

# 天力复合 (873576)

## 层状金属复合材料龙头企业，拓展业务布局新增长点

增持 (首次)

2024年09月14日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	638.88	740.18	850.17	950.57	1,063.36
同比 (%)	27.02	15.86	14.86	11.81	11.87
归母净利润 (百万元)	73.14	88.85	90.44	96.98	104.78
同比 (%)	66.73	21.47	1.80	7.23	8.03
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.67	0.82	0.83	0.89	0.96
P/E (现价&最新摊薄)	21.42	17.63	17.32	16.15	14.95

### 投资要点

■ **层状金属复合材料“小巨人”**。公司成立于 2003 年 12 月，是一家专注于层状金属复合材料研究、开发和生产的高新技术企业。2023 年在北交所上市，同年入选国家级专精特新“小巨人”企业。2018-2023 年公司营业收入持续增长，2018/2023 年营收分别为 3.85/7.40 亿元，2018-2023 年 CAGR 达 17.74%；公司 2023 年归母净利润为 0.89 亿元，同比增长 21.45%。

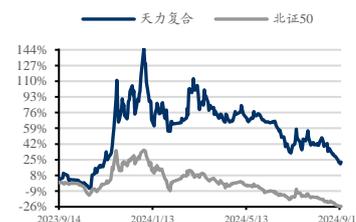
■ **多政策齐助力，层状金属复合材料下游行业市场广阔**。我国相继颁布政策推动有色金属行业稳定增长。1) **我国金属复合材料市场规模呈现逐年增长趋势**。2017/2023 年我国金属复合材料市场规模分别为 186.75/372.24 亿元，2017-2023 年 CAGR 为 12.18%。2) **下游多领域稳健增长，新领域有望国产替代**。化工领域：PTA 产能提升，促进复合金属板市场需求增长，预计 2025 年全球/国内化工新材料市场规模将达到 4,800 亿美元/1.5 万亿元，2019/2025 年 CAGR 约 4.4%/8.6%；核电领域：按照规划目标，2022-2025 年我国核电机组装机容量复合增速为 7.10%；新能源车领域：全球新能源汽车销量在 2021-2025 年 CAGR 达到 35.2% 的较高水平，带动钛复合板需求；光伏、半导体及氢能等行业稳健发展，公司有望实现复合材料国产替代，市场空间广阔。

■ **增长需求，拓展业务布局新增长点**：1) **持续加强研发投入，技术巩固产业护城河**：公司持续加大研发投入，2018-2023 年研发费用逐年增长。2023 年的研发费用为 3672 万元，2018-2023 年 CAGR 为 12.64%。助力公司各产品核心技术处于行业领先地位，同时公司也紧随行业发展方向，根据下游市场需求不断开发新产品、拓展新领域；2) **募投扩产满足行业增长需求**：天力复合的募投项目“清洁能源用金属复合材料的升级及产业化”已逐步释放产能，公司预计于 24 年末全面投产，新增 1 万吨产能，将较目前前年产能 2.5 万吨提升 40%，满足行业增长需求；3) **深度绑定知名企业，客户群体稳定高质**。公司为国内外知名企业供货商，前五大客户集中度高，与宝钛集团和森松重工深度合作，据中国爆破行业协会披露，2017 年至 2021 年，天力复合有色金属爆炸复合材料全国市场占有率为 20%-30%，位居全国第一，市占率高，同时公司持续加强新产品及新领域开拓，锆钢项目推进顺利，在醋酸、环保、中间体、MMA、聚甲醛均实现了锆钢双层材料的供货突破。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.90/0.97/1.05 亿元，同比+1.80%/7.23%/8.03%，对应 PE 为 17/16/15 倍，考虑下游需求量不断增加。公司产品出货持续稳健增长，未来业绩有望持续增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示**：原材料价格波动、客户和供应商集中度较高、市场发展空间和市场前景风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.46
一年最低/最高价	11.00/32.82
市净率(倍)	3.57
流通 A 股市值(百万元)	1,557.87
总市值(百万元)	1,575.42

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.04
资产负债率(%,LF)	33.49
总股本(百万股)	108.95
流通 A 股(百万股)	107.74

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 天力复合：金属复合材料“小巨人”</b>	<b>4</b>
1.1. 层状金属复合材料龙头企业，背靠西北院深耕行业数十载	4
1.2. 产品种类繁多，下游应用宽泛	6
1.3. 营收及盈利持续稳健增长	7
<b>2. 多政策齐助力，层状金属复合材料下游行业市场广阔</b>	<b>9</b>
2.1. 国家政策持续推进，层状金属复合材料行业前景广阔	10
2.2. 金属复合材料需求量持续增长推动市场发展	11
<b>3. 募投项目逐渐落地，拓展业务布局新增长点</b>	<b>15</b>
3.1. 持续加强研发投入，技术巩固产业护城河	15
3.2. 募投扩产满足行业发展需求	16
3.3. 深度绑定知名企业，爆炸复合材料市场份额全国第一。	16
<b>4. 盈利预测及投资建议</b>	<b>18</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

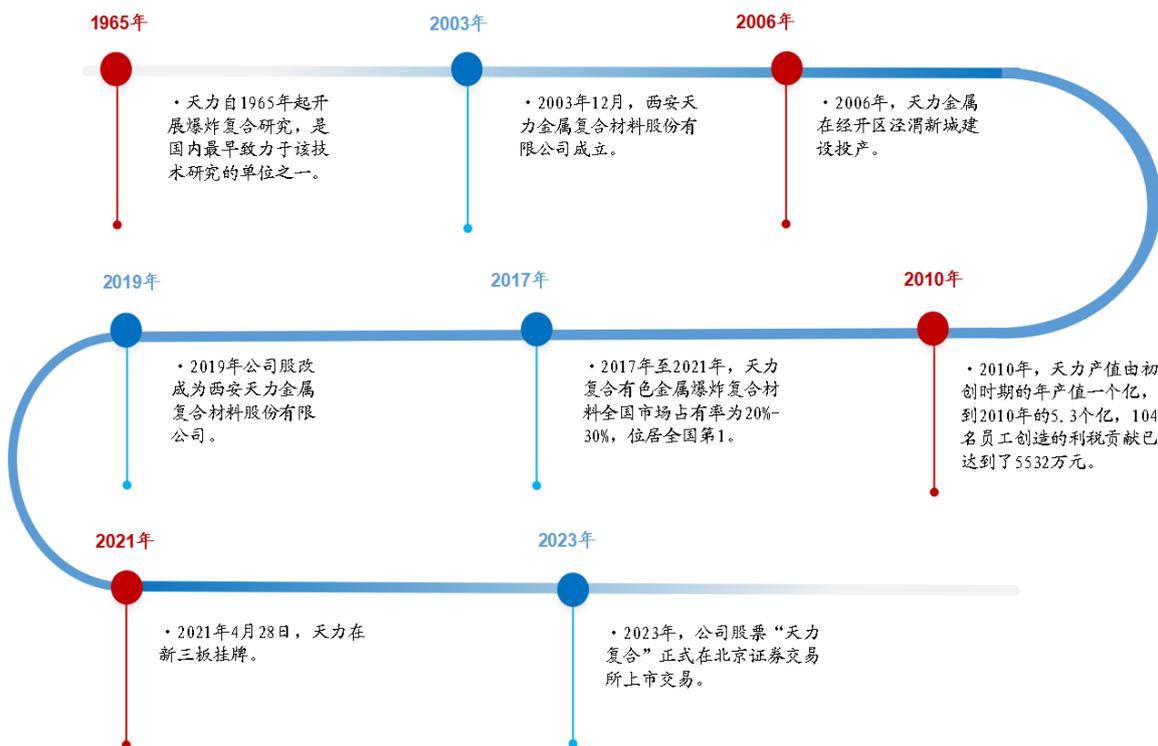
图 1: 天力复合发展历程.....	4
图 2: 天力复合股权结构 (截至 2024 年 8 月 2 日) .....	5
图 3: 核心管理层背景介绍.....	5
图 4: 天力复合主要产品.....	6
图 5: 公司营业收入.....	7
图 6: 公司归母净利润.....	7
图 7: 营业收入以钛金属复合材料为主.....	7
图 8: 盈利能力较为稳定.....	8
图 9: 公司分业务毛利率.....	8
图 10: 期间费用率稳步下降.....	8
图 11: 天力复合层状复合金属材料介绍.....	9
图 12: 层状复合金属材料行业产业链.....	10
图 13: 国家政策持续推进.....	11
图 14: 我国金属复合材料市场规模.....	11
图 15: 我国金属复合材料产量及需求量.....	11
图 16: 2009 -2021 年中国 PTA 产能 (万吨) 和增长率 (%).....	12
图 17: 我国核电机组装机容量.....	13
图 18: 三元正极需求.....	13
图 19: 全球新能源汽车销量.....	13
图 20: 公司研发费用持续上升.....	15
图 21: 公司研发项目.....	15
图 22: 公司募投扩产.....	16
图 23: 公司历年前五大客户.....	17
图 24: 天力复合盈利拆分.....	18
图 25: 可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 14 日) .....	19

## 1. 天力复合：金属复合材料“小巨人”

### 1.1. 层状金属复合材料龙头企业，背靠西北院深耕行业数十载

层状金属复合材料领军企业，国家级专精特新“小巨人”企业。公司成立于 2003 年 12 月，是一家专注于层状金属复合材料研究、开发和生产的高新技术企业。公司前身为西北有色金属研究院下属的复合金属材料研究所，发展初期主要聚焦于爆炸复合材料工艺研究，历经 20 余年的发展，掌握了金属复合的三种技术：金属爆炸复合技术、金属轧制复合技术、金属爆炸-轧制复合技术，形成核心竞争力。公司至今仍不断推进工业化技术，扩大核心竞争力。公司的主营业务是层状金属复合材料板材、棒材。主要产品和服务为钛/钢复合板、不锈钢/钢复合板、锆/钢复合板、镍/钢复合板、铜/钢复合板、银/钢复合板、复合接头。公司于 2021 年在新三板挂牌，2023 年在北交所上市，2023 年入选国家级专精特新“小巨人”企业。

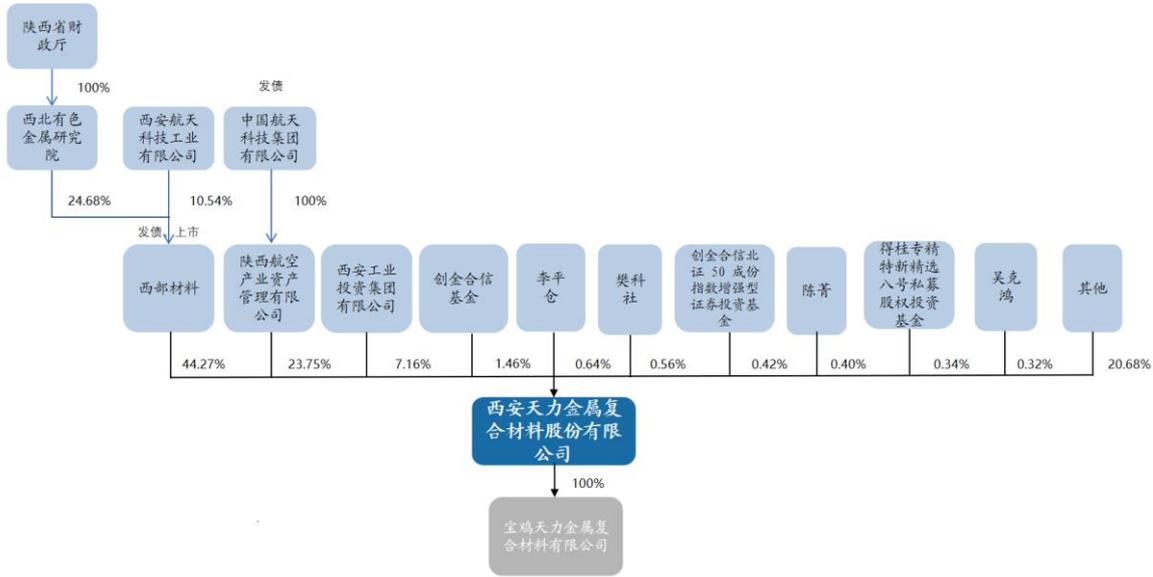
图1：天力复合发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

背靠国资发展，股权结构较集中。截至 2024 年 8 月 2 号，公司实际控制人为陕西省财政厅。公司的前三大股东分别为西部材料，持股 44.3%，陕西航空产业资产管理有限公司，持股 23.8%，西安工业投资集团有限公司，持股 7.2%。其中西部材料由陕西省财政厅经由西北院实际控制。此外，公司设立了全资子公司宝鸡天力。主要从事金属材料制造与销售，具备较好的业务协调效应。

图2：天力复合股权结构（截至 2024 年 8 月 2 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司组织架构稳定，管理层行业经验丰富。董事长樊科社 1998 年起在西北院工作；在天力有限复合板厂担任过厂长，在天力复合担任过总经理，董事。至今，仍任优耐特，西部钛业董事。在公司相关企业的任职经历丰富，具备充足的实践经验与长远的行业眼光，公司其他高管亦从业多年，行业经验较为丰富。

图3：核心管理层背景介绍

姓名	职务	履历	是否持股（万股）
樊科社	董事长	樊科社，硕士研究生学历。1998年7月至2004年2月，西北院复合金属材料研究所职工；2004年2月至2007年2月，任天力有限复合板厂厂长；2007年2月至2007年12月兼任天力有限总经理助理；2007年12月至2017年5月任天力有限副总经理；2020年1月至2022年10月，任西材三川董事；2022年6月至今，任优耐特董事；2022年8月至今，任西部钛业董事；2017年5月至今任西安天力金属复合材料有限公司董事，2017年5月至2024年7月任西安天力金属复合材料有限公司总经理。2021年12月至今，任宝鸡天力总经理。2024年7月担任西安天力金属复合材料有限公司董事长。	61.00
顾亮	董事，前任董事长	顾亮，硕士，高级工程师。历任西北有色金属研究院办公室主任、资产运营处处长、西安优耐特容器制造有限公司执行董事、董事长，西部金属材料股份有限公司财务负责人2019年12月至今任西部金属材料股份有限公司党委委员，2010年1月至今任西部金属材料股份有限公司董事会秘书，2017年4月至今任西部金属材料股份有限公司副总经理。2019年2月至2024年7月西安天力金属复合材料有限公司董事长。2024年7月至今担任西安天力金属复合材料有限公司董事。	否
李平仓	副董事长，董事	李平仓，本科学历。1990年7月至1997年10月，任西北院复合材料研究所课题组长、爆炸组组长；1997年10月至2003年12月，任西研稀有金属材料股份有限公司复合材料厂销售部副部长、销售部部长、厂长；2003年12月至2017年5月，历任天力有限总经理、总经理；2018年6月至今，任西安庄信董事；2017年5月至今，任西安天力金属复合材料有限公司副董事长。	70.00
孙昊	总经理	孙昊，硕士学历，中级工程师。2008年7月至2010年3月在西安天力金属复合材料有限公司生产厂工作，2010年4月至2017年11月从事市场营销工作。2017年12月至2019年7月任西安天力金属复合材料有限公司市场营销部副部长；2019年8月至2020年7月任市场营销部部长，2020年7月至2024年7月任西安天力金属复合材料有限公司副总经理兼财务负责人。现任西安天力金属复合材料有限公司总经理。	26.00
吴江涛	副总经理	吴江涛，本科学历，高级工程师。2006年至2011年，任天力金属复合材料有限公司技术部技术员；2011年至2014年，任西安天力金属复合材料有限公司研发及技术中心部长助理；2014年至2017年，任西安天力金属复合材料有限公司工艺技术部部长；2017年至今，任西安天力金属复合材料有限公司副总经理。	20.00
鹿国庆	副总经理	鹿国庆，本科学历，高级工程师。2003年7月至2017年6月在西安天力金属复合材料有限公司历任车间主任、副厂长、厂长职务，2017年7月至2020年7月任总经理助理兼生产环保部部长，2020年7月至今任西安天力金属复合材料有限公司副总经理。	20.00
蒙欧元	财务负责人	蒙欧元，会计学专业本科学历，高级会计师、美国注册管理会计师（CMA）。1998年7月至2004年2月任陕西宝光集团有限公司会计；2004年3月至2006年1月任浙江鼎利控股集团有限公司财务部经理；2006年2月至2012年2月先后任西部钛业有限责任公司主管会计、财务部副部长；2012年3月至今任西安天力金属复合材料有限公司财务部部长。	否
何波	董事会秘书	何波先生，大学本科学历，公共事业管理专业。2005年7月至2010年3月任职天力公司行政人事部行政管理岗，2010年3月至2017年12月任天力公司行政人事部部长助理，2017年12月至2019年8月任天力公司行政人事部副部长，2019年8月至今任天力股份行政人事部部长。2021年4月至今，任西安天力金属复合材料有限公司董事会秘书。	16.68

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 1.2. 产品种类繁多，下游应用广泛

公司产品布局丰富，下游应用领域广泛。公司产品种类繁多，根据客户的个性化需求，主要通过爆炸复合技术实现钛、锆、钽、银、铜、铝、镍基合金、不锈钢、钢等其中两种或两种以上金属的冶金结合。这种新材料在保留复层金属和基层金属各自良好特性的基础上提升整体的性能，同时较纯材节约了对稀有金属和贵金属的使用，有效降低了下游行业的设备制造成本。产品广泛应用于化工、冶金、电力、环保、航空航天、新能源、海洋工程等领域。

图4：天力复合主要产品

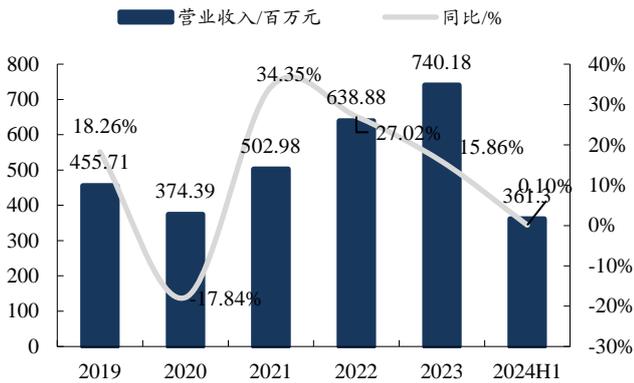
产品类别	主要产品名称	图例	用途
钛系列	加压釜、预热器		冶金（钴、镍、金、铜等金属冶炼）
	冷凝器		电力（核能发电、火力发电）
	PTA 领域		精细化工（PTA、纤维制品、制酸、制盐、制碱等）
	换热器、管道、储罐等		能源（LNG、石油、天然气、氢能）
	反应釜、换热器、烟囱内衬		环保（电厂脱硫防腐、酸碱盐废液处理等）
锆系列	反应器、塔器、罐体		精细化工（农药、PVC、蛋氨酸、甲酸、醋酸、MMA、中间体）
	反应器、塔器、罐体		环保（酸碱废液、高盐废水处理）
贵金属系列	多晶硅还原炉		半导体
不锈钢系列	反应器、塔器、罐体		化工、水电、海洋工程、氢能
镍基系列	反应器、塔器、罐体		煤化工、石油炼化、海洋工程、精细化工、新能源
铜系列	工业大型冷却系统		船艇、节能设备制造
	锂动力电池用极薄铝箔阴极辊		新能源相关产业
钽系列	反应釜、塔器		精细化工、浓酸回收
铝系列	船体材料		舰船、海洋工程、冶金（铝金属冶炼等）、低温工程
钛、铝等异形系列	过渡连接件		航空航天、电子、氢能源、LNG、核电等

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.3. 营收及盈利持续稳健增长

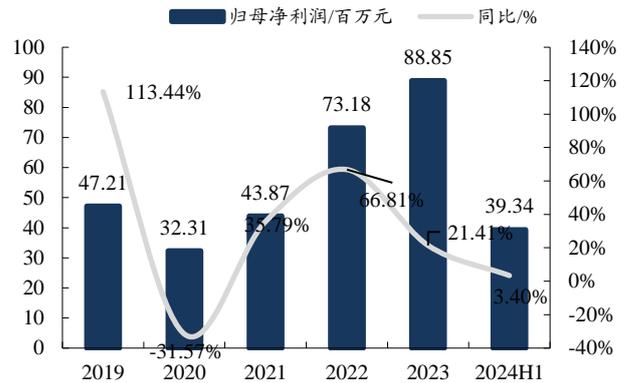
公司营业收入整体稳健增长，净利润增长势头良好。2018-2023 年营收分别为 3.85/4.56/3.74/5.03/6.39/7.4 亿元，2023 年营业收入同比增长 15.86%，2018-2023 年 CAGR 达 17.74%。23 年公司锆钢项目推进顺利，在醋酸、环保、中间体、MMA、聚甲醛均实现了锆钢双层材料的供货突破，营收进一步提高；盈利方面，公司 2018/2023 年归母净利润分别为 0.22/0.89 亿元，2023 年归母净利润同比增长 21.41%，增长势头良好。

图5：公司营业收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

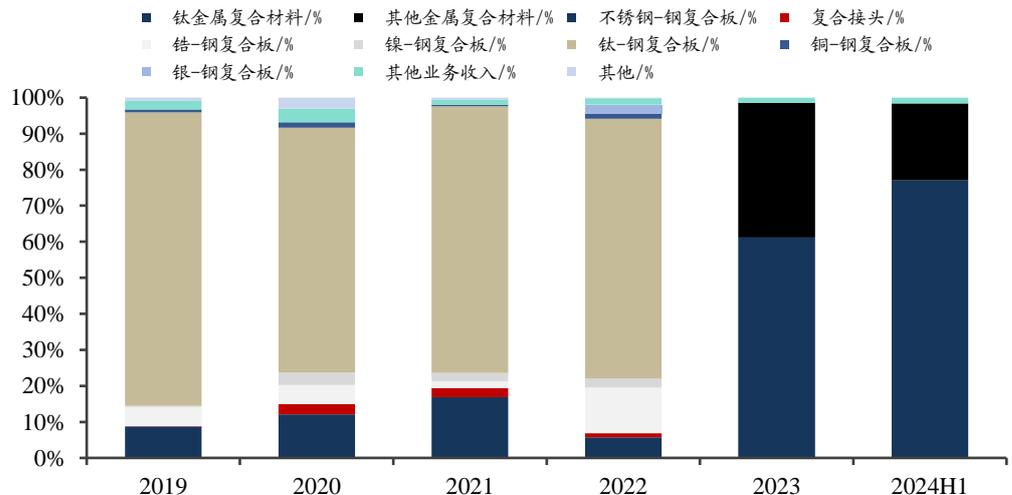
图6：公司归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以钛金属复合材料为主，其他金属复合材料为辅。公司营收主要来自钛金属复合材料，2018 年钛-钢复合板/2023 年钛金属复合材料收入为 2.50/4.53 亿，占比为 81.49%/61.2%，是公司销售的主力产品。同时，公司逐渐完善销售结构，提高其他金属复合材料的销售占比。受益于锆钢双层材料的供货突破，锆钢复合板占比不断提升。

图7：营业收入以钛金属复合材料为主

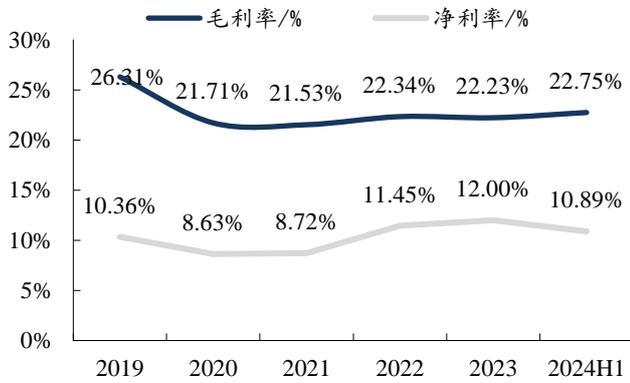


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司业务稳健发展，盈利能力较为稳定。公司毛利率/净利率整体趋势为稳定发展，

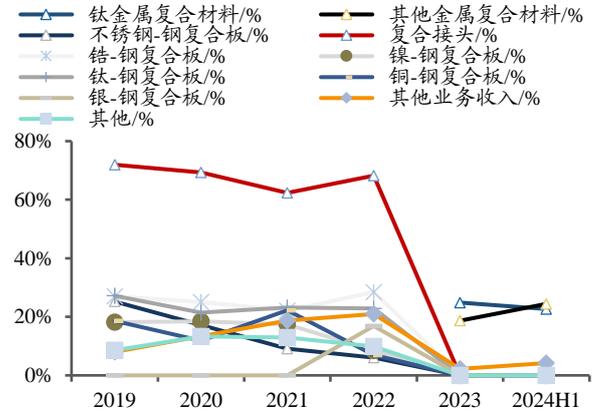
2020-2024H1 毛利率基本稳定在 22%左右。净利率略有波动，近几年基本稳定在 11%左右，盈利能力较为稳定。

图8: 盈利能力较为稳定



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

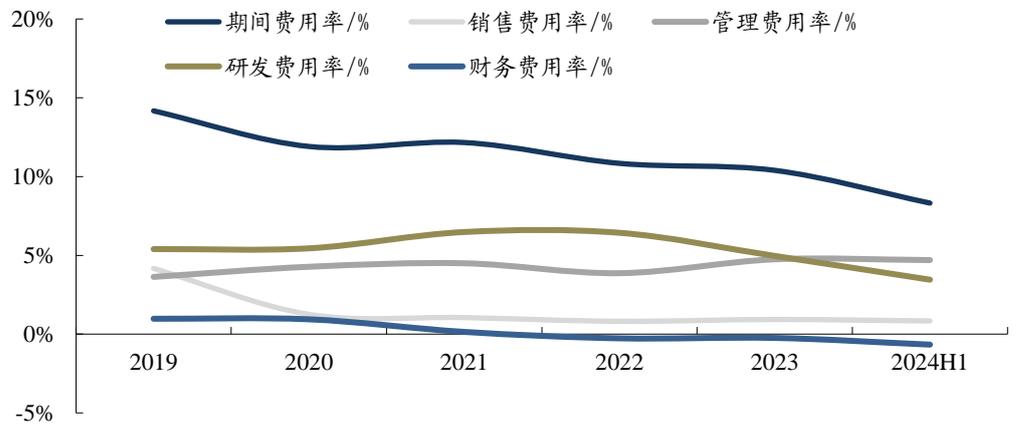
图9: 公司分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**期间费用率稳步下降，费控能力逐步加强。**2018-2023 年，期间费用率呈现稳步下降的趋势，已从 2018 年的 15.81%降低至 2023 年的 10.40%。2023 年公司财务费用为负，系汇兑收益影响，销售/研发/管理费分别同比 -0.08pct/12.11pct/+0.51pct 至 0.93%/4.96%/4.75%。整体期间费用率较 2022 年进一步降低 0.43pct 至 10.4%，2024H1 公司期间费率进一步降至约 8.3pct。

图10: 期间费用率稳步下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 多政策齐助力，层状金属复合材料下游行业市场广阔

**层状金属复合材料性能优异。**产品是通过爆炸复合、轧制复合或其他制备技术实现复层金属与基层金属的结合，产品具备典型结合界面特征。这种新型材料一方面可以节约稀有金属、贵金属，降低下游设备制造成本；另一方面能够改善单一金属材料的热膨胀性、强度、耐磨损性等诸多性能，解决单一金属不能解决的技术性问题，满足强腐蚀、高温高压等特殊环境下对材料性能的要求。作为一种既能发挥稀有金属功能、又能节约资源的新型结构和功能材料。

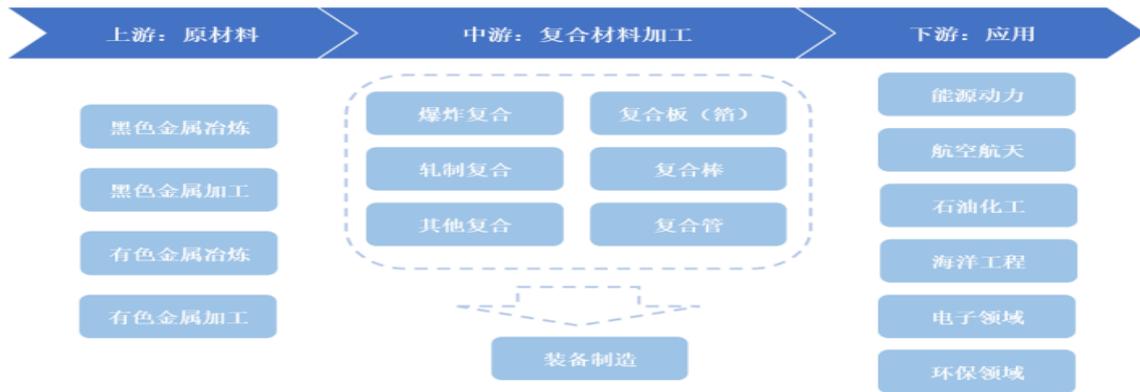
图11：天力复合层状复合金属材料介绍

产品	特点及应用
钛系列	钛是一种新型金属，具有密度小、强度高、耐腐蚀和高低温性能好等诸多优异性能，但价格昂贵，钛-钢复合材料不仅可以大幅降低有关设备的成本，而且可以克服单一钛设备的应用缺点。外层钢提升了整体强度；两层连成一体，具有良好的导热性以及克服热应力、耐热疲劳、耐压差和耐其他载荷的能力，能够应对更为苛刻的生产条件。作为现代化学工业和压力容器工业不可缺少的结构材料，钛复合板在 PTA 项目、发电设备管板、冶金等领域都有广泛的应用。
锆系列	锆室温下能在表面形成致密的氧化膜，对大多数的无机酸、有机酸、强碱和融盐等介质，具有比不锈钢、钛、镍合金等更为优异的耐蚀性能，因而使用锆材制作压力容器成为必然趋势。使用锆-钢复合板一方面可以降低材料价格，另一方面可以提高材料强度。目前其制备方法仅限于爆炸复合法，且难度极高，过去，国外企业在化工、核工业等大型工程项目中关键装备所需的高端锆及锆合金复合板材方面存在着技术垄断。
不锈钢系列	不锈钢-钢复合板具有不锈钢的耐腐蚀性和耐磨性，又具有碳钢良好的可焊性、成型性、拉延性和导热性。该材料在保持强度的同时又可节约镍铬合金、降低制造成本，因此可以完全取代或部分取代各行各业不锈钢的使用，可广泛用于制造化工设备、炼油设备和合成工业设备等。
镍基系列	镍基合金以镍为基础，加入铜、铬、钼、铌、钨等其他合金元素，可耐各种酸腐蚀和应力腐蚀，具有良好的综合性能。镍基合金复合材料可以充分发挥镍基合金特性和基材的优点。例如镍-钢可以兼具良好的耐蚀性、高强度和低成本，镍-不锈钢可以应对两种不同的侵蚀性介质，在海洋工程、石油炼化、煤化工、新能源等方面都有广泛的应用。
铝系列	铝和铝合金具有质量轻、导电性好、强度高、耐蚀性能强的优点，铝-钢、铝-钛-钢复合板用于电解铝行业中铝导杆和钢爪的连接。随着近年来海洋工程、轨道交通、洁净能源等领域的发展，铝-钢、铝-钛-钢复合板也在这些新领域中被大量的采用，如连接海洋舰船上层铝合金建筑与钢制主船体，LNG汽化器过渡接头、轨道交通感应板等。由于铝和钢的一些性质，特别是熔点和强度的差别，以及它们之间会生产很多金属间化合物的特性，很难用常规的工艺将它们制成复合材料，使得爆炸焊接成为一种最好的制造大面积铝-钢复合材料的新工艺。
铜系列	铜材具备良好的导热性和导电性，铜复合材料在船艇、动力电池等重要领域具备良好的发展前景。
钽系列	钽和钽合金具有高密度、高熔点、耐蚀、优异的高温强度等特点，在电子器件、化工装备、武器装备中多有应用。但由于它在地壳中资源占有量少，并与其他金属元素在矿物中共存，因此冶炼提取难度大，加工生产成品率低，产量少，导致价格昂贵，限制其广泛的应用。用钽-钢复合板制成的化工设备能适应在温度和压力变化幅度很大的环境中工作，并使设备成本大为降低，常用于化工、环保领域的反应釜、塔器等设备制造。
贵金属系列	行业内贵金属系列复合板主要以银为复层材料，银作为导电材料在电子领域有广泛应用，具备高热传导率的特点，在多晶硅还原炉内壁使用爆炸复合金属银可以增加镜面辐射效果，提高炉内热量的利用率，降低还原反应的直接电耗。此外银为复层几乎不含对多晶硅有害的金属杂质，可以提高其纯度，满足电子级多晶硅的制备要求。
异形系列	钛-钢、钛-不锈钢、锆合金-不锈钢等金属复合接头作为功能件在核工业、航空航天领域发挥着重要作用，使不同应用环境下的异种金属材料实现连接，满足特殊工况条件下对多种金属性能的需求。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**层状金属复合材料有着广阔的运用场景。**层状金属复合材料的上游主要为金属冶炼和加工行业，提供钛板、钢板、锆板等原材料；下游应用领域丰富，广泛应用于生产设备所处条件较为恶劣和苛刻的领域。

图12: 层状复合金属材料行业产业链



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 2.1. 国家政策持续推进，层状金属复合材料行业前景广阔

国家政策持续推进，层状金属复合材料行业前景广阔。我国相继颁布了《“十四五”工业和信息化绿色发展规划》、《“十四五”原材料工业发展规划》、《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》、《关于推动能源电子产业发展的指导意见》等有利于层状金属复合材料行业发展的政策。促进有色金属行业稳定增长，为促进工业经济平稳发展提供有力支撑。2023年8月21日发布的《有色金属行业稳增长工作方案》指出，习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神，全面落实中央经济工作会议部署，坚持问题导向、目标导向，强化系统观念，更好统筹发展和安全，以深化供给侧结构性改革为主线，加快落实《“十四五”原材料工业发展规划》，集聚各方力量，以优供给、促投资、拓消费、稳外贸为着力点，培育有色金属行业增长的内生动力，提升供给结构对有效需求的适配性和可靠性，促进有色金属行业稳定增长，为促进工业经济平稳发展提供有力支撑，行业发展前景广阔。

图13: 国家政策持续推进

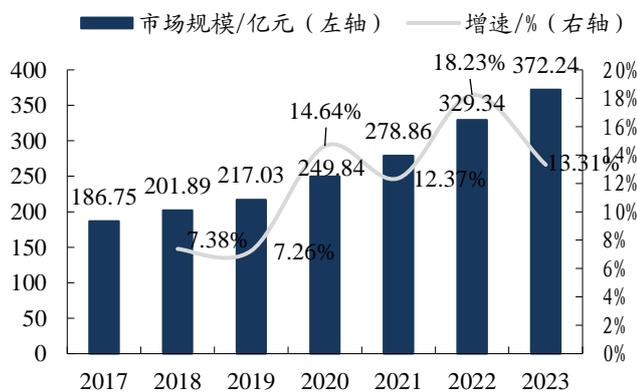
时间	政策文件	部门	政策内容
2021年	《“十四五”工业绿色发展规划》	工业和信息化部	推广低胶碳凝、节能门窗、环保涂料、全铝家具等绿色建材和生活用品，发展聚乳酸、聚丁二酸丁二醇酯、聚轻基烷酸、聚有机硅复合材料、椰油氨基酸等生物基材料。
2021年	《“十四五”原材料工业发展规划》	工业和信息化部、科技部、自然资源部等三部门	实施大宗基础材料巩固提升行动，引导企业在优化生产工艺的基础利用工业互联网等新一代信息技术，提升先进制造基础零部件用钢、高强铝合金、稀有稀贵金属材料、特种工程塑料、高性能膜材料、纤维新材料、复合材料等综合竞争力。
2022年	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》	中共中央、国务院	推进前沿新材料研发应用，促进重大装备工程应用和产业化发展，加快大飞机航空发动机和机载设备等研发，推进卫星及应用基础设施建设。
2023年	《关于推动能源电子产业发展的指导意见》	工信部等六部门	研发汽车发动机、变速箱等高效加工与近净成形成套装备航空航天大型复合材料智能铺放、成形、加工和检测成套装备航空航天智能装配装备，船舶板材激光焊接成套装备等。
2023年	《有色金属行业稳增长工作方案》	工业和信息化部 国家发展改革委 财政部等七部门	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神，全面落实中央经济工作会议部署，坚持问题导向、目标导向，强化系统观念，更好统筹发展和安全，以深化供给侧结构性改革为主线，加快落实《“十四五”原材料工业发展规划》，集聚各方力量，以优供给、促投资、拓消费、稳外贸为着力点，培育有色金属行业增长的内生动力，提升供给结构对有效需求的适配性和可靠性，促进有色金属行业稳定增长，为促进工业经济平稳发展提供有力支撑。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 2.2. 金属复合材料需求量持续增长推动市场发展

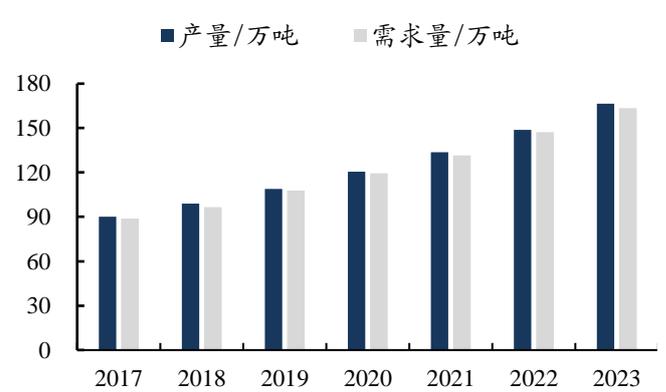
我国金属复合材料市场规模呈现逐年增长趋势。2017/2023 年我国金属复合材料市场规模分别为 186.75/372.24 亿元，2017-2023 年 CAGR 为 12.18%；我国金属复合材料产量及需求量逐年增加，2017/2023 年需求量分别为 88.88/163.45 万吨，2017-2023 年 CAGR 为 10.69%，需求量快速增长。随着市场需求的增加，层状金属复合材料的应用领域不断拓展。目前，金属复合材料已经广泛应用于建筑、汽车、船舶、风电、新能源、航空航天等各个领域。

图14: 我国金属复合材料市场规模



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

图15: 我国金属复合材料产量及需求量

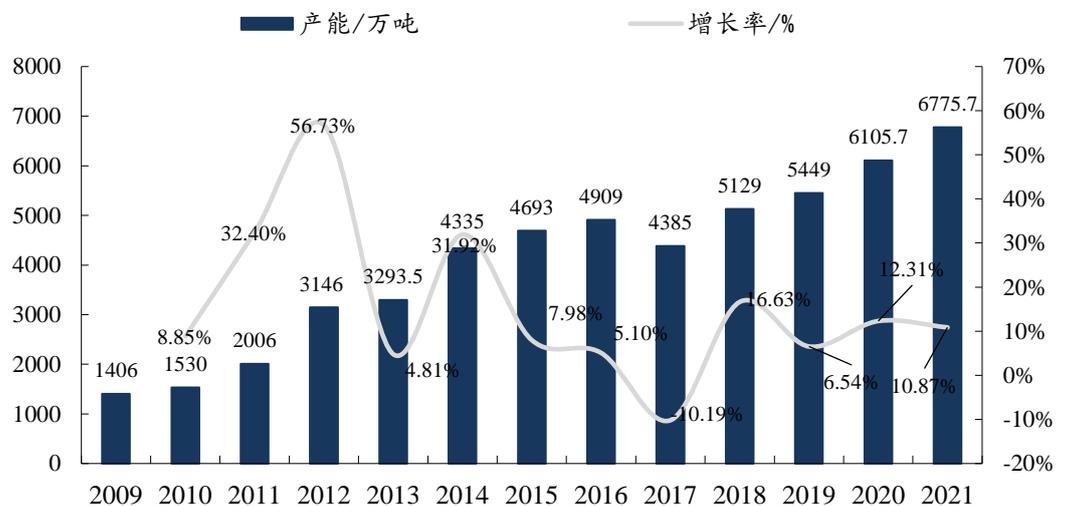


数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

PTA 产能提升，促进复合金属板市场需求增长。石油炼化及精细化工市场因其设备长期处于高温高压等特殊工况，是金属复合材料长期固定的应用领域。钛-钢等层状金

属复合材料广泛应用于 PTA 氧化反应器等多细分领域的设备制造。近年来，受益于半导体、电子电器等领域崛起，其上游的化工新材料需求步入快速增长期，据中国石油和化学工业联合会披露的数据，2019 年全球/国内化工新材料市场规模约 3700 亿美元/9000 亿元，预计 2025 年将达到 4,800 亿美元/1.5 万亿元，2019/2025 年 CAGR 约 4.4%/8.6%。2009 年以来我国 PTA 产量不断提高，2018 年以来保持 10% 左右的增长水平，按照现有英威达 P8++ 工艺路线，单体 260 万吨 PTA 项目至少有 4,500 吨复合金属材料的需求。因此，新生产线的布局以及生产设备的投放将大量带动层状金属复合材料市场的发展。公司预计未来每年至少新增 3-4 亿元复合金属材料市场需求。

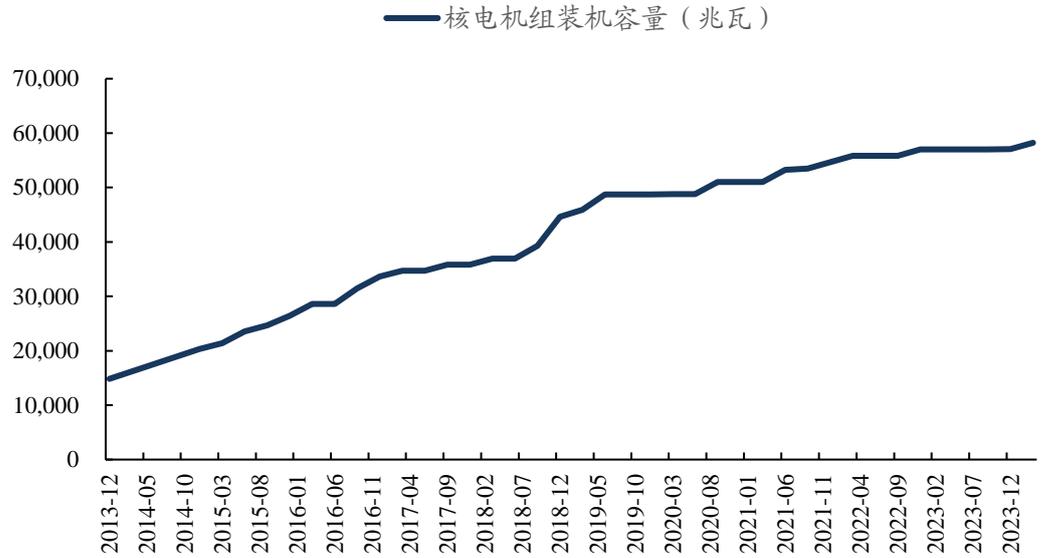
图16: 2009-2021 年中国 PTA 产能(万吨)和增长率(%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**核电领域持续发展，层状复合金属材料前景广阔。**钛-钢复合材料和不锈钢-钢复合材料分别是核电设备中冷凝器管板及安注箱球体的主要用材。国家发改委、国家能源局于 2022 年 1 月 29 日发布的《“十四五”现代能源体系规划》提出，要积极安全有序发展核电，到 2025 年，核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右。预计“十四五”期间，核电机组核准开工节奏为 6-8 台/年，2022 年已有 10 台核电机组获得核准。据 2023 年 2 月 2 日中国核能行业协会发布的《全国核电运行情况（2022 年 1-12 月）》数据，截至 2022 年末，我国商运核电机组 55 台（不含中国台湾地区），总装机容量为 5699 万千瓦，按照规划目标，2022-2025 年我国核电机组装机容量复合增速为 7.10%。核电设备用材质量性能要求高、技术壁垒高、研发投资成本高昂。2007 年以前国内核电用复合板材均采用进口，公司经过多年研发投入开发出一系列满足核电性能指标要求的钛-钢等复合材料，目前各项性能均不低于国际厂商产品，使国家核电建设不再受制旭化成等国际厂商，且产品保供周期短、成本大幅降低，节约了大量外汇。公司目前仍是核电用复合材料的唯一国产批量化供应商，核电项目建设将促进公司的未来发展。

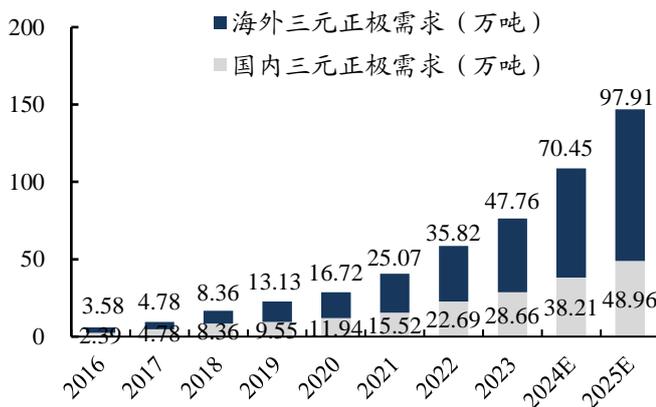
图17: 我国核电机组装机容量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

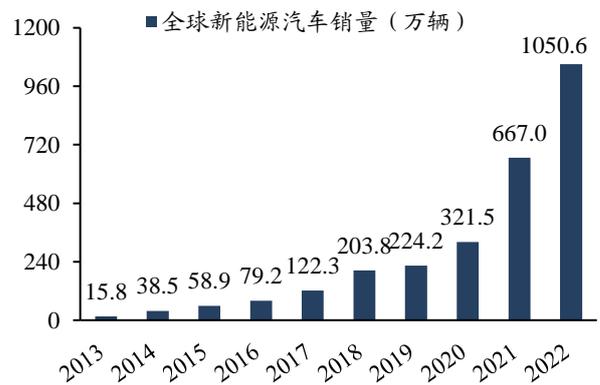
**新能源汽车市场发展势头强劲, 钛复合板需求量大。**钛复合板因其耐高温、耐高压、耐腐蚀性强的特点是镍、钴湿法冶金项目中核心设备加压釜的主要原材料, 该设备内部工况环境比较恶劣, 有硫酸、纯氧、固体颗粒及化学放热反应过程。利用其制备出的硫酸镍、硫酸钴是动力电池正极三元前驱体的重要原料, 因此, 三元前驱体的市场扩张将对加压釜的生产带来积极影响。全球新能源汽车销量在 2021-2025 年 CAGR 达到 35.2% 的较高水平, 促进了动力电池产业链发展。

图18: 三元正极需求



数据来源: 立鼎产业研究网, 东吴证券研究所

图19: 全球新能源汽车销量



数据来源: EV-volumes, 东吴证券研究所

**光伏及半导体行业用多晶硅及氢能行业稳健发展, 公司有望国产替代, 市场空间广阔。**太阳能级多晶硅和电子级多晶硅是光伏行业以及半导体行业的基础原材料, 受益于碳中和的目标驱动以及人工智能、自动控制等领域的发展, 多晶硅市场处在快速成长阶

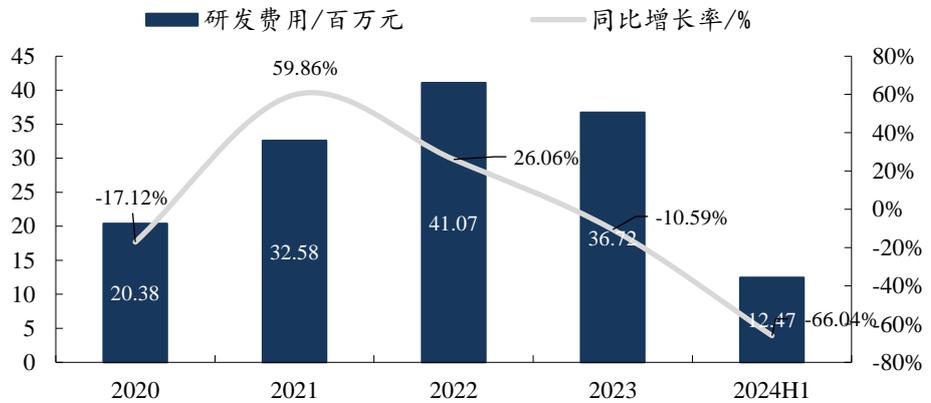
段，新建多晶硅产线将增加对多晶硅还原炉设备的需求。N10276 高镍基合金作为复层选材应用于太阳能级多晶硅制造。用于生产半导体行业用电子级多晶硅的还原炉则通常使用银-钢复合材料，因为纯银作复层几乎不含有害杂质元素，能满足电子级多晶硅纯度的要求；且其热辐射效率高，能大大降低生产能耗。目前，天力复合作为国内唯一一家实现大面积银-钢双层复合板产业化的公司，面临广阔的市场前景。此外，随着氢能相关行业的快速发展，制备液氢储瓶装备的材料设计方案也多样化。目前很多企业采用铝内胆钢外壳的设计方案，氢能储瓶装备用五层复合板连接件均采用进口产品，供应商主要来自于美国、欧洲、日本等地区。伴随实验阶段对进口材料的运用成功以及国际形势的变化，我国企业对铝制多层过渡连接件复合材料的国产化需求变得尤为重要。天力复合已将该产品列为重点研发开发产品，后期市场前景广阔。

### 3. 募投项目逐渐落地，拓展业务布局新增长点

#### 3.1. 持续加强研发投入，技术巩固产业护城河

持续加强研发投入，技术巩固产业护城河。2018/2023 年研发费用分别为 20.25/36.72 百万元，期间 CAGR 为 12.64%。当前公司拥有国家级层状金属复合材料研究中心，27 项专利，为国内首家使用相控阵检测技术的复合板制造商、成功研发生产出超高温、超强度腐蚀设备用材料，开创了国内先河。公司于 23 年 7 月获评国家级专精特新小巨人，技术研发的持续推进有助于公司保持在国内同行业中的领先优势，保障技术先进性。

图20：公司研发费用持续上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：公司研发项目

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
超低温用铝合金不锈钢多层板制备与开发	开发具有完全自主知识产权的超低温铝合金/不锈钢多层复合板材	在研	材料的技术开发与应用，结合界面特性研究。	本项目完成后，形成具有完全自主知识产权的超低温铝合金/不锈钢多层复合板材生产技术和产品。
高强钛铝复合板材开发	开发电子产品领域钛/铝复合板材	已完结	材料性能满足应用场景要求	本项目结束后，为公司生产电子产品用复合材料奠定技术基础。
铸钢双层复合板技术改进	实现超长铸、钢的直接爆炸复合，减少材料投入，节省成本	已完结	批量化制备超长铸/钢复合板；复合板应满足技术指标；开发满足项目需求的铸/钢复合板制备工艺，编制工艺流程、企业标准；制定铸/钢复合板的热处理工艺制度。	将形成具有完全自主知识产权的大规格、大面积的铸/钢双层复合板生产能力。
核聚变用被动板制备技术与界面研究	掌握核聚变用材加工关键技术，为后续大规模推广应用提供技术支持	已完结	提供样品，完成技术开发，提供相关性测试报告。	有利于公司未来在核聚变装备加工领域掌握先机，具备潜在的经济效益。
合作项目		合作单位		
轧制变形和热处理对铝/镁复合板结合界面处显微组织变化与结合强度的影响研究	北京理工大学	研究不同加工方式如轧制、热处理等对镁铝复合板结合界面显微组织和结合力的影响，对于铝镁复合板材料的生产工艺改进和不同环境使用具有重要意义。本研究通过轧制复合、爆炸复合或者爆炸+轧制的制备工艺方法，可在镁合金表面覆盖一层耐腐蚀性良好的铝合金，结合镁铝结合界面显微组织对复合板力学性能的影响研究从而可以得到高强度的镁铝层状复合材料。		
产学研合作协议	陕西科技大学	落实国家科教兴国战略，促进科技创新，加快企业经济发展和社会进步，充分利用高等院校的技术、人力等资源以及先进成熟的技术成果，利用企业的生产条件，提高学校的科研能力，将科研成果尽快地转化为生产力，不断提升我省相关产业的技术和管理水平。双方发挥各自优势，通过多种形式开展全面合作，共构建产学研联盟的创新体系。建立产学研长期合作关系，共同推进企业与学校的全面技术合作，形成专业、产业相互促进、共同发展，努力实现“校企合作、产学研双赢”。		
高低密度镁合金棒材研制	西安工业大学	本合同甲方委托乙方研究开发高低密度镁合金棒材研制项目，并支付研究开发经费和报酬，乙方接受委托并进行此项研究开发工作。		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 募投扩产满足行业发展需求

**募投项目产能扩张，产能提升发展新机遇。**天力复合的募投项目主要集中在清洁能源用金属复合材料的升级及产业化，以及研发中心的升级建设。公司募投 8700 万元的“清洁能源用金属复合材料升级及产业化项目”已逐步释放产能，公司预计于 2024 年末全面投产，预计将新增 1 万吨清洁能源用层状金属复合材料产品的年生产能力，较目前的年产能 2.5 万吨提升 40%。预计每年可新增销售收入 3 亿元。此外公司募投 2300 万元用于研发中心升级建设项目，研发中心建设项目计划引进轧制复合试验线以及先进实验测试设备，改善现有研发基础设施条件，招聘技术研发人员，重点开展铜-钢、锆-钢、镁-铝等复合材料的研发工作，保障技术先进性。

图22: 公司募投扩产

年份	募集资金用途	募集资金金额(百万元)	截至期末累计投入金额(百万元)	截至期末投入进度(%)	项目达到预定可使用状态日期	使用详情
2022年	清洁能源用金属复合材料升级及产业化项目	87.00	22.23	0.26	不适用	建设清洁能源用层状金属复合材料产业化项目，拟新购置设备22台(套)，项目定员70人，预计项目建成后将新增10,000吨清洁能源用层状金属复合材料产品的年生产能力。
2022年	研发中心升级建设项目	23.00	4.55	0.20	不适用	引进轧制复合试验线以及先进实验测试设备，改善现有研发基础设施条件，招聘技术研发人员，重点开展铜-钢、锆-钢、镁-铝等复合材料的研发工作。
2022年	补充流动资金	14.47	14.40	1.00	不适用	补充流动资金。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 深度绑定知名企业，爆炸复合材料市场份额全国第一。

**公司为国内外知名企业供货商，前五大客户集中度高。**公司始终坚持以市场和客户需求为导向的产品和技术研发，积累了众多高质量稳定客户群体。客户群体广泛，涵盖化工、冶金、电力、环保、航空航天、新能源、海洋工程等众多领域的装备制造行业企业。公司目前为宝色股份、森松重工、L&T、豪迈科技在内的国内外多家知名大型装备制造企业的供应商。其中，宝钛集团和森松重工为公司两大最主要客户。2020-2023 年宝钛集团业务占公司营业收入比例分别为 15.52%/17.77%/16.16%/13.72%。2020-2023 年森松重工业务占公司营收比例分别为 14.41%/15.69%/15.83%/14.86%。

图23: 公司历年前五大客户

年份	客户名称	金额 (百万元)	年度销售占比 (%)
2023	森松(江苏)重工有限公司	109.98	14.86%
	宝钛集团有限公司及其子公司	101.53	13.72%
	山东豪迈机械制造有限公司	79.48	10.74%
	上海电气控股集团有限公司及其子公司	73.66	9.95%
	上海韵申新能源科技有限公司	62.46	8.44%
	前五大客户销售金额总计	427.12	57.71%
2022	宝钛集团有限公司及其子公司	103.23	16.16%
	森松(江苏)重工有限公司	101.11	15.83%
	张化机(苏州)重装有限公司	47.01	7.36%
	Larsen & Toubro Limited	39.52	6.19%
	西北有色金属研究院	35.76	5.60%
	前五大客户销售金额总计	326.63	51.14%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司在爆炸复合材料市场份额全国第一, 持续加强新产品及新领域开拓。我国复合材料制造企业具有一定规模的约有 20 多家, 生产稀有难熔金属复合材料竞争公司相对较少, 行业壁垒高。据中国爆破行业协会披露, 2017 年至 2021 年, 天力复合有色金属爆炸复合材料全国市场占有率为 20%-30%, 位居全国第一。同时公司紧随行业发展方向, 根据下游市场需求、客户反馈和技术发展, 积极拓展业务, 公司锆钢业务逐步拓展并推进顺利, 在醋酸、环保、中间体、MMA、聚甲醛均实现了锆钢双层材料的供货突破。

#### 4. 盈利预测及投资建议

**钛金属复合材料：**新能源汽车市场发展推动钛金属复合材料需求增长。我们预计2024/2025/2026年公司钛金属复合材料业务每年营收增长15%/10%/10%；我们预计毛利率2024-2026年分别为22.00%/21.5%/21.00%。

**其他金属复合材料：**随着我国金属复合材料市场规模不断扩大，我们预计2024/2025/2026年公司其他金属复合材料业务每年营收增长维持在15.00%；我们预计毛利率2024-2026年分别为24.00%/23.00%/22.00%。

**其他业务：**其他收入主要来源于清理库存，废料及材料销售。我们预计2024/2025/2026年公司其他业务每年营收增长维持在5.00%；毛利率预计维持在15%。

钛金属复合材料市场的强劲增长推动了整体营业收入的大幅提升。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为8.5/9.5/10.6亿元，同比+14.86%/11.81%/11.87%。

图24：天力复合盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入（百万元）	502.98	638.88	740.18	850.17	950.57	1063.36
yoy		27.02%	15.86%	14.86%	11.81%	11.87%
总成本（百万元）	394.67	496.15	575.60	657.53	741.44	836.56
毛利率	21.53%	22.34%	22.23%	22.66%	22.00%	21.33%
<b>钛金属复合材料</b>						
收入（百万元）	372.34	460.99	452.99	520.94	573.03	630.34
yoy		23.81%	-1.74%	15.00%	10.00%	10.00%
成本（百万元）	285.87	355.68	340.35	406.33	449.83	497.97
毛利率	23.22%	22.84%	24.87%	22.00%	21.50%	21.00%
<b>其他金属复合材料</b>						
收入（百万元）	120.67	165.27	276.85	318.38	366.13	421.05
yoy		36.96%	67.51%	15.00%	15.00%	15.00%
成本（百万元）	100.54	130.35	225.14	241.97	281.92	328.42
毛利率	16.68%	21.13%	18.68%	24.00%	23.00%	22.00%
<b>其他</b>						
收入（百万元）	9.96	12.62	10.34	10.86	11.40	11.97
yoy		26.71%	-18.07%	5.00%	5.00%	5.00%
成本（百万元）	8.26	10.13	10.11	9.23	9.69	10.17
毛利率	17.07%	19.73%	2.21%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预计公司2024-2026年归母净利润为0.90/0.97/1.05亿元，同比+1.80%/7.23%/8.03%，对应PE为17/16/15倍，可比公司我们选择均有有色金属复合材料业务的宝泰股份、银邦股份，可比公司23年PE为56倍，考虑我国金属复合材料市场规模发展前景广阔，我国核电，化工，光伏及半导体等领域持续发展，金属复合板的需求量不断增加。公司持续加大研发投入，提高产品性能，未来业绩有望持续高增，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图25: 可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 14 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2023	TTM	2023	TTM
831004.NQ	宝泰股份	3.23	0.27	0.09	12	35
300337.SZ	银邦股份	60.82	0.64	1.15	94	53
		平均估值			53	44
873576.BJ	天力复合	15.75	0.89	0.90	18	17

数据来源: ifind, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**原材料价格波动风险。**公司的原材料主要为钛板、钢板、不锈钢板、铝板、镍板等板材，其价格容易受到市场供需的影响。如果市场上供需情况变化较大，导致原材料价格波动较大，可能会对公司的生产成本、毛利率等产生较大的影响。

**客户和供应商集中度较高风险。**2023-2024年，公司向前五大供应商采购原材料或服务、向前五大客户销售产品的金额分别占年度总采购金额、总销售金额的比例均超过50%，公司存在供应商和客户集中度较高的情况。

**市场发展空间和市场前景风险。**公司产品主要应用于化工、冶金、电力、环保、航空航天、新能源、海洋工程等行业，上述下游行业受国家政策调整、宏观经济形势影响较大，下游行业景气程度下降可能导致公司业绩下滑。

## 天力复合三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>760</b>	<b>744</b>	<b>818</b>	<b>933</b>	<b>营业总收入</b>	<b>740</b>	<b>850</b>	<b>951</b>	<b>1,063</b>
货币资金及交易性金融资产	302	400	419	490	营业成本(含金融类)	576	658	741	837
经营性应收款项	250	200	239	264	税金及附加	5	8	9	10
存货	200	137	154	172	销售费用	7	7	7	8
合同资产	3	3	3	4	管理费用	35	38	42	45
其他流动资产	5	5	3	2	研发费用	37	33	36	38
<b>非流动资产</b>	<b>139</b>	<b>148</b>	<b>176</b>	<b>183</b>	财务费用	(2)	(5)	(6)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	19	4	5	5
固定资产及使用权资产	85	89	98	108	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	4	14	21	24	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	37	31	25	18	减值损失	(3)	(9)	(12)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	4	4	4	<b>营业利润</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>123</b>
其他非流动资产	9	9	28	28	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>899</b>	<b>892</b>	<b>993</b>	<b>1,116</b>	<b>利润总额</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>123</b>
<b>流动负债</b>	<b>373</b>	<b>273</b>	<b>295</b>	<b>332</b>	减:所得税	10	16	17	18
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	<b>净利润</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>97</b>	<b>105</b>
经营性应付款项	215	162	173	195	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	69	66	74	84	<b>归属母公司净利润</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>97</b>	<b>105</b>
其他流动负债	89	45	48	53	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.83	0.89	0.96
非流动负债	50	50	50	50	EBIT	97	106	115	126
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	112	118	128	139
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.23	22.66	22.00	21.33
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	12.00	10.64	10.20	9.85
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	15.86	14.86	11.81	11.87
<b>负债合计</b>	<b>423</b>	<b>323</b>	<b>345</b>	<b>381</b>	归母净利润增长率(%)	21.47	1.80	7.23	8.03
归属母公司股东权益	477	569	649	734					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>477</b>	<b>569</b>	<b>649</b>	<b>734</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>899</b>	<b>892</b>	<b>993</b>	<b>1,116</b>					

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	161	116	77	111	每股净资产(元)	4.37	5.22	5.95	6.74
投资活动现金流	6	(20)	(41)	(21)	最新发行在外股份(百万股)	109	109	109	109
筹资活动现金流	73	0	(20)	(21)	ROIC(%)	21.67	17.08	15.95	15.38
现金净增加额	239	98	19	72	ROE-摊薄(%)	18.64	15.89	14.95	14.27
折旧和摊销	15	12	12	13	资产负债率(%)	47.00	36.20	34.70	34.17
资本开支	6	(21)	(41)	(21)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.63	17.32	16.15	14.95
营运资本变动	54	5	(45)	(22)	P/B(现价)	3.29	2.75	2.42	2.13

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>