

# 隆基绿能 (601012)

## 2022 年年报&2023 年一季报点评: 23Q1 硅片盈利承压, 新技术放量在即

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058  
guoyan@dwzq.com.cn

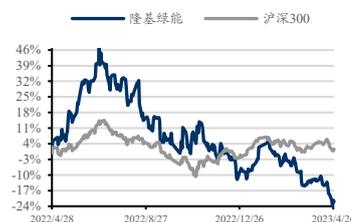
| 盈利预测与估值           | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元)       | 128,998 | 156,142 | 195,500 | 221,013 |
| 同比                | 60%     | 21%     | 25%     | 13%     |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 14,812  | 18,515  | 22,840  | 27,611  |
| 同比                | 63%     | 25%     | 23%     | 21%     |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.95    | 2.44    | 3.01    | 3.64    |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 18.41   | 14.73   | 11.94   | 9.88    |

关键词: #产能扩张 #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年营收 1290.0 亿元, 同增 60.0%; 归母净利 148.1 亿元, 同增 63.0%; 2022Q4 营收 419.6 亿元, 同增 72.0%, 环增 14.6%; 归母净利 38.4 亿元, 同增 150.7%, 环降 14.7%。2022 年毛利率 15.38%, 同比-4.5pct, 2022Q4 毛利率 13.9%, 同比-3.8pct, 环比-0.2pct。2023Q1 营收 283.2 亿元, 同增 52.4%, 环降 32.5%; 归母净利 36.4 亿元, 同增 36.55%, 环降 5.2%。2023Q1 毛利率为 17.9%, 同降 3.4pct, 环增 4.05pct。2023Q1 业绩略低于市场预期。
- **23Q1 硅片盈利承压、23Q2 将迎量利双升。** 2022 年公司硅片出货 85GW, 同增 21%, 其中 2022Q4 出货 23GW, 环比持平略增, 单瓦净利约 7 分/W。2022 年组件出货约 46.7GW, 同增 21%, 其中 2022Q4 出货约 14GW, 同增 20%/环增 8%; 组件净利 0.15 元/W, 其中美国出货 400MW, 单瓦净利 5 毛带动盈利提升。2023Q1 硅片出货约 24GW, 受低价订单影响, 我们测算单瓦盈利约 5 分/W, 我们预计 2023Q2 将修复至 1 毛/W+; 2023Q1 组件出货约 12.5GW, 受益在手高价订单, 我们测算单瓦净利约 0.18 元/W, 盈利稳定提升, 2023Q2 随行业排产提升, 我们预计出货将达 16~18GW。全年看, 我们预计公司硅片出货 130GW, 同增 50%+; 组件出货 80GW+, 同增 70%+。
- **研发投入持续加大、新技术放量在即。** 2022 年研发投入 71.4 亿, 营收占比 5.5%, 自主研发 HJT 转换效率创世界纪录 26.8%, HPBC 量产效率超 25%。HPBC 技术我们预计 2023H1 将形成西咸 29GW+泰州 4GW 产能, 2023 全年出货 20-25GW, 针对高端分布式市场, 溢价约 3 美分。鄂尔多斯 30GW TOPCon 针对地面电站市场, 我们预计 2023Q3 开始投产, 到年底超 20GW 产能。同时, 公司在西咸投建年产 100GW 切片及 50GW 电池项目, 我们预计将于 2024Q3 首线投产, 2025 年底达产。我们预计 2023 年底硅片-电池-组件产能将达 190GW/110GW/130GW, 产能持续扩张, 规模优势将持续显现。
- **在手订单高企, 经营性现金流净额创新高:** 公司 2023Q1 合同负债 156 亿, 同增 73%, 随硅料逐步投产降价, 组件业务持续受益。2022 年公司经营性现金流净额 243.7 亿元, 创历史新高, 造血能力持续加强。
- **盈利预测与投资评级:** 基于光伏行业竞争加剧, 我们略微下调公司 2023-2024 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 185/228/276 亿元 (前值为 191/230 亿元), 同比+25%/+23%/+21%。基于公司光伏一体化组件龙头地位, 我们给予公司 2023 年 20xPE, 目标价 48.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 35.97       |
| 一年最低/最高价      | 34.70/80.17 |
| 市净率(倍)        | 4.18        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 272,581.77  |
| 总市值(百万元)      | 272,706.93  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 8.61     |
| 资产负债率(% ,LF) | 54.18    |
| 总股本(百万股)     | 7,581.51 |
| 流通 A 股(百万股)  | 7,578.03 |

### 相关研究

《隆基绿能(601012): 2022 年业绩预告点评: 龙头出货持续高增, 23 年盈利坚挺!》

2023-01-20

《隆基绿能(601012): 2022 年三季度点评: 在手订单创历史新高, 新技术快速推进》

2022-10-30

## 图表目录

|       |  |   |
|-------|--|---|
| 图 1:  | 2022 年营业收入 1289.98 亿元, 同比+60.03% (亿元, %) | 3 |
| 图 2:  | 2022 年归母净利润 148.12 亿元, 同比+63.02% (亿元, %) | 3 |
| 图 3:  | 2023Q1 营业收入 283.2 亿元, 同比+52.35% (亿元, %)  | 4 |
| 图 4:  | 2023Q1 归母净利润 36.4 亿元, 同比+36.55% (亿元, %)  | 4 |
| 图 5:  | 2022 年毛利率、净利率分别为 15.38%、11.48% (%)       | 4 |
| 图 6:  | 2023Q1 毛利率、净利率分别为 17.91%、12.84% (%)      | 4 |
| 图 7:  | 2022 年期间费用 56.57 亿元, 同比+5.52% (亿元, %)    | 5 |
| 图 8:  | 2023Q1 期间费用 20.17 亿元, 同比+35.17% (亿元, %)  | 5 |
| 图 9:  | 2022 年期间费用率 4.39%, 同比-2.27pct (%)        | 5 |
| 图 10: | 2023Q1 期间费用率 7.12%, 同比-0.91pct (%)       | 5 |
| 图 11: | 2022 年经营活动现金净流入 243.7 亿元 (亿元, %)         | 6 |
| 图 12: | 2023Q1 经营活动现金净流出-33.26 亿元 (亿元, %)        | 6 |

|      |   |   |
|------|---|---|
| 表 1: | 2022 年收入 1289.98 亿元, 同比增长 60.03%; 归母净利润 148.12 亿元, 同比增长 63.02% (单位: 亿元) | 3 |
|------|---|---|

**事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年营收 1290.0 亿元, 同增 60.0%; 归母净利 148.1 亿元, 同增 63.0%; 2022Q4 营收 419.6 亿元, 同增 72.0%, 环增 14.6%; 归母净利 38.4 亿元, 同增 150.7%, 环降 14.7%。2022 年毛利率 15.38%, 同比-4.5pct, 2022Q4 毛利率 13.9%, 同比-3.8pct, 环比-0.2pct。2023Q1 营收 283.2 亿元, 同增 52.4%, 环降 32.5%; 归母净利 36.4 亿元, 同增 36.55%, 环降 5.2%。2023Q1 毛利率为 17.9%, 同降 3.4pct, 环增 4.05pct。2023Q1 业绩略低于市场预期。

**表1: 2022 年收入 1289.98 亿元, 同比增长 60.03%; 归母净利润 148.12 亿元, 同比增长 63.02% (单位: 亿元)**

| 隆基绿能     | 2022    | 2021   | 同比       | 2023Q1 | 2022Q1 | 同比       | 2022Q4 | 环比       |
|----------|---------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|----------|
| 营业收入     | 1289.98 | 806.08 | 60.03%   | 283.19 | 185.87 | 52.35%   | 419.63 | -32.51%  |
| 营业成本     | 1091.64 | 645.90 | 69.01%   | 232.47 | 146.36 | 58.83%   | 361.47 | -35.69%  |
| 毛利率      | 15.4%   | 19.9%  | -4.50pct | 17.9%  | 21.3%  | -3.35pct | 13.9%  | +4.05pct |
| 营业利润     | 166.58  | 106.56 | 56.32%   | 39.78  | 31.19  | 27.54%   | 39.67  | 0.27%    |
| 利润总额     | 164.05  | 102.32 | 60.32%   | 39.35  | 30.36  | 29.61%   | 39.03  | 0.82%    |
| 归属母公司净利润 | 148.12  | 90.86  | 63.02%   | 36.37  | 26.64  | 36.55%   | 38.36  | -5.16%   |
| 扣非归母净利润  | 144.14  | 88.26  | 63.31%   | 35.91  | 26.47  | 35.68%   | 37.60  | -4.48%   |
| 归母净利率    | 11.5%   | 11.3%  | +0.21pct | 12.8%  | 14.3%  | -1.49pct | 9.1%   | +3.70pct |
| 扣非归母净利率  | 11.2%   | 10.9%  | +0.22pct | 12.7%  | 14.2%  | -1.56pct | 9.0%   | +3.72pct |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022 年营业收入 1289.98 亿元, 同比+60.03%(亿元, %)**



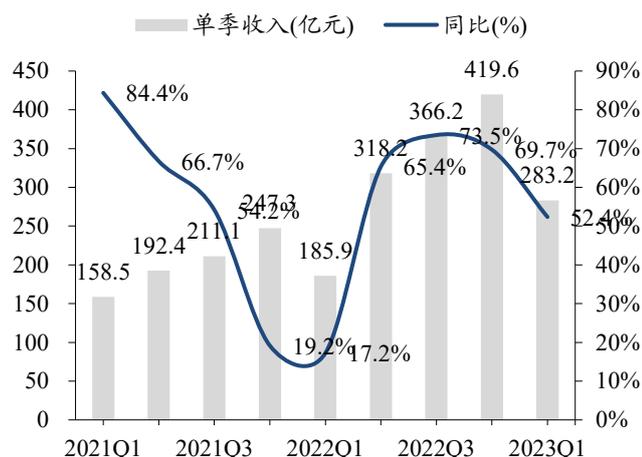
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022 年归母净利润 148.12 亿元, 同比+63.02%(亿元, %)**



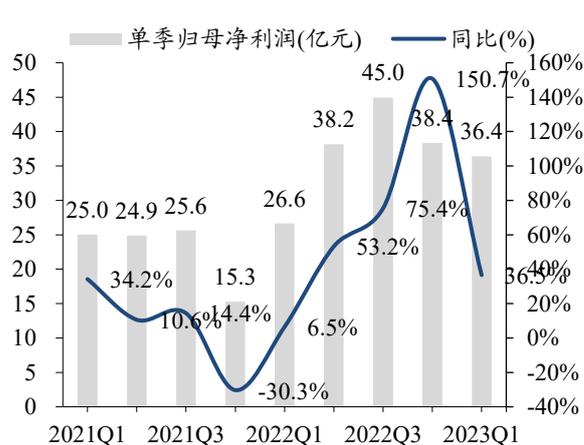
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：2023Q1 营业收入 283.2 亿元，同比+52.35% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2023Q1 归母净利润 36.4 亿元，同比+36.55% (亿元，%)



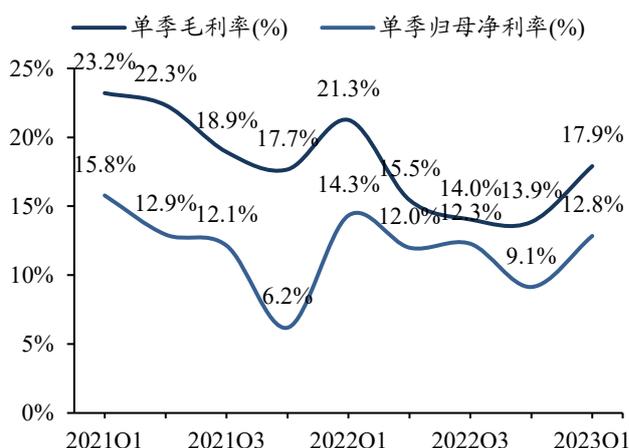
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022 年毛利率、净利率分别为 15.38%、11.48% (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023Q1 毛利率、净利率分别为 17.91%、12.84% (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**23Q1 硅片盈利承压、23Q2 将迎量利双升。**2022 年公司硅片出货 85GW，同增 21%，其中 2022Q4 出货 23GW，环比持平略增，单瓦净利约 7 分/W。2022 年组件出货约 46.7GW，同增 21%，其中 2022Q4 出货约 14GW，同增 20%/环增 8%；组件净利 0.15 元/W，其中美国出货 400MW，单瓦净利 5 毛带动盈利提升。2023Q1 硅片出货约 24GW，受低价订单影响，我们测算单瓦盈利约 5 分/W，我们预计 2023Q2 将修复至 1 毛/W+；2023Q1 组件出货约 12.5GW，受益在手高价订单，我们测算单瓦净利约 0.18 元/W，盈利稳定提升，2023Q2 随行业排产提升，我们预计出货将达 16~18GW。全年看，我们预计公司硅片出货 130GW，同增 50%+；组件出货 80GW+，同增 70%+。

**研发投入持续加大、新技术放量在即。**2022 年研发投入 71.4 亿，营收占比 5.5%，自主研发 HJT 转换效率创世界纪录 26.8%，HPBC 量产效率超 25%。HPBC 技术我们预计 2023H1 将形成西咸 29GW+泰州 4GW 产能，2023 全年出货 20-25GW，针对高端分布式市场，溢价约 3 美分。鄂尔多斯 30GW TOPCon 针对地面电站市场，我们预计 2023Q3 开始投产，到年底超 20GW 产能。同时，公司在西咸投建年产 100GW 切

片及 50GW 电池项目，我们预计将于 2024Q3 首线投产，2025 年底达产。我们预计 2023 年底硅片-电池-组件产能将达 190GW/110GW/130GW，产能持续扩张，规模优势将持续显现。

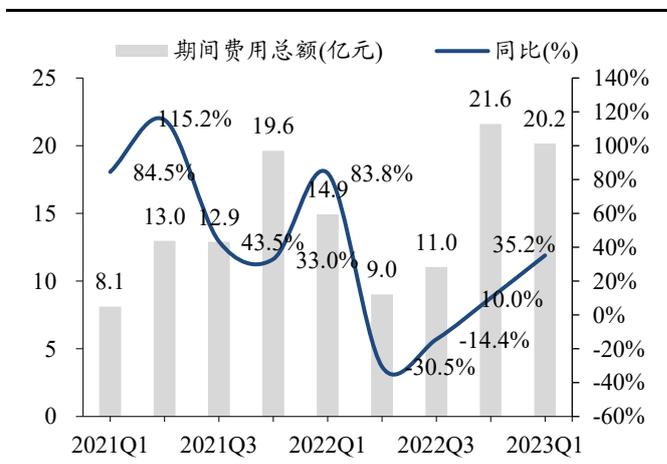
**22 年受益于汇兑收益、费用率优化。**公司 2022 年期间费用合计 56.57 亿元，同比增长 5.52%；期间费用率为 4.39%，同比下降 2.27pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 83.40%、上升 61.98%、上升 50.05%、下降 303.18%至 32.83 亿元、29.33 亿元、12.82 亿元、-18.41 亿元；费用率分别上升 0.32、上升 0.03、下降 0.07、下降 2.55 个百分点至 2.54%、2.27%、0.99%、-1.43%。公司 2023Q1 期间费用合计 20.17 亿元，同比增长 35.17%，环比下降 6.60%；期间费用率为 7.12%，同比下降 0.91pct，环比增长 1.98pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 72.79%、上升 61.01%、上升 106.42%、下降 156.96%至 7.8 亿元、9.33 亿元、4.44 亿元、-1.4 亿元；费用率同比上升 0.33、上升 0.18、上升 0.41、下降 1.82 个百分点至 2.75%、3.30%、1.57%、-0.50%。

图7：2022 年期间费用 56.57 亿元，同比+5.52%（亿元，%）



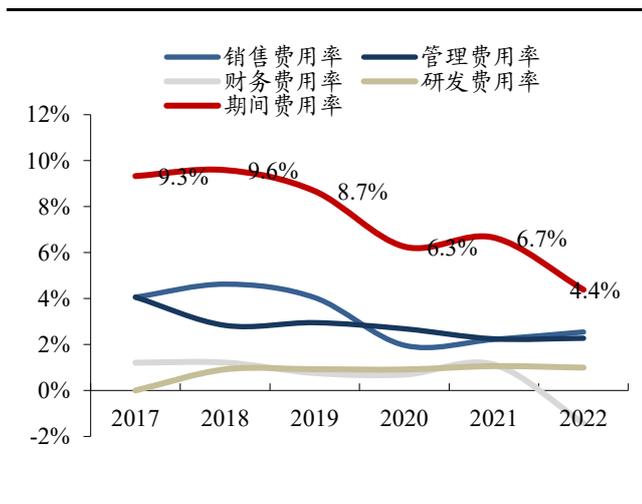
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q1 期间费用 20.17 亿元，同比+35.17%（亿元，%）



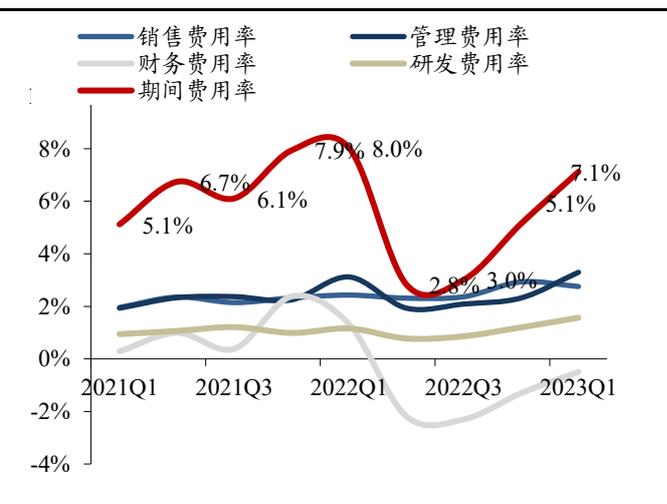
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 4.39%，同比-2.27pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

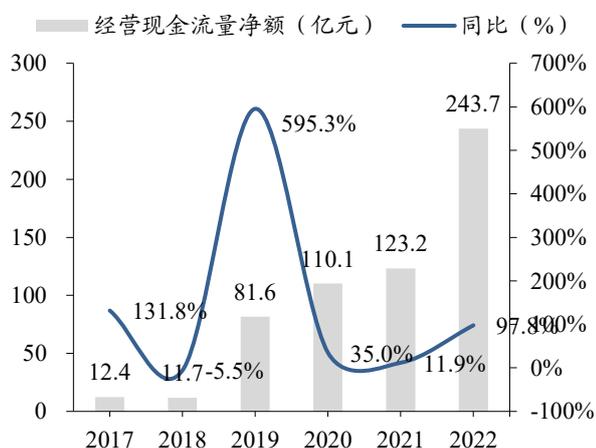
图10：2023Q1 期间费用率 7.12%，同比-0.91pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

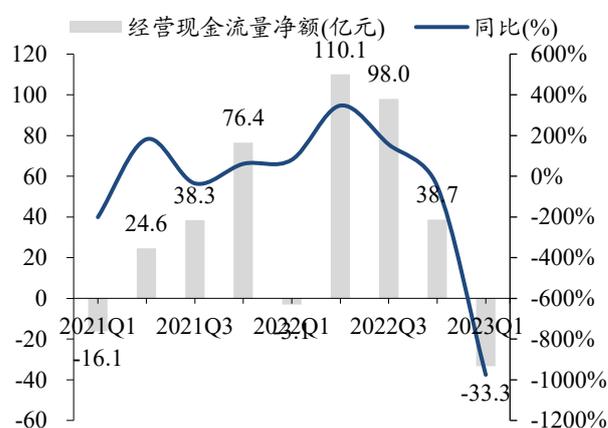
**在手订单高企，经营性现金流净额创新高：**公司 2023Q1 合同负债 156 亿，同比增长 73%，随硅料逐步投产降价，组件业务持续受益。2022 年公司经营性现金流净额 243.7 亿元，创历史新高，造血能力持续加强。2022 年期末合同负债 146.91 亿元，同比增长 97.96%。期末应收账款 90.76 亿元，同比增长 15.56%。应收账款周转天数同比下降 10.01 天至 23.62 天。期末存货 193.18 亿元，同比上升 37.02%。存货周转天数同比下降 18.1 天至 58.78 天。2023Q1 经营活动现金流量净流出 33.26 亿元，同比下降 975.64%，环比下降 185.96%。销售商品取得现金 204.51 亿元，同比增长 42.81%，环比下降 29.33%。期末合同负债 156.04 亿元，同比增长 72.78%，环比增长 6.21%。期末应收账款 108.56 亿元，同比增长 81.05%，环比增长 19.61%。应收账款周转天数同比下降 1.84 天至 31.67 天。期末存货 225.41 亿元，同比上升 4.49%，环比增长 16.69%。存货周转天数同比下降 29.96 天至 85.28 天。

图 11：2022 年经营活动现金净流入 243.7 亿元（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：2023Q1 经营活动现金净流出-33.26 亿元（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级：**基于光伏行业竞争加剧，我们略微下调公司 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 185/228/276 亿元（前值为 191/230 亿元），同比 +25%/+23%/+21%。基于公司光伏一体化组件龙头地位，我们给予公司 2023 年 20xPE，目标价 48.8 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

隆基绿能三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |                |                |                |                | 利润表(百万元)        |                |                |                |                |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |                 | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| <b>流动资产</b>      | <b>90,817</b>  | <b>152,917</b> | <b>177,477</b> | <b>223,471</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>128,998</b> | <b>156,142</b> | <b>195,500</b> | <b>221,013</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 54,372         | 80,626         | 95,981         | 127,002        | 营业成本(含金融类)      | 109,164        | 126,880        | 160,249        | 178,243        |
| 经营性应收款项          | 14,081         | 30,456         | 38,589         | 43,233         | 税金及附加           | 656            | 781            | 977            | 1,105          |
| 存货               | 19,318         | 36,847         | 37,448         | 46,708         | 销售费用            | 3,283          | 4,060          | 4,203          | 4,752          |
| 合同资产             | 1,324          | 2,592          | 2,626          | 3,319          | 管理费用            | 2,933          | 3,982          | 4,496          | 5,083          |
| 其他流动资产           | 1,722          | 2,396          | 2,833          | 3,209          | 研发费用            | 1,282          | 1,561          | 1,564          | 1,768          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>48,739</b>  | <b>52,143</b>  | <b>57,450</b>  | <b>61,580</b>  | 财务费用            | -1,841         | 126            | 60             | -142           |
| 长期股权投资           | 9,698          | 12,698         | 16,835         | 20,403         | 加:其他收益          | 463            | 546            | 684            | 663            |
| 固定资产及使用权资产       | 27,804         | 27,092         | 26,513         | 25,756         | 投资净收益           | 4,931          | 3,123          | 1,564          | 1,105          |
| 在建工程             | 5,368          | 6,509          | 8,222          | 9,534          | 公允价值变动          | 116            | 0              | 0              | 0              |
| 无形资产             | 566            | 550            | 600            | 618            | 减值损失            | -2,356         | -723           | -167           | -430           |
| 商誉               | 176            | 176            | 176            | 176            | 资产处置收益          | -18            | 0              | 0              | 0              |
| 长期待摊费用           | 1,143          | 1,143          | 1,143          | 1,143          | <b>营业利润</b>     | <b>16,658</b>  | <b>21,699</b>  | <b>26,030</b>  | <b>31,540</b>  |
| 其他非流动资产          | 3,983          | 3,974          | 3,961          | 3,949          | 营业外净收支          | -253           | -87            | 4              | 3              |
| <b>资产总计</b>      | <b>139,556</b> | <b>205,060</b> | <b>234,927</b> | <b>285,050</b> | <b>利润总额</b>     | <b>16,405</b>  | <b>21,612</b>  | <b>26,034</b>  | <b>31,544</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>60,529</b>  | <b>101,694</b> | <b>108,131</b> | <b>129,865</b> | 减:所得税           | 1,642          | 2,485          | 2,603          | 3,154          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 758            | 3,679          | 2,378          | 2,208          | <b>净利润</b>      | <b>14,763</b>  | <b>19,127</b>  | <b>23,430</b>  | <b>28,389</b>  |
| 经营性应付款项          | 33,588         | 61,931         | 63,762         | 78,962         | 减:少数股东损益        | -49            | 612            | 590            | 778            |
| 合同负债             | 14,691         | 15,226         | 20,398         | 22,039         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>14,812</b>  | <b>18,515</b>  | <b>22,840</b>  | <b>27,611</b>  |
| 其他流动负债           | 11,493         | 20,858         | 21,593         | 26,656         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.95           | 2.44           | 3.01           | 3.64           |
| 非流动负债            | 16,772         | 20,891         | 20,891         | 20,891         | EBIT            | 11,680         | 18,879         | 24,009         | 30,061         |
| 长期借款             | 2,912          | 4,344          | 4,344          | 4,344          | EBITDA          | 15,368         | 22,358         | 26,805         | 33,423         |
| 应付债券             | 6,614          | 6,614          | 6,614          | 6,614          | 毛利率(%)          | 15.38          | 18.74          | 18.03          | 19.35          |
| 租赁负债             | 2,888          | 5,575          | 5,575          | 5,575          | 归母净利率(%)        | 11.48          | 11.86          | 11.68          | 12.49          |
| 其他非流动负债          | 4,358          | 4,358          | 4,358          | 4,358          | 收入增长率(%)        | 60.03          | 21.04          | 25.21          | 13.05          |
| <b>负债合计</b>      | <b>77,301</b>  | <b>122,585</b> | <b>129,022</b> | <b>150,756</b> | 归母净利润增长率(%)     | 63.02          | 25.00          | 23.36          | 20.89          |
| 归属母公司股东权益        | 62,147         | 81,755         | 104,595        | 132,206        |                 |                |                |                |                |
| 少数股东权益           | 108            | 720            | 1,310          | 2,088          |                 |                |                |                |                |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>62,254</b>  | <b>82,475</b>  | <b>105,905</b> | <b>134,294</b> |                 |                |                |                |                |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>139,556</b> | <b>205,060</b> | <b>234,927</b> | <b>285,050</b> |                 |                |                |                |                |

| 现金流量表(百万元) |        |        |        |        | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |                | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流    | 24,370 | 23,459 | 24,280 | 38,890 | 每股净资产(元)       | 8.12  | 8.86  | 11.34 | 14.33 |
| 投资活动现金流    | -5,051 | -4,596 | -6,738 | -6,859 | 最新发行在外股份(百万股)  | 7,582 | 7,582 | 7,582 | 7,582 |
| 筹资活动现金流    | 4,300  | 7,390  | -2,187 | -1,011 | ROIC(%)        | 15.96 | 18.76 | 19.00 | 19.47 |
| 现金净增加额     | 24,620 | 26,254 | 15,356 | 31,020 | ROE-摊薄(%)      | 23.83 | 22.65 | 21.84 | 20.89 |
| 折旧和摊销      | 3,688  | 3,479  | 2,796  | 3,362  | 资产负债率(%)       | 55.39 | 59.78 | 54.92 | 52.89 |
| 资本开支       | -4,728 | -4,720 | -4,167 | -4,398 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 18.41 | 14.73 | 11.94 | 9.88  |
| 营运资本变动     | 8,826  | -6,268 | -1,729 | 2,288  | P/B(现价)        | 4.43  | 4.06  | 3.17  | 2.51  |

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>

