

# 汇川技术 (300124)

## 常态化股权+长效激励，助力龙头再次腾飞 买入 (维持)

2022年07月26日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书: S0600121060016  
xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	17,943	24,211	31,960	42,790
同比	56%	35%	32%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	3,573	4,302	5,608	7,303
同比	70%	20%	30%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.35	1.63	2.13	2.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	45.00	37.38	28.68	22.02

### 投资要点

- 事件:** 1) “常态化”股权激励计划: 公司7月25日发布晚间公告, 拟向激励对象授予的股票权益(第一类限制性股票、第二类限制性股票和股票期权)合计不超过2322万股, 占公司股本总额的0.88%。2) 长效激励计划: 2021年发布长效激励计划, 目标净利润28亿元、超过部分计提30%激励基金。2021年实际计提1.47亿元, 授予对象为职级18级以上的高管12名+核心人员80名, 均价61.12元/股。此外, 2022年长效激励计划的目标净利润定位42亿元。
- 公告第六期股权激励方案, 规模不输以往, 年化增速目标与第五期相似, 但解锁期更长, 显示公司更注重长期发展。** 1) 第一类限制性股票: 授予股票总数122万股, 每股42.78元, 授予对象为9位高管(存在限售期)。2) 第二类限制性股票: 授予股票总数702万股, 每股42.78元, 授予对象为海外高管及国内核心技术人员共856人, 海外中高层激励总额偏高。3) 股票期权激励: 授予股票期权1287万份, 行权价格61.12元, 授予对象为中层管理人员、核心技术/业务骨干等848人。解锁条件方面, 授予的业绩考核要求二选一: 2022-25年公司扣非归母净利润在21年基础上分别增长12%/27%/46%/64%, 或营业收入在21年基础上分别增长25%/55%/85%/115%。费用摊销方面, 本次股权激励+长效激励2022-26年费用合计分别1.61亿元/2.39亿元/1.29亿元/0.61亿元/0.22亿元, 高于以往。
- 各业务2022Q2基本面情况: 自动化逆周期增长, 电动车有望大幅减亏, 电梯预计持续承压。** 1) 通用自动化: 汇川借助缺芯&疫情机遇加速外资替代, 在同期高基数下仍实现较快增长。汇川下游新兴行业占40%+, 叠加外资受上海疫情影响+涨价更多、加速了国产替代, 故Q2订单&收入同比有望同增近30%。Q2大宗价格高位下降叠加4月向经销商提价, 毛利率环比改善。展望下半年预计工控行业有望开始好转, 订单增速回升, 全年有望30%以上增长。2) 电动车: Q2延续Q1高增, 新势力维持高增、下半年小鹏G9碳化硅电控是亮点, 传统车企长城混动、广汽Aion等贡献增量, 2022年有望大幅减亏。3) 电梯: 2022Q2地产继续承压, 叠加上海疫情影响贝思特经营, 收入&利润或同比下降。我们预计全年维持10%的稳定业绩预期。
- 盈利预测与投资评级:** 我们维持公司2022-24年归母净利润为43.0亿元/56.1亿元/73.0亿元, 同比分别+20%/+30%/+30%, 对应现价PE分别为37/29/22倍, 给予目标价81.5元, 对应2022年50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)	60.95
一年最低/最高价	47.50/87.56
市净率(倍)	9.74
流通A股市值(百万元)	139,510.17
总市值(百万元)	160,817.62

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.26
资产负债率(% ,LF)	40.74
总股本(百万股)	2,638.52
流通A股(百万股)	2,288.93

### 相关研究

《汇川技术(300124): 2021年报及2022年一季报点评: 通用自动化稳定增长、新能源汽车业务进入收获期》

2022-04-27

《汇川技术(300124): 2022年一季报预告点评: 工控和新能源车业务快速增长, 成本及费用端承压》

2022-04-17

**事件:** 1) 两年一次“常态化”股权激励计划: 公司拟向激励对象授予的股票权益(第一类限制性股票、第二类限制性股票和股票期权)合计不超过 2322 万股, 占公司股本总额的 0.88%。2) 长效激励计划: 2021 年发布长效激励计划, 目标净利润 28 亿元、超过部分计提 30% 激励基金。2021 年实际计提 1.47 亿元, 授予对象为职级 18 级以上的高管 12 名+核心人员 80 名, 均价 61.12 元/股。此外, 2022 年长效激励计划的目标净利润定位 42 亿元。

**点评:** 公告第六期股权激励方案, 规模不输以往, 年化增速目标与第五期相似, 但解锁期更长, 显示公司更注重长期发展。

**第一类限制性股票:** 授予股票总数 122 万股 (占激励总额的 5.25%), 每股 42.78 元, 授予对象为 9 位高管 (存在限售期)。

**第二类限制性股票:** 授予股票总数 702 万股 (占激励总额的 30.22%), 每股 42.78 元, 授予对象为海外高管及国内核心技术人员共 856 人, 海外中高层激励总额偏高。

**股票期权激励:** 授予股票期权 1287 万份 (占激励总额的 55.44%), 行权价格 61.12 元, 授予对象为中层管理人员、核心技术/业务骨干等 848 人。

**预留权益:** 预留授予权益 211 万股 (占激励总额的 9.09%)。

**解锁条件方面,** 授予的业绩考核要求二选一: 2022-25 年公司扣非归母净利润在 21 年基础上分别增长 12%/27%/46%/64% (对应绝对值分别 32.68 亿元/37.06 亿元/42.60 亿元/47.86 亿元), 或营业收入在 21 年基础上分别增长 25%/55%/85%/115% (对应绝对值分别为 224.29 亿元/278.12 亿元/331.95 亿元/385.78 亿元), 设定目标保守以保证行权的完成度, 年化增速目标与第五期相似, 但解锁期更长, 显示公司更注重长期发展。本次股权激励股权自授予日起, 分别在未来 4 年 (2023~26 年) 分别解锁 25%。

**费用摊销方面,** 本次股权激励+长效激励 2022-26 年费用合计分别 1.61 亿元/2.39 亿元/1.29 亿元/0.61 亿元/0.22 亿元, 高于以往。

表1: 公司历次股权激励计划实施情况

	草案公告日	授予日	解禁年份	授予人数	股票授予价格/期权行权价(元/股)	公告日收盘价(元/股)	授予的限制性股票(万股)	平均每人授予股数(万股)	平均每人需支付金额(万元)	占总股本比例
第一期	2012/1/17	2013/1/31	2014-16	227	21.00	21.00	1,352.00	5.96	125.07	3.5%
第二期	2015/4/22	2015/5/25	2016-18	174	20.43	38.35	459.00	2.64	53.89	0.6%
第三期	2016/10/11	2016/12/6	2017-20	650	9.77	19.57	5,392.00	8.30	81.05	3.4%
第四期	2019/1/3	2019/1/25	2020-22	477	15.15	19.98	1,838.70	3.85	58.40	1.1%
第五期	2020/9/23	2020/10/15	2021-24	625	38.42 54.34	54.71	1,942.80 3,886.60	3.11 6.22	119.43 337.99	3.7%
第六期(限制性股票-高管)	2022/7/25	-	2022-26	9	42.78	60.95	122.00	13.56	579.91	0.1%
第六期(限制性股票-核心骨干)				856			701.70	0.82	35.07	0.27%
第六期(期权-核心骨干)				848	61.12		1,287.40	1.52	92.79	0.49%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 公司历次股权激励业绩解锁条件

	解锁业绩条件 (扣非归母净利润, 亿元)												
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
第一期	3.48	4.04	4.69										
增速	12.00%	16.00%	16.00%										
第二期			7.02	7.66	8.29								
增速			10.00%	9.09%	8.33%								
第三期			8.37	9.13	10.27	11.03							
增速			10.00%	9.09%	12.50%	7.41%							
第四期						11.04	12.06	12.99					
增速						9.09%	9.24%	7.69%					
第五期							12.17	14.19	16.22	18.25			
增速							50.00%	16.67%	14.29%	12.50%			
第六期								32.68	37.06	42.60	47.86		
增速								13.39%	14.96%	12.33%			
实际扣非归母净利润	5.32	6.38	7.61	8.57	9.28	10.51	8.11	19.13	29.18				
	解锁业绩条件 (营业收入, 亿元)												
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
第六期										224.29	278.12	331.95	385.78
增速										24.00%	19.35%	16.22%	
实际营业收入	0.00	22.43	27.71	36.60	47.77	58.74	73.90	115.11	179.43				

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 公司历次股权激励需摊销费用情况

	需摊销总费用 (万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
第一期	9,146.89								
第二期	3,317.00								
第三期	8,350.48	674.53	175.01						
第四期	14,420.93	7,842.44	4,345.63	2,134.62	98.23				
第五期	33,086.25		2,154.05	16,198.48	8,443.89	4,480.43	1,809.40		
第六期	31,684.37				4,987.30	12,957.37	7,742.36	4,368.22	1,629.12
长期激励	14,728.67				2,557.06	6,443.79	3,375.32	1,738.80	613.69
合计	114,734.59	8,516.97	6,674.69	18,333.10	16,086.48	23,881.59	12,927.08	6,107.02	2,242.81

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图1: 公司股价变动 vs 股权激励



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**通用自动化: 2022Q2 需求走弱, 而汇川借助行业缺货&疫情机遇加速外资替代, 在去年高基数情况下仍实现较快增长。**根据睿工业数据, 22Q2 工控行业同比-1.5%, OEM 行业同比-5.0%, 但先进制造行业电池/半导体/工业机器人同比+25%/+14%/+16%, 景气度仍较好。我们预计 2022Q2 公司工控业务在去年高基数情况下, 营收仍同增近 30%: 在外资缺芯+上海疫情严重影响外资, 公司原材料库存相对充足、加速替代进程, 同时锂电、光伏等能源类需求仍旺盛, 带动公司业绩表现较好。其中, PLC、机器人继续维持 50%以上高增, PLC 接替伺服成为下一个高增产品; 伺服、变频增速同比在 30%+。4 月行业普遍提价 5-15%, 同时 Q2 大宗价格高位下降, 我们预计毛利率环比 Q1 改善。展望 2022 年, 尽管市场回归同比 10%左右的温和增长, 但先进制造结构性需求仍旺盛+同行供应压力大, 公司战略库存相对充足、保交付能力更强, 全年工控板块营收有望同比 30%以上。

**公司对抗周期能力已显现: 1) 高景气下游占比提升——能源板块 SBU 占比超 20% (锂电、光伏等)、先进制造 SBU 占比超 30% (手机、机床等), 这些行业的成长性给公司增长带来很好支撑。2) 内功的持续提升——2019 年开启组织变革、2022 年“收官之年”, 后续持续迭代战略 CG、研发 IPD、营销 LTC 等变革项目。**

图2: 工控行业分下游行业销售额同比增速

百万元	2021								2022			
	2021Q1	YoY	2021Q2	YoY	2021Q3	YoY	2021Q4	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY
<b>OEM市场合计</b>	<b>31240</b>	<b>53.4%</b>	<b>33667</b>	<b>28.1%</b>	<b>28180</b>	<b>21.2%</b>	<b>27110</b>	<b>11.5%</b>	<b>32641</b>	<b>4.5%</b>	<b>31983</b>	<b>-5.0%</b>
机床	6944	61.0%	9589	30.6%	6452	17.8%	6868	4.5%	6388	-8.0%	8055	-16.0%
半导体	3410	62.0%	3940	41.0%	3796	39.4%	3128	22.0%	3990	17.0%	4491	14.0%
电池	1899	83.1%	1757	42.8%	1566	42.0%	1285	25.0%	2279	20.0%	2196	25.0%
包装	1518	95.1%	1721	39.8%	1591	35.4%	1132	11.0%	1746	15.0%	1911	11.0%
纺织	1730	100.9%	2100	39.4%	1574	1.4%	1443	15.0%	2007	16.0%	1452	-30.9%
工业机器人	1016	108.2%	1164	53.0%	965	38.1%	833	20.0%	1179	16.0%	1348	15.8%
暖通空调	1005	18.0%	1272	15.0%	1252	12.0%	803	-2.0%	975	-3.0%	1302	2.3%
电梯	1001	50.1%	1728	14.0%	1510	14.1%	1310	5.5%	1101	10.0%	1274	-26.3%
物流	940	38.0%	1370	35.0%	1231	23.0%	853	5.0%	1015	8.0%	1083	-21.0%
起重	928	25.1%	1108	18.0%	954	14.4%	706	6.0%	900	-3.0%	1019	-8.0%
橡胶	530	38.0%	475	12.0%	535	8.1%	404	0.0%	557	5.1%	821	72.9%
印刷	518	63.4%	481	41.9%	359	-23.0%	353	-19.0%	311	-40.0%	678	40.9%
塑料	515	35.9%	671	13.0%	699	11.0%	523	0.0%	557	8.2%	484	-27.8%
食品饮料	508	27.0%	714	9.0%	666	7.1%	607	15.0%	620	22.0%	483	-32.4%
工程机械	462	83.3%	603	6.0%	465	-15.0%	364	-12.1%	416	-10.0%	467	-22.6%
纸巾	435	37.2%	519	18.0%	442	11.9%	397	7.0%	448	3.0%	452	-12.8%
制药	233	43.8%	291	8.2%	271	7.1%	271	8.0%	252	8.2%	289	-0.7%
造纸	171	17.1%	286	24.9%	249	5.1%	220	6.8%	193	12.9%	267	-6.5%
建材	476	38.4%	512	12.3%	485	8.3%	340	-15.0%	437	-8.2%	266	-48.0%
烟草	55	83.3%	35	-7.9%	48	6.7%	49	40.0%	37	-32.7%	37	7.0%
其他	6946	35.8%	3331	18.0%	3070	45.5%	5221	27.9%	7233	4.1%	3607	8.3%
<b>项目型市场合计</b>	<b>44100</b>	<b>34.0%</b>	<b>43912</b>	<b>7.2%</b>	<b>44850</b>	<b>1.5%</b>	<b>39220</b>	<b>3.4%</b>	<b>48399</b>	<b>9.7%</b>	<b>44425</b>	<b>1.2%</b>
化工	9208	48.0%	10510	17.1%	8283	2.8%	8150	5.0%	10273	11.6%	11576	10.1%
石化	5471	27.0%	5338	13.2%	5563	2.0%	5196	6.0%	6310	15.3%	9011	68.8%
电力	4427	31.0%	3812	-4.5%	3670	-1.6%	3256	8.0%	4847	9.5%	4751	24.6%
市政及公共设施	7173	19.0%	8665	-9.9%	9248	-8.0%	8661	-4.0%	7890	10.0%	4169	-51.9%
冶金	3216	47.0%	4059	15.7%	5682	41.0%	4366	25.0%	3505	9.0%	3775	-7.0%
汽车	839	-3.0%	1852	-1.0%	1004	-10.0%	1092	4.0%	915	9.1%	1926	4.0%
采矿	610	5.9%	635	8.0%	922	2.0%	772	6.0%	734	20.3%	768	21.0%
造纸	526	16.1%	600	16.3%	652	6.0%	639	7.0%	600	14.1%	582	-3.0%
其他	12630	42.0%	6441	-10.2%	9826	-3.9%	7088	-3.9%	13325	5.5%	7866	22.1%
<b>工控行业合计</b>	<b>75340</b>	<b>41.4%</b>	<b>77579</b>	<b>15.4%</b>	<b>73030</b>	<b>8.3%</b>	<b>66330</b>	<b>6.5%</b>	<b>81040</b>	<b>7.6%</b>	<b>76408</b>	<b>-1.5%</b>

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

**新能源汽车：2021年新势力客户继续放量+新客户项目持续定点+ASP提升，公司新能源汽车业务今年大幅减亏、2022年有望盈利。**2022年新势力理想、小鹏订单维持高增，传统自主品牌今年贡献增量。今年重点任务为保交付，常州一期产能饱满、二期规划建设，全年收入预计同比翻倍约50亿元，利润端预计盈亏平衡。

图3：汇川技术2022年1-5月乘用车电控装机统计（单位：台/套）

	2020H1		2020H2		2021H1		2021H2		2022M1-5	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	9,747	26.0%	15,602	17.8%	12,214	12.4%	16,891	9.1%	12,004	8.2%
理想汽车	22,000	58.7%	48,968	55.9%	61,072	61.8%	121,536	65.6%	95,298	64.9%
小鹏汽车	1,446	3.9%	16,519	18.9%	19,862	20.1%	39,100	21.1%	19,422	13.2%
广汽乘用车	160	0.4%	146	0.2%	67	0.1%	1,050	0.6%	3,711	2.5%
金康汽车	1,825	4.9%	1,336	1.5%	501	0.5%	193	0.1%	1	0.0%
红星汽车	0	0.0%	2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	0	0.0%	124	0.1%	169	0.2%	20	0.0%	11	0.0%
东风裕隆	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.0%
其他厂商：	2,269	6.1%	4,883	5.6%	5,003	5.1%	6,603	3.6%	16,444	11.2%
<b>合计</b>	<b>37,447</b>		<b>87,582</b>		<b>98,888</b>		<b>185,393</b>		<b>146,892</b>	
<b>新能源汽车合计</b>	<b>349,190</b>		<b>924,249</b>		<b>1,161,635</b>		<b>2,127,305</b>		<b>1,757,203</b>	
<b>市占率</b>	<b>10.7%</b>		<b>9.5%</b>		<b>8.5%</b>		<b>8.7%</b>		<b>8.4%</b>	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

**电梯：2022Q2地产继续承压，叠加上海疫情影响贝思特经营，收入&利润或同比下降。**我们预计2022Q3刺激政策有望推出、地产边际改善，同时芯片&大宗价格下半年有望进入下行通道。纵观2022年全年，凭借大配套综合解决方案+电梯出海+后服务市场进一步“挖潜”，有望维持10%的稳定收入&利润增速。

**盈利预测与投资评级：**我们维持公司2022-24年归母净利润为43.0亿元/56.1亿元/73.0亿元（假设22-24年并购基金投资收益分别为6.5亿元/7.5亿元/8.5亿元），同比分别+20%/+30%/+30%，对应现价PE分别为37倍/29倍/22倍，给予目标价81.5元，对应2022年50倍PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行、竞争加剧等。

## 汇川技术三大财务预测表

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>18,418</b>	<b>23,299</b>	<b>30,244</b>	<b>40,154</b>	<b>营业总收入</b>	<b>17,943</b>	<b>24,211</b>	<b>31,960</b>	<b>42,790</b>
货币资金及交易性金融资产	6,026	5,910	7,539	9,548	营业成本(含金融类)	11,516	15,602	20,712	27,943
经营性应收款项	7,818	11,385	14,854	19,964	税金及附加	102	146	182	248
存货	4,214	5,515	7,233	9,901	销售费用	1,050	1,356	1,726	2,268
合同资产	30	27	47	61	管理费用	866	1,162	1,486	1,926
其他流动资产	330	461	570	680	研发费用	1,685	2,482	3,222	4,279
<b>非流动资产</b>	<b>8,885</b>	<b>9,731</b>	<b>10,982</b>	<b>12,218</b>	财务费用	-67	-52	-69	-100
长期股权投资	1,460	2,110	2,860	3,710	加:其他收益	589	654	799	984
固定资产及使用权资产	2,190	2,372	3,147	3,660	投资净收益	434	499	575	685
在建工程	680	1,138	752	521	公允价值变动	255	260	300	350
无形资产	584	636	674	699	减值损失	-245	-265	-308	-352
商誉	1,921	1,916	1,911	1,906	资产处置收益	-2	-5	-6	-7
长期待摊费用	165	209	253	297	<b>营业利润</b>	<b>3,822</b>	<b>4,659</b>	<b>6,061</b>	<b>7,886</b>
其他非流动资产	1,886	1,349	1,386	1,426	营业外净收支	-3	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>27,303</b>	<b>33,029</b>	<b>41,226</b>	<b>52,373</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,819</b>	<b>4,661</b>	<b>6,063</b>	<b>7,888</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,996</b>	<b>12,874</b>	<b>16,569</b>	<b>21,788</b>	减:所得税	138	289	376	489
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,249	1,323	1,277	1,263	<b>净利润</b>	<b>3,681</b>	<b>4,372</b>	<b>5,687</b>	<b>7,399</b>
经营性应付款项	6,366	8,351	11,153	15,113	减:少数股东损益	108	70	80	96
合同负债	552	593	797	1,159	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,573</b>	<b>4,302</b>	<b>5,608</b>	<b>7,303</b>
其他流动负债	1,830	2,608	3,342	4,253	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.35	1.63	2.13	2.77
非流动负债	977	516	457	409	EBIT	3,179	3,464	4,632	6,126
长期借款	597	139	83	38	EBITDA	3,551	3,880	5,172	6,769
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.82	35.56	35.19	34.70
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	19.92	17.77	17.55	17.07
其他非流动负债	362	359	356	353	收入增长率(%)	55.87	34.93	32.01	33.89
<b>负债合计</b>	<b>10,973</b>	<b>13,390</b>	<b>17,026</b>	<b>22,197</b>	归母净利润增长率(%)	70.15	20.40	30.34	30.23
归属母公司股东权益	15,883	19,123	23,604	29,483					
少数股东权益	446	516	596	692					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,330</b>	<b>19,639</b>	<b>24,200</b>	<b>30,176</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>27,303</b>	<b>33,029</b>	<b>41,226</b>	<b>52,373</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	1,766	2,032	3,927	4,501	每股净资产(元)	6.03	7.26	8.97	11.20
投资活动现金流	-2,386	-1,064	-1,414	-1,365	最新发行在外股份(百万股)	2,639	2,639	2,639	2,639
筹资活动现金流	1,299	-1,521	-1,237	-1,493	ROIC(%)	19.74	16.53	18.61	20.14
现金净增加额	668	-553	1,275	1,643	ROE-摊薄(%)	22.50	22.50	23.76	24.77
折旧和摊销	372	416	540	643	资产负债率(%)	40.19	40.54	41.30	42.38
资本开支	-773	-1,227	-1,106	-1,100	P/E (现价&最新股本摊薄)	45.00	37.38	28.68	22.02
营运资本变动	-1,928	-2,983	-2,369	-3,673	P/B (现价)	10.11	8.39	6.80	5.44

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>

