

# 先导智能 (300450)

## 2021 年年报&2022 年一季报点评：规模效应显著利润增速高于收入增速，看好电动化大趋势下设备龙头业绩弹性

买入（维持）

2022 年 04 月 25 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002  
021-60199784

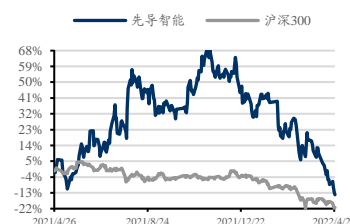
zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书：S0600121040009  
liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	10,037	16,600	19,100	21,600
同比	71%	65%	15%	13%
归属母公司净利润（百万元）	1,585	2,802	3,600	4,272
同比	106%	77%	28%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.01	1.79	2.30	2.73
P/E（现价&最新股本摊薄）	44.09	24.93	19.41	16.36

### 股价走势



**事件：**公司公布 2021 年报和 2022 一季报。2021 年公司实现营收 100.4 亿元，同比+71.3%；归母净利润 15.9 亿元，同比+106.5%。2022Q1 营收 29.3 亿元，同比+142.4%；归母净利润 3.5 亿元，同比+72.5%。

### 投资要点

- **2021 年业绩偏预告上限，规模效应下利润增速高于收入增速：**2021 年公司实现营收 100.4 亿元，同比+71.3%；归母净利润 15.9 亿元，同比+106.5%，偏业绩预告 14.5-16.5 亿元的上限。子公司泰坦利润转正，2021 年子公司泰坦实现营收 19.4 亿元（2020 年为 5.85 亿元，同比+232%），净利润 1.7 亿元（2020 年为 -0.78 亿元），净利率约 9%。2022Q1 公司实现营收 29.3 亿元，同比+142.4%，环比-28.4%；归母净利润 3.5 亿元，同比+72.5%，环比-40.4%。
- **2021 年净利率提升明显，低毛利的物流线占比提升导致 2022Q1 盈利能力下滑：**2021 年公司销售毛利率为 34.1%，同比-0.3pct；销售净利率为 15.8%，同比+2.7pct，主要受益于期间费用率下降，2021 年公司期间费用率为 16.9%，同比-1.5pc。Q4 单季来看，销售毛利率为 29.1%，同比-0.2pct，环比-7.7pct；销售净利率为 14.2%，同比+6.7pct，环比-4.6pct。2021Q4 毛利率环比下滑，我们判断主要系低毛利的物流线确认收入占比提高所致（约 15%毛利率），而物流线的毛利率较低也是受到阶段性产能不足，采用外协模式而导致的。**2022Q1** 公司销售毛利率为 30.8%，同比-9.4pct；销售净利率为 11.8%，同比-4.8pct；期间费用率为 16.5%，同比-6.4pct。2022Q1，物流线的占比仍较高，拖累整体毛利率，随着公司产能释放，外协逐步收回，我们预计物流线的毛利率将回升至正常的 30%左右。
- **新签订单规模高增，前期备货导致 2022Q1 经营性净现金流为负：**截至 2021 年底公司合同负债为 38.6 亿元，同比+103%；存货为 77.8 亿元，同比+171%，均保持高增。公司 2021 年新签订单 187 亿元（不含税），同比+69%，创历年新高，保障短期业绩高增。公司 2021 年经营性净现金流为 13.4 亿元，同比-0.7%，基本保持稳定；2022Q1 经营性净现金流为 -12.1 亿元，较 2021 年同期的 1.8 亿元有较明显下滑，我们判断主要系公司新签订单较多，需前期备货生产支付较多贷款所致，后续随着交付规模提高，公司现金流有望大幅改善。
- **盈利预测与投资评级：**随着下游动力电池厂迈入扩产高峰，公司作为龙头设备商将显著受益，我们维持公司 2022-2024 年的归母净利润为 28.0/36.0/42.7 亿元，对应当前股价 PE 25/19/16 倍，考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车销量低于预期，下游动力电池厂扩产低于预期。

### 市场数据

收盘价(元)	44.68
一年最低/最高价	44.68/95.80
市净率(倍)	7.11
流通 A 股市值(百万元)	64,821.88
总市值(百万元)	69,869.08

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.28
资产负债率(% ,LF)	60.89
总股本(百万股)	1,563.77
流通 A 股(百万股)	1,450.80

### 相关研究

- 《先导智能(300450):2021 年业绩预告点评：Q4 单季盈利创历史新高，锂电整线设备龙头受益于下游高景气》  
2022-01-27
- 《先导智能(300450)：三季报点评：业绩符合市场预期，持续受益于行业高景气》  
2021-10-29
- 《先导智能(300450)：限制性股票激励范围广，助力公司长期发展》  
2021-09-16

**事件：**公司公布 2021 年报和 2022 一季报。2021 年公司实现营收 100.4 亿元，同比+71.3%；归母净利润 15.9 亿元，同比+106.5%。2022Q1 营收 29.3 亿元，同比+142.4%；归母净利润 3.5 亿元，同比+72.5%。

## 1. 2021 年业绩偏预告上限，规模效应下利润增速高于收入增速

2021 年公司实现营收 100.4 亿元，同比+71.3%；归母净利润 15.9 亿元，同比+106.5%，偏业绩预告 14.5-16.5 亿元的上限；扣非归母净利润 15.3 亿元，同比+117.8%。其中锂电设备收入为 69.6 亿元，同比+114.8%，占总营收比重为 69.3%，光伏设备收入为 6.0 亿元，同比-44.6%，占比为 5.98%，3C 装备收入为 5.9 亿元，同比+5.3%，占比为 5.9%，智能物流系统为 10.6 亿元，同比+90.5%，占比为 10.5%，其他业务收入为 8.3 亿元，同比+98.2%，占比为 8.3%。子公司泰坦利润转正，2021 年子公司泰坦实现营收 19.4 亿元（2020 年为 5.85 亿元，同比+232%），净利润 1.7 亿元（2020 年为 -0.78 亿元），净利率约 9%。

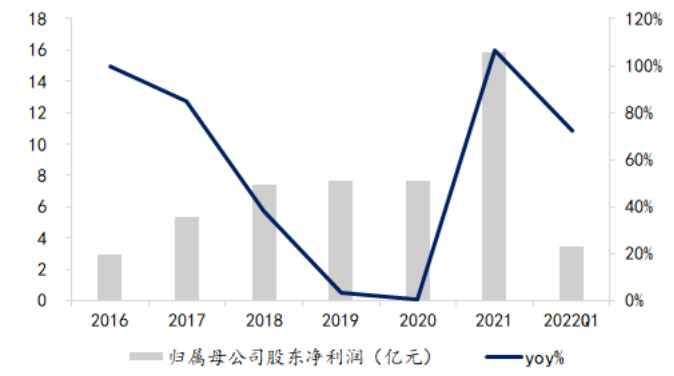
Q4 单季来看，公司实现营收 40.9 亿元，同比+139.2%，环比+52.6%；归母净利润为 5.8 亿元，同比+353.9%，环比+15.6%；扣非归母净利润为 5.6 亿元，同比+462.5%，环比+14.8%。公司业绩高增主要受益于下游电池厂积极扩产，锂电设备收入实现较大增长，同时智能物流系统、3C 智能装备和汽车智能产线等非锂电业务发展迅速。

2022Q1 公司实现营收 29.3 亿元，同比+142.4%，环比-28.4%；归母净利润 3.5 亿元，同比+72.5%，环比-40.4%；扣非归母净利润 3.4 亿元，同比+75.2%，环比-38.9%。

图1：2021 年公司实现营收 100.4 亿元，同比+71.3%；  
2022Q1 营收 29.3 亿元，同比+142.4%



图2：2021 年公司实现归母净利润 15.9 亿元，同比+106.5%；2022Q1 归母净利润 3.5 亿元，同比+72.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

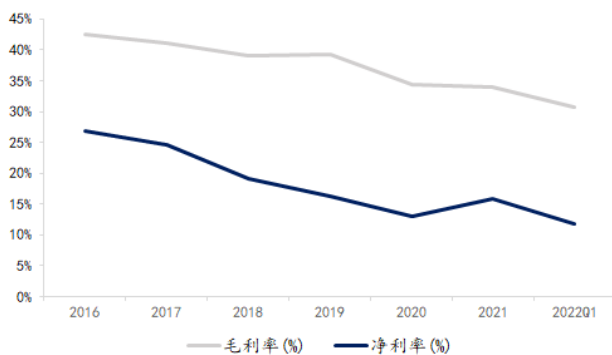
## 2. 2021 年净利率提升明显，低毛利的物流线占比提升导致 2022Q1 盈利能力下滑

2021 年公司销售毛利率为 34.1%，同比-0.3pct；销售净利率为 15.8%，同比+2.7pct，

主要受益于期间费用率下降，2021 年公司期间费用率为 16.9%，同比-1.5pct，其中销售费用率为 2.7%，同比-0.3pct，管理费用率（含研发）为 14.2%，同比-0.4pct，财务费用率为-0.02%，同比-0.8pct。Q4 单季来看，销售毛利率为 29.1%，同比-0.2pct，环比-7.7pct；销售净利率为 14.2%，同比+6.7pct，环比-4.6pct。2021Q4 毛利率环比下滑，我们判断主要系低毛利的物流线确认收入占比提高所致（约 15%毛利率），而物流线的毛利率较低也是受到阶段性产能不足，采用外协模式而导致的。

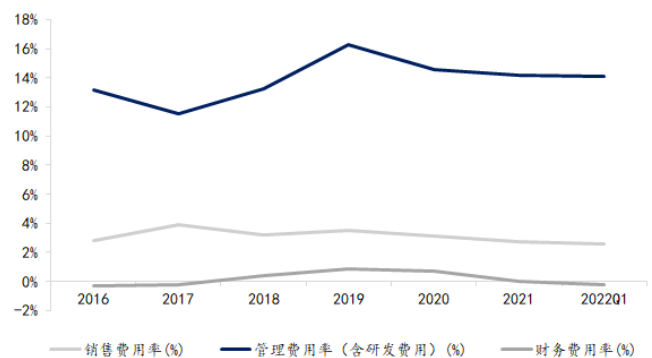
2022Q1 公司销售毛利率为 30.8%，同比-9.4pct；销售净利率为 11.8%，同比-4.8pct；期间费用率为 16.5%，同比-6.4pct，其中销售费用率为 2.6%，同比-0.8pct；管理费用率（含研发）为 14.1%，同比-5.8pct；财务费用率为-0.2%，同比+0.2pct。2022Q1，物流线的占比仍较高，拖累整体毛利率，随着公司产能释放，外协逐步收回，我们预计物流线的毛利率将回升至正常的 30%左右。

图3：2021 年公司销售毛利率 34.1%，销售净利率 15.8%；2022Q1 销售毛利率 30.8%，销售净利率 11.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2021 年公司期间费用率为 16.9%，同比-1.5pct；2022Q1 期间费用率 16.5%，同比-6.4pct



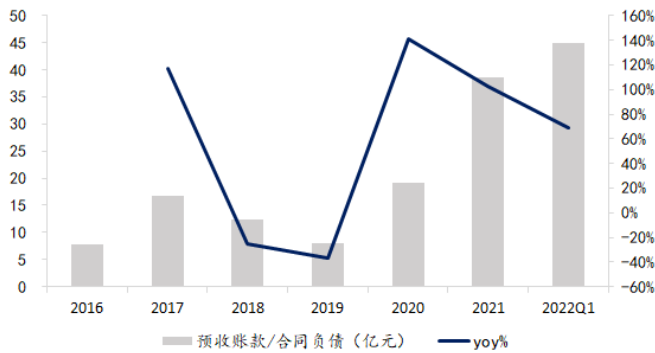
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 新签订单规模高增，前期备货导致 2022Q1 经营性净现金流为负

截至 2021 年底公司合同负债为 38.6 亿元，同比+103%；存货为 77.8 亿元，同比+171%，均保持高增，主要受益于行业的高速发展，公司 2021 年新签订单 187 亿元（不含税），同比+69%，创历年新高，保障短期业绩高增。2021 年新签订单中，来自宁德时代的订单为 82 亿元(含税)，对应不含税订单量为 73 亿元，占比 39%，二者强强联手，我们预计先导将持续受益于宁德时代的全球化布局。

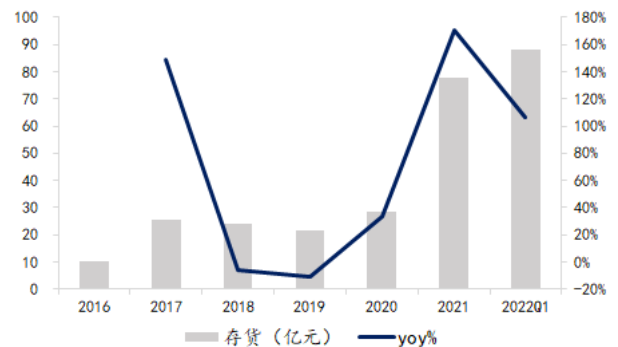
截至 2022Q1 末公司合同负债为 45 亿元，同比+69%；存货为 87.9 亿元，同比+107%。

图5：截至 2022Q1 末公司合同负债为 45 亿元，同比+69%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

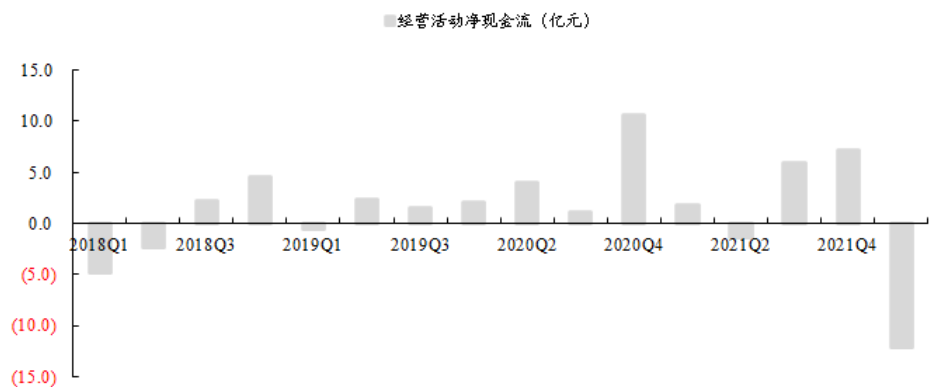
图6：截至 2022Q1 末公司存货 87.9 亿元，同比+107%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 2021 年经营性净现金流为 13.4 亿元，同比-0.7%，基本保持稳定；2022Q1 经营性净现金流为-12.1 亿元，较 2021 年同期的 1.8 亿元有较明显下滑，我们判断主要系公司新签订单较多，需前期备货生产支付较多货款所致，后续随着交付规模提高，公司现金流有望大幅改善。

图7：2021 年经营性净现金流为 13.4 亿元，同比-0.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 股权激励注重盈利能力提升，规模效应即将凸显

2021 年 9 月公司推出限制性股票激励计划（草案），从业绩目标上来看注重未来盈利能力的提升：按照剔除股权激励支付费用影响后的归母净利润计算，先导智能 2021-2023 年净利率分别不低于 16%/18%/20%。我们认为未来先导智能这样的龙头锂电设备商净利率将持续提升，原因主要有 3 点：1) 2020Q4 以来动力电池厂迈入扩产高峰，设备商产能稀缺性凸显，高端产能不足，先导智能等龙头设备商话语权进一步提升；2) 下游扩产加速对设备商交付能力要求提高，规模较大的厂商才更能满足交付时间要求；3) 规模效应带来费用率下行，先导智能等龙头净利率水平将持续提升。

## 5. CATL 扩产提速密集招标，先导智能作为核心设备商显著受益

2020年9月先导智能定增募资25亿元，宁德时代认购此次发行的全部股份，成为公司长期的战略投资者，二者深度绑定。CATL自2020年末以来招标密集，公司作为核心设备商显著受益——根据公司2021年10月底【关于新增2021年度日常关联交易预计的公告】：将预计2021年关联交易金额由不超过65亿元上修至85亿元（最后2021年实际为82.2亿元订单）；根据2022年1月26日【2022年度日常关联交易预计的公告】：2022年公司与宁德时代的关联交易的设备订单金额预计为90亿元。

随着宁德时代2021年大规模扩产，宁德时代锂电池产能从2020年的69GWh提升至2021年的170GWh，我们预计2022年年底产能有望超400GWh。2022年4月宁德时代公告拟投资130亿元建设厦门基地，我们预计2023年开始投产。根据宁德时代目前已公布的产能规划，我们预计宁德将新扩产超450GWh；除了已有的中国和德国扩产规划，宁德时代还有望在东欧、北美、东南亚等地建厂，我们判断宁德时代的新增扩产项目招标将陆续落地，龙头设备商稀缺性将逐步显现，先导智能将持续受益。

图8：宁德时代已有产能&未来产能规划统计

宁德时代各大基地产能统计									
基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GWh)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	预计投产时间	截止到2022.04进度
福建宁德	宁德湖东	2011	方形为主，小批量软包	动力：三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	100%
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	100%
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.11		动力+储能	24	100	80	已基本投产	100%
	宁德湖西 (扩建)	2018		动力	32	36	14	2022	100%
	车里湾	2020.2		动力+储能	15	73	41	未透露	新规划
	福鼎一期	2020.12		锂电池	60	184	111	2022年底	新规划
福建厦门	福鼎二期	2020.12		锂电池			2025	新规划	
福建厦门	厦门一期	2022.4		锂电池	40	130	104	2023	新规划
青海西宁	青海西宁	2012		储能+动力	5	20	16	已基本投产	100%
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和pack	10	46	37	2020	26%
	江苏溧阳三期	2018		动力+储能	24	74	55	2021	84%
	江苏溧阳四期	2020.12		动力+储能	30	117	72	2022年底	91%
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9	动力	12	40	22	2021	100%	
	四川宜宾二期	2019.9	动力	18	60	42	未透露	一期投产两年后启动	
	宜宾三期 (扩建一期)	2020.12	动力	40	100	80	2022年底	新规划	
	宜宾四期 (扩建二期)	2020.12	动力				2025	新规划	
	四川宜宾五期	2021.2	动力						
	四川宜宾六期	2021.2	动力	48	120	96	未透露	新规划	
广东肇庆	肇庆项目一期	2021.2	动力和储能	30	120	58	未透露	新规划	
合资公司	时代上汽	2017.5	动力电芯和pack	36	100	70	2020	31%	
	时代上汽扩建	2021.2	动力	37	105	74	未透露	新规划	
	时代广汽	2018.7	动力	16	46	32	2021	新规划	
	东风时代	2018.7	动力	10	-	-	2019	尚无明确进展	
	时代吉利 (浙江吉润)	2020.8	动力+储能+pack	28	80	56	2022	新规划	
	时代一汽 (宁德霞浦)	2019.4	动力	14	44	31	2022	新规划，尚无明确进展	
	时代一汽扩建 (宁德霞浦)	2021.2	动力	20	50	40	未透露	新规划	
德国基地	德国图林根	2018.7	动力	30	140	112	2022	新规划	
合计					603	1926	1352		
预计新增合计					456	1418	996		

备注：1、时代广汽、时代吉利与时代一汽的产能数据设备投资额占总投资额的70%，同时单位GWh设备投资额2亿估算。2、德国工厂18亿欧元投资，约140亿元人民币，假设80%为设备投资，则设备投资为112亿元，按照单GWh设备为3.5-4亿元估算，项目规划产能大约30GWh左右。3、福鼎投资70亿元，宜宾扩建100亿元，按照设备投资额占80%，单GWh设备为2亿元估算，福鼎基地产能约35GWh，宜宾扩建项目约20GWh。4、按照设备投资额占80%，单GWh设备为2亿元估算，宜宾五、六期扩产48GWh，肇庆一期扩产48GWh，时代一汽扩建项目（宁德霞浦）扩产20GWh。

数据来源：宁德时代公告，东吴证券研究所

## 6. 叠片机&辊压分切一体机分获大批量订单，新产品逐步放量

先导智能具备丰富的叠片装备研发和制造经验，至今累计市场占有率超过 50%，高速叠片机进入主要电池企业并获得较高份额。根据先导智能 2022 年 3 月 9 日微信公众号，先导智能中标 200+台叠片机订单，包括切叠一体机和热复合叠片机，2021 年公司叠片设备出货量高达 400 余台，累计已交付 500 台+，最高叠片效率达 800PPM (0.075s/pcs)，切叠稳定效率为 0.45s/pcs，良品率达 99.7%。

(1) **切叠一体机**：集成制片和叠片功能，在不改变电池内部结构与形态的前提下，跃进式提升 1 倍叠片效率，减少极片损伤的风险和尘埃产生的数量，减少多片粘连的情况，从而提升动力电池生产企业的生产效率及产品质量水平，降低制造成本，提高电池安全性。

图9：先导智能切叠一体设备



数据来源：先导智能微信公众号，东吴证券研究所

(2) **热复合叠片机**：集放卷、冲切、制片、热复合、隔膜裁断、叠片、贴胶、下料等功能于一体，无 PET，可平均节约 1 千万米/年/台，降低生产成本，支持废片剔除，提高材料利用率，同时各工序均有 CCD 复检，保证电芯良率。

图10：先导智能热复合叠片机



数据来源：先导智能微信公众号，东吴证券研究所

根据先导智能 2022 年 3 月 31 日微信公众号，近日先导智能新一代辊压分切一体机设备大批量出货至行业领先客户电池工厂，该批辊压分切一体机订单总量达到 100+ 台，将分批次发往客户现场。辊压、分切存在一定技术难度，高端辊压设备长期被日韩垄断，国产化水平不高，先导智能研发出了辊压分切一体机，具备高效率、大宽幅（可满足客户 1500mm 超大辊压宽幅定制化需求）、高稳定性、高一致性、高安全性等显著优势。

图11：先导智能辊压分切一体机



数据来源：先导智能微信公众号，东吴证券研究所

## 7. 盈利预测与投资评级

随着下游动力电池厂迈入扩产高峰，公司作为龙头设备商将显著受益，我们维持公司 2022-2024 年的归母净利润为 28.0/36.0/42.7 亿元，对应当前股价 PE 25/19/16 倍，考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性，维持“买入”评级。

## 8. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游动力电池厂扩产低于预期。

先导智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>20,650</b>	<b>29,637</b>	<b>36,676</b>	<b>43,867</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,037</b>	<b>16,600</b>	<b>19,100</b>	<b>21,600</b>
货币资金及交易性金融资产	6,054	8,017	11,928	16,135	营业成本(含金融类)	6,619	10,462	11,973	13,356
经营性应收款项	5,615	8,377	9,636	10,890	税金及附加	39	83	86	86
存货	7,776	11,465	13,121	14,637	销售费用	275	664	669	756
合同资产	799	1,328	1,528	1,728	管理费用	524	954	955	1,080
其他流动资产	406	449	463	477	研发费用	898	1,625	1,750	1,944
<b>非流动资产</b>	<b>3,350</b>	<b>3,304</b>	<b>3,253</b>	<b>3,193</b>	财务费用	-2	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	236	332	382	432
固定资产及使用权资产	1,309	1,355	1,341	1,293	投资净收益	59	83	96	108
在建工程	215	112	61	36	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	303	313	328	341	减值损失	-298	0	0	0
商誉	1,088	1,088	1,088	1,088	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	119	119	119	119	<b>营业利润</b>	<b>1,690</b>	<b>3,221</b>	<b>4,138</b>	<b>4,910</b>
其他非流动资产	316	316	316	316	营业外净收支	15	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>24,000</b>	<b>32,941</b>	<b>39,929</b>	<b>47,060</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,705</b>	<b>3,221</b>	<b>4,138</b>	<b>4,910</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,154</b>	<b>20,293</b>	<b>23,681</b>	<b>26,541</b>	减:所得税	120	419	538	638
短期借款及一年内到期的非流动负债	173	145	155	178	<b>净利润</b>	<b>1,585</b>	<b>2,802</b>	<b>3,600</b>	<b>4,272</b>
经营性应付款项	9,271	12,416	14,757	16,632	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3,863	6,106	6,988	7,795	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,585</b>	<b>2,802</b>	<b>3,600</b>	<b>4,272</b>
其他流动负债	848	1,625	1,781	1,935	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.79	2.30	2.73
非流动负债	377	377	377	377	EBIT	1,682	2,812	3,668	4,378
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,917	2,968	3,829	4,548
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.05	36.98	37.31	38.17
租赁负债	319	319	319	319	归母净利率(%)	15.79	16.88	18.85	19.78
其他非流动负债	58	58	58	58	收入增长率(%)	71.32	65.39	15.06	13.09
<b>负债合计</b>	<b>14,531</b>	<b>20,670</b>	<b>24,058</b>	<b>26,918</b>	归母净利润增长率(%)	106.47	76.83	28.46	18.66
归属母公司股东权益	9,469	12,271	15,871	20,142					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,469</b>	<b>12,271</b>	<b>15,871</b>	<b>20,142</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>24,000</b>	<b>32,941</b>	<b>39,929</b>	<b>47,060</b>					

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	1,344	2,018	3,915	4,187	每股净资产(元)	6.06	7.85	10.15	12.88
投资活动现金流	-3,615	-27	-14	-2	最新发行在外股份(百万股)	1,564	1,564	1,564	1,564
筹资活动现金流	1,620	-28	10	23	ROIC(%)	19.64	21.56	21.95	20.60
现金净增加额	-659	1,963	3,911	4,208	ROE-摊薄(%)	16.74	22.84	22.68	21.21
折旧和摊销	234	156	161	170	资产负债率(%)	60.55	62.75	60.25	57.20
资本开支	-507	-110	-110	-110	P/E(现价&最新股本摊薄)	44.09	24.93	19.41	16.36
营运资本变动	-713	-1,591	108	-287	P/B(现价)	7.38	5.69	4.40	3.47

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>

