

2021年05月13日

## 无惧短期波动，估值底部迎来左侧布局良机

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,855	9,909	11,197	12,397
同比(%)	45.1%	26.2%	13.0%	10.7%
归母净利润(百万元)	2,254	2,938	3,471	3,994
同比(%)	73.9%	30.4%	18.1%	15.1%
每股收益(元/股)	1.73	2.25	2.66	3.06
P/E(倍)	42.29	32.44	27.46	23.86

### 投资要点

#### ■ 无惧国内市场增速下滑，维持全年行业增速15%-20%预判

3-4月为高基数月份，挖机合计销量同比+32%，超预期增长。4月挖机销量4.7万台，同比+2.5%（略低于4月下旬CME 10%预计），其中国内同比-5%，出口同比+166%。我们认为4月增速下滑，属于3月高开过渡到4月的正常波动。去年3-4月国内基数偏高，是唯一两个单月销量超4万台的月份，合计销量9.5万台，两个月销量占到去年全年29%。今年3-4月合计销量12.6万台，同期高基数仍实现同比+32%，并未低于预期。

5-12月基数降低+出口复苏，后续行业下滑压力已经减弱。5-12月同期基数降低，单月销量降至1.9-3.2万台，增速大幅下滑概率已经减弱。此外，2021年海外市场反弹，1-4月挖机出口累计同比+100%，我们预计全年出口增速60%~100%，出口需求节奏释放前低后高，支撑后续总需求。

无惧国内市场增速下滑，即使5-12月国内增速降至-10%~0%，按出口增速+40%~100%测算，2021年挖机行业增速仍有15%~26%。此外，若5-12月挖机总销量同比增速零增长，对应全年挖机增速18%；只有当5-12月同比增速下滑至-28%，全年挖机才会开始负增长。我们认为后续行业下滑压力已经减弱，维持全年挖机增长15%-20%的预判。展望未来几年，我们预计挖机行业销量增速在±0%至15%之间，较上一轮将大幅弱化，未来几年行业需求维持高水平，板块价值有望重估。

#### ■ 我们测算钢价上涨对毛利率压力仅0.79pct，低于市场估计

不考虑规模效应，我们测算2021年至今钢价上涨对应公司毛利率压力0.79pct。我们测算钢材成本占公司总收入/总成本比重分别为21.4%/38.1%（低于市场30%/60%的估计）。2021年至今钢材价格上涨约40%，我们预计年初至今平均涨幅约10%，测算毛利率压力0.79pct。此外，2021Q1公司购买商品支付现金（主要为原材料）达10.3亿元，同/环比分别+198.69%/+161.4%。2021Q1预付款7.23亿元，同环比分别+93.26%/+342.27%，预付款较以往历史高位（2020Q1）接近翻倍增长。若进一步考虑公司Q1库存原材料充足，预计钢材涨价对Q2毛利率压力进一步稀释。

规模效应带动净利率稳中有升，原材料涨价全年影响有限。历史数据看，钢材季度环比涨幅与公司毛利率环比变动并无明显相关性。2020年钢材涨价约20%，但公司销售毛利率+6.33pct，销售净利率+4.81，主要系规模效应提升、降本提效及产品结构优化，钢材价格影响整体可控。按照全年钢价平均涨幅10%-30%测算，公司毛利率压力0.79~3.25个百分点，若进一步考虑到全年行业增长预期，公司规模效应提升及降本提效，我们预计全年净利率保持稳中有升。

#### ■ 泵阀放量助力穿越周期，液压件龙头长期确定性强

按照1台挖机配置4根油缸，我们预计公司挖机油缸国内市占率55%左右。相比油缸业务，泵阀业务基数小，市占率提升空间大。我们估算公司小挖泵阀国内市占率约为50%；中大挖泵阀市占率预计约为30%/9%，持续提升空间大。公司作为核心零部件龙头，长期确定性强。

■ 盈利预测与投资评级：除行业高景气度拉长，公司自身泵阀放量也值得关注。目前恒立21年估值只有32X，位于5年上涨行情中历史低位，建议考虑左侧重点布局。我们维持2021-23年预计净利润29/35/40亿，当前市值对应PE分别为32/27/24倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业周期下行风险；海外疫情持续；泵阀业务拓展不及预期。

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

86-13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

86-18321168715

zhubb@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

86-18502542232

luoyue@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	73.02
一年最低/最高价	45.05/137.66
市净率(倍)	11.79
流通A股市值(百万元)	95317.39

### 基础数据

每股净资产(元)	6.19
资产负债率(%)	30.57
总股本(百万股)	1305.36
流通A股(百万股)	1305.36

### 相关研究

- 1、《恒立液压(601100): 20年报&21Q1季报点评: 受益行业景气持续性拉长, 规模效应+泵阀放量推升盈利性》2021-04-26
- 2、《恒立液压(601100): 业绩预增58%-77%略超预期, 疫情影响下国产化进程加速》2021-01-21
- 3、《恒立液压(601100): Q3业绩增长强劲, 后续增长动力持续》2020-10-26

1 / 12

东吴证券研究所

## 内容目录

1. 无惧国内市场增速下滑，维持全年行业增速 15%-20% 预判.....	4
1.1. 基数降低+出口复苏，后续行业下滑压力已经减弱 .....	4
1.2. 无惧国内市场增速下滑，维持全年行业 15%-20% 预判.....	5
1.3. 行业景气持续性拉长，板块价值有望重估.....	6
2. 我们测算钢价上涨对毛利率压力仅 0.79pct，低于市场预计 .....	7
2.1. 不考虑规模效应，我们测算钢价上涨对应公司毛利率压力 0.79pct.....	7
2.2. 规模效应带动净利率稳中有升，原材料涨价全年影响有限.....	9
3. 泵阀放量助力穿越周期，液压件龙头长期高确定性 .....	9
4. 盈利预测与投资评级 .....	10
5. 风险提示 .....	10

## 图表目录

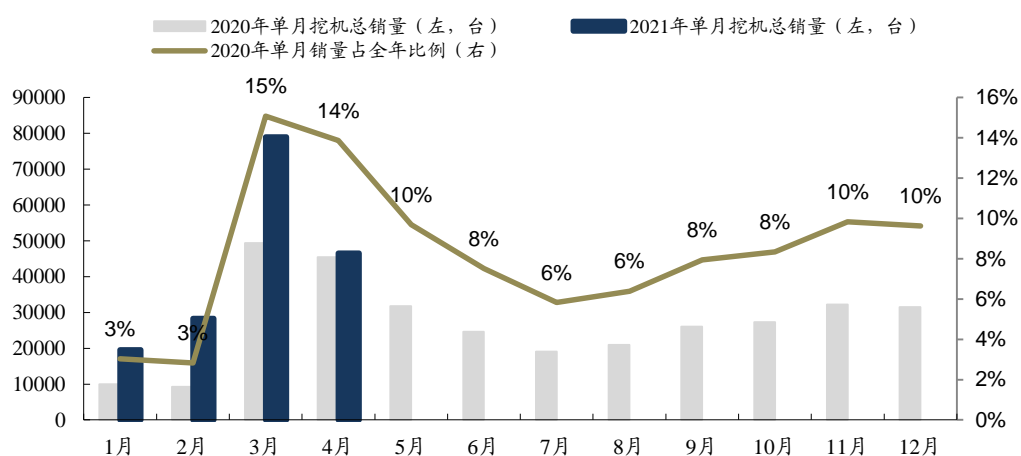
图 1: 2020 年 3-4 月挖机销量占全年 29%，5-12 月基数下降，行业增速下滑压力减弱 .....	4
图 2: 2021 年 1-4 月出口累计销量，累计同比增速+100.3%，逐月攀升.....	5
图 3: 2021 年 4 月挖机出口同比+166%，预计全年出口销售“前低后高”，支撑后续增长.....	5
图 4: 行业景气持续性拉长，板块价值有望重估 .....	7
图 5: 2021Q1 预付款 7.23 亿元，同环比分别+93.26%/+342.27%，创历史新高 .....	8
图 6: 2021Q1 公司购买商品支付现金 10.3 亿元，同/环比分别+198.69%/+161.4% .....	8
图 7: 分季度看，钢材涨价与公司毛利率负相关性并不显著 .....	9
图 8: 分季度看，钢材涨价与公司净利率负相关性并不显著 .....	9
图 9: 当前市值对应 2021 年 PE 仅 32 倍，回落至 2016 年本轮持续 5 年上涨行情的历史低位	10
表 1: 无需担心国内市场增速下滑，即使按 5-12 月国内增速负增长 0%至 10%、出口增速 +40%~100%测算，2021 年挖机行业增速仍有 15%~26% .....	5
表 2: 只有当 5-12 月同比增速下滑至-28%以下，全年挖机销量才会开始负增长 .....	6
表 3: 我们测算钢材成本占公司总收入 21.4%，占总成本 38.1%，低于市场预计 .....	7
表 4: 不考虑规模效应，我们测算 2021 年至今钢价对应毛利率压力 0.79pct，全年毛利率压力 0.79~3.25pct .....	8

## 1. 无惧国内市场增速下滑，维持全年行业增速 15%-20% 预判

### 1.1. 基数降低+出口复苏，后续行业下滑压力已经减弱

3-4 月为高基数月份，挖机合计销量同比+32%，超预期增长。4 月挖机销量 4.7 万台，同比+2.5%（略低于 4 月下旬 CME10% 预计），其中国内同比-5%，但出口同比相较于 3 月仍大幅增长，达到+166%。我们认为 4 月增速下滑，属于 3 月高开过渡到 4 月的正常波动。2020 年 3-4 月数据也显示挖机销量基数偏高，是唯一两个月销量超 4 万台的月份，合计销量 9.5 万台，两个月销量占到去年全年 29%。今年 3-4 月合计销量 12.6 万台，同期高基数仍实现同比+32%，并未低于预期。

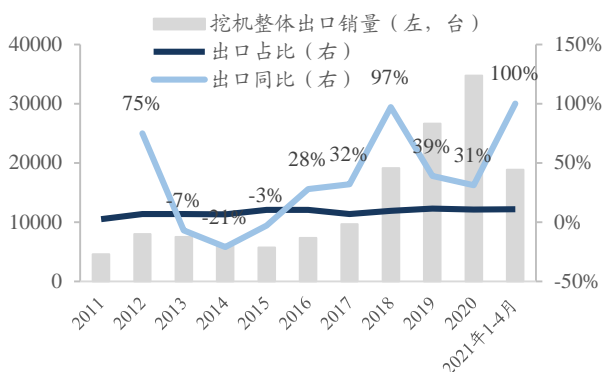
图 1: 2020 年 3-4 月挖机销量占全年 29%，5-12 月基数下降，行业增速下滑压力减弱



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

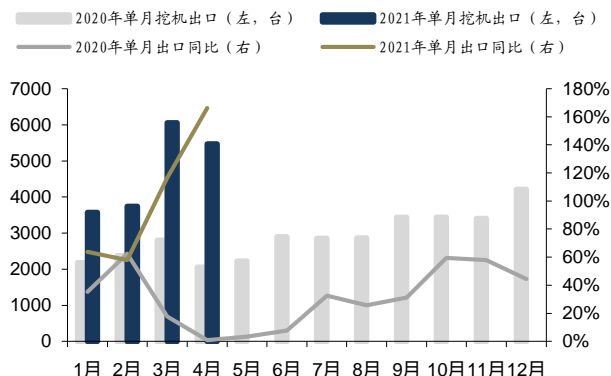
5-12 月基数降低+出口复苏，后续行业下滑压力已经减弱。从 2020 年数据来看，5-12 月销量整体呈现平稳下降，单月销量降至 1.9-3.2 万台，行业增速大幅下滑概率已经减弱。此外，2021 年海外市场反弹，1-4 月挖机出口累计同比+100%，我们预计全年出口增速 60%~100%，出口需求节奏释放前低后高，支撑后续总需求。

图 2: 2021 年 1-4 月挖机出口累计销量 1.9 万台, 累计同比增速+100.3%, 逐月攀升



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年 4 月挖机出口同比+166%, 预计全年出口销售“前低后高”, 支撑后续增长



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所

## 1.2. 无惧国内市场增速下滑, 维持全年行业 15%-20% 预判

无惧国内市场增速下滑, 即使按照 5-12 月国内增速-10%~0%, 出口增速+40%~100% 测算, 2021 年挖机行业增速达 15%~26%, 其中全年国内增长 11%~17%, 出口增长 56%~100%。此外, 若 5-12 月挖机总销量同比增速零增长, 对应全年挖机增速 18%; 只有到 5-12 月同比增速下滑至-28%, 全年挖机才会开始负增长。我们认为后续行业下滑压力已经减弱, 维持全年挖机增长 15%-20% 的预判。

表 1: 无需担心国内市场增速下滑, 即使按 5-12 月国内增速负增长 0% 至 10%、出口增速 +40%~100% 测算, 2021 年挖机行业增速仍有 15%~26%

	2020A	2021A/E
<b>1-4 月总销量 YOY</b>	<b>11%</b>	52%
国内 YOY	9%	48%
出口 YOY	26%	100%
<b>5-12 月总销量 YOY</b>	61%	-4%
		3%
		12%
国内 YOY	40%	-10% (悲观假设)
		-5% (中性假设)
		0% (乐观假设)
出口 YOY	31%	40% (悲观假设)
		60% (中性假设)
		100% (乐观假设)
<b>全年总销量 YOY</b>	<b>39%</b>	<b>15% (悲观预计)</b>

		20% (中性预计)
		26% (乐观预计)
国内 YOY	40%	11%
		14%
		17%
出口 YOY	31%	56%
		71%
		100%

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

表 2: 只有当 5-12 月同比增速下滑至-28%以下，全年挖机销量才会开始负增长

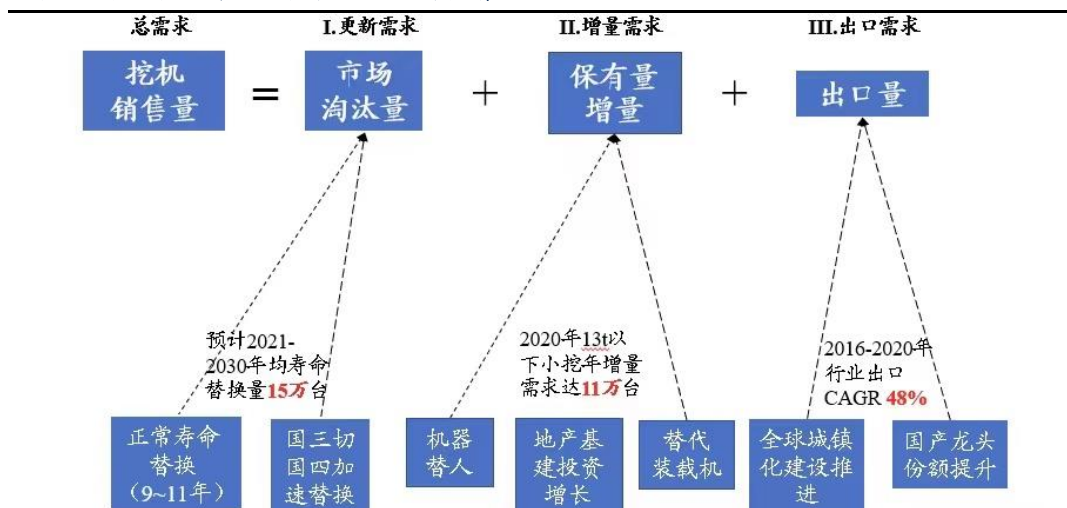
	2020	2021A/E		
1-4 月挖机销量 (台)	114056		173513	
1-4 月 YoY	11%		52%	
5-12 月挖机销量 (台)	213549	213549	185788	153755
5-12 月 YoY	61%	0.00%	-13.00%	-28.00%
全年挖机销量	327605	387062	359301	327268
全年 YoY	39%	18%	10%	0%

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所预测

### 1.3. 行业景气持续性拉长，板块价值有望重估

展望未来几年，我们预计挖机行业销量增速在±0%至15%之间，较上一轮将大幅弱化，未来几年行业需求维持高水平，板块价值有望重估。我们预计未来行业周期波动较上一轮将明显弱化，主要基于以下原因：①更新需求：上轮景气周期为纯增量需求拉动，本轮周期寿命替换需求托底，我们测算 2021-2030 年均挖机寿命替换量达 15 万台；②机器替人；我们预计 2020 年 13t 以下小挖增量需求达 11 万台，替人需求将是行业长期增长最核心驱动力；③出口需求：2016-2020 年挖机出口 CAGR 达 48%加速提升，随着国产品牌全球竞争力兑现，我们预计未来五年行业出口保持 30%以上复合增速。

图 4: 行业景气持续性拉长, 板块价值有望重估



数据来源: 中国工程机械工业协会, 东吴证券研究所整理

## 2. 我们测算钢价上涨对毛利率压力仅 0.79pct, 低于市场预期

### 2.1. 不考虑规模效应, 我们测算钢价上涨对应公司毛利率压力 0.79pct

我们测算钢材成本占公司总收入 21.4%、总成本 38.1%，低于市场估计。公司原材料主要包括钢材、铸件等，其中钢材为大头，2020 年原材料成本占总收入 36.42%、总成本 65.23%。从产品材质来看，铸件钢材占比相对油缸泵阀较高，我们预计公司油缸、泵阀、铸件业务的钢材成本占收入比重约 20%、10%、60%。按 2020 年三大业务收入规模加权平均，我们测算钢材成本占公司总收入/总成本比重分别为 21.36%/38.14%（低于市场 30%/60%的估计）。

表 3: 我们测算钢材成本占公司总收入 21.4%，占总成本 38.1%，低于市场预计

制造基地	性质	产品	营业收入 (亿)	钢材成本占 收入比重	钢材成本测 算(亿)	营业成本 (亿)	钢材成本占 成本比重	毛利率
恒立液压	母公司	油缸	44.97	20%	8.99	23.92	37.59%	46.80%
液压科技	子公司	液压阀、泵	23.38	10%	2.34	11.16	20.95%	52.27%
常州铸造	分公司	铸件	8.45	60%	5.07	7.93	63.98%	6.22%
<b>钢材成本占比 (加权平均)</b>				<b>21.36%</b>			<b>38.14%</b>	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算 (注: 铸件按“配件及铸件”业务数据测算)

### 2、不考虑规模效应, 我们测算 2021 年至今钢价上涨对应公司毛利率压力 0.79pct。

受碳达峰、碳中和政策影响及 4 月下旬备货不足影响, 2021 年初以来钢材价格持续上涨, 截至 5 月 12 日, 螺纹钢、板材指数较年初涨幅 40%以上, 但我们预计钢材平均涨幅为 10%左右, 主要系钢材涨价为逐步释放需计算平均值。此外, 我们预计上游供应商

会对钢材成本涨价给予一定让步,按照钢材成本平均涨幅 10%,上游供应商分别对油缸、泵阀承担 5%、6%成本测算,预计短期毛利率压力仅为 0.79pct。全年来看,按照 2021 全年钢材价格平均涨幅 10-30%,我们测算公司全年毛利率压力为 0.79~3.25 个百分点(不考虑规模效应)。

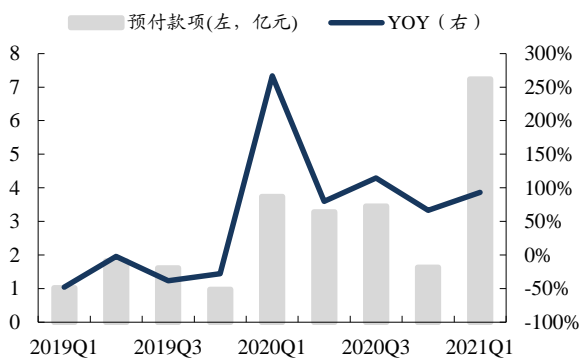
表 4: 不考虑规模效应,我们测算 2021 年至今钢价对应毛利率压力 0.79pct,全年毛利率压力 0.79~3.25pct

	积极: 钢材涨幅 10%		中性: 钢材涨幅 20%		消极: 钢材涨幅 30%	
	油缸	液压泵阀	油缸	液压泵阀	油缸	液压泵阀
原营业成本	23.92	11.16	23.92	11.16	23.92	11.16
原毛利率	46.80%	52.27%	46.80%	52.27%	46.80%	52.27%
钢材涨价后总成本	24.37	11.25	25.05	11.42	25.72	11.58
供应商负担钢材涨幅	5%	6%	8%	9%	10%	12%
新毛利率	45.80%	51.87%	44.30%	51.17%	42.80%	50.47%
分业务毛利率变动 (pct)	-1.00	-0.40	-2.50	-1.10	-4.00	-1.80
主营业务毛利率 (仅考虑油缸和泵阀业务)	47.88%		46.65%		45.42%	
<b>主营业务毛利率变动 (pct)</b>	<b>-0.79</b>		<b>-2.02</b>		<b>-3.25</b>	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

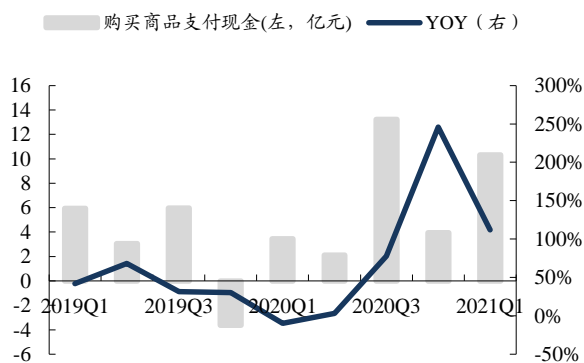
3、2021 Q1 原材料库存充足,近期钢价上涨对 Q2 毛利率影响稀释。我们此前预计 2021 年至今钢价平均涨幅 10%,对应毛利率压力 0.79pct,若考虑到公司 Q1 库存原材料充分,我们预计钢价快速上涨对于公司 Q2 毛利率影响进一步稀释。2021Q1 公司购买商品支付现金(主要为原材料)达 10.3 亿元,同/环比分别+198.69%/+161.4%。2021Q1 预付款 7.23 亿元,同环比分别+93.26%/+342.27%,预付款较以往历史高位(2020Q1)接近翻倍增长。公司提前备货锁定原材料成本,结合以销定产优化生产结构,良好消化钢材价格上涨预期。

图 5: 2021Q1 预付款 7.23 亿元,同环比分别 +93.26%/+342.27%,创历史新高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q1 公司购买商品支付现金 10.3 亿元,同/环比分别 +198.69%/+161.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

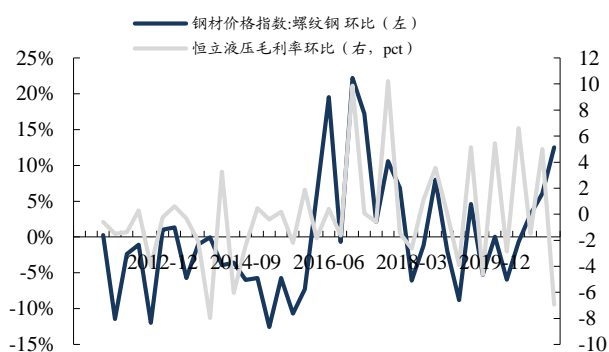


## 2.2. 规模效应带动净利率稳中有升，原材料涨价全年影响有限

从历史数据来看，钢材季度环比涨幅与公司毛利率环比变动并无明显相关性。2020年钢材涨价约20%，但公司销售毛利率+6.33pct，销售净利率+4.81pct，主要系规模效应提升、降本提效及产品结构优化，钢材价格影响整体可控。2021年至今钢材价格上涨约40%，我们预计至今平均涨幅约10%，对应毛利率压力0.79pct。若进一步考虑公司Q1库存原材料充足，预计Q2毛利率压力进一步稀释。

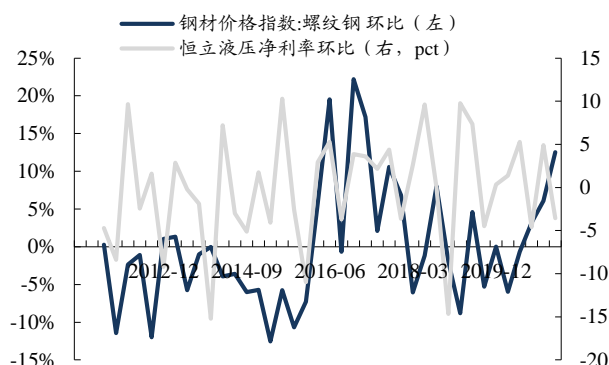
按照全年平均涨幅10%-30%，全年钢材涨价对应毛利率压力0.79~3.25个百分点，若进一步考虑到全年行业增长预期，公司规模效应提升及降本提效，我们预计全年净利率保持稳中有升。

图 7: 分季度看，钢材涨价与公司毛利率负相关性并不显著



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8: 分季度看，钢材涨价与公司净利率负相关性并不显著



数据来源: wind, 东吴证券研究所

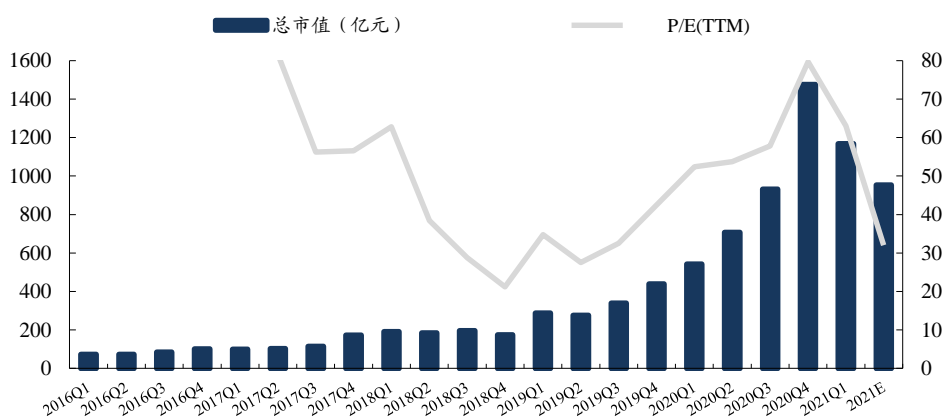
## 3. 泵阀放量助力穿越周期，液压件龙头长期高确定性

按照1台挖机配置4根油缸，我们预计公司挖机油缸国内市占率55%左右。相比油缸业务，泵阀业务基数小，市占率提升空间大。我们估算公司小挖泵阀国内市占率约为50%；中大挖泵阀市占率预计约为30%/9%，持续提升空间大。公司作为核心零部件龙头，长期确定性强。

#### 4. 盈利预测与投资评级

除行业高景气度拉长,公司自身泵阀放量也值得关注。目前恒立 21 年估值只有 32X, 是 5 年上涨行情中的最低位, 建议考虑左侧重点布局。我们维持 2021-23 年预计净利润 29/35/40 亿, 当前市值对应 PE 分别为 32/27/24 倍, 估值已回落至 2016 年本轮持续 5 年之久的上涨行情以来历史最低位, 维持“买入”评级。

图 9: 当前市值对应 2021 年 PE 仅 32 倍, 回落至 2016 年本轮持续 5 年上涨行情的历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(市值口径为每季度末数据, 2021E 市值截至 2021 年 5 月 12 日)

#### 5. 风险提示

行业周期下行风险; 海外疫情持续; 泵阀业务拓展不及预期。

恒立液压三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>7595</b>	<b>10385</b>	<b>13497</b>	<b>17155</b>	<b>营业收入</b>	<b>7855.0</b>	<b>9909.2</b>	<b>11197.1</b>	<b>12396.7</b>
现金	2777	5434	7917	10986	营业成本	4391.0	5545.1	6212.1	6845.4
应收账款	1775	2239	2530	2801	营业税金及附加	72.1	91.0	112.0	124.0
存货	1217	1537	1722	1897	营业费用	106.9	178.4	179.2	173.6
其他流动资产	1826	1176	1328	1471	管理费用	509.0	653.4	714.7	753.1
<b>非流动资产</b>	<b>3025</b>	<b>3322</b>	<b>3438</b>	<b>3426</b>	财务费用	151.3	-1.2	-78.3	-161.6
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	10.6	4.5	4.5	4.5
固定资产	2432	2746	2903	2940	其他	-29.1	-55.7	-55.7	-55.7
在建工程	182	174	142	103	<b>营业利润</b>	<b>2606.2</b>	<b>3391.4</b>	<b>4006.3</b>	<b>4611.1</b>
无形资产	280	270	261	252	营业外净收支	2.9	2.9	2.9	2.9
其他非流动资产	132	132	132	132	<b>利润总额</b>	<b>2609.1</b>	<b>3394.3</b>	<b>4009.2</b>	<b>4614.0</b>
<b>资产总计</b>	<b>10620</b>	<b>13707</b>	<b>16935</b>	<b>20581</b>	所得税费用	347.9	441.3	521.2	599.8
<b>流动负债</b>	<b>2590</b>	<b>3208</b>	<b>3521</b>	<b>3812</b>	少数股东损益	7.4	14.8	17.4	20.1
短期借款	554	554	554	554	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2253.9</b>	<b>2938.3</b>	<b>3470.6</b>	<b>3994.1</b>
应付账款	1131	1428	1600	1763	EBIT	3085.0	3450.7	3988.5	4510.0
其他流动负债	905	1226	1367	1495	EBITDA	3392.7	3730.6	4310.2	4867.3
<b>非流动负债</b>	<b>679</b>	<b>679</b>	<b>679</b>	<b>679</b>					
长期借款	370	370	370	370	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他非流动负债	309	309	309	309	每股收益(元)	1.73	2.25	2.66	3.06
<b>负债合计</b>	<b>3269</b>	<b>3887</b>	<b>4200</b>	<b>4491</b>	每股净资产(元)	5.60	7.48	9.70	12.26
少数股东权益	38	53	70	90	发行在外股份(百万股)	1305	1305	1305	1305
归属母公司股东权益	7314	9767	12665	16000	ROIC(%)	38.4%	38.3%	41.8%	45.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10620</b>	<b>13707</b>	<b>16935</b>	<b>20581</b>	ROE(%)	30.8%	30.1%	27.4%	25.0%
					毛利率(%)	44.1%	44.0%	44.5%	44.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT Margin(%)	39.3%	34.8%	35.6%	36.4%
经营活动现金流	1981	2953	3493	4074	销售净利率(%)	28.7%	29.7%	31.0%	32.2%
投资活动现金流	-663	189	-437	-345	资产负债率(%)	30.8%	28.4%	24.8%	21.8%
筹资活动现金流	-818	-485	-573	-659	收入增长率(%)	45.1%	26.2%	13.0%	10.7%
现金净增加额	335	2657	2483	3070	净利润增长率(%)	73.9%	30.4%	18.1%	15.1%
折旧和摊销	308	280	322	357	P/E	42.3	32.4	27.5	23.9
资本开支	-394	-524	-437	-345	P/B	13.0	9.8	7.5	6.0
营运资本变动	-697	-280	-317	-298	EV/EBITDA	29.1	26.6	23.1	20.5
企业自由现金流	2273.1	2477.4	3037.8	3638.3					

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>

