划，通过商学院赋能经销商，同时搭建工长会员体系。卫浴搭建全国售后服务和安装体系，为瓷砖经销商配套销售卫浴产品解决后顾之忧。**在考核方面**，公司也加强对于“1+N”的重视程度，主要通过设定“N”的考核权重，通过G-S-A目标管理，设定战略目标，进行目标分解、制定关键举措，实现2023年1+N业务的较快增长。

**物流网络及仓储能力行业领先，特有共享仓模式增加对经销商的支持。**公司具有全国布局的仓储物流网络，包括中心仓、销售仓和特有的共享仓组成的仓储网络。能够有效增加对经销商的支持，提升交付效率、降低运输和仓储成本，进一步支持公司对市场的渗透能力，有利于公司在三、四线市场进一步扩充销售网点。东鹏特有的核心经销商共享仓模式，将大型经销商的仓储共享出来，提升周边300~500公里范围内中小经销商的运营能力，有利于带动周边的中小经销商的开店、精准营销、赋能服务、提高加工能力、提升存货周转的效率和降低物流成本。

图9：东鹏控股仓储物流模式示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测和投资建议

公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，同时在开拓中小微工程中也具备优势，经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着成本、需求、疫情等多重压力影响之下行业出清逐步进入阶段性尾声，我们预计公司将会迎来收入和业绩端的修复。我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.12/7.15/9.67 亿元（前值为 7.41/9.26/11.18 亿元），对应 PE 分别为 48X/14X/11X，低于同业可比公司，考虑到公司中长期成长空间，维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值比较（截至 2023 年 4 月 6 日）

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002918.SZ	蒙娜丽莎	19.01	3.15	-3.81	5.12	6.12	25.08	—	15.43	12.91
001322.SZ	箭牌家居	21.89	5.77	6.50	8.40	10.45	36.57	32.46	25.12	20.19
603737.SH	三棵树	112.76	-4.17	4.95	9.86	14.13	—	85.66	43.00	30.01
002372.SZ	伟星新材	23.91	12.23	13.02	16.19	18.88	31.15	29.26	23.53	20.18
	平均值						—	—	26.77	20.82
<b>003012.SZ</b>	<b>东鹏控股</b>	<b>9.08</b>	<b>1.54</b>	<b>2.12</b>	<b>7.15</b>	<b>9.67</b>	<b>66.28</b>	<b>48.12</b>	<b>14.24</b>	<b>10.53</b>

数据来源：WIND，东吴证券研究所（蒙娜丽莎、伟星新材为预测值；箭牌家居、三棵树来自 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

### 1、市场竞争加剧的风险

建筑卫生陶瓷行业进入门槛相对较低，行业集中度低，整体产能过剩，随着地产行业调控以及环保标准趋于严格，我国建筑陶瓷行业竞争在进一步加剧。如果公司在未来市场竞争中，在新产品开发、产能设置、品牌渠道建设、绿色制造等方面不能保持现有竞争优势，将会给公司的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

### 2、原材料价格波动的风险

公司的主要原材料包括砂坭、化工材料、包装材料等，所需能源包括电、煤、天然气等。报告期内，砂坭、化工材料、包装材料等耗用金额占生产成本的平均比重约 30%，电、煤、天然气等耗用金额占生产成本的平均比重约 10%-20%。如果未来公司主要原材料及能源价格出现波动，将会给公司生产经营和盈利水平带来显著影响。

### 3、下游需求波动的风险

公司主要从事于以瓷砖和洁具为代表的建筑卫生陶瓷产品的研发、生产和销售。公司建筑卫生陶瓷产品在住宅中用于墙面、厨卫空间、阳台、地面的装修装饰，因此公司所处行业与房地产行业具有一定的相关性。如果房地产调整加剧，房地产市场陷入低迷，消费者的购房和装修需求增长放缓，将会给公司的产品销售和回款带来不利影响。

## 东鹏控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>7,150</b>	<b>7,185</b>	<b>7,523</b>	<b>8,798</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,979</b>	<b>7,166</b>	<b>8,697</b>	<b>10,174</b>
货币资金及交易性金融资产	3,389	3,619	2,728	3,060	营业成本(含金融类)	5,619	5,041	6,075	7,088
经营性应收款项	1,567	1,471	2,205	2,803	税金及附加	84	62	70	81
存货	1,624	1,553	1,884	2,106	销售费用	904	971	1,044	1,170
合同资产	0	0	0	0	管理费用	471	616	557	631
其他流动资产	570	542	707	829	研发费用	196	188	204	214
<b>非流动资产</b>	<b>5,896</b>	<b>6,385</b>	<b>6,791</b>	<b>7,135</b>	财务费用	-46	-13	17	-6
长期股权投资	23	23	23	23	加:其他收益	106	55	104	122
固定资产及使用权资产	4,273	4,663	5,000	5,284	投资净收益	29	41	43	51
在建工程	280	304	323	339	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	850	925	975	1,020	减值损失	-845	-195	-90	-100
商誉	4	4	4	4	资产处置收益	24	1	1	1
长期待摊费用	33	33	33	33	<b>营业利润</b>	<b>63</b>	<b>203</b>	<b>790</b>	<b>1,071</b>
其他非流动资产	433	433	433	433	营业外净收支	-2	6	5	5
<b>资产总计</b>	<b>13,046</b>	<b>13,570</b>	<b>14,315</b>	<b>15,933</b>	<b>利润总额</b>	<b>61</b>	<b>209</b>	<b>795</b>	<b>1,076</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,400</b>	<b>5,714</b>	<b>5,751</b>	<b>6,412</b>	减:所得税	-90	0	87	118
短期借款及一年内到期的非流动负债	284	1,284	484	484	<b>净利润</b>	<b>151</b>	<b>209</b>	<b>708</b>	<b>957</b>
经营性应付款项	3,973	3,453	4,094	4,563	减:少数股东损益	-3	-2	-7	-10
合同负债	274	252	304	354	<b>归属母公司净利润</b>	<b>154</b>	<b>212</b>	<b>715</b>	<b>967</b>
其他流动负债	868	726	870	1,010	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.13	0.18	0.61	0.82
非流动负债	319	319	319	319	EBIT	2	288	748	991
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	547	800	1,322	1,627
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.57	29.65	30.15	30.34
租赁负债	119	119	119	119	归母净利率(%)	1.93	2.95	8.22	9.50
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	11.46	-10.19	21.36	16.99
<b>负债合计</b>	<b>5,719</b>	<b>6,034</b>	<b>6,071</b>	<b>6,731</b>	归母净利润增长率(%)	-81.97	37.74	237.80	35.27
归属母公司股东权益	7,313	7,525	8,239	9,206					
少数股东权益	14	12	5	-5					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,327</b>	<b>7,536</b>	<b>8,244</b>	<b>9,201</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,046</b>	<b>13,570</b>	<b>14,315</b>	<b>15,933</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	891	235	899	1,290	每股净资产(元)	6.14	6.32	6.92	7.73
投资活动现金流	-1,735	-952	-931	-923	最新发行在外股份(百万股)	1,173	1,173	1,173	1,173
筹资活动现金流	-316	947	-859	-35	ROIC(%)	0.08	3.46	7.49	9.45
现金净增加额	-1,160	230	-891	332	ROE-摊薄(%)	2.10	2.81	8.67	10.50
折旧和摊销	544	511	574	636	资产负债率(%)	43.84	44.46	42.41	42.25
资本开支	-1,083	-993	-974	-974	P/E(现价&最新股本摊薄)	66.28	48.12	14.24	10.53
营运资本变动	-425	-572	-461	-400	P/B(现价)	1.41	1.37	1.25	1.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

