

2020 年年报点评: 20 年 Q4 盈利突出, 龙头优势显著

买入 (维持)

2021 年 04 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006

15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	29,418	59,521	76,735	86,957
同比 (%)	26.1%	102.3%	28.9%	13.3%
归母净利润 (百万元)	1,229	1,933	2,790	3,559
同比 (%)	91.9%	57.2%	44.4%	27.5%
每股收益 (元/股)	0.59	0.93	1.35	1.72
P/E (倍)	31.21	19.85	13.75	10.78

投资要点

- **20 年归母净利润 12.29 亿元, 同增 91.90%, 超预期:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年实现营业收入 294.18 亿元, 同比增长 26.14%; 实现归属母公司净利润 12.29 亿元, 同比增长 91.90%。其中 2020Q4, 实现营业收入 94.92 亿元, 同比增长 45.38%, 环比增长 28.60%; 实现归属母公司净利润 3.98 亿元, 同比增长 52.50%, 环比增长 17.43%。Q4 在辅材快速涨价的背景下, 公司盈利能力超预期。
- **组件出货量高增, 盈利能力强劲:** 公司 2020 年组件业务收入 220.53 亿元, 同增 34.51%, 毛利率 14.90%, 同减 2.40pct (主要是会计准则变更运输费用计入生产成本所致, 加回毛利率约 19.3%) 组件平均售价约 1.66 元/W, 组件平均成本 1.41 元/W, 20 年全年组件单瓦净利约 7 分/瓦, 其中 Q4 单瓦净利约 5 分左右, 在 Q4 辅材、硅料成本上涨的背景下盈利能力超出市场预期。公司盈利能力强劲主要原因在于: 1) **组件出货的迅速增长:** 20 年公司电池组件出货量 15.92GW (组件外销约 13.3GW), 同增 59.36%; 2) **海外出货高增与持续高占比:** 公司海外组件毛利率更高, 20 年海外毛利率 17.36% (国内毛利率 6.18%), 海外出货 11-12GW, 占总出货量的 73%, 海外收入占比 78%, 同增 2pct。3) **美国市场尤为突出:** 美国市场高价值量 (测算单价约 2.19 元/W), 高毛利率 36.97%, 出货量约 2.5GW, 占比 15.9%, 美国收入仅占 24.8%却贡献了 61.6%的毛利。公司 21 年布局越南约 2.5GW 电池, 4.5GW 组件大尺寸产能, 保障美国市场出货高增; 4) **新产能投放+新技术应用:** 公司电池、组件新产能投放盈利能力更强, 同时新技术的应用增强竞争力。
- **组件龙头地位稳固, 市占率持续提升:** 20 年公司组件出货量约 15.9GW, 出货量位列全球第三名, 公司已连续 9 年位列组件出货 TOP3。测算 20 年公司组件市占率为 10.6%, (考虑 20 年交流侧装机 130GW, 超配系数 1.15), 同比提升 3 pct, 我们预计 21 年 Q1 组件出货 4.5GW 左右, 同比增长约 78%, 21 年全年组件出货目标 30-35GW 左右, 测算市占率 15% (考虑 21 年交流侧装机 175GW, 超配系数 1.15), 同比再提升 4.4 pct, 龙头地位持续强化。
- **产能加码, 大尺寸高占比出货结构持续优化:** 1) **产能来看:** 公司 20-22 年电池产能 12/35/45GW, 其中 210 电池产能达 1/27/38GW, 占比达到 8%/77%/85%; 组件产能 22/50/63GW, 其中 210 组件产能达 10/44/58GW, 占比达到 45%/86%/92%。公司率先在 210 布局并量产, 享受 210 平台红利。2) **出货看:** 公司 20 年出货以 158 和 166 为主, 210 出货 1.22GW, 基本在 Q4 出货, Q4 占比 20%+, 同时年末在手 210 订单 10GW+确保 21 年出货, 我们预计 21 年大尺寸出货 20-25GW+, 占比 70%+, 结构改善明显。公司产能持续上新, 大尺寸产能占比持续提升, 单瓦盈利将得到有力保障, 业绩高增长可期。
- **依托集团资源、技术、渠道三重优势, 跟踪支架重装出发。** 20 年公司跟踪支架出货 2.0GW, 同比增长 42.86%。中国出货量最大, 占比 55.02%, 美国/欧洲/其他分别占比 12.27%/11.55%/21.16%; 美国毛利率高达 30.72%, 中国/欧洲/其他分别为 16.43%/25.23%/17.67%, 公司跟踪支架平均毛利率为 19.46%。在天合光能完成对 Nclave 的全资收购后, 依托集团优势资源, Nclave 将进一步降低采购成本及制造成本, 扩大市场份额; 依托集团资源、技术和渠道三重优势, 公司跟踪支架业务有望赶超 NEXTracker、ATI 等头部企业。我们预计 21 年/22 年公司跟踪支架出货 4.0/6.0GW, 同比大增 100%/50%。
- **盈利预测与投资评级:** 基于竞争加剧, 我们下调盈利预测, 我们预计公司 21-23 年归母净利润为: 19.33/27.90/35.59 亿元 (前值为 21 年 21.84 亿元, 22 年 31.92 亿元), 同增 57.2%/44.4%/27.5%。给予 21 年 28 倍 PE, 目标价 26.04 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.55
一年最低/最高价	14.65/26.34
市净率(倍)	2.46
流通 A 股市值(百万元)	5449.90

基础数据

每股净资产(元)	7.29
资产负债率(%)	65.56
总股本(百万股)	2068.03
流通 A 股(百万股)	304.12

相关研究

1、《天合光能 (688599): 光伏组件龙头, 跟踪支架新贵》
2021-01-31

20 年归母净利润 12.29 亿元，同增 91.90%，超预期：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 294.18 亿元，同比增长 26.14%；实现归属母公司净利润 12.29 亿元，同比增长 91.90%。其中 2020Q4，实现营业收入 94.92 亿元，同比增长 45.38%，环比增长 28.60%；实现归属母公司净利润 3.98 亿元，同比增长 52.50%，环比增长 17.43%。Q4 在辅材快速涨价的背景下，公司盈利能力超预期。

表 1：天合光能 2020 年季度财务数据

单位：亿元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	55.03	70.43	73.81	94.92
归母净利润	1.53	3.40	3.39	3.98
扣非归母净利润	1.18	3.27	3.12	3.55
经营活动产生的现金流量净额	4.60	2.00	-2.72	26.09
归母净利率	2.78%	4.83%	4.59%	4.19%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务来看：

1) 光伏组件，销售收入 220.53 亿元，同比增长 34.51%。销量上升，但光伏组件毛利率同比下降 2.40 个百分点至 14.90%。

2) 系统产品，实现收入 39.93 亿元，同比增加 241.27%；系统产品毛利 5.82 亿元同比增长 227.79%。毛利率 14.58%，同比下降 0.6 个百分点。

3) 电站业务收入 21.03 亿元，同比下降 52.06%。毛利率 11.31%，同比下降 2 个百分点，毛利盈利 2.38 亿元。

4) 智能微网及多能系统收入 0.43 亿元，同比增长 20.11%。毛利率 15.88%，同比上升 18 个百分点。

5) 发电及运维业务收入 8.74 亿元，同比增加 40.50%。毛利率 62.97%，同比上升 2 个百分点。

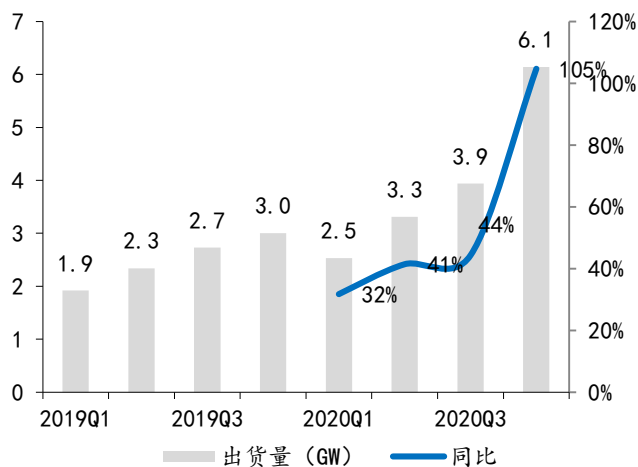
表 2：天合光能 2020 年收入、成本、毛利率情况

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	成本同比	毛利率同比 (pct)
分行业						
光伏行业	290.67	244.04	16.04%	28.55%	31.05%	-1.60
分产品						
光伏组件	220.53	187.68	14.90%	34.51%	38.41%	-2.40
系统产品	39.93	34.11	14.58%	241.27%	243.68%	-0.60
电站业务	21.03	18.66	11.31%	-52.06%	-50.73%	-2.39
智能微网及多能系统	0.43	0.36	15.88%	20.11%	-1.53%	18.48
发电业务及运维	8.74	3.24	62.97%	40.50%	31.58%	2.51
分地区						
中国	84.04	71.89	14.45%	28.50%	30.74%	-1.46
欧洲	62.24	54.97	11.69%	50.06%	41.68%	5.23
日本	11.74	10.21	13.07%	-52.26%	-42.06%	-15.30
美国	59.68	38.00	36.32%	85.80%	78.02%	2.78
其他	72.97	68.97	5.47%	16.71%	29.00%	-9.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

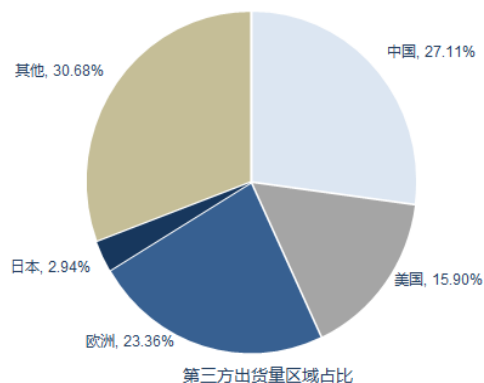
组件出货量高增,盈利能力强劲:公司 2020 年组件业务收入 220.53 亿元,同增 34.51%,毛利率 14.90%,同减 2.40pct (主要是会计准则变更运输费用计入生产成本所致,加回毛利率约 19.3%) 组件平均售价约 1.66 元/W,组件平均成本 1.41 元/W,20 年全年组件单瓦净利约 7 分/瓦,其中 Q4 单瓦净利约 5 分左右,在 Q4 辅材、硅料成本上涨的背景下盈利能力超出市场预期。公司盈利能力强劲主要原因在于: **1) 组件出货的迅速增长:** 20 年公司电池组件出货量 15.92GW (组件外销约 13.3GW),同增 59.36%; **2) 海外出货高增与持续高占比:** 公司海外组件毛利率更高,20 年海外毛利率 17.36% (国内毛利率 6.18%),海外出货 11-12GW,占总出货量的 73%,海外收入占比 78%,同增 2pct。 **3) 美国市场尤为突出:** 美国市场高价值量 (测算单价约 2.19 元/W),高毛利率 36.97%,出货量约 2.5GW,占比 15.9%,美国收入仅占 24.8%却贡献了 61.6%的毛利。公司 21 年布局越南约 2.5GW 电池,4.5GW 组件大尺寸产能,保障美国市场出货高增; **4) 新产能投放+新技术应用:** 公司电池、组件新产能投放盈利能力更强,同时新技术的应用增强竞争力。

图 1: 季度出货量 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年公司组件出货区域分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2020 年公司组件收入区域分布

2020年	收入(万元)	占比	毛利率	毛利(万元)	占比
中国	485,617	22.02%	6.18%	30011	9.13%
美国	547,359	24.82%	36.97%	202359	61.59%
欧洲	498,799	22.62%	10.68%	53272	16.21%
日本	70,017	3.17%	19.42%	13597	4.14%
其他	603,503	27.37%	4.86%	29330	8.93%
合计	2,205,294.64	100.00%	14.90%	328569	100.00%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

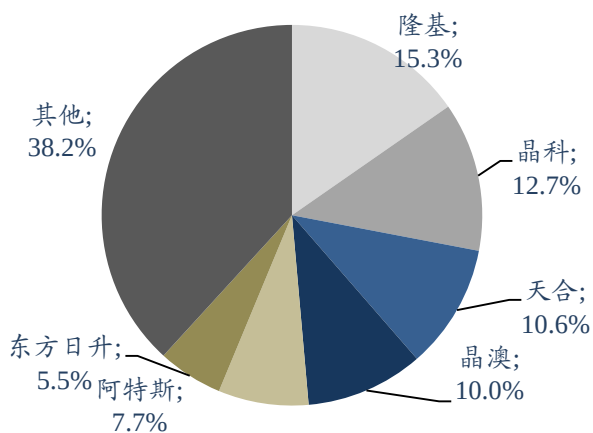
组件龙头地位稳固, 市占率持续提升: 20 年公司组件出货约 15.9GW, 出货量位列全球第三名, 公司已连续 9 年位列组件出货 TOP3。测算 20 年公司组件市占率为 10.6%, (考虑 20 年交流侧装机 130GW, 超配系数 1.15), 同比提升 3 pct, 预计 21 年 Q1 组件出货 4.5GW 左右, 同比增长约 78%, 21 年全年组件出货目标 30-35GW 左右, 测算市占率 15% (考虑 21 年交流侧装机 175GW, 超配系数 1.15), 同比再提升 4.4 pct, 龙头地位持续强化。

图 4：历年全球组件出货量排名

名次	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	First solar	英利	英利	天合	天合	晶科	晶科	晶科	晶科	隆基
2	尚德	First solar	天合	英利	阿特斯	天合	天合	晶澳	晶澳	晶科
3	英利	天合	尚德	阿特斯	晶科	阿特斯	阿特斯	天合	天合	天合
4	天合	阿特斯	夏普	晶澳	晶澳	晶澳	晶澳	隆基	隆基	晶澳
5	阿特斯	尚德	阿特斯	晶科	韩华	韩华	韩华	阿特斯	阿特斯	阿特斯
6	夏普	夏普	晶科	韩华	First solar	保利协鑫	保利协鑫	韩华	韩华	韩华
7	韩华	晶澳	First solar	昱辉	保利协鑫	First solar	隆基	东方日升	东方日升	东方日升
8	晶科	晶科	昱辉	First solar	英利	英利	英利	保利协鑫	First solar	正泰
9	赛维LDK	Sun-Power	京瓷	顺风	顺风	隆基	First solar	顺风	保利协鑫	First solar
10	Solar World	韩华	晶澳	保利协鑫	昱辉	顺风	东方日升	中利	顺风	尚德

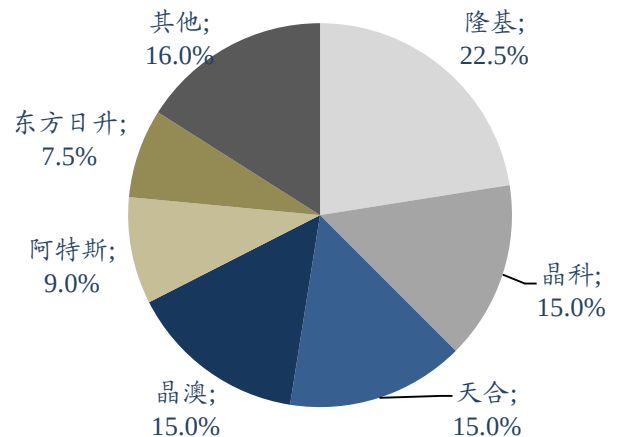
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2020 年组件全球竞争格局



数据来源：PV Infolink，东吴证券研究所

图 6：2021 年组件全球竞争格局



数据来源：PV Infolink，东吴证券研究所

产能加码，大尺寸高占比出货结构持续优化：1) **产能来看：**公司 20-22 年电池产能 12/35/45GW，其中 210 电池产能达 1/27/38GW，占比达到 8%/77%/85%；组件产能 22/50/63GW，其中 210 组件产能达 10/44/58GW，占比达到 45%/86%/92%。公司率先在 210 布局并量产，享受 210 平台红利。2) **出货看：**公司 20 年出货以 158 和 166 为主，210 出货 1.22GW，基本在 Q4 出货，Q4 占比 20%+，同时年末在手 210 订单 10GW+确保 21 年出货，预计 21 年大尺寸出货 20-25GW+，占比 70%+，结构改善明显。公司产能持续上新，大尺寸产能占比持续提升，单瓦盈利将得到有力保障，业绩高增长可期。

图 7: 公司电池组件产能全景 (GW)

项目地 按尺寸	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	电池	组件	电池	组件	电池	组件
常州	3	4	0	7.1	0	12.1
158	3	3				
166		1		1.1		1.1
210				6		11
宿迁	6	6	11	12	19	12
166	5	4	5	4	5	4
210	1	2	6	8	14	8
盐城	0	7	18.5	17.6	18.5	24
158		3		0.6		
210		4	18.5	17	18.5	24
义乌	0	4	0	8	0	8
210		4		8		8
越南	1.7	0	4.2	4.5	4.2	4.5
158	1.7		1.7		1.7	
210			2.5	4.5	2.5	4.5
泰国	1.3	1.1	1.3	1.1	3	2
158	1.3	1.1	1.3	1.1		
210					3	2
合计	12	22	35	50	45	63
210	1.0	10.0	27.0	43.5	38.0	57.5
其他	11.0	12.1	8.0	6.8	6.7	5.1

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

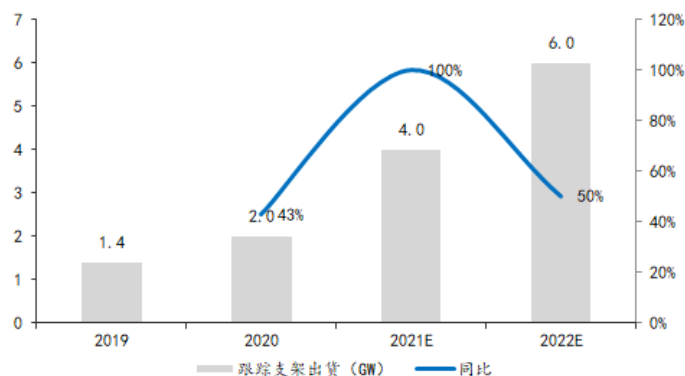
依托集团资源、技术、渠道三重优势,跟踪支架重装出发。20 年公司跟踪支架出货 2.0GW, 同比增长 42.86%。中国出货量最大, 占比 55.02%, 美国/欧洲/其他分别占比 12.27%/11.55%/21.16%; 美国毛利率高达 30.72%, 中国/欧洲/其他分别为 16.43%/25.23%/17.67%, 公司跟踪支架平均毛利率为 19.46%。在天合光能完成对 Nclave 的全资收购后, 依托集团优势资源, Nclave 将进一步降低采购成本及制造成本, 扩大市场份额; 依托集团资源、技术和渠道三重优势, 公司跟踪支架业务有望赶超 NEXTracker、ATI 等头部企业。我们预计 21 年/22 年公司跟踪支架出货 4.0/6.0GW, 同比大增 100%、50%。

图 8：公司跟踪支架收入毛利率情况

2020年	收入(万元)	占比	毛利率
中国	36,607.80	55.02%	16.43%
美国	8,163.71	12.27%	30.72%
欧洲	7,684.65	11.55%	25.23%
其他	14,079.34	21.16%	17.67%
合计	66,535.50	100.00%	19.46%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司跟踪支架出货情况（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

重视研发，成果领跑行业：从研发来看，公司电池和组件均处于行业领跑水平：1) PERC 电池方面，166&210 量产电池转换效率达 23.25%和 23.05%，远超行业 22.8%的平均水平；2) 新型电池方面，HJT 量产转换效率达到 24%，N 型 i-ToPCon 电池量产平均效率达到 23.6%，最高达到 24.05%。3) 组件方面，公司作为 210 先锋，采用创新性版型设计、多主栅技术、叠加无损切割、高密度封装等先进技术推出 600W+至尊系列组件。4) 专利方面，2020 年新增专利申请 176 件，获得 118 件；累计申请 1952 件，获得 934 件，专利数量行业领先。

表 3：天合新增及累计专利数

	本年新增 申请数 (个)	获得数 (个)	累计数量 申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	71	5	872	313
实用新型专利	85	94	994	554
外观设计专利	5	4	40	21
软件著作权	15	15	46	46
其他	0	0	0	0
合计	176	118	1952	934

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销售、管理、研发费用率下降，财务费用率上升：公司 2020 年期间费用同比增长 2.45% 至 30.26 亿元，期间费用率下降 2.41 个百分点至 10.29%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 26.53%、上升 19.98%、上升 23.73%、上升 52.10%至 10.15 亿元、11.09 亿元、3.63 亿元、5.38 亿元；费用率分别下降 2.47pct、下降 0.19pct、下降 0.02pct、上升 0.31pct 至 3.45%、3.77%、1.24%、1.83%。Q4 销售、管理、研发、财务费用分别同比 -6.90%/+8.84%/+24.11%/+79.50%，费用率分别为 4.20%/3.20%/1.07%/1.98%。销售费用下降主

要系本年开始执行新收入准则后，将运杂费计入合同履约成本所致，财务费用增加主要系汇兑损失的增加。

表 4：天合费率情况

	2020	2019	同比增长	20Q4	19Q4	同比增长	2020 费用率	2019 费用率	同比增长	20Q4 费用率	19Q4 费用率	同比增 长
期间费用（亿元）	30.26	29.54	2.45%	9.92	8.94	11.00%	10.29%	12.67%	-2.38%	10.45%	13.69%	-3.24%
销售费用（亿元）	10.15	13.82	-26.53%	3.98	4.28	-6.90%	3.45%	5.92%	-2.47%	4.20%	6.55%	-2.36%
管理费用（亿元）	11.09	9.24	19.98%	3.04	2.79	8.84%	3.77%	3.96%	-0.19%	3.20%	4.28%	-1.08%
研发费用（亿元）	3.63	2.94	23.73%	1.01	0.82	24.11%	1.24%	1.26%	-0.02%	1.07%	1.25%	-0.18%
财务费用（亿元）	5.38	3.54	52.10%	1.88	1.05	79.50%	1.83%	1.52%	0.31%	1.98%	1.61%	0.38%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

现金流略下降：2020 年经营活动现金流量净流入 29.98 亿元，同比下降 42.81%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 26.09 亿元；销售商品取得现金 277.08 亿元，同比增长 18.98%。期末预收款项 3.11 亿元，比年初下降 5.76%。期末应收账款 42.32 亿元，较期初下降 4.29 亿元，应收账款周转天数下降 18.94 天至 54.41 天。期末存货 71.2 亿元，较期初上升 15.04 亿元；存货周转天数下降 10.19 天至 92.75 天。现金流略下降的原因在于 1）供应链波动，部分原材料现金支付比例增加；2）业务发展需要，库存增加。

盈利预测与投资评级：基于竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计公司 21-23 年归母净利润为：19.33/27.90/35.59 亿元（前值为 21 年 21.84 亿元，22 年 31.92 亿元），同增 57.2%/44.4%/27.5%。给予 21 年 28 倍 PE，目标价 26.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

天合光能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28,317	28,748	57,600	37,520	营业收入	29,418	59,521	76,735	86,957
现金	9,429	6,394	7,734	7,189	减:营业成本	24,719	51,298	65,761	74,548
应收账款	4,232	8,151	17,763	11,240	营业税金及附加	97	265	327	362
存货	7,120	7,127	20,274	10,788	营业费用	1,015	2,262	2,839	3,000
其他流动资产	7,535	7,076	11,829	8,303	管理费用	1,109	2,917	3,683	4,087
非流动资产	17,276	20,150	23,900	26,298	财务费用	538	1,074	1,107	997
长期股权投资	444	462	480	499	资产减值损失	-329	-450	-300	-300
固定资产	10,012	10,155	12,522	14,616	加:投资净收益	386	110	110	110
在建工程	2,330	5,064	6,451	6,761	其他收益	15	140	45	56
无形资产	649	626	603	579	营业利润	1,433	2,405	3,472	4,429
其他非流动资产	3,840	3,842	3,844	3,844	加:营业外净收支	-27	0	0	0
资产总计	45,592	48,898	81,500	63,818	利润总额	1,407	2,405	3,472	4,429
流动负债	24,245	25,879	55,918	35,066	减:所得税费用	174	433	625	797
短期借款	5,068	5,068	5,068	5,068	少数股东损益	4	39	57	73
应付账款	5,381	10,134	22,747	14,527	归属母公司净利润	1,229	1,933	2,790	3,559
其他流动负债	13,796	10,678	28,104	15,471	EBIT	1,603	2,884	3,966	4,904
非流动负债	5,646	5,718	5,578	5,298	EBITDA	2,769	3,942	5,254	6,544
长期借款	4,108	4,100	4,000	3,700					
其他非流动负债	1,538	1,618	1,578	1,598					
负债合计	29,892	31,597	61,496	40,364	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	620	659	716	789	每股收益(元)	0.59	0.93	1.35	1.72
归属母公司股东权益	15,081	16,642	19,287	22,665	每股净资产(元)	7.29	8.05	9.33	10.96
负债和股东权益	45,592	48,898	81,500	63,818	发行在外股份(百万股)	2068	2068	2068	2068
					ROIC(%)	5.5%	8.7%	10.8%	12.1%
					ROE(%)	7.9%	11.4%	14.2%	15.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	16.0%	13.8%	14.3%	14.3%
经营活动现金流	2,998	1,732	7,415	4,586	销售净利率(%)	4.2%	3.2%	3.6%	4.1%
投资活动现金流	-3,988	-3,682	-4,884	-3,872	资产负债率(%)	65.6%	64.6%	75.5%	63.2%
筹资活动现金流	1,662	-1,085	-1,192	-1,258	收入增长率(%)	26.1%	102.3%	28.9%	13.3%
现金净增加额	337	-3,035	1,340	-545	净利润增长率(%)	91.9%	57.2%	44.4%	27.5%
折旧和摊销	1,166	1,057	1,288	1,640	P/E	31.21	19.85	13.75	10.78
资本开支	4,732	2,776	3,772	2,360	P/B	2.54	2.31	1.99	1.69
营运资本变动	70	-2,122	2,327	-1,517	EV/EBITDA	14.07	10.76	7.84	6.37

数据来源: 贝格数据, 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>