

容百科技 (688005) 2021 年年报点评

高镍龙头地位稳固，产能扩张再加速

买入 (维持)

2022 年 03 月 30 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)	10,259	33,220	44,020	54,688
同比 (%)	170.36	223.81	32.51	24.23
归属母公司净利润 (百万元)	911	2,004	3,038	4,256
同比 (%)	327.59	119.99	51.56	40.12
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.03	4.47	6.78	9.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	62.85	28.57	18.85	13.45

投资要点

■ **2021 年公司实现归母净利润 9.11 亿元，同比增长 328%，符合市场预期。**2021 年公司实现归母净利润 9.11 亿元，同比增长 328%，符合市场预期。2021 年公司营收 102.59 亿元，同比增长 170.36%；归母净利润 9.11 亿元，同比增长 327.59%；扣非净利润 8.08 亿元，同比增长 404.73%。2021 年 Q4 归母净利润 3.62 亿元，同比增加 263.81%，2021 年 Q4 公司营收 40.08 亿元，同比增加 176.62%，环比增 50.72%；归母净利润 3.62 亿元，同比增 263.81%，环比增 59.08%，扣非归母净利润 3.39 亿元，同比增长 380.87%，环比增长 65.74%。

■ **全年出货高增，高镍龙头地位稳固。**公司 2021 年全年正极材料出货 5.3 万吨，同比增 85.53%，其中 2021 年 Q4 出货 1.7 万吨，环比增长 20%。我们预计公司 2021Q4 正极单吨净利润升至近 2 万元，环增近 40%，主要受益于低价碳酸锂库存收益。2021 年全年单吨利润我们预计达 1.65 万元，同比+173%。2022Q1 随着库存消耗完毕，我们预计单吨净利润恢复至 1.3-1.4 万元。2021 年公司 8 系、9 系及 NCA 三元正极合计出货量超 5 万吨，同比增 170.36%，高镍及 NCA 三元占正极出货比例已达到 90%以上。公司 2021 年国内高镍正极市占率为 35%，领先第二名天津巴莫 12pct，稳居龙头地位。

■ **正极产能建设再加速，战略客户合作深化。**公司 2021 年底正极产能达 12 万吨，此外贵州二期 10 万吨产能、韩国一期 7 万吨产能预计于 2022 年建成，我们预计公司 2022 年底正极产能可超 25 万吨。公司与宁德时代签订战略合作协议，未来三年作为其三元正极粉料第一供应商，此外孚能、SKI、亿纬、蜂巢能源等客户 2022 年排产显著增长，需求确定性较高。我们预计公司 2022 年出货有望达 15 万吨，同比增 180%左右。

■ **定增+合作保障远期产能建设。**公司拟定增募资不超 60.68 亿元，其中 34.89 亿元用于仙桃一期、遵义 2-2 期及韩国忠州 1-2 期正极扩产项目，合计产能为 14.7 万吨。同时和仙桃市政府签订一揽子合作协议，拟在仙桃建成年产能 40 万吨锂电池正极材料制造基地，分三期建设完成。一期（年产能 10 万吨）计划于 2023 年 6 月底前建成，二期（年产能 10 万吨）计划于 2025 年前建成，三期（年产能 20 万吨）计划于 2030 年前建成，为远期产能建设提供保障。

■ **盈利预测与投资评级：**下游需求旺盛，我们上修公司 2022-2024 年归母净利润 20.04/30.38/42.56 亿元（此前预期 20.13/28.86 亿元），同增 120%/52%/40%，对应 PE 29/19/13x，给予 2022 年 45x PE，目标价 202 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期、销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	127.80
一年最低/最高价	50.35/152.49
市净率(倍)	10.55
流通 A 股市值(百万元)	35,248.56
总市值(百万元)	57,259.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.12
资产负债率(% ,LF)	63.04
总股本(百万股)	448.04
流通 A 股(百万股)	275.81

相关研究

《容百科技(688005): 携手格林美, “新一体化” 布局开启新篇章》

2022-02-28

《容百科技(688005): 获宁德时代大订单, 高镍龙头地位加固》

2022-01-09

2021年公司实现归母净利润9.11亿元，同比增长328%，处于业绩预告偏上限，符合市场预期。2021年公司营收102.59亿元，同比增长170.36%；归母净利润9.11亿元，同比增长327.59%；扣非净利润8.08亿元，同比增长404.73%；21年毛利率为15.34%，同比增加3.17pct；净利率为8.85%，同比增加3.34pct。此前公司预告2021年归母净利润8.9-9.2亿元，处于业绩预告偏上限，符合市场预期。

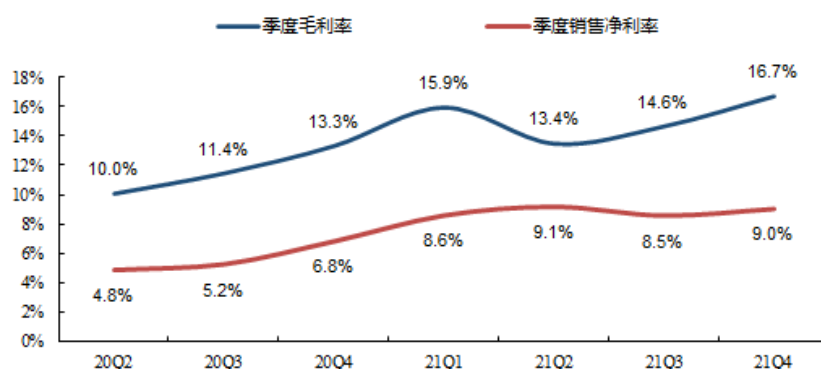
2021年Q4归母净利润3.6亿元，环比高增。2021年Q4公司实现营收40.08亿元，同比增加176.62%，环比增长50.72%；归母净利润3.62亿元，同比增长263.81%，环比增长59.08%，扣非归母净利润3.39亿元，同比增长380.87%，环比增长65.74%。盈利能力方面，2021Q4毛利率为16.67%，同比增长3.38pct，环比增长2.04pct；归母净利率9.04%，同比增长2.17pct，环比增长0.48pct；2021Q4扣非净利率8.47%，同比提升3.6pct，环比提升0.77pct。

图1：公司分季度业绩拆分情况（百万元）

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	4,007.7	2,659.1	2,198.2	1,394.0
-同比	176.62%	138.65%	279.53%	113.70%
毛利率	16.67%	14.62%	13.44%	15.90%
归母净利润(百万)	362.3	227.7	201.4	119.6
-同比	263.81%	284.70%	593.31%	373.95%
归母净利率	9.04%	8.56%	9.16%	8.58%
扣非归母净利润(百万)	339.3	204.7	174.52	89.79
-同比	380.87%	400.13%	644.04%	256.26%
扣非归母净利率	8.47%	7.70%	7.94%	6.44%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：容百科技季度盈利能力（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

业绩拆分来看，三元正极量利双升；前驱体盈利有所改善。2021 年三元正极营收 95.75 亿元，同比增 172.48%，销量 5.2 万吨，同比+99%，对应单吨售价 21 万元（含税），毛利率为 15.51%，同比增 2.71pct；前驱体营收 1.54 亿元，同比增 28.03%，毛利率 3.45%，同比增 3.52pct，相较 2020 年毛利转正；2021 年前驱体产量近 2 万吨，同比增 243%；销售 0.17 万吨，同比持平，前驱体自供比例提升超 30%。分子公司来看，随着湖北产能逐步投产，湖北容百 2021 年营收 66.32 亿元，同比增 97.4%，净利润 7.65 亿元，其中 21H2 净利润 5.8 亿元，环比+200%以上；贵州容百营收 27.69 亿元，同比增 99.0%，净利润 3.49 亿元。

图3：容百科技分业务营收拆分

科目	2021年				2021H2		2021H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
三元正极材料	95.75	172.48%	15.51%	2.71pct	62.01	15.31%	33.74	15.08%
前驱体	1.54	28.03%	3.45%	3.52pct	0.49	3.45%	1.05	-23.71%
其他	5.3	10500.00%	26.14%	41.48pct	4.18	25.22%	1.12	29.57%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4：容百科技子公司营收拆分

公司名称	2021年				2021H2		2021H1	
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利率
湖北容百	66.32	97.4%	7.65	11.54%	38.60	5.79	27.72	6.72%
贵州容百	27.69	99.0%	3.49	12.60%	15.57	2.39	12.12	9.07%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

高镍化高歌猛进，2021 年公司量利齐升。高镍电池性能大幅提升、成本下降空间大，为行业大势所趋，份额将持续提升。根据高工锂电统计，2021 年全球高镍三元出货量为 30.9 万吨，同比增长 121%，占三元正极材料总出货量的 42%。公司 2021 年正极销量 5.2 万吨，同比增长 99%，基本为高镍产品，在全球份额超 16%。2021Q4 我们预计公司出货约 1.7 万吨，环增约 20%。2022 年由于下游电动车持续高增长，且高镍份额持续提升，我们预计公司出货量有望达到 15 万吨，同比增 180%+。盈利方面，我们预计公司 2021 年单吨扣非净利 1.54 万元/吨，较 20 年 0.6 万/吨大幅增长，主要受益于公司客户结构改善+前驱体自供比例提升，其中 Q4 单吨净利近 2 万元/吨，环增近 40%，主要由于 2021Q4 低价碳酸锂贡献库存收益。2022Q1 随着公司库存收益消耗完毕，我们预计单吨利润恢复至 1.3-1.4 万/吨合理水平。

图5: 公司产品产销情况 (吨)

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	内部销售	单价 (万元/吨, 含税)
三元正极材料	吨	53,023	52,342	2,795	-	21
前驱体	吨	19,501	1,689	2,097	15,715	10

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

拟定增加码新产能, 深度绑定龙头客户, 22 年连续高增。公司 2021 年年底产能 12 万吨, 其中湖北基地产能突破 10 万吨, 贵州二期、韩国一期产能在建, 公司预计 2022 年年底产能将超 25 万吨。此外, 公司公告拟定增募集 60.68 亿元, 规划建设仙桃一期 10 万吨、遵义 2-2 期 3.4 万吨、韩国 1-2 期 1.5 万吨产能及 2025 动力型锂电材料综合基地 (6 万吨前驱体, 一期) 项目, 并与仙桃市政府签订战略合作协议, 在仙桃规划 40 万吨产能 (一期 10 万吨计划于 2023 年 6 月底前建成, 二期 10 万吨计划于 2025 年前建成, 三期 20 万吨计划于 2030 年前建成), 2025 年公司将扩大高镍正极产能至 60 万吨以上规模, 产能规划庞大, 并且新基地启用新一代产线设计和装备体系, 单线产能再提升 30-40%, 巩固成本优势。公司为宁德高镍主供, 2021 年宁德时代占公司收入比重达 63%, 我们预计 2022 年公司有望配套宁德时代 9 万吨高镍三元正极; 同时公司与孚能签订 2022 年 3 万吨高镍正极供货协议, 蜂巢能源、蔚来、卫蓝等也相继签订战略合作协议, 与 SK on、SDI、Northvolt 等开展合作。公司 2022 年订单确定性较高, 我们预计公司 2022 年出货有望达 15 万吨, 同+180%, 连续 2 年持续高增。

图6: 公司产能规划 (万吨)

		正极		
湖北	一至五期	3.0	已投产	
		4.0	已投产	
		3.0	已投产	
韩国	1-1期	0.5	即将投产	
	1-2期	1.5	2022-2023	定增项目
	二期	5.0	2022-2023	
遵义市	一期	1.5	已投产	
	2-1期	1.5	22年投产	
	2-2期	3.4	22年投产	定增项目
	后续期	3.6	22年投产	
仙桃	一期	10.0	2023年建成	定增项目
	二期	10.0	2025年建成	
	三期	20.0	30年前建成	
合计		67.0		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新一体化布局进一步完善, 持续推进战略合作。公司公告与武汉签订战略合作协议,

将在武汉市汉阳区设立基金管理公司和产业投资基金，重点投资新能源新材料相关产业上下游的项目，并拟于关联方北京容百等募资 50 亿元成立产业投资基金，公司出资 6.4 亿元，重点投资锂电正极材料上游产业以及电池制造、应用和回收循环产业。此前公司公告与格林美签订战略合作协议，计划参股动力再生 18% 股权，绑定 26% 的产出材料，参股方式锁定青美邦 8% 以上的镍资源，并锁定华友 18 万吨低价镍资源对应前驱体+其他有竞争优势的常规镍、钴原料、锰原料等；长期看我们预计公司将持续已参股、战略合作的方式延伸自身产业布局，打造具备技术、成本竞争力的产品体系，叠加公司前驱体自供比例将进一步提升，公司龙头地位稳固。

技术布局领先，超高镍实现出货，钠离子正极、磷酸锰铁锂开展布局。2021 年，公司与宁德时代等重要客户以及国内材料领域顶尖级科研院所签订了技术合作协议，将在高电压镍锰正极、尖晶石镍锰、富锂锰基、磷酸锰铁锂材料，以及固态电池、钠离子电池配套材料等前沿领域协同开发，2021 年 9 系超高镍产品开始批量出货。此外，公司积极开展钠离子电池锰铁普鲁士白及层状氧化物正极材料的技术迭代与产线建设，预计 2022 年实现吨级产出，2023 年百吨级规模产出；同时推进高电压镍锰酸锂、富锂锰基、磷酸锰铁锂正极材料等中试工艺开发，加速前沿正极材料的产业化进程。

图7：公司新产品布局（部分）

项目名称	预计总投资规模	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平
高镍单晶型Ni90	1,800	量产	开发出高分散性、高温循环、高安全性能的单晶Ni90产品 (Ni≥90%)	产品全电池测试1/3C容量≥206mAh/g,低成本高容量,循环寿命优良,适用于传统液态和半固态锂离子电池。
Ni90高镍新品开发	1,656	试生产阶段	现有量产的NCM811产品基础上提升能量密度6%,采用低钴化路线,降低成本8%,实现高镍产品的迭代	产品全电池测试1/3C容量≥206mAh/g,低成本高容量,循环寿命优良,适用于传统液态和半固态锂离子电池。
Ni96新品开发	1,000	产线调试阶段	开发出高容量,低成本,高温循环优异的超高镍多晶产品 (Ni≥92%)	产品目前全电池测试1/3C容量≥215mAh/g,低成本高容量,循环寿命良好。
多元高能量密度 NCMA	2,970	产线调试阶段	制备出容量高、结构稳定的 NCMA正极材料	产品全电池测试1/3C容量≥205mAh/g,产品热稳定性显著提高,持续开发中。
6系低成本单晶开发	2,345	产线调试阶段	开发出高电压≥4.35V、低Co含量低成本、高温循环和安全性能优良的单晶6系产品	4.35V高电压下全电池1/3C容量达到190mAh/g,循环寿命和安全性能优良,满足新能源汽车使用要求。
NCA新品开发	3,748	产线调试阶段	开发出高压实密度、低成本、高安全性能的李CA产品 (Ni≥90%)	工艺流程简单,高容量、高压实密度,压实密度 > 3.6g/cm ³ ,热稳定性和安全性良好。
富锂锰基正极材料开发	875	小试阶段	开发出能量密度与NCM811相当,成本低30%以上的低钴正极,循环寿命>2000圈,实现对高镍产品的低成本化迭代	所制低钴材料扣电池常温0.33C电流密度下放电比容量 ≥ 245mAh/g;低成本高容量,适用于液态电池,目前样品已送样国内外多家电芯企业进行测试
高电压镍锰正极材料	918	小试阶段	开发出高能量密度、低成本、长循环的高电压镍锰二元产品,容量≥140mAh/g,循环≥2000次,倍率性能优异,性价比高,以替代中低镍和磷酸铁锂材料。	所制备的正极材料软包全电容量≥135mAh/g,成本低,循环性能有待进一步改善。目前已与国内多家客户送样测评,共同开发解决高电压电池配套问题。
钠离子电池正极材料	1,123	小试阶段	开发具有低成本及优异电化学性能的钠离子电池体系及正极材料,使得相应钠离子电池能量密度高于110Wh/kg,循环优于6000次,倍率性能优于3C,总体性能能够与LiFePO ₄ 电池相比,成本相对LiFePO ₄ 电池降低约10~20%。	正极材料目前全电测试容量已达到行业领先水平,低成本,全电循环寿命仍需继续改善;同时进行新工艺产品正在尝试放大实验。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司全年费用率下降，整体费用控制良好。2021 年公司期间费用合计 6.45 亿元，同比增长 146.87%，费用率为 6.29%，同比下降 0.6pct，2021Q4 期间费用合计 2.78 亿元，同比增长 158.08%，环比增 86.21%，期间费用率为 6.95%，同比降 0.5pct，环比增 1.32pct。2021 年销售费用 0.32 亿元，销售费用率 0.31%，同比下降 0.5pct；管理费用 2.78 亿元，管理费用率 2.71%，同比下降 0.16pct；财务费用-0.24 亿元，财务费用率-0.24%，同比增加 0.4pct；研发费用 3.6 亿元，研发费用率 3.5%，同比下降 0.34pct。公司 2021 年计提资产减值损失 0.08 亿元，转回信用减值损失 0.75 亿元。

图8：容百科技季度费用情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
销售费用	9.16	-0.46	5.33	17.64
-销售费用率	0.66%	-0.02%	0.20%	0.44%
管理费用	58.37	51.13	59.62	108.80
-管理费用率	4.19%	2.33%	2.24%	2.71%
研发费用	51.97	61.28	93.25	153.00
-研发费用率	3.73%	2.79%	3.51%	3.82%
财务费用	-7.15	-7.38	-8.67	-1.01
-财务费用率	-0.51%	-0.34%	-0.33%	-0.03%
期间费用	112.36	104.57	149.53	278.44
-期间费用率	8.06%	4.76%	5.62%	6.95%
资产减值损失	0.16	2.53	0.00	-10.94
信用减值损失	33.15	48.66	-6.18	-0.14

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

存货增加，应收账款大幅增长。2021 年公司存货为 16.68 亿元，较年初增长 185.59%；应收账款 18.43 亿元，较年初增长 151.96%；期末公司合同负债 0.15 亿元，2021 年公司经营活动净现金流净额为-1.92 亿元，同比下降 127.1%，主要由于公司的销售回款方式以银行承兑汇票回款为主，公司根据现金需求及资金成本状况，对应收票据贴现进行管理；投资活动净现金流净额为-17.55 亿元，同比上升 753.19%；账面现金为 25.85 亿元，较年初增长 83.74%，短期借款 5.02 亿元，较年初增长 6383.36%。

盈利预测与投资评级：下游需求旺盛，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 20.04/30.38/42.56 亿元（此前预期 20.13/28.86 亿元），同增 120%/52%/40%，对应 PE 29/19/13x，给予 2022 年 45xPE，目标价 202 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策及电动车销量不及预期

容百科技三大财务预测表

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	9,252	34,052	45,281	57,944	营业总收入	10,259	33,220	44,020	54,688
货币资金及交易性金融资产	2,828	11,576	15,572	21,140	营业成本(含金融类)	8,685	28,922	38,206	47,107
经营性应收款项	4,663	17,402	23,021	28,564	税金及附加	20	66	87	108
存货	1,668	4,754	6,280	7,744	销售费用	32	219	291	361
合同资产	0	0	0	0	管理费用	278	631	792	930
其他流动资产	93	320	408	496	研发费用	360	997	1,233	1,477
非流动资产	5,449	7,971	10,291	11,845	财务费用	-24	47	-51	-83
长期股权投资	32	42	52	62	加:其他收益	31	100	132	164
固定资产及使用权资产	2,836	4,565	6,392	8,255	投资净收益	-14	-3	-4	-5
在建工程	1,924	2,424	2,724	2,224	公允价值变动	25	0	10	10
无形资产	391	674	857	1,040	减值损失	67	-65	-65	-65
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	0	0	1
长期待摊费用	45	45	44	43	营业利润	1,016	2,370	3,536	4,892
其他非流动资产	220	220	220	220	营业外净收支	-3	-10	0	5
资产总计	14,701	42,023	55,572	69,789	利润总额	1,013	2,360	3,536	4,897
流动负债	8,398	33,679	44,456	54,790	减:所得税	104	354	495	637
短期借款及一年内到期的非流动负债	597	100	100	100	净利润	908	2,006	3,041	4,260
经营性应付款项	6,877	22,900	30,252	37,300	减:少数股东损益	-3	2	3	4
合同负债	15	5,784	7,641	9,421	归属母公司净利润	911	2,004	3,038	4,256
其他流动负债	909	4,895	6,463	7,969	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.03	4.47	6.78	9.50
非流动负债	870	870	870	870	EBIT	885	2,385	3,411	4,705
长期借款	643	643	643	643	EBITDA	1,073	2,475	3,802	5,361
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.34	12.94	13.21	13.86
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	8.88	6.03	6.90	7.78
其他非流动负债	217	217	217	217	收入增长率(%)	170.36	223.81	32.51	24.23
负债合计	9,268	34,550	45,326	55,661	归母净利润增长率(%)	327.59	119.99	51.56	40.12
归属母公司股东权益	5,429	7,468	10,237	14,115					
少数股东权益	4	6	9	13					
所有者权益合计	5,433	7,474	10,246	14,128					
负债和股东权益	14,701	42,023	55,572	69,789					

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	-192	11,895	7,011	8,190	每股净资产(元)	12.12	16.67	22.85	31.50
投资活动现金流	-1,755	-2,625	-2,714	-2,210	最新发行在外股份(百万股)	448	448	448	448
筹资活动现金流	1,897	-521	-312	-422	ROIC(%)	14.18	27.20	30.52	31.63
现金净增加额	-62	8,748	3,985	5,559	ROE-摊薄(%)	16.78	26.84	29.67	30.15
折旧和摊销	188	90	390	656	资产负债率(%)	63.04	82.22	81.56	79.76
资本开支	-1,903	-2,610	-2,700	-2,194	P/E (现价&最新股本摊薄)	62.85	28.57	18.85	13.45
营运资本变动	-1,291	5,907	2,003	1,762	P/B (现价)	10.55	7.67	5.59	4.06

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>

