

2021 年报点评：公司量利齐升同比高增长， 22 年高景气度持续

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|----------|--------|-------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 4,446 | 6,536 | 8,482 | 10,571 |
| 同比 | 106.32 | 47.02 | 29.77 | 24.63 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 405 | 812 | 1,069 | 1,429 |
| 同比 | 7,421.93 | 100.48 | 31.62 | 33.68 |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | 0.23 | 0.47 | 0.62 | 0.82 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 44.26 | 22.08 | 16.77 | 12.55 |

投资要点

- 2021 年归母净利润 4.05 亿元，同比+7421.93%，符合市场预期。**2021 年公司营收 44.46 亿元，同比增长 106.32%；归母净利润 4.05 亿元，同比增长 7421.93%；扣非归母净利润 3.75 亿元，同比增长 842.61%；公司此前预告 2021 归母净利润 4.04 亿元，年报业绩与预告基本一致，符合市场预期。2021 年毛利率为 24.73%，同比增加 4.29pct；净利率为 9.11%，同比增加 8.48pct。Q4 公司归母净利 0.84 亿元，受减值影响环比下滑，符合市场预期。
- 2021 年出货 3.5 万吨，铜箔业务量利齐升，2022 年预计维持高增长。**公司 2021 年累计出货 3.5 万吨，同比增长 73%，其中 2021 年 Q4 出货量 0.96 万吨左右，环比增长 4% 左右，限电影响基本消除，我们预计公司 2022 年出货 5.5 万吨左右，同比增长 57%。盈利能力来看，公司 2021 年铜箔业务单吨净利 1.08 万/吨，同比大幅增长，若加回 Q4 资产减值损失影响，我们预计铜箔业务 2021 年 Q4 单吨净利达 1.3 万元/吨左右。
- 公司产能扩张加速，叠加 4.5 μm 产品占比提升，龙头地位显现。**公司 2021 年年底产能 4.3 万吨/年，公司 2022 年有效产能预计 5.5 万吨+，此外湖北筹建黄石一期 5 万吨产能，公司预计于 2023 年下半年投产，建成后公司产能将达到 13.5 万吨。产品结构来看，公司 2021 年 4.5 μm 和 4 μm 铜箔出货量占比提升至 15%~20%，主要供货宁德时代，我们预计 2022 年占比将进一步提升至 20%+，此外海外客户 2022 年放量，且陆续切换 6 μm 产品，客户结构产品结构进一步优化。
- 锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨，我们预计 2022 年供给紧平衡持续。**当前高端、大直径阴极钛辊设备订货周期长限制扩产速度。据我们测算，2022 年全球行业需求增长至 65 万吨，供给持续紧缺。供给端来看，整体行业新增产能有限，产能供不应求，2021 年下半年起铜箔加工费已涨价 0.5-1 万元/吨，我们预计 2022 年加工费将维持高位，随着旧订单陆续交付完毕，2022 年加工费上涨弹性将进一步体现，叠加公司规模效应显著，龙头盈利弹性开始体现。
- 盈利预测与投资评级：**考虑疫情短期影响，我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 8.46/11.81 亿元下调至 8.12/10.69 亿元，预计 2024 年归母净利润 14.29 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.47/0.62/0.82 元，同比增长 100%/32%/34%。当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 22x/17x/13x，给予 2022 年 32xPE，对应目标价 15.04 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争超预期

2022 年 04 月 19 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

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 10.32 |
| 一年最低/最高价 | 7.00/25.10 |
| 市净率(倍) | 3.85 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,655.23 |
| 总市值(百万元) | 17,928.61 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.68 |
| 资产负债率(% ,LF) | 56.48 |
| 总股本(百万股) | 1,737.27 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,323.18 |

相关研究

《诺德股份(600110)：产能扩张加速，公司量利齐升》

2022-02-08

《诺德股份(600110)：2021 年三季报点评：铜箔供需持续紧张，龙头产能加速释放》

2021-10-31

2021年归母净利润4.05亿元，同比+7421.93%，符合市场预期。2021年公司营收44.46亿元，同比增长106.32%；归母净利润4.05亿元，同比增长7421.93%；扣非归母净利润3.75亿元，同比增长842.61%；公司此前预告2021归母净利润4.04亿元，年报业绩与预告基本一致，符合市场预期。2021年毛利率为24.73%，同比增加4.29pct；净利率为9.11%，同比增加8.48pct。

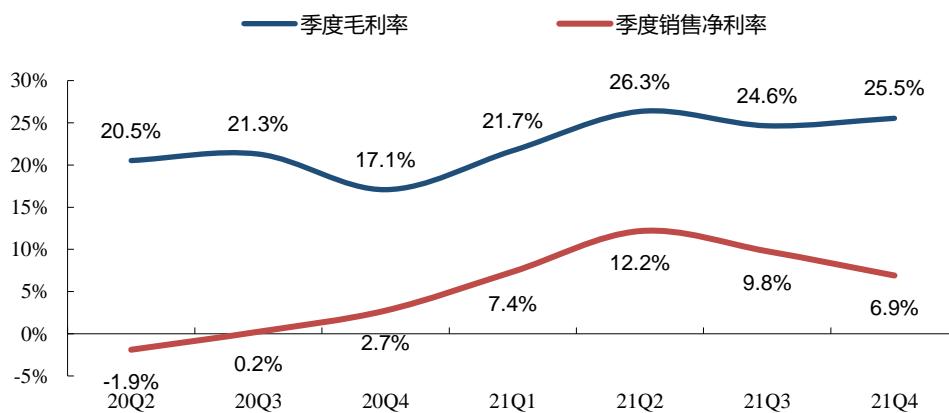
Q4公司归母净利0.84亿元，受减值影响环比下滑，符合市场预期。2021年Q4公司实现营收12.1亿元，同比增加52.96%，环比下降1.51%；归母净利润0.84亿元，同比增长284.66%，环比下降30.47%，扣非归母净利0.79亿元，同比扭亏为盈，环比下降25.19%。盈利能力方面，Q4毛利率为25.54%，同比增长8.46pct，环比增长0.89pct；归母净利率6.9%，同比增长4.16pct，环比下降2.88pct；Q4扣非净利率6.56%，同比提升8.78pct，环比下降2.08pct。其中公司Q4计提资产减值损失0.62亿元，若加回，则公司Q4归母净利环比提升15%+，符合市场预期。

图1：公司季度经营情况（百万元）

| | 2021Q4 | 2021Q3 | 2021Q2 | 2021Q1 | 2020Q4 | 2020Q3 |
|-------------|---------|----------|---------|---------|--------|----------|
| 营业收入(百万) | 1,209.7 | 1,228.3 | 1,118.3 | 889.5 | 790.9 | 571.6 |
| -同比 | 52.96% | 114.87% | 151.82% | 155.46% | 50.83% | -2.65% |
| 毛利率 | 25.54% | 24.64% | 26.35% | 21.70% | 17.07% | 21.29% |
| 归母净利润(百万) | 83.5 | 120.1 | 136.1 | 65.4 | 21.7 | 1.4 |
| -同比 | 284.66% | 8663.26% | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | -93.38% |
| 归母净利率 | 6.90% | 9.78% | 12.17% | 7.35% | 2.74% | 0.24% |
| 扣非归母净利润(百万) | 79.4 | 106.1 | 128.62 | 61.01 | -17.54 | -7.03 |
| -同比 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | 90.74% | -139.25% |
| 扣非归母净利率 | 6.56% | 8.64% | 11.50% | 6.86% | -2.22% | -1.23% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

铜箔行业量利齐升，贡献主要利润增量。分业务来看，2021年铜箔行业营收40.86亿元，同比+116%，毛利率24.61%，同比+5.69pct；电线电缆及附件营收2.86亿元，同比+46.67%，毛利率10.94%，同比-2.35pct；分子公司来看，2021年青海电子（铜箔业务）营收48.75亿元，对应单吨售价15.7万元/吨（含税），同比增长16%，主要系铜价上涨以及加工费上涨所致，贡献3.78亿元利润，对应单吨净利1.08万元/吨，同比大幅增加；江苏联鑫（覆铜板业务）营收6.55亿元，同比增长75%，贡献0.42亿元利润，同比大增400%+。此外，青海诺德营收10.13亿元，贡献1.52亿元利润；深圳百嘉达营收49.88亿元，贡献0.67亿元利润。

图3：公司业务拆分

| | 2021 | | | | 2020 | |
|---------|--------------|---------|--------|----------|--------------|--------|
| | 营业收入 (亿元) | 同比 | 毛利率 | 同比 | 营业收入 (亿元) | 毛利率 |
| 铜箔行业 | 40.86 | 116.42% | 24.61% | 5.69pct | 18.88 | 18.92% |
| 电线电缆及附件 | 2.86 | 46.67% | 10.94% | -2.35pct | 1.95 | 13.29% |
| 贸易收入 | 0.56 | 211.11% | 99.46% | - | 0.18 | - |
| 其他业务 | 0.17 | 41.67% | 46.61% | 7.37pct | 0.12 | 39.24% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司子公司拆分

| 公司名称 | 公司类型 | 2021 | | | 2021H2 | | | 2021H1 | |
|----------|------|--------------|-------|-------------|--------------|-------|-------------|--------------|-------------|
| | | 营业收入 (亿元) | 营收-同比 | 净利润 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 营收-环比 | 净利润 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) |
| 青海电子 | 子公司 | 48.75 | 100% | 3.78 | 25.64 | 11% | 1.96 | 23.12 | 1.82 |
| 中科英华（香港） | 子公司 | 7.05 | 88% | 0.44 | 3.51 | -1% | 0.13 | 3.54 | 0.31 |
| 中科英华（长春） | 子公司 | 0.62 | 19% | 0.00 | 0.31 | 0% | 0.01 | 0.31 | -0.01 |
| 湖州上辐 | 子公司 | 2.36 | 54% | 0.04 | 1.42 | 51% | 0.02 | 0.94 | 0.01 |
| 青海诺德 | 孙公司 | 10.13 | 76% | 1.52 | 5.46 | 17% | 0.83 | 4.67 | 0.69 |
| 深圳百嘉达 | 孙公司 | 49.88 | 115% | 0.67 | 28.03 | 28% | 0.41 | 21.86 | 0.27 |
| 惠州联合铜箔 | 孙公司 | 7.57 | 77% | 0.59 | 3.95 | 9% | 0.30 | 3.63 | 0.29 |
| 江苏联鑫 | 孙公司 | 6.55 | 75% | 0.42 | 3.13 | -8% | 0.11 | 3.42 | 0.31 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021年出货3.5万吨，铜箔业务量利齐升，2022年预计维持高增长。公司2021年累计出货3.5万吨，同比增长73%，其中2021年Q4出货量0.96万吨左右，环比增长4%左右，限电影响基本消除，公司2.7万吨产能在建，随着新增产能在Q2-Q3逐渐释放，我们预计公司2022年出货5.5万吨左右，同比增长57%。盈利能力来看，公司2021年铜箔业务单吨净利1.08万元/吨，同比大幅增长，若加回Q4资产减值损失影响，我们预计铜箔业务2021年Q4单吨净利达1.3万元/吨左右，环比微增，在电费上涨情况下，加工费上涨驱动Q4单吨净利环比提升，我们预计加工费上涨将在2022年进一步体现，且

随着产品结构优化与规模效应，未来单吨盈利有望持续提升。

公司产能扩张加速，叠加 4.5 μm 产品占比提升，龙头地位显现。公司 2021 年年底产能 4.3 万吨/年，其中青海产能 3.5 万吨/年，惠州产能 0.8 万吨/年，惠州在建产能 1.2 万吨/年已完成调试，预计 Q2 爬坡完成，青海在建产能 1.5 万吨/年，预计于 2022 年 Q2 陆续投产，考虑产能爬坡，公司 2022 年有效产能预计 5.5 万吨+，此外湖北筹建黄石一期 5 万吨产能，公司预计于 2023 年下半年投产，建成后公司产能将达到 13.5 万吨，产能扩张领先行业。产品结构来看，公司 2021 年 4.5 μm 和 4 μm 铜箔出货量占比提升至 15%~20%，主要供货宁德时代，后续国内二线厂商也将逐步切换，我们预计 2022 年占比将进一步提升至 20%+，此外海外客户 2022 年放量，占比将进一步提升，且陆续切换 6 μm 产品，客户结构产品结构进一步优化，公司龙头地位稳固。

锂电铜箔环节供给紧张导致加工费上涨，我们预计 2022 年供给紧平衡持续。当前高端、大直径阴极钛辊设备订货周期长限制扩产速度，叠加产线调试耗时，铜箔产能开工到调试完成需要 1.5-2 年左右的时间，且单吨投资 6-7 万元/吨，仅有头部厂商有资金能力大范围扩产。据我们测算，2022 年全球行业需求增长至 65 万吨，供给持续紧缺。供给端来看，诺德股份 2022 年新增 2.7 万吨产能，嘉元科技新增 1.5 万吨产能，整体行业新增产能有限，2022 年我们预计产能利用率仍维持高位，且 4.5 μm 及 6 μm 环节产能持续紧缺，产能供不应求，2021 年下半年起铜箔加工费已涨价 0.5-1 万元/吨，我们预计 2022 年加工费将维持高位，随着旧订单陆续交付完毕，2022 年加工费上涨弹性将进一步体现，叠加公司规模效应显著，龙头盈利弹性开始体现。

图5：公司季度费用情况

| 单位：百万元 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 14.04 | -9.57 | 9.60 | 9.95 | 9.86 | 7.61 |
| -销售费用率 | 2.46% | -1.21% | 1.08% | 0.89% | 0.80% | 0.63% |
| 管理费用 | 31.90 | 36.00 | 36.80 | 45.08 | 59.13 | 37.19 |
| -管理费用率 | 5.58% | 4.55% | 4.14% | 4.03% | 4.81% | 3.07% |
| 研发费用 | 24.89 | 14.23 | 13.72 | 40.34 | 58.33 | 44.46 |
| -研发费用率 | 4.35% | 1.80% | 1.54% | 3.61% | 4.75% | 3.68% |
| 财务费用 | 47.86 | 78.37 | 59.71 | 47.84 | 51.71 | 60.14 |
| -财务费用率 | 8.37% | 9.91% | 6.71% | 4.28% | 4.21% | 4.97% |
| 期间费用 | 118.69 | 119.04 | 119.83 | 143.21 | 179.04 | 149.39 |
| -期间费用率 | 20.76% | 15.05% | 13.47% | 12.81% | 14.58% | 12.35% |
| 资产减值损失 | -1.19 | -1.17 | -1.81 | -0.15 | -2.14 | -62.39 |
| 信用减值损失 | -2.92 | 0.07 | -0.54 | -5.08 | -0.28 | 0.51 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用控制良好，期间费用率同比大幅下降，规模效应对财务费用摊薄作用充分体现。

2021 年公司期间费用合计 5.91 亿元，同比增长 31.23%，费用率为 13.3%，同比下降 7.61pct。2021Q4 期间费用合计 1.49 亿元，同比增长 25.49%，环比下降 16.56%，期间费用率为 12.35%，同比下降 2.7pct，环比下降 2.23pct；销售费用 0.08 亿元，销售费用率为

0.63%，同比增 1.84pct，环比下降 0.17pct；管理费用 0.37 亿元，管理费用率 3.07%，同比下降 1.48pct，环比下降 1.74pct；财务费用 0.6 亿元，财务费用率 4.97%，同比下降 4.94pct，环比增 0.76pct；研发费用 0.44 亿元，研发费用率 3.68%，同比增 1.88pct，环比下降 1.07pct。公司 2021Q4 计提资产减值损失 0.62 亿元；冲回信用减值损失 0.01 亿元。

2021 年经营性现金流同比大幅增长，经营情况持续改善。2021 年公司存货为 4.8 亿元，较年初增长 24.52%；应收账款 15.43 亿元，较年初增长 27.12%；期末公司合同负债 0.05 亿元，较年初下滑 64.82%。2021 年公司经营活动净现金流净额为 10.43 亿元，同比上升 101.99%；投资活动净现金流净额为 -4.94 亿元；资本开支为 5.61 亿元，同比上升 64%；账面现金为 17.94 亿元，较年初下降 18.88%，短期借款 20.66 亿元，较年初增长 17.47%。

盈利预测与投资建议：考虑疫情短期影响，我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 8.46/11.81 亿元下调至 8.12/10.69 亿元，预计 2024 年归母净利润 14.29 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.47/0.62/0.82 元，同比增长 100%/32%/34%。当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 22x/17x/13x，给予 2022 年 32xPE，对应目标价 15.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争超预期

诺德股份三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 流动资产 | 4,359 | 5,218 | 6,763 | 8,407 | 营业总收入 | 4,446 | 6,536 | 8,482 | 10,571 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,794 | 1,634 | 2,131 | 2,663 | 营业成本(含金融类) | 3,346 | 4,883 | 6,360 | 7,858 |
| 经营性应收款项 | 1,989 | 2,817 | 3,652 | 4,548 | 税金及附加 | 30 | 43 | 56 | 70 |
| 存货 | 480 | 669 | 871 | 1,076 | 销售费用 | 37 | 52 | 66 | 80 |
| 合同资产 | 3 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 178 | 222 | 280 | 338 |
| 其他流动资产 | 93 | 98 | 108 | 120 | 研发费用 | 157 | 216 | 271 | 328 |
| 非流动资产 | 4,346 | 5,550 | 6,690 | 7,721 | 财务费用 | 219 | 201 | 264 | 323 |
| 长期股权投资 | 666 | 671 | 676 | 681 | 加:其他收益 | 28 | 26 | 34 | 42 |
| 固定资产及使用权资产 | 2,309 | 2,998 | 3,843 | 4,400 | 投资净收益 | 9 | 7 | 8 | 11 |
| 在建工程 | 423 | 823 | 1,023 | 1,423 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 10 | 10 |
| 无形资产 | 287 | 397 | 487 | 557 | 减值损失 | -72 | -47 | -47 | -47 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 2 | 2 | 1 | 0 | 营业利润 | 443 | 904 | 1,190 | 1,590 |
| 其他非流动资产 | 659 | 659 | 659 | 659 | 营业外净收支 | 1 | -2 | -2 | -2 |
| 资产总计 | 8,705 | 10,768 | 13,452 | 16,128 | 利润总额 | 443 | 902 | 1,188 | 1,588 |
| 流动负债 | 3,676 | 4,967 | 6,677 | 8,050 | 减:所得税 | 38 | 90 | 119 | 159 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2,399 | 3,125 | 4,282 | 5,093 | 净利润 | 405 | 812 | 1,069 | 1,429 |
| 经营性应付款项 | 1,179 | 1,720 | 2,240 | 2,768 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 5 | 10 | 13 | 16 | 归属母公司净利润 | 405 | 812 | 1,069 | 1,429 |
| 其他流动负债 | 93 | 113 | 142 | 173 | | | | | |
| 非流动负债 | 1,189 | 1,189 | 1,189 | 1,189 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.23 | 0.47 | 0.62 | 0.82 |
| 长期借款 | 834 | 834 | 834 | 834 | EBIT | 698 | 1,120 | 1,449 | 1,897 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 917 | 1,473 | 1,944 | 2,481 |
| 租赁负债 | 7 | 7 | 7 | 7 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 348 | 348 | 348 | 348 | | | | | |
| 负债合计 | 4,865 | 6,157 | 7,866 | 9,239 | 毛利率(%) | 24.73 | 25.30 | 25.02 | 25.67 |
| 归属母公司股东权益 | 3,840 | 4,611 | 5,586 | 6,888 | 归母净利率(%) | 9.11 | 12.42 | 12.60 | 13.52 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,840 | 4,611 | 5,586 | 6,889 | 收入增长率(%) | 106.32 | 47.02 | 29.77 | 24.63 |
| 负债和股东权益 | 8,705 | 10,768 | 13,452 | 16,128 | 归母净利润增长率(%) | 7,421.93 | 100.48 | 31.62 | 33.68 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1,043 | 913 | 1,321 | 1,771 | 每股净资产(元) | 2.75 | 3.30 | 4.00 | 4.93 |
| 投资活动现金流 | -494 | -1,552 | -1,628 | -1,606 | 最新发行在外股份(百万股) | 1,737 | 1,737 | 1,737 | 1,737 |
| 筹资活动现金流 | -843 | 480 | 794 | 358 | ROIC(%) | 9.65 | 12.87 | 13.52 | 14.51 |
| 现金净增加额 | -296 | -160 | 487 | 522 | ROE-摊薄(%) | 10.55 | 17.61 | 19.14 | 20.74 |
| 折旧和摊销 | 220 | 353 | 496 | 584 | 资产负债率(%) | 55.89 | 57.18 | 58.47 | 57.29 |
| 资本开支 | -561 | -1,552 | -1,632 | -1,612 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 44.26 | 22.08 | 16.77 | 12.55 |
| 营运资本变动 | 116 | -513 | -559 | -615 | P/B(现价) | 3.76 | 3.13 | 2.58 | 2.09 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>