

璞泰来 (603659) 2021 年年报点评

三大主业全面开花，龙头一体化布局趋势明确

买入 (维持)

2022 年 03 月 29 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 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书: S0600120100021
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,996	15,684	22,042	29,495
同比 (%)	70.36	74.35	40.54	33.81
归属母公司净利润 (百万元)	1,749	3,070	4,429	6,320
同比 (%)	161.93	75.58	44.25	42.69
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.52	4.42	6.38	9.10
P/E (现价&最新股本摊薄)	51.66	29.42	20.40	14.30

投资要点

- 2021 年归母净利润 17.49 亿元，同比增长 161.93%，符合市场预期。**
 2021 年公司营收 89.96 亿元，同比增长 70.36%；归母净利润 17.49 亿元，同比增长 161.93%；扣非净利润 16.6 亿元，同比增长 166.16%；2021 年毛利率为 35.65%，同比增加 4.07pct；净利率为 19.82%，同比增加 6.05pct。2021 年 Q4 公司实现营收 27.01 亿元，同比增加 39.65%；归母净利润 5.18 亿元，同比增长 105.22%。
- 石墨化涨价顺利传导，负极一体化带动盈利稳健增长。**公司 2021 年出货 9.72 万吨，同比增长 54%，其中 2021Q4 出货 2.5 万吨以上，环比微增，主要受限电政策限制；下游需求旺盛，随着新增产能释放，我们预计公司 2022 年出货有望达 16-18 万吨，同比增长 60%+。公司一体化比例 65-70%左右，且与下游客户通过协商成本共担机制上调了部分产品价格，随着石墨化产能逐步释放，自供比例进一步提升，我们预计 2022 年负极盈利能力有望维持，同时看长期，在碳中和背景下低电价石墨化产能为稀缺资源，公司具备显著先发优势，成本优势长期存在。
- 负极产能扩张提速，支撑持续高增，且积极布局一体化和前沿技术。**公司 2021 年年底负极产能 15 万吨+，其中江西 6 万吨前工序产能顺利投产；公司在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目，其中一期 10 万吨我们预计将于 2022 年下半年投产，2022 年年底公司产能将达到 25 万吨。
- 隔膜扩产加速，2022 年出货预计同比高增。**我们预计公司 2021 年出货 21.7 亿元，同比高增 200%+，主要增量来自宁德时代，其中 Q4 出货达 7 亿平左右，环比+20%左右。盈利能力方面，我们预计 2022 年全年单平盈利维持 0.2 元/平+，同比进一步提升。随着宁德卓高、四川邛崃及广东肇庆产能落地，我们预计公司 2022 年出货有望达 40 亿平+，同比接近翻番增长。
- 布局基膜+涂覆材料，已顺利突破大客户。**2021 年年底公司已经形成 1 亿 m²基膜、0.8 万吨纳米氧化铝及勃姆石、0.5 万吨 PVDF 产能。设备业务订单逐渐释放，铝塑膜等业务均实现盈利。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到公司产能扩张加速，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润至 30.07/44.29/63.2 亿元（原预期 30.07/42.13 亿元），同比分别 76%/44%/43%；对应现价 PE 分别 29/20/14 倍，给予 22 年 45xPE，目标价 198.9 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	130.11
一年最低/最高价	75.82/194.90
市净率(倍)	9.07
流通 A 股市值(百万元)	90,181.50
总市值(百万元)	90,346.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.35
资产负债率(%，LF)	44.05
总股本(百万股)	694.38
流通 A 股(百万股)	693.12

相关研究

《璞泰来(603659): 股权激励落地，绑定核心骨干，利润目标超预期》

2022-03-23

《璞泰来(603659): 龙头一体化优势明显，业绩符合市场预期》

2022-01-14

2021年归母净利润17.49亿元，同比增长161.93%，符合市场预期。2021年公司营收89.96亿元，同比增长70.36%；归母净利润17.49亿元，同比增长161.93%；扣非净利润16.6亿元，同比增长166.16%；2021年毛利率为35.65%，同比增加4.07pct；净利率为19.82%，同比增加6.05pct。

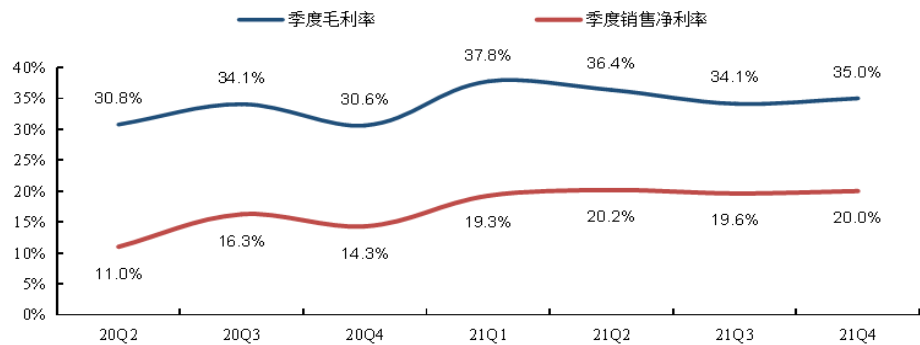
2021年Q4营收同环比增长，毛利率稳中带增。2021年Q4公司实现营收27.01亿元，同比增加39.65%，环比增长13.85%；归母净利润5.18亿元，同比增长105.22%，环比增长13.53%，扣非归母净利润5.04亿元，同比增长106.6%，环比增长14.34%。盈利能力方面，Q4毛利率为35.02%，同比增长4.38pct，环比增长0.88pct；归母净利率19.17%，同比增长6.13pct，环比增长-0.05pct；Q4扣非净利率18.64%，同比提升6.04pct，环比提升0.08pct。

图1：分季度经营情况

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)	2,700.8	2,372.2	2,183.7	1,739.2	1,934.0
-同比	39.65%	62.59%	104.29%	112.43%	49.11%
毛利率	35.02%	34.14%	36.38%	37.77%	30.64%
归母净利润(百万)	517.8	456.1	440.3	334.6	252.3
-同比	105.22%	108.61%	324.11%	260.21%	30.97%
归母净利率	19.17%	19.23%	20.16%	19.24%	13.05%
扣非归母净利润(百万)	503.5	440.4	403.42	312.73	243.71
-同比	106.60%	115.21%	335.91%	277.66%	31.80%
扣非归母净利率	18.64%	18.56%	18.47%	17.98%	12.60%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务拆分看，三大主业全面开花，隔膜、负极、设备营收大增，PVDF、铝塑膜等均开始起量。

1) 2021年负极收入51.3亿元，同比+41%，负极出货9.72万吨，对应全年均价6万元/吨(含税)，同比下滑10%左右；其中子公司江西紫宸收入57.4亿元，同比+49%，

净利润 8.7 亿元，净利率 15%，对应负极单吨净利预计 0.9 万元/吨左右（不含石墨化），石墨化（含内部销售）收入 10.1 亿元，同比增长 24.6%，其中子公司兴丰营收 8.7 亿元，净利润 1.5 亿元；

2) 隔膜及涂覆 2021 年收入 22 亿元，同比大增 171%，涂覆膜出货 21 亿元，对应全年均价 1.14 亿元（含税），子公司宁德卓高净利润 2.59 亿元，对应净利率 14%；

3) 锂电设备收入 13.67 亿元，同比+109%，子公司江苏嘉拓收入 6.7 亿元，净利润 0.54 亿元，扭亏为盈改善明显。

图3：公司分业务经营情况

	2021年				2021H2			2021H1
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	环比	同比	营业收入 (亿)
负极	51.29	41.37%	29.49%	-5.15%	26.75	9.0%	18.3%	24.54
涂覆隔膜	21.95	171.03%	39.85%	-5.68%	13.00	45.2%	146.2%	8.95
锂电设备	13.68	194.75%	26.53%	-1.63%	10.00	172.0%	352.5%	3.68
铝塑膜	1.41	50.17%	28.78%	19.32%	0.81	32.9%	29.9%	0.61
石墨化材料	10.09	313.73%	34.46%	191.05%				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司分业务经营情况（负极-万元/吨，隔膜/锂电-元/台）

	2021年			2021H2		2021H1	
	销量	同比	单位售价 (不含税)	销量	单位售价 (不含税)	销量	单位售价 (不含税)
负极	97,242	54%	5.27	51,996	5.14	45,246	6.10
涂覆隔膜	217,057	207%	1.01	137,218	0.95	79,839	1.30
锂电设备	477	125%	286.72				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司子公司经营情况

公司名称	主要业务	2021年				2021H2		2021H1	
		营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利润-同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
江西紫宸	负极	57.45	49.6%	8.77	75.1%	29.77	4.83	27.68	3.94
内蒙兴丰	石墨化加工	8.37	22.75%	1.48	6.74%				
深圳新嘉拓	锂电设备							4.13	0.35
宁德卓高	涂覆隔膜	17.80	217.21%	2.59	264.35%	11.14	1.66	6.66	0.93
东莞卓高	涂覆隔膜								
江苏卓高	涂覆隔膜								

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

石墨化涨价顺利传导,负极一体化带动盈利稳健增长。公司 2021 年出货 9.72 万吨,同比增长 54%,其中 2021Q4 出货 2.5 万吨以上,环比微增,主要受限电政策限制;下游需求旺盛,随着新增产能释放,我们预计公司 2022 年出货有望达 16-18 万吨,同比增长 60%+。盈利能力方面,我们测算公司 2021 年负极(含石墨化)单吨净利 1.2 万元/吨左右,其中石墨化代工价格 2021Q4 进一步上涨至 2.2-2.4 万元/吨左右,带动负极成本上涨 0.2 万元/吨左右,公司一体化比例 65-70%左右,且与下游客户通过协商成本共担机制上调了部分产品价格,随着公司内蒙二期 5 万吨石墨化产能逐步释放,自供比例进一步提升,我们预计 2022 年负极盈利能力有望维持,同时看长期,在碳中和背景下低电价石墨化产能为稀缺资源,公司具备显著先发优势,成本优势长期存在。

图6: 公司负极业务产销情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
负极材料	吨	100939	97242	17017	46.15	54.48	27.76

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

负极产能扩张提速,支撑持续高增,且积极布局一体化和前沿技术。公司 2021 年年底负极产能 15 万吨+,其中江西 6 万吨前工序产能顺利投产;公司在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目,其中一期 10 万吨我们预计将于 2022 年下半年投产,2022 年年底公司产能将达到 25 万吨。公司加大石墨化产能建设,目前公司石墨化产能 11 万吨,其中内蒙二期 5 万吨石墨化产能建成投产,碳化产能 10 万吨,自供比例将进一步提升。随着新增产能释放,我们预计公司 2022 年出货量有望达到 16-18 万吨,同比增长 60%+。此外,公司第一代氧化亚硅材料已进入量产导入阶段,高首效氧化亚硅和高容量纳米硅碳等新一代硅基产品的技术开发已基本完成,并在多孔硅、硬碳、软碳、超理论容量石墨、锂金属负极等新型负极材料技术方面进行了预研和探索。

隔膜扩产加速,2022 年出货预计同比高增。我们预计公司 2021 年出货 21.7 亿元,同比高增 200%+,主要增量来自宁德时代,其中 Q4 出货达 7 亿平左右,环比+20%左右;盈利能力方面,2021 年公司关键涂覆材料和粘结剂的国产化替代顺利推进,且通过提升设备运行速度、导入宽膜和自动化改造等综合措施大幅提升涂覆生产效率,我们预计全年单平盈利维持 0.2 元/平+,同比进一步提升。公司 2021 年年底涂覆产能 40 亿平,其中江苏卓高涂覆加工扩产项目、宁德卓高(二厂区)涂覆加工项目建成投产,江苏卓高 15 亿 m²涂覆加工项目和广东卓高一期 20 亿 m²隔膜涂覆项目分别通过自有资金启动建设。随着宁德卓高、四川邛崃及广东肇庆产能落地,我们预计公司 2022 年出货有望达 40 亿平+,同比接近翻番增长。

图7: 公司隔膜业务产销情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
涂覆隔膜	万m ²	243933	217057	42596	225.95	206.95	170.97

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

布局基膜+涂覆材料, 已顺利突破大客户。2021 年年底公司已经形成 1 亿m²基膜、0.8 万吨纳米氧化铝及勃姆石、0.5 万吨 PVDF 产能。基膜方面, 公司溧阳月泉基膜产线稳定运行, 5 μm 超薄膜认证工作顺利推进, 有望于 2022 年通过海外客户认证并实现批量供应, 四川卓勤 4 亿m²基膜与涂覆一体化项目已全面启动; 材料方面, 公司控股乳源东阳光氟树脂, 参股四川茵地乐, 合资成立海南璞晶, 全面加快推进关键涂覆材料和粘结剂产品的国产化替代, 公司自主研发的国产 PVDF 涂覆材料及 PAA 粘结剂实现突破, 完成大客户产品导入, 进一步降低客户成本, 其中 PVDF2021 年已实现 4.4 亿元的营收 (含内部销售)。在陶瓷涂覆材料方面, 溧阳极盾二期产能建成投产, 在三星 SDI 基础上, 对宁德时代、LG、ATL 等客户的产品推广工作均取得积极进展; 公司在涂覆材料、涂覆工艺、PVDF、粘结剂等各个环节互联互通, 实现了技术与产品的交互提升。

图8: 公司一体化布局

负极材料及石墨化事业部	膜材料及涂覆事业部		自动化装备事业部	其他业务布局
江西紫宸 溧阳紫宸 四川紫宸 内蒙紫宸兴丰 山东兴丰 振兴炭材* 新疆紫宸	宁德卓高 江苏卓高 东莞卓高 东莞卓高新能源 广东卓高 四川卓勤 溧阳月泉 上海月泉	东莞卓越 溧阳卓越 浙江极盾 溧阳极盾 四川极盾 东阳光氟树脂* 四川茵地乐* 海南璞晶*	江苏嘉拓 深圳新嘉拓 江西嘉拓 广东嘉拓 四川嘉拓 宁德嘉拓 东莞嘉拓 东莞超鸿*	研发管理 璞泰来技术 贸易投资 香港安胜 海南璞泰来 股权投资 庐峰投资

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

设备业务订单逐渐释放, 铝塑膜等业务均实现盈利。公司自动化装备新产品如注液机、叠片机、卷绕机、氮检机等均已实现量产与批量交付, 高速切叠一体机等设备已形成技术领先优势, 进入客户认证阶段, 子公司江苏嘉拓 2021 年收入 6 亿元, 净利润 0.54 亿元, 目前涂布机 (不含内部订单) 在手订单超过 40 亿元 (含税), 同比增长 170.33%, 新产品在手订单超过 11 亿元 (含税), 我们预计公司设备业务 2022 年营收高增长。公

司铝塑包装膜产品市场竞争力进一步增强，2021年出货1148万平，同增51%，数码类产品已进入高端客户并实现量产，动力类产品在小动力、储能领域已量产出货，并已通过下游多家车规级客户的应用认证，我们预计将开始逐渐贡献盈利。

三费整体控制良好，积极现金管理降低财务费用。2021年公司期间费用合计10.56亿元，同比增长40.14%，费用率为11.73%，同比降低2.53pct。2021年销售费用1.52亿元，销售费用率1.68%，同比降低0.5pct；管理费用3.67亿元，管理费用率4.08%，同比增0.06pct，管理费用增加主要原因为公司业务规模快速增长，人员储备增加、计提薪酬与奖金比例有所提升；财务费用-0.05亿元，财务费用率-0.06%，同比减少3.12pct，财务费率减少主要由于公司经营效率提升、经营性现金流增加，积极实施有效现金管理；研发费用5.43亿元，研发费用率6.03%，同比增1.03pct，研发费率增加主要由于加大研发活动投入，相应研发材料和人员费用支出增加。公司2021年计提资产减值损失-1.18亿元；计提信用减值损失-0.52亿元。

图9：公司分季度盈利能力

单位：百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021
销售费用	37.38	52.83	58.46	-33.46	34.52	55.24	35.15	26.64	151.55
-销售费用率	4.57%	4.94%	4.01%	-1.73%	1.98%	2.53%	1.48%	0.99%	1.68%
管理费用	40.25	44.69	53.01	74.31	83.03	80.72	86.27	116.72	366.72
-管理费用率	4.92%	4.18%	3.63%	3.84%	4.77%	3.70%	3.64%	4.32%	4.08%
研发费用	38.99	53.74	66.71	104.67	109.21	119.96	127.33	186.24	542.74
-研发费用率	4.76%	5.03%	4.57%	5.41%	6.28%	5.49%	5.37%	6.90%	6.03%
财务费用	32.89	27.99	45.80	54.95	2.44	2.89	-9.98	-0.83	-5.49
-财务费用率	4.02%	2.62%	3.14%	2.84%	0.14%	0.13%	-0.42%	-0.03%	-0.06%
期间费用	149.50	179.25	223.99	200.48	229.20	258.80	238.76	328.76	1,055.53
-期间费用率	18.26%	16.77%	15.35%	10.37%	13.18%	11.85%	10.06%	12.17%	11.73%
资产减值损失	0.30	3.62	0.71	-48.33	-10.25	-33.84	-26.47	-47.92	-30.55
信用减值损失	1.42	-38.05	-0.72	-42.74	-37.16	-8.02	-5.55	-0.92	-31.91

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流高增，经营性现金流与投资净现金流提升显著。2021年公司存货为49.64亿元，较年初增长121.93%，主要系公司销售规模增加，相应原材料、库存商品和发出商品增加所致；应收账款19.28亿元，较年初增长13.45%；期末公司合同负债17.26亿元，较年初增长137.05%，主要系公司业务增长，预收客户款项增加所致。2021年公司经营活动净现金流净额为17.25亿元，同比上升148.73%，主要系业务量快速增长，销售回款节奏持续稳定所致；投资活动净现金流净额为-28.52亿元，同比上升368.89%，主要系全面加快产能建设积极布局业务所致；资本开支为0亿元，同比减少100%；账面现金为38.84亿元，较年初减少22.78%，短期借款11.95亿元，较年初减少2.69%。

投资建议：考虑到公司产能扩张加速，我们预计公司2022-2024年归母净利润至30.07/44.29/63.2亿元（原预期30.07/42.13亿元），同比分别76%/44%/43%；对应现价PE分别29/20/14倍，给予22年45xPE，目标价198.9元，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期。

璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13,497	19,414	25,251	35,435	营业总收入	8,996	15,684	22,042	29,495
货币资金及交易性金融资产	5,529	7,134	7,157	9,941	营业成本(含金融类)	5,789	10,131	14,314	19,097
经营性应收款项	2,618	4,916	7,813	11,875	税金及附加	63	110	155	208
存货	4,964	6,939	9,804	13,080	销售费用	152	251	331	413
合同资产	0	0	0	0	管理费用	367	596	771	1,032
其他流动资产	387	424	477	538	研发费用	543	863	1,168	1,475
非流动资产	7,953	10,173	12,039	13,630	财务费用	-5	138	70	13
长期股权投资	347	357	367	377	加:其他收益	105	125	154	206
固定资产及使用权资产	4,695	6,222	7,696	8,895	投资净收益	8	14	19	25
在建工程	1,211	1,611	1,811	2,011	公允价值变动	5	0	10	10
无形资产	480	763	946	1,129	减值损失	-170	-170	-160	-160
商誉	79	79	79	79	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	75	75	74	73	营业利润	2,036	3,565	5,256	7,340
其他非流动资产	1,067	1,067	1,067	1,067	营业外净收支	-7	0	7	-2
资产总计	21,450	29,587	37,290	49,065	利润总额	2,029	3,565	5,263	7,338
流动负债	9,477	14,471	18,099	24,059	减:所得税	246	463	789	954
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,304	1,680	100	100	净利润	1,783	3,101	4,474	6,384
经营性应付款项	4,658	8,152	11,519	15,367	减:少数股东损益	34	31	45	64
合同负债	1,726	2,026	2,863	3,819	归属母公司净利润	1,749	3,070	4,429	6,320
其他流动负债	1,788	2,612	3,618	4,773	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.52	4.42	6.38	9.10
非流动负债	1,304	1,304	1,304	1,304	EBIT	2,083	3,734	5,302	7,270
长期借款	987	987	987	987	EBITDA	2,451	4,426	6,346	8,589
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.65	35.41	35.06	35.25
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	19.44	19.58	20.09	21.43
其他非流动负债	292	292	292	292	收入增长率(%)	70.36	74.35	40.54	33.81
负债合计	10,781	15,775	19,403	25,363	归母净利润增长率(%)	161.93	75.58	44.25	42.69
归属母公司股东权益	10,487	13,598	17,629	23,380					
少数股东权益	183	214	258	322					
所有者权益合计	10,669	13,812	17,887	23,702					
负债和股东权益	21,450	29,587	37,290	49,065					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,725	4,249	4,982	6,289	每股净资产(元)	15.10	19.58	25.39	33.67
投资活动现金流	-2,852	-2,898	-2,884	-2,886	最新发行在外股份(百万股)	694	694	694	694
筹资活动现金流	-279	255	-2,085	-628	ROIC(%)	15.73	22.03	25.39	28.87
现金净增加额	-1,415	1,606	13	2,774	ROE-摊薄(%)	16.68	22.58	25.12	27.03
折旧和摊销	369	692	1,044	1,319	资产负债率(%)	50.26	53.32	52.03	51.69
资本开支	-2,661	-2,900	-2,893	-2,902	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.66	29.42	20.40	14.30
营运资本变动	-824	-630	-1,719	-2,693	P/B(现价)	8.62	6.64	5.12	3.86

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>

