

钧达股份 (002865)

2023 年中报点评：产能技术双领先，受益 N 型盈利高增

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyan@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 11,595 | 22,230 | 24,131 | 28,217 |
| 同比 | 305% | 92% | 9% | 17% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 717 | 2,501 | 3,326 | 3,822 |
| 同比 | 501% | 249% | 33% | 15% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 3.15 | 11.00 | 14.63 | 16.81 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 32.74 | 9.38 | 7.06 | 6.14 |

关键词：#业绩符合预期 #产能扩张

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年中报，2023H1 营收 94.21 亿元，同增 112.83%；归母净利 9.56 亿元，同增 250.23%；扣非净利 9.33 亿元，同增 1470.75%。2023Q2 营收 54.54 亿元，同增 128.17%/环增 37.47%；归母净利 6.02 亿元，同增 139.48%/环增 69.93%；扣非净利 5.89 亿元，同增 1457.89%/环增 71.11%。2023Q2 扣非后归母净利率 10.8%，同增 9.22pct/环增 2.12pct。业绩符合预期。
- **N 型持续放量，盈利能力坚挺。**公司 2023H1 电池出货 11.4GW (P 型 4.84GW, N 型 6.56GW)，同增 181%；其中 TOPCon 占比 57%+，出货行业排名第一。2023Q2 出货 6.59GW，环增 37%；其中 PERC/TOPCon 出货 2.53GW/4.06GW，环增 9.52%/62.4%；测算 PERC/TOPCon 单瓦净利约 0.6/0.12 元(环比持平/环增 3 分)，N 型超额盈利持续显现。2023Q3 硅料价格回落至底部区间，电池盈利有望保持坚挺；N 型淮安一期已于 2023Q2 末满产，公司预计 Q3 开始放量，TOPCon 出货或达 7GW+。展望 23 年全年，公司预计电池出货约 32-33GW，其中 TOPCon 约 23GW，占比达 70%+，N 型产能技术行业领先。
- **产能落地加速，技术持续突破！**公司 N 型扩产速度行业领先，滁州 18GW+淮安一期 13GW 已满产，淮安二期 13GW 已于近期首片下线，公司预计 2023 年底满产，届时 N 型产能提升至 44GW，占比达 82%+！公司研发技术行业领先，降本增效进展喜人：1) 增效：目前 TOPCon 量产已导入 SE，量产效率达 25.5%以上、实验室测试效率达 26.21%；目标年底量产达 25.8%；2) 降本：量产已导入 LP 双插技术，目前良率持平 PERC、银耗约 100mg/片。3) 尺寸：公司积极探索大尺寸化，率先推出 210 尺寸 TOPCon 电池。降本增效持续迭代，技术领跑行业。
- **销售规模大幅提升，合同负债高增。**公司 2023Q2 期间费用 2.49 亿元，同/环增 113%/46%，主要系业务扩张，职工薪酬及股份支付增加所致。经营活动产生的现金流量净流出 3.03 亿元，同/环降 268%/639%，因公司销售以票据收款为主，期末在手承兑汇票 28 亿元+。期末合同负债 4.92 亿元，同/环增 375%/14%，主要系销售规模扩大，期末预收货款增加所致。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司 N 型产能落地加速，我们维持公司盈利预测，我们维持 2023-2025 年归属于母公司净利润 25.0/33.3/38.2 亿元，同增 249%/33%/15%，基于公司光伏电池龙头地位，我们给予公司 24 年 10 倍 PE，对应目标价 146 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 103.21 |
| 一年最低/最高价 | 87.10/267.23 |
| 市净率(倍) | 4.90 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 20,084.34 |
| 总市值(百万元) | 23,455.93 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 21.07 |
| 资产负债率(% ,LF) | 74.71 |
| 总股本(百万股) | 227.26 |
| 流通 A 股(百万股) | 194.60 |

相关研究

《钧达股份(002865)：2023 年中报业绩预告点评：量升利增逐步显现，TOPCon 保持领跑》

2023-07-13

《钧达股份(002865)：2023Q1 业绩点评：N 型盈利逐步拉大，TOPCon 扩产提速》

2023-04-28

图表目录

| | | |
|-------|------------------------------------------------------------------------|---|
| 图 1: | 2023H1 营业收入 94.21 亿元, 同比+112.83% (亿元, %) | 3 |
| 图 2: | 2023H1 归母净利润 9.56 亿元, 同比+250.23% (亿元, %) | 3 |
| 图 3: | 2023Q2 营业收入 54.54 亿元, 同比+128.17%, 环比+37.47% (亿元, %) | 4 |
| 图 4: | 2023Q2 归母净利润 6.02 亿元, 同比+139.48%, 环比+69.93% (亿元, %) | 4 |
| 图 5: | 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 16.84%、10.14% (%) | 4 |
| 图 6: | 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 18.80%、11.03% (%) | 4 |
| 图 7: | 2023H1 期间费用 4.2 亿元, 同比+60.36% (亿元, %) | 5 |
| 图 8: | 2023Q2 期间费用 2.49 亿元, 同比+112.67%, 环比+45.99% (亿元, %) | 5 |
| 图 9: | 2023H1 期间费用率 4.46%, 同比-1.46pct (%) | 6 |
| 图 10: | 2023Q2 期间费用率 4.57%, 同比-0.33pct, 环比+0.27pct (%) | 6 |
| 图 11: | 2023Q2 经营活动现金净流出-3.03 亿元, 同比-267.74%, 环比-639.11% (亿元, %) | 6 |
| 图 12: | 2023Q2 期末合同负债 4.92 亿元, 同比+374.78%, 环比+13.65% (亿元, %) | 6 |
| 图 13: | 2023Q2 期末存货 6.51 亿元, 同比+117.33%, 环比-3.48% (亿元, %) | 7 |
| 图 14: | 2023Q2 期末应收账款 1.35 亿元, 同比+177.65%, 环比+81.34% (亿元, %) | 7 |
| 表 1: | 2023H1 收入 94.21 亿元, 同比增长 112.83%; 归母净利润 9.56 亿元, 同比增长 250.23% (单位: 亿元) | 3 |

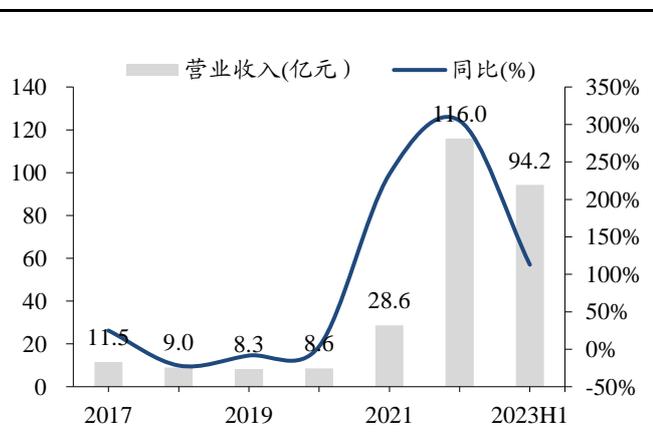
事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 94.21 亿元, 同比增长 112.83%; 实现利润总额 11.49 亿元, 同比增长 205.45%; 实现归属母公司净利润 9.56 亿元, 同比增长 250.23%; 实现扣非归母净利润 9.33 亿元, 同比增长 1470.75%。2023H1 毛利率为 16.84%, 同比上升 6.60pct, 2023H1 归母净利率为 10.14%, 同比上升 3.98pct; 2023H1 扣非归母净利率 9.90%, 同比上升 8.56pct。2023Q2 实现营业收入 54.54 亿元, 同比增长 128.17%, 环比增长 37.47%; 实现利润总额 7.56 亿元, 同比增长 134.90%, 环比增长 92.60%; 实现归属母公司净利润 6.02 亿元, 同比增长 139.48%, 环比增长 69.93%; 实现扣非归母净利润 5.89 亿元, 同比增长 1457.89%, 环比增长 71.11%。2023Q2 毛利率为 18.80%, 同比上升 8.51pct, 环比增长 4.67pct; 2023Q2 归母净利率为 11.03%, 同比上升 0.52pct, 环比增长 2.11pct; 2023Q2 扣非归母净利率 10.80%, 同比上升 9.22pct, 环比上升 2.12pct, 业绩符合预期。

表1: 2023H1 收入 94.21 亿元, 同比增长 112.83%; 归母净利润 9.56 亿元, 同比增长 250.23% (单位: 亿元)

| 钩达股份 | 2023H1 | 2022H1 | 同比 | 2023Q2 | 2022Q2 | 同比 | 2023Q1 | 环比 |
|----------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|----------|
| 营业收入 | 94.21 | 44.27 | 112.83% | 54.54 | 23.90 | 128.17% | 39.67 | 37.47% |
| 营业成本 | 78.35 | 39.73 | 97.18% | 44.28 | 21.44 | 106.52% | 34.06 | 30.00% |
| 毛利率 | 16.8% | 10.2% | +6.60pct | 18.8% | 10.3% | +8.51pct | 14.1% | +4.67pct |
| 营业利润 | 11.48 | 3.77 | 204.46% | 7.56 | 3.22 | 134.72% | 3.92 | 92.76% |
| 利润总额 | 11.49 | 3.76 | 205.45% | 7.56 | 3.22 | 134.90% | 3.93 | 92.60% |
| 归属母公司净利润 | 9.56 | 2.73 | 250.23% | 6.02 | 2.51 | 139.48% | 3.54 | 69.93% |
| 扣非归母净利润 | 9.33 | 0.59 | 1470.75% | 5.89 | 0.38 | 1457.89% | 3.44 | 71.11% |
| 归母净利率 | 10.1% | 6.2% | +3.98pct | 11.0% | 10.5% | +0.52pct | 8.9% | +2.11pct |
| 扣非归母净利率 | 9.9% | 1.3% | +8.56pct | 10.8% | 1.6% | +9.22pct | 8.7% | +2.12pct |

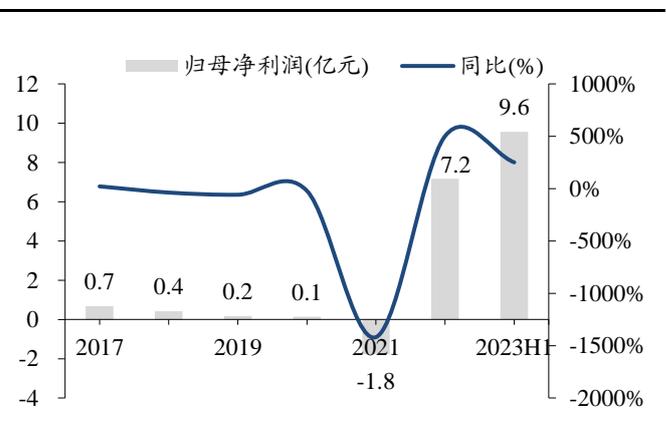
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 94.21 亿元, 同比+112.83% (亿元, %)



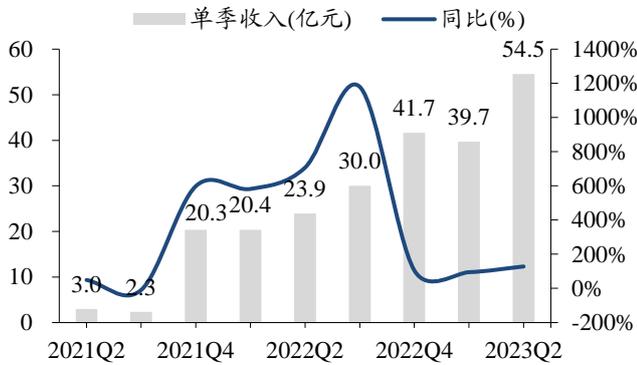
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 9.56 亿元, 同比+250.23% (亿元, %)



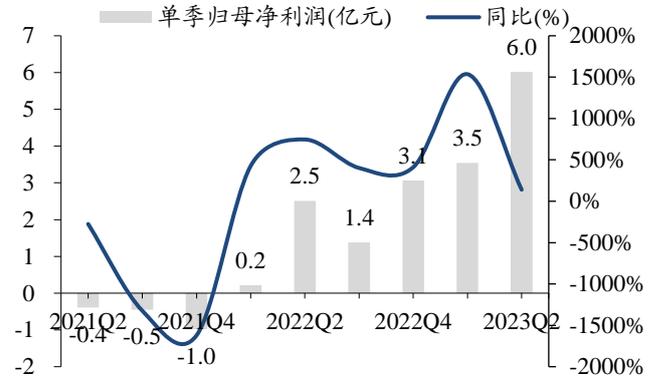
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 54.54 亿元, 同比+128.17%, 环比+37.47% (亿元, %)



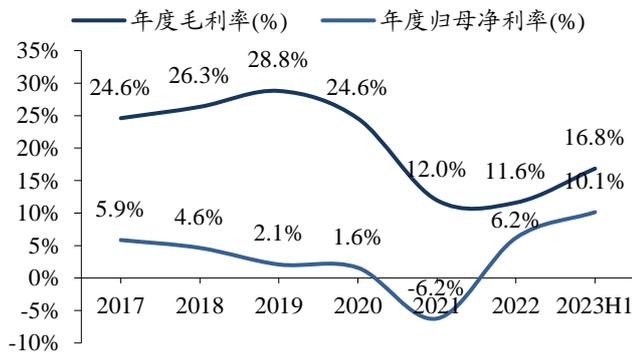
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 6.02 亿元, 同比+139.48%, 环比+69.93% (亿元, %)



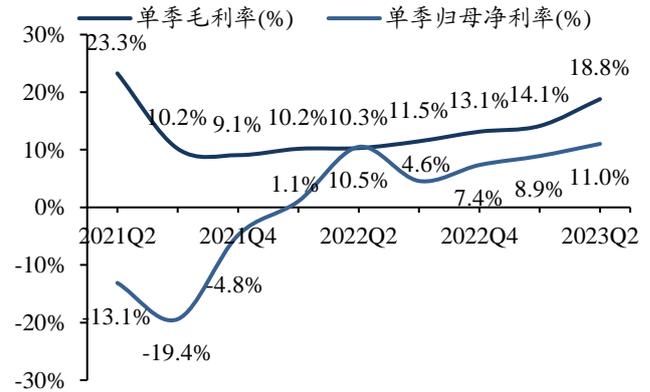
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 16.84%、10.14% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 18.80%、11.03% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

N 型持续放量, 盈利能力坚挺。公司 2023H1 电池出货 11.4GW (P 型 4.84GW, N 型 6.56GW), 同增 181%; 其中 TOPCon 占比 57%+, 出货行业排名第一。2023Q2 出货 6.59GW, 环增 37%; 其中 PERC/TOPCon 出货 2.53GW/4.06GW, 环增 9.52%/62.4%; 测算 PERC/TOPCon 单瓦净利约 0.6/0.12 元(环比持平/环增 3 分), N 型超额盈利持续显现。2023Q3 硅料价格回落至底部区间, 电池盈利有望保持坚挺; N 型淮安一期已于 2023Q2 末满产, 公司预计 Q3 开始放量, TOPCon 出货或达 7GW+。展望 23 年全年, 公司预计电池出货约 32-33GW, 其中 TOPCon 约 23GW, 占比达 70%+, N 型产能技术行业领先。

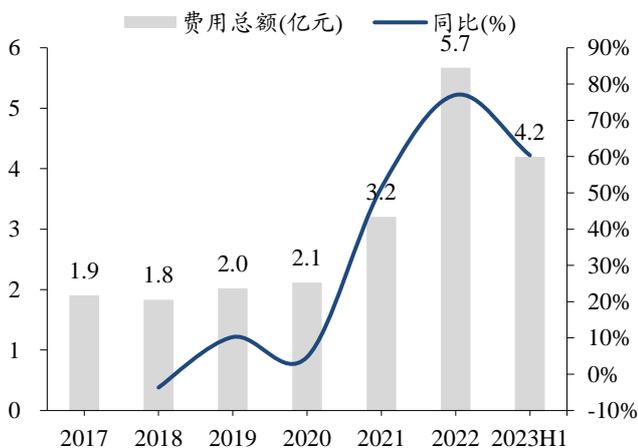
产能落地加速, 技术持续突破!公司 N 型扩产速度行业领先, 滁州 18GW+淮安一

期 13GW 已满产，淮安二期 13GW 已于近期首片下线，公司预计 2023 年底满产，届时 N 型产能提升至 44GW，占比达 82%+！公司研发技术行业领先，降本增效进展喜人：1) 增效：目前 TOPCon 量产已导入 SE，量产效率达 25.5% 以上、实验室测试效率达 26.21%；目标年底量产达 25.8%；2) 降本：量产已导入 LP 双插技术，目前良率持平 PERC、银耗约 100mg/片。3) 尺寸：公司积极探索大尺寸化，率先推出 210TOPCon 电池。降本增效持续迭代，技术领跑行业。

销售规模大幅提升，合同负债高增。公司 2023Q2 期间费用 2.49 亿元，同/环增 113%/46%，主要系业务扩张，职工薪酬及股份支付增加所致。经营活动产生的现金流量净流出 3.03 亿元，同/环降 268%/639%，因公司销售以票据收款为主，期末在手承兑汇票 28 亿元+。期末合同负债 4.92 亿元，同/环增 375%/14%，主要系销售规模扩大，期末预收货款增加所致。

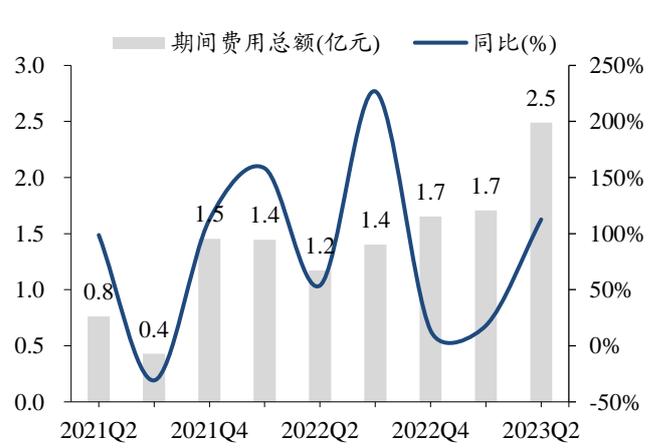
公司业务扩张，期间费用同比增加。公司 2023H1 期间费用合计 4.20 亿元，同比增长 60.36%；期间费用率为 4.46%，同比下降 1.46pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 286.79%、上升 69.22%、上升 17.54%、上升 115.44% 至 0.3 亿元、1.23 亿元、1.49 亿元、1.18 亿元；费用率分别同比上升 0.14、下降 0.34、下降 1.28、上升 0.02 个百分点至 0.32%、1.31%、1.58%、1.25%。公司 2023Q2 期间费用合计 2.49 亿元，同比增长 112.67%，环比增长 45.99%；期间费用率为 4.57%，同比下降 0.33pct，环比增长 0.27pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 549.96%、上升 169.84%、上升 16.52%、上升 154.97% 至 0.2 亿元、0.8 亿元、0.72 亿元、0.77 亿元；费用率分别同比上升 0.55、上升 0.23、下降 1.26、上升 0.15 个百分点至 0.37%、1.48%、1.31%、1.41%。

图7：2023H1 期间费用 4.2 亿元，同比+60.36%（亿元，%）



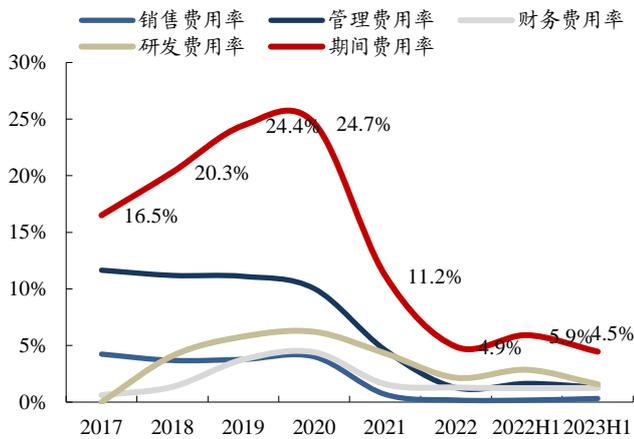
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q2 期间费用 2.49 亿元，同比+112.67%，环比+45.99%（亿元，%）



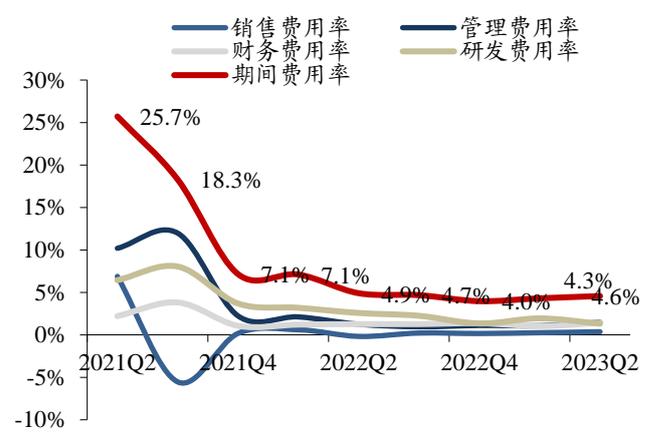
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 4.46%，同比-1.46pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

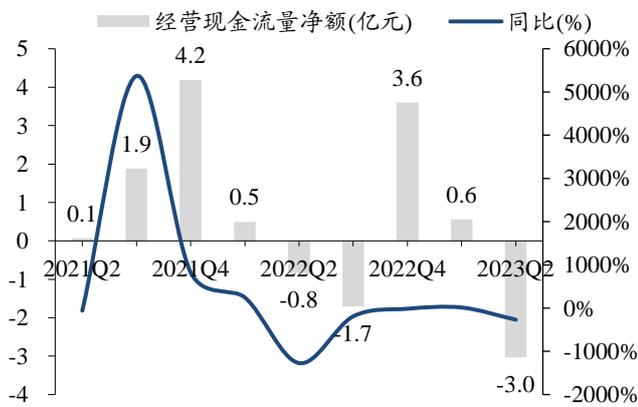
图10: 2023Q2 期间费用率 4.57%，同比-0.33pct, 环比+0.27pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

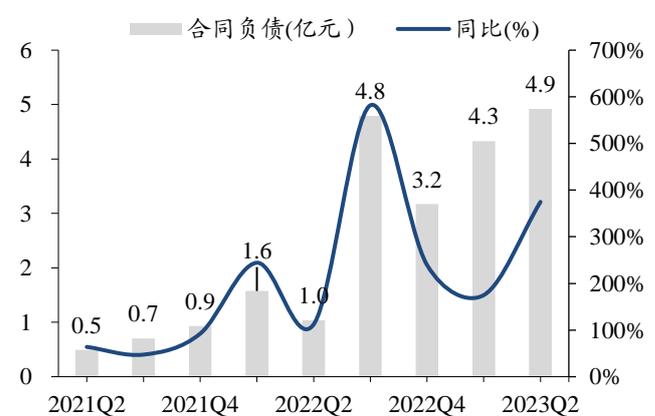
公司销售规模扩大, 合同负债增加。2023H1 经营活动现金流量净流出 2.47 亿元, 同比下降 642.92%。销售商品取得现金 9.99 亿元, 同比下降 27.72%。期末合同负债 4.92 亿元, 同比增长 374.78%。期末应收账款 1.35 亿元, 同比增长 177.65%。应收账款周转天数同比下降 2.64 天至 1.74 天。期末存货 6.51 亿元, 同比上升 117.33%。存货周转天数同比下降 5.33 天至 11.37 天。2023Q2 经营活动现金流量净流出 3.03 亿元, 同比下降 267.74%, 环比下降 639.11%。销售商品取得现金 5.46 亿元, 同比下降 11.03%, 环比增长 20.73%。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流出-3.03 亿元, 同比-267.74%, 环比-639.11% (亿元, %)



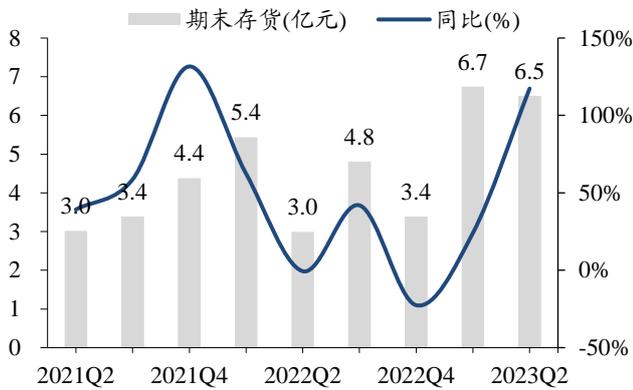
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 4.92 亿元, 同比+374.78%, 环比+13.65% (亿元, %)



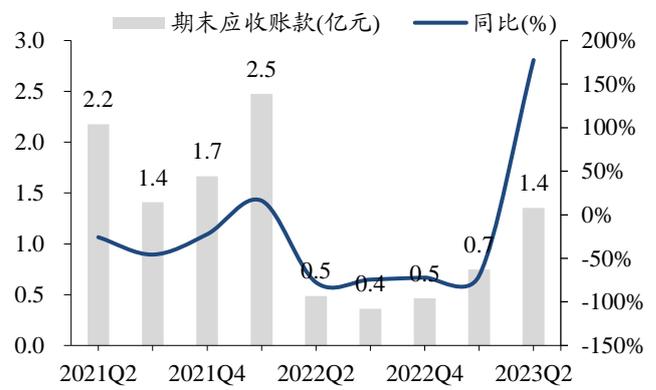
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 6.51 亿元, 同比+117.33%, 环比-3.48% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 1.35 亿元, 同比+177.65%, 环比+81.34% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司 N 型产能落地加速, 我们维持公司盈利预测, 我们维持 2023-2025 年归属于母公司净利润 25.0/33.3/38.2 亿元, 同增 249%/33%/15%, 基于公司光伏电池龙头地位, 我们给予公司 24 年 10 倍 PE, 对应目标价 146 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

钧达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 |
| 流动资产 | 3,559 | 9,593 | 11,415 | 13,217 | 营业总收入 | 11,595 | 22,230 | 24,131 | 28,217 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,873 | 6,080 | 7,731 | 8,545 | 营业成本(含金融类) | 10,250 | 18,214 | 19,056 | 22,410 |
| 经营性应收款项 | 1,174 | 2,430 | 2,502 | 3,122 | 税金及附加 | 39 | 78 | 84 | 93 |
| 存货 | 339 | 813 | 853 | 1,137 | 销售费用 | 21 | 44 | 53 | 68 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 147 | 278 | 297 | 339 |
| 其他流动资产 | 174 | 270 | 328 | 413 | 研发费用 | 249 | 489 | 543 | 635 |
| 非流动资产 | 5,930 | 8,880 | 11,063 | 13,110 | 财务费用 | 150 | 120 | 128 | 96 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 14 | 16 | 12 | 20 |
| 固定资产及使用权资产 | 4,160 | 6,971 | 8,976 | 10,994 | 投资净收益 | 212 | 4 | 5 | 6 |
| 在建工程 | 308 | 249 | 245 | 226 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 159 | 168 | 103 | 74 | 减值损失 | (71) | (113) | (89) | (113) |
| 商誉 | 861 | 861 | 861 | 861 | 资产处置收益 | (2) | (4) | (7) | 8 |
| 长期待摊费用 | 3 | 45 | 120 | 42 | 营业利润 | 892 | 2,910 | 3,891 | 4,497 |
| 其他非流动资产 | 438 | 586 | 760 | 912 | 营业外净收支 | 0 | (1) | (1) | (1) |
| 资产总计 | 9,489 | 18,473 | 22,478 | 26,327 | 利润总额 | 892 | 2,908 | 3,890 | 4,496 |
| 流动负债 | 4,377 | 6,664 | 6,772 | 8,015 | 减:所得税 | 71 | 407 | 564 | 674 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,216 | 314 | 502 | 803 | 净利润 | 821 | 2,501 | 3,326 | 3,822 |
| 经营性应付款项 | 1,536 | 2,921 | 2,956 | 3,395 | 减:少数股东损益 | 104 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 317 | 619 | 619 | 695 | 归属母公司净利润 | 717 | 2,501 | 3,326 | 3,822 |
| 其他流动负债 | 1,308 | 2,810 | 2,695 | 3,122 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 3.15 | 11.00 | 14.63 | 16.81 |
| 非流动负债 | 4,061 | 5,284 | 5,857 | 4,640 | EBIT | 835 | 3,127 | 4,098 | 4,673 |
| 长期借款 | 1,658 | 2,881 | 3,214 | 1,681 | EBITDA | 1,256 | 4,134 | 5,505 | 6,540 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 11.60 | 18.07 | 21.03 | 20.58 |
| 租赁负债 | 2 | 2 | 2 | 2 | 归母净利率(%) | 6.18 | 11.25 | 13.78 | 13.54 |
| 其他非流动负债 | 2,400 | 2,401 | 2,640 | 2,957 | 收入增长率(%) | 304.95 | 91.71 | 8.55 | 16.93 |
| 负债合计 | 8,438 | 11,949 | 12,628 | 12,655 | 归母净利润增长率(%) | 501.35 | 248.87 | 32.96 | 14.91 |
| 归属母公司股东权益 | 1,051 | 6,524 | 9,850 | 13,671 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1,051 | 6,524 | 9,850 | 13,671 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 9,489 | 18,473 | 22,478 | 26,327 | | | | | |

| 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 | 156 | 4,863 | 4,678 | 5,768 | 每股净资产(元) | 7.43 | 38.10 | 57.52 | 79.84 |
| 投资活动现金流 | (733) | (3,880) | (3,526) | (3,819) | 最新发行在外股份(百万股) | 227 | 227 | 227 | 227 |
| 筹资活动现金流 | 1,607 | 3,224 | 499 | (1,136) | ROIC(%) | 24.47 | 39.40 | 30.09 | 26.73 |
| 现金净增加额 | 1,030 | 4,207 | 1,651 | 814 | ROE-摊薄(%) | 68.23 | 38.34 | 33.76 | 27.95 |
| 折旧和摊销 | 420 | 1,007 | 1,407 | 1,867 | 资产负债率(%) | 73.33 | 88.93 | 64.68 | 56.18 |
| 资本开支 | (525) | (3,770) | (3,350) | (3,831) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 32.74 | 9.38 | 7.06 | 6.14 |
| 营运资本变动 | (1,199) | (153) | (163) | (498) | P/B (现价) | 13.90 | 2.71 | 1.79 | 1.29 |

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>