

## 2021年中报点评：低压直销高速增长，户用光伏借势起航

2021年08月28日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

021-60199793

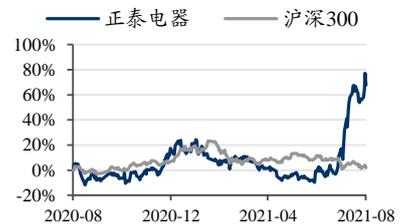
chajjh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	33,253	39,531	46,099	52,836
同比（%）	10.0%	18.9%	16.6%	14.6%
归母净利润（百万元）	6427	4582	5573	6761
同比（%）	70.9%	-28.7%	21.6%	21.3%
每股收益（元/股）	2.99	2.13	2.59	3.14
P/E（倍）	19.17	26.89	22.11	18.22

### 投资要点

- **2021H1 营收同比+11%，剔除中控技术后归母净利润基本持平，基本符合市场预期。** 2021H1 实现营收 162.4 亿元，同增 11.16%；实现归母净利润 18.44 亿元，同增 1.86%；剔除中控技术影响，归母净利润为 18.27 亿元，同增 0.92%。从营收结构看，低压电器方面，国内直销业务收入同比增长超 70%；户用光伏高增，而光伏组件业务有一定拖累。
- **毛利率受大宗涨价、业务结构调整而有所下滑。** 受铜、银及硅料等原材料价格持续上涨、光伏营收比重提升，2021H1 毛利率为 28.15%，同比 -3.18pct 继续承压。但通过向下游经销商提价、对原材料套期保值等方式，2021Q2 毛利率环比上升 1.26pct 有所改善。
- **低压电器：2021H1 营收 110.58 亿元、同比+31.24%。三大板块全面提速：经销渠道量质提升，直销业务锁定大客户高速增长，海外本土化布局战略推进顺利。** 1) 经销方面上半年营收 58.70 亿元，同比增长 14.83%。渠道网络加大布局，“蓝海计划”绑定核心经销商利益、提质增效。2) 直销发展进入快车道，新能源、工业等多行业头部客户拓展顺利、持续收获大额订单，上半年营收约 15 亿元，同比增速超 70%。3) 海外业务逆势而上，2021H 实现营收 12.93 亿元，同增 55.26%。依托新加坡日光电气、埃及成套厂以实施本土化战略，并推出“国际版蓝海计划”，进入发展新阶段。
- **光伏：2021H1 营收 55.04 亿，同比-14.69%。户用龙头地位稳固、借政策东风高歌猛进，电站运营仍贡献稳定利润，EPC 稳健、组件承压。** 1) 户用借“整县推进”政策东风加速起航，上半年新增装机容量 1.05GW（租赁模式）+销售模式 281MW，共计 1.33GW。2021 年全年来看，我们预计实现 4GW 以上新增装机。2) 电站盈利能力稳定，2021H1 光伏电站装机容量达到 6.55GW，同比+50.5%，结构上向分布式电站倾斜；电费收入 20.29 亿元，同比+31.5%；3) 硅料等原料高成本考验下，EPC、组件承压。
- **盈利预测与投资评级：** 由于低压电器相较以往明显提速、户用光伏进入高速增长期，我们上调公司 2021-2023 年归母净利润分别为 45.8 亿元（+1.4 亿元）/55.7 亿元（+3.8 亿元）/67.6 亿元（+6.9 亿元），同比+24%（剔除中控技术）/+22%/+21%，对应现价 PE 分别 27 倍、22 倍、18 倍，给予目标价 64.75 元，对应 2022 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济下行，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	57.30
一年最低/最高价	28.51/58.08
市净率(倍)	4.02
流通 A 股市值(百万元)	123193.28

### 基础数据

每股净资产(元)	14.27
资产负债率(%)	59.69
总股本(百万股)	2149.97
流通 A 股(百万股)	2149.97

### 相关研究

- 1、《正泰电器 (601877) 年报&一季报点评：低压整装再出发，光伏户用新篇章》2021-05-03
- 2、《正泰电器公司点评报告：低压显著恢复，直销业务发力》2020-10-30
- 3、《正泰电器 (601877) 中报点评：Q2 单季高增，龙头韧性强劲》2020-08-28

2021H1 营收同比+11%，剔除中控技术后归母净利润基本持平。2021H1 实现营业收入 162.4 亿元，同比增长 11.16%；实现归属母公司净利润 18.44 亿元，同比增长 1.86%；剔除中控技术影响，实现归母净利润为 18.27 亿元，同增 0.92%。其中 2021Q2 实现营业收入 93.71 亿元，同比增长 5.16%；实现归母净利润 17.23 亿元，同比增长 17.31%。从营收结构看，低压电器边际向好、户用光伏发展迅速。低压电器国内直销业务收入同比增长超 70%；户用光伏高增，而光伏组件业务有一定拖累。

表 1: 正泰电器 2021H1 核心财务数据

正泰电器	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入 (亿元)	162.40	146.09	11.2%	93.71	89.10	5.2%	68.69	36.4%
毛利率	28.1%	31.3%	-3.2pct	28.7%	33.6%	-4.9pct	27.4%	1.3pct
营业利润 (亿元)	23.70	22.36	6.0%	21.32	17.90	19.1%	2.38	793.9%
利润总额 (亿元)	23.75	22.39	6.1%	21.43	17.91	19.7%	2.32	822.7%
归属母公司净利润 (亿元)	18.44	18.11	1.9%	17.23	14.69	17.3%	1.21	1321.3%
扣非归母净利润 (亿元)	16.76	17.64	-5.0%	10.71	14.45	-25.9%	6.04	77.3%
归母净利率	11.4%	12.4%	-1.0pct	18.4%	16.5%	1.9pct	1.8%	16.6pct
股本 (亿股)	21.50	21.50	-	21.50	21.50	-	21.50	-
EPS (元/股)	0.86	0.84	1.9%	0.80	0.68	17.3%	0.06	1321.3%

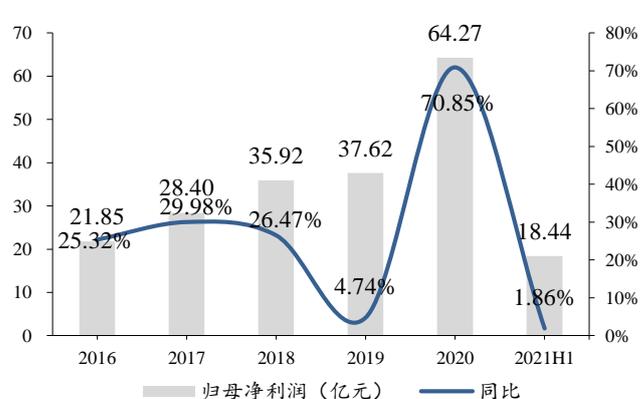
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021H1 收入 162.4 亿元, 同比+11.16%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 归母净利润 18.44 亿元, 同比+1.86%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

毛利率受大宗涨价、业务结构调整而有所下滑。受铜、银、硅料等原材料价格持续上涨，2021H1 毛利率为 28.15%，同比-3.18pct 继续承压。但通过向下游经销商提价、对原材料套期保值等方式，2021Q2 毛利率 28.68%，环比上升 1.26pct 有所改善；2021H1 归母净利率为 11.36%，同比下降 1.04pct，Q2 归母净利率 18.39%，同比上升 1.90pct，环比上升 16.62pct，盈利能力环比改善。

图 3：2021H1 毛利率、净利率同比-3.18、-1.04pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q2 毛利率、净利率同比-4.89、+1.9pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**低压电器：2021H1 实现营收 110.58 亿元、同比+31.24%，三大板块全面提速；经销渠道量质提升、“蓝海计划”进行时，直销业务锁定大客户高增长，海外本土化布局战略推进顺利。**

- **经销量质提升，渠道创新收获成效。**2021H1 经销实现营收 58.70 亿元，同比增长 14.83%。1) 量的方面，截至 2021H1 公司拥有一级经销商 525 家、二级分销商 5000 家+、超 10 万终端渠道，地市级覆盖 96%+、区县覆盖 83%+，渠道优势进一步巩固；此外，线上商城+线下店协同布局，方兴未艾。2) 质的方面，正泰 2020 年年底推出“蓝海行动”，由公司牵头与核心经销商组建股份制区域销售子公司，一方面经销商享有部分股权，在利润分配时也向经销商适当倾斜；一方面在不影响经销商原有业务情况下，以“正泰子公司”名义开发增量小 B 客户相对更有利。推进节奏方面，截至 2021H1 公司已与核心经销商共同新设销售公司 24 家。随渠道改革逐步收获成效，我们预计 2021 年起，经销业务营收相较以往提速。
- **直销进入发展快车道。**2021H1 直销业务实现营收约 15 亿元，同比增长超 70%，我们估计 2021Q1 同比增长超 100%（去年低基数有部分影响）、Q2 同增约 50% 以上。直销聚焦地产/电力/新能源/通信/工业/基建六大行业、60 余细分行业的龙头客户，电力行业绑定国网、南网及完成 6 家地级市/电力三产市场准入；通信领域以自研 5G 断路器切入华为供应链，IDC 方面进入阿里巴巴等互联网公司白名单；新能源、工业、基建布局伊始、方兴未艾；在鞍钢、牧原等重点头部客户扎稳根基，在手订单近亿元。我们预计公司直销业务进入发展快车道，2021-2023 年有望实现 30% 以上年化增长。
- **海外逆势而上、加速扩张。**国际业务受今年疫情影响较小，依托新加坡日光电气、EGEMAC 合资的埃及成套厂，实施全球本土化战略，推出“国际版蓝海计划”，进入发展新阶段。2021H1 共实现营收 12.93 亿元，同增 55.26%；未来随

公司全球化布局深化，海外品牌认可度全面提升，海外低压业务高增可期。

**光伏：2021H1 营收 55.04 亿，同比-14.69%。户用龙头地位稳固、借政策东风高歌猛进，电站运营仍贡献稳定利润，EPC 稳健、组件承压。**

- **户用龙头强者恒强，借政策东风加速起航。**2021 年 6 月国家能源局下发《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，为整县推进分布式光伏、推动乡村振兴奠定了新的工作基调。正泰借政策“东风”持续落地整县推进政策，2021 年 8 月 5 日发布公告，正泰安能就推进整县屋顶分布式光伏相关试点，与相关政府部门签署了合作框架协议，涉及装机容量合计约 980MW。公司上半年新增装机容量 1.05GW(租赁模式)，另外销售商业模式为 281MW；2021 年全年来看，我们预计实现 4GW 以上新增装机量。
- **电站盈利能力稳定，结构上向分布式倾斜。**2021H1 光伏电站装机容量达到 6.55GW，同比+50.5%。其中分布式为 5.02GW，同增 70.2%，集中式 1.52GW，同增 8.9%，分布式占比已高达 77%。2021H1 电费收入 20.29 亿元，同增 31.5%。
- **原材料高成本考验下，EPC、组件承压。**2021H1 硅料价格上涨较快，对公司 EPC 收入及组件的盈利能力带来压力，通过向下游客户提价方式对冲部分影响，我们估计组件上半年仍有所亏损。

图 5: 公司电站运营情况

光伏电站	所在地	2020年						2021H1				
		装机容量(兆瓦)	发电量(万千瓦时)	结算电量(万千瓦时)	上网电价(元/千瓦时)	电费收入(万元)	营业利润(万元)	装机容量(兆瓦)	发电量(万千瓦时)	结算电量(万千瓦时)	上网电价(元/千瓦时)	电费收入(万元)
集中式:	甘肃	108.0	10948.2	10888.6	0.8	7188.0	856.1	108.00	9113.0	9051.4	0.57	4599.7
	浙江	491.2	63949.6	63445.7	1.1	59697.8	24755.6	308.59	18517.45	18471.0	0.85	13872.9
	江苏	40.0	3920.5	3911.6	1.1	3785.8	2066.5	40.00	2431.5	2423.5	1.09	2331.6
	江西	49.9	5110.4	5084.9	1.1	5022.2	2564.4	49.92	2310.8	2293.4	1.16	2345.5
	内蒙	30.0	4846.8	4809.8	0.9	3854.6	2498.0	220.00	11037.27	11006.3	0.77	7489.7
	宁夏	30.0	4198.8	4181.0	1.0	3829.7	57.0	30.00	2096.17	2087.5	1.04	1921.4
	青海	137.7	15702.4	15636.1	0.9	12665.6	168.2	137.74	10353.29	10291.5	0.90	8182.0
	山西	50.0	7318.1	7268.5	0.90	5876.3	2774.1	50.00	3787.6	3754.8	0.89	2961.7
	西藏	10.0	1037.9	1035.0	1.2	1070.3	332.5	10.00	604.59	600.52	1.15	609.45
	新疆	294.2	29342.1	29214.6	0.9	22220.1	7094.7	294.18	21337.28	21206.9	0.91	17155.3
	湖北	20.0	1882.2	1879.1	0.90	1454.6	478.1	25.15	1011.7	1007.0	0.89	790.23
	黑龙江	30.0	4561.7	4553.2	0.9	3411.3	1669.4	30.00	2163.6	2155.9	0.84	1596.6
	陕西	19.1	1889.9	1879.0	0.9	1417.3	536.2	19.12	1044.5	1036.0	0.85	775.28
	吉林	200.0	26243.7	26134.3	0.4	9722.0	2392.0	200.00	21276.5	21126.7	0.39	7331.4
小计		1510.2	180952.2	179921.4	0.9	141215.6	48242.7	1522.7	107085.1	106512.5	-	71962.6
分布式:	浙江	691.0	75535.6	75274.0	0.8	54543.1	17024.1	669.55	35933.59	35885.1	0.80	25294.8
	广东	31.4	2465.3	2454.8	0.8	1746.2	1094.6	31.55	1566.1	1562.5	0.81	1119.5
	江苏	197.1	15953.6	15891.6	0.9	12168.5	5371.5	195.45	9731.8	9659.6	0.32	6967.6
	陕西							11.66	493.28	491.31	0.76	330.58
	上海	25.2	2455.7	2442.3	1.0	2105.3	1195.1	25.24	1170.1	1163.6	0.95	975.11
	甘肃	1.0	112.2	111.1	0.8	73.9	42.7	1.00	50.18	49.65	0.73	32.17
	河南	623.8	45977.5	45957.0	0.6	22660.1	9096.4	941.41	45932.12	45918.8	0.49	19754.8
	湖北	84.3	6032.9	6002.9	0.7	3757.7	1117.0	93.02	3537.0	3514.9	0.68	2109.6
	湖南	19.3	1627.9	1620.3	1.2	1644.0	979.7	19.30	671.94	667.13	1.14	674.12
	江西	63.1	4470.8	4444.7	0.8	3131.1	1067.2	72.65	2922.9	2908.1	0.68	1760.3
	山东	978.3	88431.6	88381.3	0.6	44389.1	15559.2	1242.9	74953.10	74932.44	0.51	34035.8
	山西	112.4	8853.5	8830.2	0.5	3984.7	1548.1	131.11	7215.3	7209.0	0.45	2895.4
	安徽	268.6	20593.9	20567.3	0.6	10612.3	4612.3	386.27	18172.84	18154.3	0.50	8074.5
	河北	798.1	67906.4	67863.6	0.5	31115.4	14505.2	1128.7	59916.69	59893.3	0.46	24601.9
	辽宁	6.2	678.0	676.8	0.7	397.6	189.6	6.22	339.85	338.85	0.66	198.16
	福建	29.1	3382.9	3362.8	0.7	1981.4	1027.3	34.34	1749.5	1741.7	0.68	1045.2
	天津	10.5	1077.5	1075.1	0.5	500.9	257.0	10.51	488.59	485.73	0.54	233.56
	内蒙	18.2	2008.7	2005.1	0.7	1319.9	435.3	18.16	1059.4	1054.7	0.74	689.91
	黑龙江	5.8	521.6	520.1	0.5	248.3	145.0	5.80	337.76	335.01	0.53	156.48
小计		3973.9	349153.0	348556.0	0.70	197080.3	75524.2	5024.8	266241.99	265965.6	-	130949.5
合计		5484.1	530105.2	528477.4	0.8	338,296	123766.9	6547.54	373327.08	372748.02	0.54	202912.1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

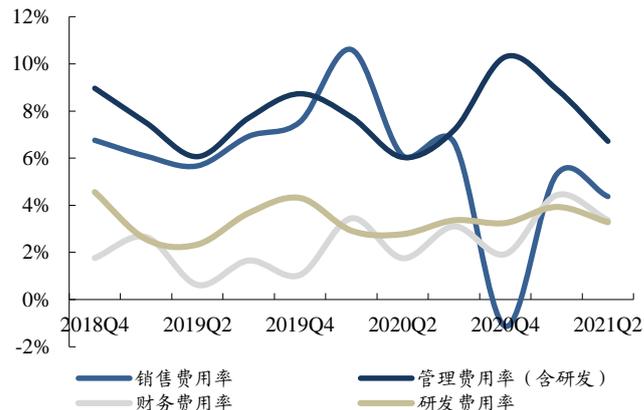
费用端管控较好，费用率基本持稳。公司 2021H1 费用同比增长 6.31%至 26.37 亿元，期间费用率下降 0.74 个百分点至 16.24%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 32.58%、上升 26.91%、上升 39.60%、上升 75.89%至 7.74 亿元、12.43 亿元、5.77 亿元、6.19 亿元；费用率同比分别下降 3.09、上升 0.95、上升 0.72、上升 1.4 个百分点至 4.77%、7.65%、3.56%、3.81%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-24.71%/+17.05%/+24.35%/+102.32%，费用率分别为 4.37%/6.72%/3.28%/3.37%。

图 6：2021H1 期间费用 26.37 亿元，同比+6.31%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：2021H1 期间费用率 16.24%，同比-0.74pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

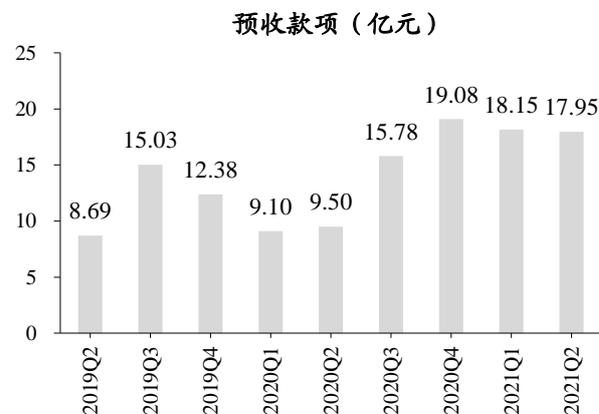
因低压电器、EPC 原材料备货锁价，现金流有所下滑、存货提升，应收款随低压电器直销业务规模扩大等因素而有所上升。2021H1 经营活动现金流量净流入 6.05 亿元，同比下降 37.94%，其中 Q2 经营活动现金流量净额 18.07 亿元；销售商品取得现金 153.36 亿元，同比增长 23.69%。期末预收款项 17.95 亿元，比期初下降 5.94%。期末应收账款 113.68 亿元，较期初增长 16.44 亿元，应收账款周转天数上升 17.49 天至 116.89 天。期末存货 62.91 亿元，较期初上升 13.27 亿元；存货周转天数上升 12.81 天至 86.8 天。

图 8：2021Q2 现金净流入 18.07 亿元，同比-20.97%



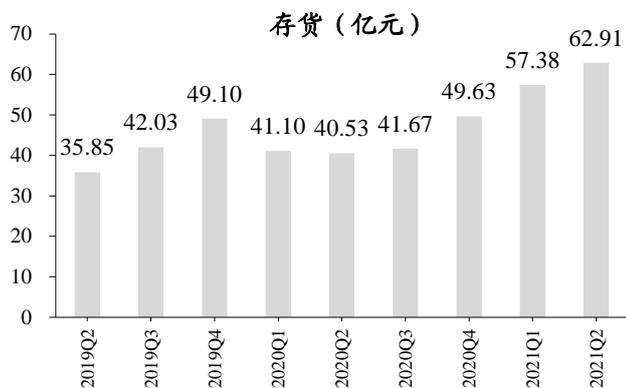
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：2021Q2 期末预收款项 17.95 亿元，同比+88.88%



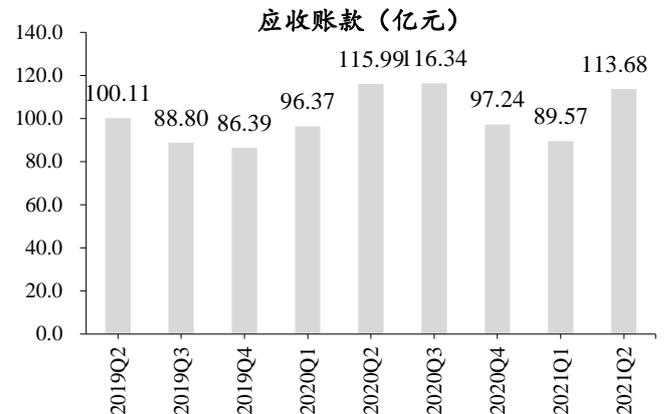
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10: 2021Q2 期末存货 62.91 亿元, 较 2021 年初 +13.27 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2021Q2 期末应收账款 113.68 亿元, 较 2021 年初 +16.44 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 由于低压电器相较以往明显提速、户用光伏进入高速增长期, 我们上调公司 2021-2023 年归母净利润分别为 45.8 亿元 (+1.4 亿元) / 55.7 亿元 (+3.8 亿元) / 67.6 亿元 (+6.9 亿元), 同比+24% (剔除中控技术) / +22% / +21%, 对应现价 PE 分别 27 倍、22 倍、18 倍, 给予目标价 64.75 元, 对应 2022 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济下行, 竞争加剧等。

正泰电器三大财务预测表

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>29646.4</b>	<b>36901.4</b>	<b>41038.7</b>	<b>46642.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>33253.1</b>	<b>39531.1</b>	<b>46099.1</b>	<b>52836.2</b>
现金	5976.1	10146.8	10524.6	12443.6	减:营业成本	24021.5	28654.3	33114.8	37579.0
应收款项	15256.4	17774.1	20312.6	22815.6	营业税金及附加	169.9	197.9	226.2	254.0
存货	4963.5	5802.3	6571.4	7308.2	营业费用	1612.4	1818.4	2074.5	2324.8
其他流动资产	3450.3	3178.3	3630.0	4075.3	管理费用(含研发)	2630.2	3043.9	3457.4	3909.9
<b>非流动资产</b>	<b>39623.4</b>	<b>45758.4</b>	<b>51052.7</b>	<b>55724.8</b>	财务费用	812.4	949.0	1163.8	1279.9
长期股权投资	3888.5	3888.5	3888.5	3888.5	加:投资净收益	590.1	578.3	566.7	555.4
固定资产	27659.6	33814.1	39127.8	43819.4	其他收益	3258.1	183.9	180.6	177.4
无形资产	584.9	565.4	545.9	526.4	<b>营业利润</b>	<b>7894.4</b>	<b>5610.3</b>	<b>6790.3</b>	<b>8201.8</b>
其他非流动资产	7490.4	7490.4	7490.4	7490.4	加:营业外净收支	-110.5	-116.1	-121.9	-128.0
<b>资产总计</b>	<b>69269.8</b>	<b>82659.9</b>	<b>92091.3</b>	<b>102367.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>7783.9</b>	<b>5494.3</b>	<b>6668.5</b>	<b>8073.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>22985.3</b>	<b>26519.1</b>	<b>29845.1</b>	<b>33112.4</b>	减:所得税费用	1147.9	714.3	866.9	1049.6
短期借款	4775.6	5253.1	5778.5	6356.3	少数股东损益	208.8	198.4	228.7	263.1
应付账款	12099.6	14144.4	16019.3	17815.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6427.2</b>	<b>4581.6</b>	<b>5572.8</b>	<b>6761.2</b>
其他流动负债	6110.1	7121.5	8047.3	8940.8	EBIT	4901.8	5816.6	7226.3	8768.4
<b>非流动负债</b>	<b>15102.3</b>	<b>21602.3</b>	<b>23602.3</b>	<b>25602.3</b>	EBITDA	6695.2	7355.1	9158.4	11051.3
长期借款	12327.6	18827.6	20827.6	22827.6					
其他非流动负债	2774.7	2774.7	2774.7	2774.7					
<b>负债合计</b>	<b>38087.6</b>	<b>48121.4</b>	<b>53447.4</b>	<b>58714.7</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1269.5	1406.5	1563.0	1741.4	每股收益(元)	2.99	2.13	2.59	3.14
归属母公司股东权益	29912.6	33132.0	37080.9	41911.3	每股净资产(元)	13.91	15.41	17.25	19.49
<b>负债和股东权益</b>	<b>69269.8</b>	<b>82659.9</b>	<b>92091.3</b>	<b>102367.4</b>	发行在外股份(百万股)	2150.0	2150.0	2150.0	2150.0
					ROIC(%)	10.6%	10.8%	11.9%	12.9%
					ROE(%)	21.5%	19.3%	11.6%	12.1%
					毛利率(%)	27.8%	27.5%	28.2%	28.9%
					销售净利率(%)	19.3%	11.6%	12.1%	12.8%
					资产负债率(%)	55.0%	58.2%	58.0%	57.4%
					收入增长率(%)	10.0%	18.9%	16.6%	14.6%
					净利润增长率(%)	70.9%	-28.7%	21.6%	21.3%
					P/E	18.10	25.39	20.88	17.21
					P/B	3.89	3.51	3.14	2.78
					EV/EBITDA	23.06	22.36	18.54	15.84

数据来源: Wind, 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>

