

# 通威股份 (600438)

## 2023 年中报点评: 硅料盈利逐渐下行, N 型电池加速投产

买入 (维持)

2023 年 08 月 22 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

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	142,423	159,292	166,950	205,007
同比	120%	12%	5%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	25,726	19,568	14,018	18,425
同比	217%	-24%	-28%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.71	4.35	3.11	4.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	5.54	7.28	10.17	7.74

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 半年报, 2023H1 营收 741 亿元, 同增 22.8%; 归母净利 133 亿元, 同增 8.6%; 扣非净利 126 亿元, 同增 1.0%。其中 2023Q2 营收 408 亿元, 同环增 14.5%/22.8%; 归母净利 46.7 亿元, 同环降 34%/46%; 扣非净利 41.2 亿元, 同环降 44%/52%; 业绩符合预期。
- **产能持续扩张, 盈利逐渐下行。** 公司 2023H1 硅料销量 17.77 万吨 (权益约 13-14 万吨, 同增约 48%), 同增 64%, 国内市占率达 30%。2023Q2 出货约 9.5-10 万吨 (权益约 7-8 万吨), 我们测算单吨净利约 5 万, 盈利逐渐下降, 生产成本已降至 4 万/吨以内。乐山三期 12 万吨已于 8 月进入试运行, 目前已形成产能超 42 万吨, 后续随保山、包头逐步投产, 2024-2026 年将扩至 80-100 万吨; 同时公司布局 30+40 万吨工业硅项目, 一期拟于 2024 年底前投产, 硅粉自供进一步降本。2023 年我们预计公司硅料出货 30 万吨+ (权益 25-26 万吨), 2024 年权益出货 40 万吨; 公司硅料成本位于行业优势地位, 龙头地位稳固。
- **N 型加速投产, 技术储备充足。** 公司 2023H1 电池销量 35.87GW, 同增 65%; 2023Q2 出货 19GW+, 我们测算单瓦净利约 7 分, 其中 TOPCon 约 2GW, 我们预计 2023Q3 出货持平略增。公司 TNC 电池加速扩产, 当前效率达 25.7% (未叠加 SE), 良率超 98%, 随彭山一期 16GW 投产, 当前 TNC 产能 25GW; 后续规划双流 25GW+眉山 16GW 项目, 我们预计将于 2024H1 建成投产, 届时产能规模将达 66GW, 跃升行业前列。同时公司公告峨眉山+乐山各 16GW 拉棒/切片/电池扩产, 一体化降低成本, 新技术持续扩张。公司技术储备充足, HJT 已完成双面纳米晶开发, 最高效率达 26.49%, 210 组件功率达 743.68W; HJT 铜互连技术取得重要突破。此外, P 型 TBC/N 型 TBC 研发效率达 25.18%/26.11%, 钙钛矿/硅叠层电池效率达 31.13%。全年看, 我们预计公司电池出货 70GW+, 其中 TNC 约 10GW, 带动盈利能力结构性提升!
- **组件高速增长, 龙头持续成长。** 公司 2023H1 组件销量 8.96GW, 超过 2022 全年销量; 其中 2023Q2 出货约 5GW+, 增长迅速。随盐城 25GW+金堂 16GW 投产, 目前组件产能已达 55GW, 我们预计年底硅料/硅片/电池/组件一体化产能达 42 万吨+/15/90/80GW。全年看, 我们预计公司组件出货可达 30GW, 2024 年进一步提升至 50GW+。组件业务持续增长, 贡献进一步成长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 基于产业链价格下行, 我们下调 2024/25 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 196/140/184 亿元 (前值 2024/25 年为 175/186 亿元), 同比-24%/-28%/+31%, 基于公司硅料龙头地位, 我们给予公司 2024 年 15xPE, 对应目标价 47 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	31.66
一年最低/最高价	31.02/62.70
市净率(倍)	2.41
流通 A 股市值(百万元)	142,532.30
总市值(百万元)	142,532.30

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.15
资产负债率(% ,LF)	53.16
总股本(百万股)	4,501.97
流通 A 股(百万股)	4,501.97

### 相关研究

《通威股份(600438): 2022 年 &2023Q1 业绩点评: 硅料量利双超, 电池技术持续迭代》

2023-04-25

《通威股份(600438): 2023 年 1 季度业绩预告点评: Q1 硅料量利双超, 新技术电池放量在即》

2023-04-09

## 图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 740.68 亿元, 同比+22.75% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 132.7 亿元, 同比+8.56% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 408.24 亿元, 同比+14.50%, 环比+22.80% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 46.69 亿元, 同比-33.58%, 环比-45.72% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、净利率分别为 34.14%、17.92% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、净利率分别为 26.81%、11.44% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 37.21 亿元, 同比+12.92% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 22.06 亿元, 同比+17.20%, 环比+45.63% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 5.02%, 同比-0.44pct (%)	6
图 10:	2023Q2 期间费用率 5.40%, 同比+0.12pct, 环比+0.85pct (%)	6
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 189.11 亿元, 同比+85.63%, 环比+742.17% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 67.28 亿元, 同比+48.08%, 环比+26.96% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 102.95 亿元, 同比+34.46%, 环比-27.56% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q2 期末应收账款 56.46 亿元, 同比+27.21%, 环比+10.30% (亿元, %)	7
表 1:	2023H1 收入 740.68 亿元, 同比增长 22.75%; 归母净利润 132.7 亿元, 同比增长 8.56% (单位: 亿元)	3

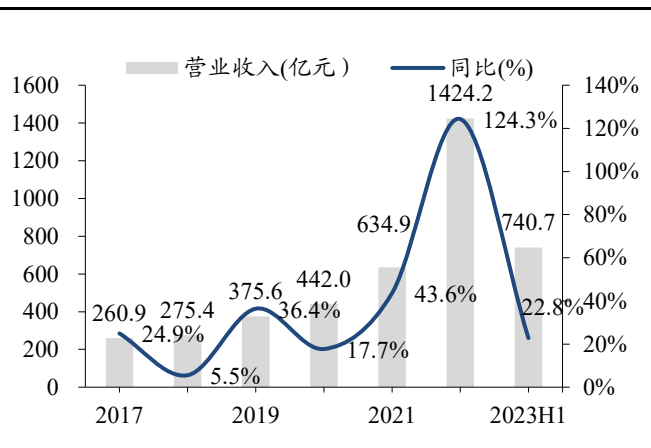
**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 740.68 亿元, 同比增长 22.75%; 实现利润总额 203.75 亿元, 同比增长 21.28%; 实现归属母公司净利润 132.7 亿元, 同比增长 8.56%; 实现扣非归母净利润 126.2 亿元, 同比增长 1.02%。2023H1 毛利率为 34.14%, 同比下降 0.92pct, 2023H1 归母净利率为 17.92%, 同比下降 2.34pct; 2023H1 扣非归母净利率 17.04%, 同比下降 3.67pct。2023Q2 实现营业收入 408.24 亿元, 同比增长 14.50%, 环比增长 22.80%; 实现利润总额 77.06 亿元, 同比下降 22.40%, 环比下降 39.18%; 实现归属母公司净利润 46.69 亿元, 同比下降 33.58%, 环比下降 45.72%; 实现扣非归母净利润 41.16 亿元, 同比下降 44.06%, 环比下降 51.60%。2023Q2 毛利率为 26.81%, 同比下降 8.91pct, 环比下降 16.34pct; 2023Q2 归母净利率为 11.44%, 同比下降 8.28pct, 环比下降 14.44pct; 2023Q2 扣非归母净利率 10.08%, 同比下降 10.55pct, 环比下降 15.50pct。

**表1: 2023H1 收入 740.68 亿元, 同比增长 22.75%; 归母净利润 132.7 亿元, 同比增长 8.56% (单位: 亿元)**

通威股份	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	740.68	603.39	22.75%	408.24	356.54	14.50%	332.45	22.80%
营业成本	487.81	391.85	24.49%	298.80	229.20	30.37%	189.01	58.09%
毛利率	34.1%	35.1%	-0.92pct	26.8%	35.7%	-8.91pct	43.1%	-16.34pct
营业利润	203.90	172.60	18.13%	77.19	103.81	-25.64%	126.71	-39.08%
利润总额	203.75	168.01	21.28%	77.06	99.29	-22.40%	126.69	-39.18%
归属母公司净利润	132.70	122.24	8.56%	46.69	70.29	-33.58%	86.01	-45.72%
扣非归母净利润	126.20	124.93	1.02%	41.16	73.58	-44.06%	85.04	-51.60%
归母净利率	17.9%	20.3%	-2.34pct	11.4%	19.7%	-8.28pct	25.9%	-14.44pct
扣非归母净利率	17.0%	20.7%	-3.67pct	10.1%	20.6%	-10.55pct	25.6%	-15.50pct
股本	45.02	45.02	-	45.02	45.02	-	45.02	-

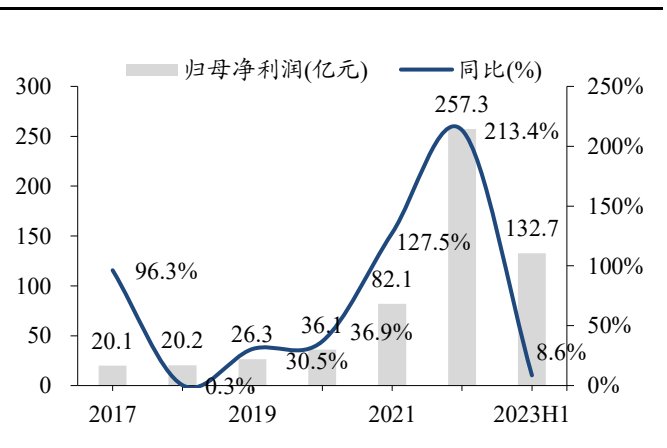
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2023H1 营业收入 740.68 亿元, 同比+22.75% (亿元, %)**



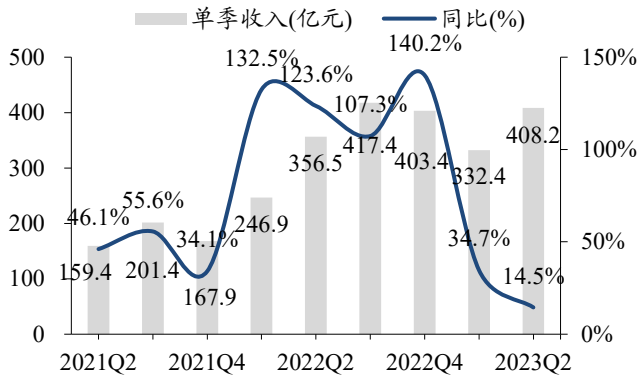
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2023H1 归母净利润 132.7 亿元, 同比+8.56% (亿元, %)**



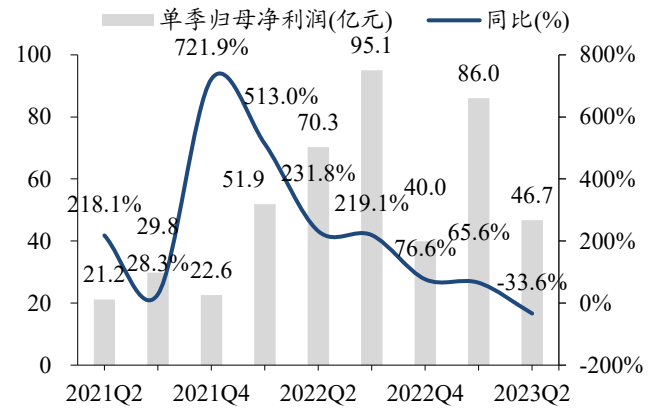
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 408.24 亿元, 同比+14.50%, 环比+22.80% (亿元, %)



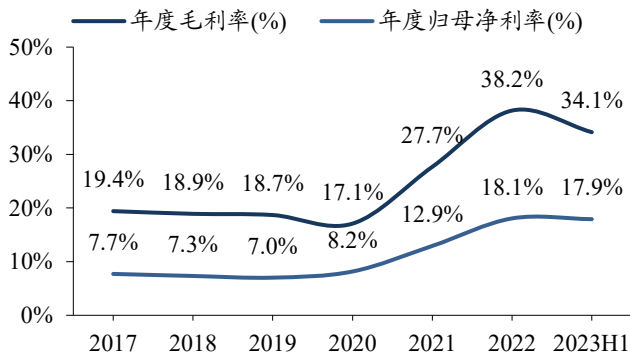
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 46.69 亿元, 同比-33.58%, 环比-45.72% (亿元, %)



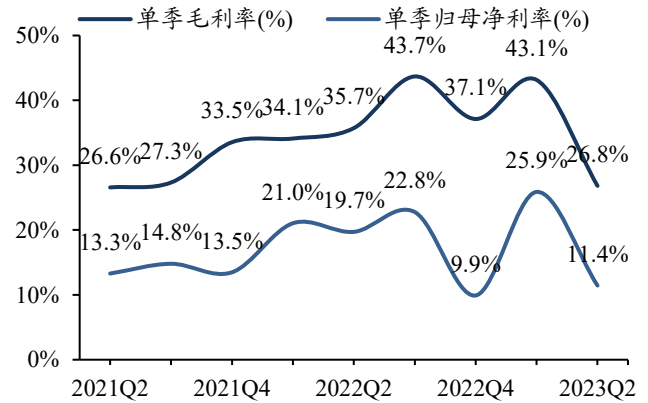
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 34.14%、17.92% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 26.81%、11.44% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**产能持续扩张, 盈利逐渐下行。**公司 2023H1 硅料销量 17.77 万吨 (权益约 13-14 万吨, 同增约 48%), 同增 64%, 国内市占率达 30%。2023Q2 出货约 9.5-10 万吨 (权益约 7-8 万吨), 我们测算单吨净利约 5 万, 盈利逐渐下降, 生产成本已降至 4 万/吨以内。乐山三期 12 万吨已于 8 月进入试运行, 目前已形成产能超 42 万吨, 后续随保山、包头逐步投产, 2024-2026 年将扩至 80-100 万吨; 同时公司布局 30+40 万吨工业硅项目, 一期拟于 2024 年底前投产, 硅粉自供进一步降本。2023 年我们预计公司硅料出货 30 万吨+ (权益 25-26 万吨), 2024 年权益出货 40 万吨; 公司硅料成本位于行业优势地位, 龙头地位稳固。

**N 型加速投产, 技术储备充足。**公司 2023H1 电池销量 35.87GW, 同增 65%; 2023Q2 出货 19GW+, 我们测算单瓦净利约 7 分, 其中 TOPCon 约 2GW, 我们预计 2023Q3 出

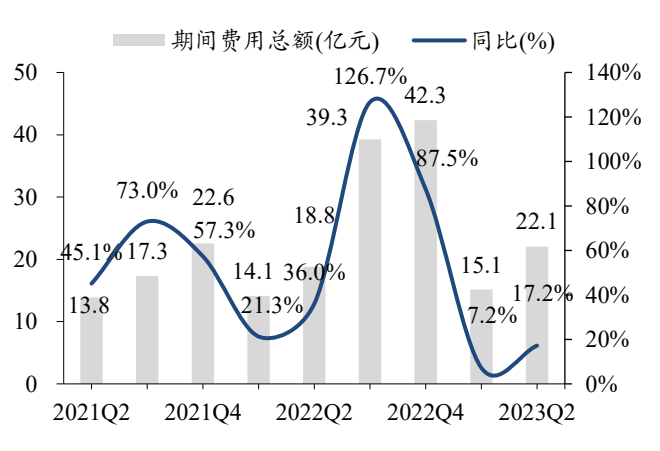
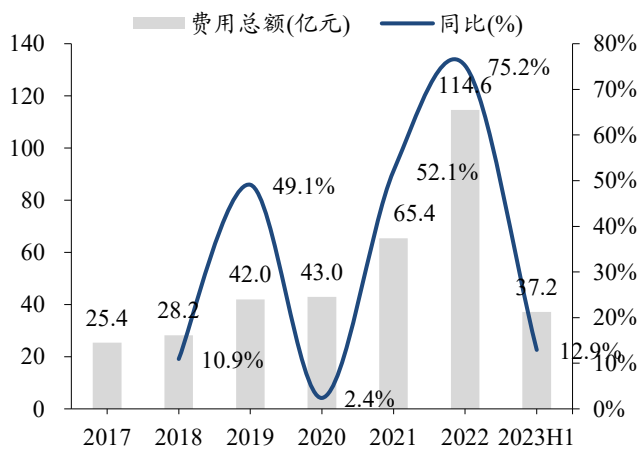
货持平略增。公司 TNC 电池加速扩产，当前效率达 25.7%(未叠加 SE)，良率超 98%，随彭山一期 16GW 投产，当前 TNC 产能 25GW；后续规划双流 25GW+眉山 16GW 项目，我们预计将于 2024H1 建成投产，届时产能规模将达 66GW，跃升行业前列。同时公司公告峨眉山+乐山各 16GW 拉棒/切片/电池扩产，一体化降低成本，新技术持续扩张。公司技术储备充足，HJT 已完成双面纳米晶开发，最高效率达 26.49%，210 组件功率达 743.68W；HJT 铜互连技术取得重要突破。此外，P 型 TBC/N 型 TBC 研发效率达 25.18%/26.11%，钙钛矿/硅叠层电池效率达 31.13%。全年看，我们预计公司电池出货 70GW+，其中 TNC 约 10GW，带动盈利能力结构性提升！

**组件高速增长，龙头持续成长。**公司 2023H1 组件销量 8.96GW，超过 2022 全年销量；其中 2023Q2 出货约 5GW+，增长迅速。随盐城 25GW+金堂 16GW 投产，目前组件产能已达 55GW，我们预计年底硅料/硅片/电池/组件一体化产能达 42 万吨+/15/90/80GW。全年看，我们预计公司组件出货可达 30GW，2024 年进一步提升至 50GW+。组件业务持续增长，贡献进一步成长空间。

**组件业务扩大增加质量保证金计提，Q2 销售费用上涨。**公司 2023H1 期间费用合计 37.21 亿元，同比增长 12.92%；期间费用率为 5.02%，同比下降 0.44pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 59.34%、上升 31.35%、上升 0.40%、下降 62.50%至 7.84 亿元、20.56 亿元、6.65 亿元、2.16 亿元；费用率分别上升 0.24、上升 0.18、下降 0.66、下降 0.2 个百分点至 1.06%、2.78%、0.29%、0.90%。公司 2023Q2 期间费用合计 22.06 亿元，同比增长 17.20%，环比增长 45.63%；期间费用率为 5.40%，同比增长 0.12pct，环比增长 0.85pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 81.96%、上升 46.03%、下降 19.29%、下降 73.44%至 5.06 亿元、12.46 亿元、3.8 亿元、0.75 亿元；费用率分别同比上升 0.46、上升 0.66、下降 0.39、下降 0.6 个百分点至 1.24%、3.05%、0.93%、0.18%。

图7: 2023H1 期间费用 37.21 亿元，同比+12.92% (亿元，%)

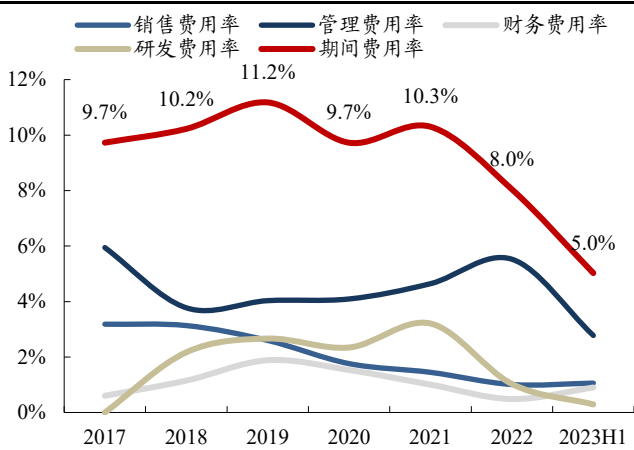
图8: 2023Q2 期间费用 22.06 亿元，同比+17.20%，环比+45.63% (亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

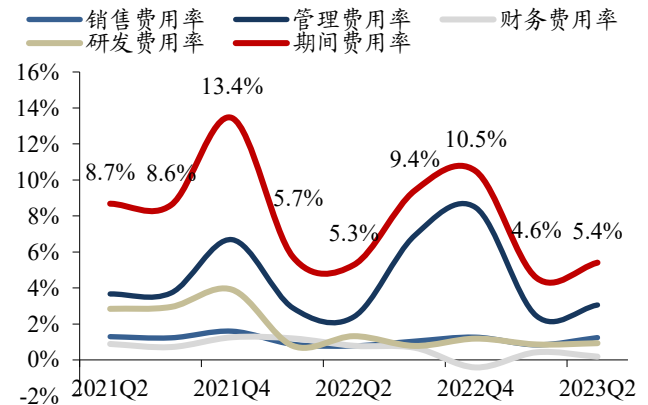
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 5.02%，同比-0.44pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

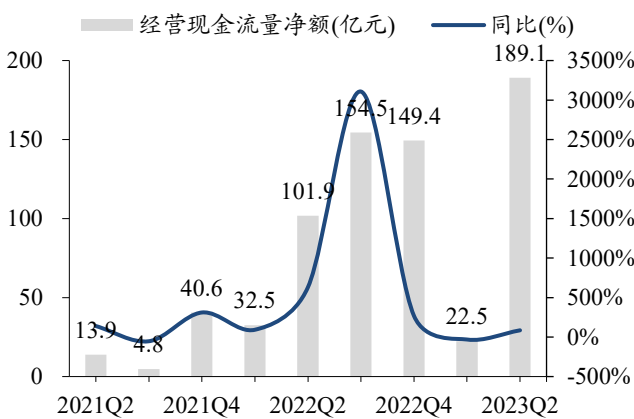
图10: 2023Q2 期间费用率 5.40%，同比+0.12pct, 环比+0.85pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

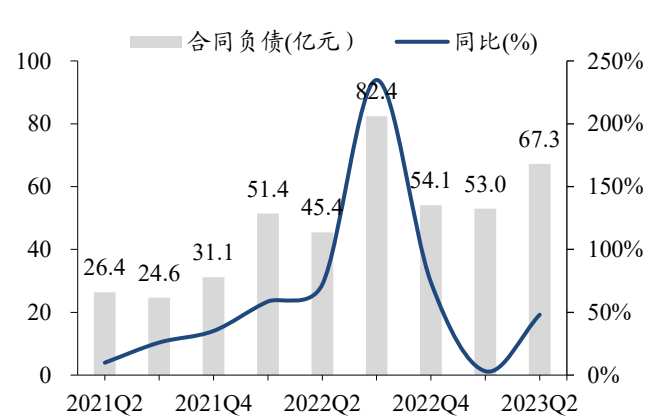
**现金流充沛，存货环比下降。** 2023H1 经营活动现金流量净流入 211.56 亿元，同比增长 57.46%。销售商品取得现金 863.65 亿元，同比增长 48.56%。期末合同负债 67.28 亿元，同比增长 48.08%。期末应收账款 56.46 亿元，同比增长 27.21%。应收账款周转天数同比上升 1.36 天至 12.33 天。期末存货 102.95 亿元，同比上升 34.46%。存货周转天数同比上升 7.45 天至 41.43 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 189.11 亿元，同比增长 85.63%，环比增长 742.17%。销售商品取得现金 538.8 亿元，同比增长 52.07%，环比增长 65.86%。期末合同负债 67.28 亿元，同比增长 48.08%，环比增长 26.96%。期末应收账款 56.46 亿元，同比增长 27.21%，环比增长 10.30%。应收账款周转天数同比上升 1.36 天至 12.33 天。期末存货 102.95 亿元，同比上升 34.46%，环比下降 27.56%。存货周转天数同比上升 7.45 天至 41.43 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 189.11 亿元，同比+85.63%，环比+742.17% (亿元，%)



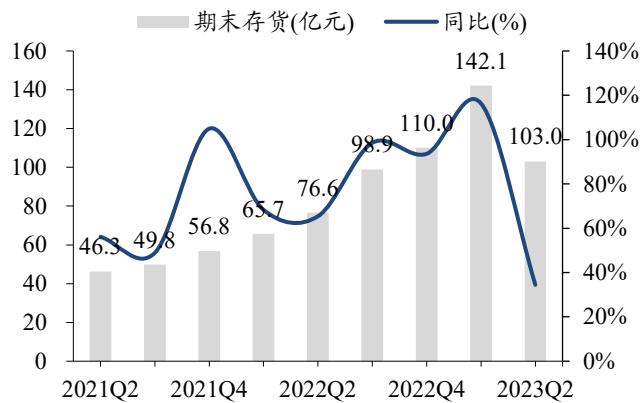
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 67.28 亿元，同比+48.08%，环比+26.96% (亿元，%)



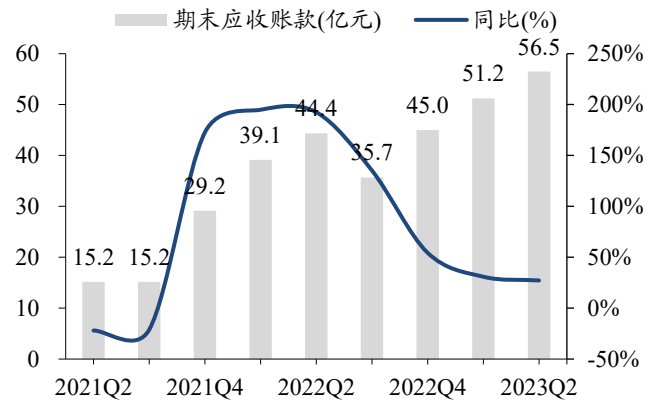
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 102.95 亿元, 同比+34.46%, 环比-27.56% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 56.46 亿元, 同比+27.21%, 环比+10.30% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于产业链价格下行, 我们下调 2024/25 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 196/140/184 亿元 (前值 2024/25 年为 175/186 亿元), 同比-24%/-28%/+31%, 基于公司硅料龙头地位, 我们给予公司 2024 年 15xPE, 对应目标价 47 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

## 通威股份三大财务预测表

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>75,511</b>	<b>107,985</b>	<b>118,643</b>	<b>139,384</b>	<b>营业总收入</b>	<b>142,423</b>	<b>159,292</b>	<b>166,950</b>	<b>205,007</b>
货币资金及交易性金融资产	41,140	67,571	74,392	84,916	营业成本(含金融类)	88,060	116,876	135,584	166,262
经营性应收款项	21,506	24,234	25,656	31,523	税金及附加	911	1,035	918	1,128
存货	11,003	14,203	16,541	20,374	销售费用	1,435	1,752	1,670	1,948
合同资产	598	669	701	861	管理费用	7,868	6,850	6,595	7,934
其他流动资产	1,264	1,308	1,353	1,710	研发费用	1,464	1,593	1,836	2,050
<b>非流动资产</b>	<b>69,733</b>	<b>77,048</b>	<b>88,282</b>	<b>97,019</b>	财务费用	689	1,358	1,662	1,557
长期股权投资	391	391	391	391	加:其他收益	397	637	751	820
固定资产及使用权资产	57,355	58,649	64,198	67,386	投资净收益	(421)	127	134	205
在建工程	3,997	9,919	15,604	21,153	公允价值变动	(36)	0	0	0
无形资产	2,456	2,556	2,556	2,556	减值损失	(2,348)	(2,924)	(1,058)	(1,002)
商誉	603	603	603	603	资产处置收益	(13)	(16)	(17)	(21)
长期待摊费用	360	360	360	360	<b>营业利润</b>	<b>39,574</b>	<b>27,654</b>	<b>18,496</b>	<b>24,132</b>
其他非流动资产	4,571	4,571	4,571	4,571	营业外净收支	(1,235)	(570)	(570)	(570)
<b>资产总计</b>	<b>145,244</b>	<b>185,033</b>	<b>206,925</b>	<b>236,403</b>	<b>利润总额</b>	<b>38,339</b>	<b>27,084</b>	<b>17,926</b>	<b>23,562</b>
<b>流动负债</b>	<b>36,357</b>	<b>46,626</b>	<b>53,280</b>	<b>64,731</b>	减:所得税	5,966	4,063	2,689	3,534
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,300	2,212	2,212	2,212	<b>净利润</b>	<b>32,373</b>	<b>23,021</b>	<b>15,237</b>	<b>20,028</b>
经营性应付款项	19,906	26,412	30,635	37,567	减:少数股东损益	6,646	3,453	1,219	1,602
合同负债	5,406	7,175	8,323	10,207	<b>归属母公司净利润</b>	<b>25,726</b>	<b>19,568</b>	<b>14,018</b>	<b>18,425</b>
其他流动负债	8,746	10,827	12,109	14,745	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	4.35	3.11	4.09
非流动负债	35,641	41,141	41,141	39,141	EBIT	42,477	31,187	20,348	25,686
长期借款	15,409	20,909	20,909	18,909	EBITDA	48,058	39,047	29,532	36,090
应付债券	10,277	10,277	10,277	10,277	毛利率(%)	38.17	26.63	18.79	18.90
租赁负债	2,907	2,907	2,907	2,907	归母净利率(%)	18.06	12.28	8.40	8.99
其他非流动负债	7,048	7,048	7,048	7,048	收入增长率(%)	119.69	11.84	4.81	22.80
<b>负债合计</b>	<b>71,999</b>	<b>87,767</b>	<b>94,421</b>	<b>103,872</b>	归母净利润增长率(%)	217.25	(23.94)	(28.36)	31.44
归属母公司股东权益	60,797	81,365	95,383	113,809					
少数股东权益	12,448	15,901	17,120	18,722					
<b>所有者权益合计</b>	<b>73,245</b>	<b>97,266</b>	<b>112,503</b>	<b>132,531</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>145,244</b>	<b>185,033</b>	<b>206,925</b>	<b>236,403</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	43,818	39,573	29,908	34,163	每股净资产(元)	13.07	17.64	20.75	24.84
投资活动现金流	(20,806)	(17,027)	(21,429)	(20,029)	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	9,246	3,886	(1,659)	(3,610)	ROIC(%)	43.83	22.30	12.25	13.83
现金净增加额	32,291	26,431	6,821	10,524	ROE-摊薄(%)	42.32	24.05	14.70	16.19
折旧和摊销	5,581	7,860	9,184	10,404	资产负债率(%)	49.57	47.43	45.63	43.94
资本开支	(15,185)	(17,155)	(21,562)	(20,234)	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.54	7.28	10.17	7.74
营运资本变动	1,192	1,746	1,080	(1,545)	P/B(现价)	2.42	1.80	1.53	1.27

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>