

华友钴业 (603799)

2023 年年报及 2024 年一季报点评: 镍冶炼产能释放出货高增长, 预计 24 年金属价格上涨盈利改善 买入 (维持)

2024 年 04 月 21 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

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 胡锦芸

执业证书: S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	63,034	66,304	70,624	82,307	94,710
同比 (%)	78.48	5.19	6.52	16.54	15.07
归母净利润 (百万元)	3,908	3,351	3,529	4,578	5,741
同比 (%)	0.26	(14.25)	5.32	29.72	25.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.29	1.96	2.06	2.68	3.36
P/E (现价&最新摊薄)	12.98	15.13	14.37	11.08	8.83

投资要点

■ **2023 年归母净利 33.51 亿元, 2024Q1 归母净利 5.22 亿元, 符合市场预期。** 2023 年公司营收 663.04 亿元, 同比增长 5.19%; 归母净利润 33.51 亿元, 同比下降 14.25%, 符合市场预期。2024 年 Q1 公司营收 149.63 亿元, 同比下降 21.7%, 环比下降 1.65%; 归母净利润 5.22 亿元, 同比下降 48.99%, 环比增长 54.69%, 符合市场预期。

■ **前驱体 23 年出货逆势高增, 24 年预计 30% 以上增长。** 23 年前驱体出货量 12.9 万吨, 同增 31%, 公司前驱体业务市占率提升明显, 同比增速好于行业, 其中我们预计外售 11 万吨+, 同增 30%+, 24 年预计出货 17-18 万吨, 同增 30%+。盈利方面, 23 年前驱体收入 100 亿元, 同增 1%, 毛利率 18%, 单位毛利 1.6 万元/吨+, 华友新能源 23 年净利 1.2 亿元, 对应单吨净利 0.1-0.2 万元/吨, 其中 H2 收入下降, 主要系部分转为加工费计价模式, H2 亏损 1.3 亿元, 主要系计提减值损失影响, 若加回, 则前驱体业务盈亏平衡。

■ **正极材料 23 年同增 5%, 24 年预计同增 25% 以上。** 23 年正极出货量约 9.5 万吨, 同增约 5%, 其中高镍三元占比约 83%, 我们预计 24Q1 正极出货 2 万吨左右, 环比下降约 20%, 24 年目标出货 12 万吨, 同增 25%+。盈利方面, 公司为头部车企代工, 加工费稳定, 23 年正极收入 189 亿元, 毛利率 7.8%, 对应单吨毛利 1.5-1.6 万元/吨, 成都巴莫全年利润 5.3 亿元, 对应正极单位净利预计 0.56 万元/吨, 其中 23H2 单位净利 0.3 万元/吨左右。

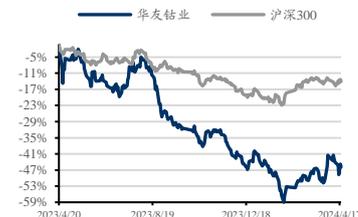
■ **华飞项目 24 年贡献显著增量, 镍价上涨单位盈利修复。** 23 年镍产品出货约 12.6 万吨, 同增 88%, 其中预计硫酸镍出货 8 万吨+ (含自供), 电镍出货 4 万吨+。镍冶炼端, 我们预计公司 23 全年出货镍 14 万金吨+, 对应权益 9 万吨+, 24 年看, 华飞有望实现满产, 全年镍冶炼出货有望 24 万金吨左右 (权益 13 万金吨+)。盈利端, 华越 23 年收入 68 亿元, 净利 9.3 亿元, 对应 MHP 单金吨 1.3-1.4 万美金, 单吨净利 0.1-0.2 万美金; 华科 23 年收入 53 亿元, 净利 7.3 亿元, 对应高冰镍单金吨 1.5 万美金, 单吨净利 0.2 万美金。24 年镍价由 1.6 万美金小幅反弹至 1.9 万美金+, 预计单吨净利至 0.2-0.3 万美金, 24 年全年镍冶炼预计可贡献 10-20 亿归母净利。

■ **铜价上涨, 铜业务利润弹性显著。** 23 年铜产品出货 8.8 万吨, 同减 2%, 我们预计全年贡献 5 亿+净利; 24 年铜价上涨至近 1 万美金, 公司自有铜矿 4 万吨, 单吨成本 5000 美金+, 我们预计 24 年可贡献 10 亿左右利润, 弹性明显。23 年钴产品出货 4.1 万吨, 同增 12%, 其中自供 1.3 万吨, 基本实现盈亏平衡。23 年锂产品出货 8235 吨, 同增 104%, 库存 3293 吨, 津巴布韦 Arcadia 锂矿项目开采锂辉石运回国内, 我们预计全成本 10 万元+, 当前价格下维持盈亏平衡。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑金属价格影响, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 35/46/57 亿元 (原预期 24-25 年为 57/76 亿元), 同增 5%/30%/25%, 对应 PE 为 14x/11x/9x, 由于公司前驱体出货增速好于行业, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.65
一年最低/最高价	21.80/54.97
市净率(倍)	1.52
流通 A 股市值(百万元)	49,999.83
总市值(百万元)	50,704.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.54
资产负债率(% ,LF)	64.58
总股本(百万股)	1,710.09
流通 A 股(百万股)	1,686.33

相关研究

《华友钴业(603799): 2023 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 2H 镍锂逐步起量贡献盈利》

2023-10-25

《华友钴业(603799): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合市场预期, 2H 镍锂逐步起量贡献盈利》

2023-08-28

2023 年归母净利润 33.51 亿元，同比下降 14.25%，符合市场预期。2023 年公司营收 663.04 亿元，同比增长 5.19%；归母净利润 33.51 亿元，同比下降 14.25%；扣非净利润 30.93 亿元，同比下降 22.25%；23 年毛利率为 14.11%，同比减少 4.48pct；销售净利率为 6.79%，同比减少 2.26pct。2023 年 Q4 公司实现营收 152.13 亿元，同比增加 6.22%，环比下降 14.27%；归母净利润 3.38 亿元，同比下降 62.56%，环比下降 63.61%，扣非归母净利润 3.66 亿元，同比下降 65.47%，环比下降 58.69%，主要系计提 3.3 亿减值损失，符合市场预期。23Q4 毛利率为 11.49%，同比下降 9.65pct，环比下降 3.35pct。

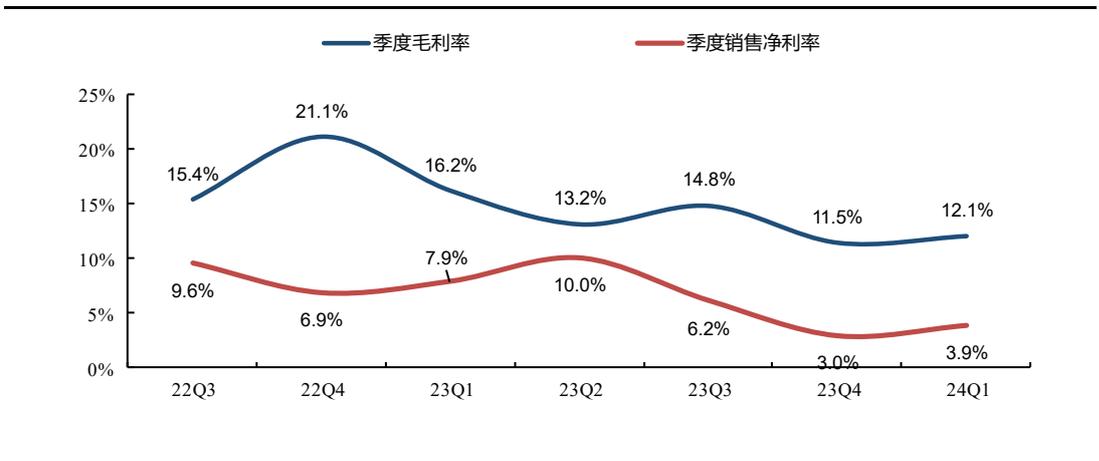
2024Q1 归母净利 5.22 亿元，同比下降 48.99%，符合市场预期。2024 年 Q1 公司营收 149.63 亿元，同比下降 21.7%，环比下降 1.65%；归母净利润 5.22 亿元，同比下降 48.99%，环比增长 54.69%；扣非净利润 5.68 亿元，同比下降 42.97%，环比增长 54.94%。盈利能力方面，24Q1 毛利率为 12.1%，同比下降 4.12pct，环比增长 0.61pct；归母净利率 3.49%，同比下降 1.87pct，环比增长 1.27pct；扣非净利率 3.79%，同比下降 1.42pct，环比提升 1.39pct。

图1：公司季度业绩情况

	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万)	14,962.6	15,213.0	17,745.6	14,235.3	19,110.3
-同比	-21.70%	6.22%	0.29%	-20.05%	44.64%
毛利率	12.10%	11.49%	14.84%	13.16%	16.22%
归母净利润(百万)	522.4	337.7	928.1	1061.0	1024.1
-同比	-48.99%	-62.56%	23.37%	1.12%	-15.10%
归母净利率	3.49%	2.22%	5.23%	7.45%	5.36%
扣非归母净利润(百万)	567.8	366.5	887.15	843.51	995.69
-同比	-42.97%	-65.47%	22.07%	-15.86%	-16.32%
扣非归母净利率	3.79%	2.41%	5.00%	5.93%	5.21%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

分业务看，23 年镍产品及其中间品营收同比明显增加，钴锂产品受跌价影响盈利下滑。1) 钴产品 2023 年营收 41.85 亿元，同比下降 51.08%，毛利率 8.72%，同比下降 17.58pct; 2) 铜产品 2023 年营收 48.90 亿元，同比上升 11.16%，毛利率 28.61%，同比下降 7.49pct; 3) 镍产品 2023 年营收 89.21 亿元，同比大幅上升 224.84%，毛利率 18.60%，同比上升 0.59pct; 4) 三元前驱体 2023 年营收 100.76 亿元，同比上升 1.48%，毛利率 18.26%，同比下降 2.34pct; 5) 正极材料 2023 年营收 189.16 亿元，同比下降 17.04%，毛利率 7.80%; 同比下降 5.50pct; 6) 镍中间品 2023 年营收 51.45 亿元，同比上升 89.52%，毛利率 30.70%; 7) 锂产品 2023 年营收 13.06 亿元，毛利率 12.89%，同比下降 33.36pct; 8) 贸易及其他 2023 年营收 114.72 亿元，同比上升 24.96%，毛利率 4.45%。

图3: 公司分业务拆分情况

	2023年				2023年H2		2023年H1		2022年	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	同比	营业收入	毛利率
钴产品	41.85	-51.08%	8.72%	-17.58pct	18.66	-38.37%	23.19	-58.04%	85.55	26.30%
铜产品	48.90	11.16%	28.61%	-7.49pct	23.70	23.83%	25.20	1.41%	43.99	36.10%
镍产品	89.21	224.84%	18.60%	0.59pct	57.89	181.44%	31.32	354.30%	27.46	18.00%
锂产品	13.06	-3.24%	12.89%	-33.36pct	6.47	-	6.59	-	13.50	46.25%
三元前驱体	100.76	1.48%	18.26%	-2.34pct	50.94	-11.86%	49.82	20.05%	99.29	20.60%
正极材料	189.16	-17.04%	7.80%	-5.50pct	81.96	-30.28%	107.20	-2.94%	228.02	13.29%
镍中间品	51.45	89.52%	30.70%	-7.34pct	13.24	-	38.20	-	27.14	38.05%
贸易及其他	114.72	24.96%	4.45%	0.56pct	62.84	115.77%	51.89	-17.22%	91.81	3.88%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

前驱体 23 年出货逆势高增，24 年预计 30% 以上增长。23 年前驱体出货量 12.9 万吨，同增 31%，公司前驱体业务市占率提升明显，同比增速好于行业，其中我们预计外售 11 万吨+，同增 30%+，24 年预计出货 17-18 万吨，同增 30%+。盈利方面，23 年前驱体收入 100 亿元，同增 1%，毛利率 18%，单位毛利 1.6 万元/吨+，华友新能源 23 年净利 1.2 亿元，对应单吨净利预计 0.1-0.2 万元/吨，其中 H2 收入下降，主要系部分转为加工费计价模式，H2 亏损 1.3 亿元，主要系计提减值损失影响，若加回，则前驱体业务盈亏平衡。

正极材料 23 年同增 5%，24 年预计同增 25% 以上。23 年正极出货量约 9.5 万吨，同增约 5%，其中高镍三元占比约 83%，我们预计 24Q1 正极出货 2 万吨左右，环比下降约 20%，24 年目标出货 12 万吨，同增 25%+。盈利方面，公司为头部车企代工，加工费稳定，23 年正极收入 189 亿元，毛利率 7.8%，对应单吨毛利 1.5-1.6 万元/吨，成都巴莫全年利润 5.3 亿元，对应正极单位净利预计 0.56 万元/吨，其中 23H2 单位净利 0.3 万元/吨左右。

华飞项目 24 年贡献显著增量，镍价上涨单位盈利修复。23 年镍产品出货约 12.6 万吨，同增 88%，其中预计硫酸镍出货 8 万吨+ (含自供)，电镍出货 4 万吨+。镍冶炼端，

我们预计公司 23 全年出货镍 14 万金吨+, 对应权益 9 万吨+, 其中华越全年出货 7 万吨+, 华科全年出货 5 万吨+, 华飞 6 月投料试产, 全年出货 2 万吨+, 24 年看, 华飞有望实现满产, 全年镍冶炼出货有望 24 万金吨左右 (权益 13 万金吨+)。盈利端, 华越 23 年收入 68 亿元, 净利 9.3 亿元, 对应 MHP 单金吨 1.3-1.4 万美金, 单吨净利 0.1-0.2 万美金; 华科 23 年收入 53 亿元, 净利 7.3 亿元, 对应高冰镍单金吨 1.5 万美金, 单吨净利 0.2 万美金。24 年镍价由 1.6 万美金小幅反弹至 1.9 万美金+, 预计单吨净利至 0.2-0.3 万美金, 24 年全年镍冶炼预计可贡献 10-20 亿归母净利。

图4: 公司控股子公司拆分情况

	2023年				2023年H2		2023年H1	
	营业收入 (亿)	同比	净利润 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
华友香港	167.98	11.20%	16.38	245.56%	83.64	4.04	84.34	12.34
华友衢州	221.33	2.08%	2.52	105.80%	104.73	4.27	116.60	-1.75
华友矿业香港	0.65	-	0.92	148.98%	0.65	1.56	0.00	-0.63
华友新能源	75.26	-7.25%	1.21	-63.11%	22.68	-1.27	52.58	2.47
华友新加坡	120.63	32.64%	0.48	71.51%	78.89	-0.47	41.73	0.94
华越镍钴	67.88	3.36%	9.27	-59.04%	30.54	0.97	37.34	8.30
华玮镍资源	-	-	7.71	-	-	-	-	-
华科公司	52.53	-	7.26	-	26.38	1.70	26.15	5.56
天津巴莫	25.41	-	12.09	-	-	-	-	-
成都巴莫	185.32	-11.61%	5.29	-59.82%	37.14	1.42	148.17	3.87
华飞镍钴	23.03	-	2.23	-	23.03	2.30	0.00	-0.06

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

铜价上涨, 铜业务利润弹性显著。23 年铜产品出货 8.8 万吨, 同减 2%, 我们预计全年贡献 5 亿+净利; 24 年铜价上涨至近 1 万美金, 公司自有铜矿 4 万吨, 单吨成本 5000 美金+, 我们预计 24 年可贡献 10 亿左右利润, 弹性明显。23 年钴产品出货 4.1 万吨, 同增 12%, 其中自供 1.3 万吨, 基本实现盈亏平衡。23 年锂产品出货 8235 吨, 同增 104%, 库存 3293 吨, 津巴布韦 Arcadia 锂矿项目开采锂辉石运回国内, 我们预计全成本 10 万元+, 当前价格下维持盈亏平衡。

公司期间费用控制良好, 24Q1 费用率同比下降。2023 年公司期间费用合计 51.85 亿元, 同比增长 2.2%, 费用率为 7.82%, 同比下降 0.23pct。2024Q1 期间费用合计 13.18 亿元, 同比下降 24.69%, 环比增 1.2%, 期间费用率为 8.81%, 同比降 0.35pct, 环比增 0.25pct; 销售费用 0.32 亿元, 销售费用率 0.21%, 同比增 0.06pct, 环比降 0.1pct; 管理费用 5.1 亿元, 管理费用率 3.41%, 同比增 0.44pct, 环比增 0.1pct; 财务费用 5.33 亿元, 财务费用率 3.56%, 同比降 0.34pct, 环比增 0.62pct; 研发费用 2.43 亿元, 研发费用率 1.63%, 同比降 0.51pct, 环比降 0.38pct。公司 2024Q1 投资收益 1.86 亿, 转回资产减值损失 0.13 亿元, 转回信用减值损失 0.2 亿元

图5：华友钴业分季度费用情况

单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
销售费用	29.21	35.09	38.83	46.71	31.71
-销售费用率	0.15%	0.25%	0.22%	0.31%	0.21%
管理费用	566.58	549.11	497.99	502.90	509.88
-管理费用率	2.96%	3.86%	2.81%	3.31%	3.41%
研发费用	407.45	352.29	375.41	305.44	243.27
-研发费用率	2.13%	2.47%	2.12%	2.01%	1.63%
财务费用	746.24	-207.53	492.58	446.87	532.73
-财务费用率	3.90%	-1.46%	2.78%	2.94%	3.56%
期间费用	1,749.49	728.96	1,404.81	1,301.92	1,317.60
-期间费用率	9.15%	5.12%	7.92%	8.56%	8.81%
资产减值损失	0.00	-19.82	-18.05	-332.69	12.55
信用减值损失	-64.74	-6.34	25.79	3.28	20.18

数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q1 末存货较年初减少，资本开支同环比减少。23 年公司经营活动现金流净额为 34.86 亿元，同比上升 19.63%；投资活动现金流净额为-165.51 亿元，同比上升 32.05%；资本开支为 168 亿元，同比上升 4%；短期借款 150.49 亿元，较年初增长 25.2%。2024 年 Q1 公司存货为 129.28 亿元，较年初减少 26.93%；应收账款 71 亿元，较年初减少 11.66%；期末公司合同负债 3.68 亿元，较年初减少 84.42%。24 年 Q1 公司经营活动现金流净额为 9.29 亿元，同比上升 14.29%，环比下降 7%；投资活动现金流净额为-31.32 亿元，同比上升 37.89%；资本开支为 21.5 亿元，同比下降 56.3%，环比下降 63%；短期借款 195.18 亿元，较年初增长 62.38%。

盈利预测和投资评级：考虑金属价格影响，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 35/46/57 亿元（原预期 24-25 年为 57/76 亿元），同增 5%/30%/25%，对应 PE 为 14x/11x/9x，由于公司前驱体出货增速好于行业，维持“买入”评级。

风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

华友钴业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	49,132	49,820	61,111	67,245	营业总收入	66,304	70,624	82,307	94,710
货币资金及交易性金融资产	15,633	14,498	20,960	24,071	营业成本(含金融类)	56,949	59,774	69,132	79,284
经营性应收款项	12,213	13,391	15,586	17,925	税金及附加	368	392	457	525
存货	15,763	16,376	18,940	19,550	销售费用	150	466	543	549
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,117	2,331	2,552	2,462
其他流动资产	5,522	5,555	5,625	5,700	研发费用	1,441	1,695	1,893	2,084
非流动资产	76,389	81,079	85,412	85,024	财务费用	1,478	1,783	1,984	1,949
长期股权投资	9,713	10,013	10,313	10,613	加:其他收益	320	318	329	331
固定资产及使用权资产	46,445	48,134	50,467	50,780	投资净收益	857	847	988	1,137
在建工程	10,820	12,820	13,820	12,820	公允价值变动	219	0	10	10
无形资产	3,914	4,614	5,314	5,314	减值损失	(413)	(302)	(407)	(312)
商誉	456	456	456	456	资产处置收益	29	1	1	1
长期待摊费用	70	72	72	71	营业利润	4,815	5,048	6,668	9,023
其他非流动资产	4,970	4,970	4,970	4,970	营业外净收支	(41)	(42)	(42)	(42)
资产总计	125,520	130,899	146,524	152,269	利润总额	4,774	5,006	6,626	8,981
流动负债	48,867	50,876	60,683	58,501	减:所得税	269	300	398	539
短期借款及一年内到期的非流动负债	23,204	23,694	29,467	22,910	净利润	4,505	4,705	6,228	8,443
经营性应付款项	20,022	21,015	24,305	27,874	减:少数股东损益	1,154	1,176	1,650	2,702
合同负债	431	598	691	793	归属母公司净利润	3,351	3,529	4,578	5,741
其他流动负债	5,210	5,570	6,220	6,923	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.96	2.06	2.68	3.36
非流动负债	31,920	31,920	31,920	31,920	EBIT	5,190	5,967	7,731	9,805
长期借款	18,900	18,900	18,900	18,900	EBITDA	8,527	12,588	15,708	18,804
应付债券	6,632	6,632	6,632	6,632	毛利率(%)	14.11	15.36	16.01	16.29
租赁负债	55	55	55	55	归母净利率(%)	5.05	5.00	5.56	6.06
其他非流动负债	6,333	6,333	6,333	6,333	收入增长率(%)	5.19	6.52	16.54	15.07
负债合计	80,787	82,796	92,603	90,421	归母净利润增长率(%)	(14.25)	5.32	29.72	25.41
归属母公司股东权益	34,278	36,470	40,638	45,864					
少数股东权益	10,456	11,632	13,282	15,984					
所有者权益合计	44,733	48,102	53,921	61,848					
负债和股东权益	125,520	130,899	146,524	152,269					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,486	12,076	14,525	19,748	每股净资产(元)	19.17	20.46	22.89	25.95
投资活动现金流	(16,551)	(10,506)	(11,363)	(7,515)	最新发行在外股份(百万股)	1,710	1,710	1,710	1,710
筹资活动现金流	15,103	(2,705)	3,290	(9,133)	ROIC(%)	6.04	5.88	7.04	8.40
现金净增加额	1,947	(1,135)	6,452	3,101	ROE-摊薄(%)	9.78	9.68	11.26	12.52
折旧和摊销	3,337	6,622	7,977	8,998	资产负债率(%)	64.36	63.25	63.20	59.38
资本开支	(16,817)	(11,051)	(12,051)	(8,351)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.13	14.37	11.08	8.83
营运资本变动	(5,466)	(603)	(1,201)	1,041	P/B(现价)	1.55	1.45	1.30	1.14

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>