东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 25 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·公募抱团加强，散户情绪高涨——市场温度计

机构行为：内外资风格均偏向价值。外资偏好医药、银行、电力设备等行业，对汽车、基础化工、电子等行业相对谨慎。公募基金在连续两周的风格分化后，抱团再次加强，主要偏好消费和金融为代表的价值板块。

股市流动性：2/8-2/19 交易日期间公募基金延续大规模发行，散户入市情绪高涨。A 股资金净流入 1047 亿元，前值 747 亿元，净流入主要由公募基金发行、杠杆资金和外资流入贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有回升；行业间的分化较上周大幅下降。

固收金工

固收点评：美债 10Y 面临调整的三个原因？——“真知”24

美债 10Y 后市判断： 2021 年全年“缓抬升”格局，年底看向 1.5-1.7%。

原因一：美债 10Y 的抬升主要来自于通胀预期的抬升，而非实际利率；而通胀预期持续抬升的可能性值得商榷。原因二：联储的基线剧情或同为“缓抬升”，“急抬升”或者“不抬升”都不好。原因三：导致全球主要发达经济体利率/收益率水平持续走低的中长期因素，并未由于本次危机而出现根本性逆转。

行业

环卫装备行业月度数据点评：环卫新能源渗透率提升，宇通新能源大增表现亮眼

21M1，环卫车销售 8072 辆，同比变动+3.17%。纯电动环卫车 314 辆，同比变动+13.77%。1 月单月环卫车销售环比变动-27.95%，纯电动环卫车环比变动-43.63%。新能源渗透率 3.89%，同比提升 0.36pct，较 20 年提升 0.58pct。

风险提示：新能源渗透率不及预期，环服市场化率不及预期，竞争加剧

推荐个股及其他点评

康宁杰瑞（9966.HK）：行业领先的双特异性抗体平台领跑者

针对公司的三个核心品种，我们对 2021~2030 年的销售额进行了测算，根据模型测算，预计公司在 2023 年实现盈亏平衡，对应收入 21.04 亿，归母净利 2.05 亿，对应 PE 64 倍；预计公司在 2025 年实现收入 41.66 亿，归母净利 10.14 亿，对应 PE 13 倍。我们认为公司几大核心品种差异化优势明显，且在 NSCLC、胃癌、食管鳞癌、乳腺癌、MSI-H/dMMR 肿瘤及胆道癌等几个大的癌种具有较强的竞争优势，可以奠定公司在双抗赛道的市场领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。

诺诚健华-B（09969.HK）：不断进击的创新药新贵，构筑 BTK

请务必阅读正文之后的免责声明部分

抑制剂新格局

盈利预测与估值评级：诺诚健华现阶段价值主要来自奥布替尼在国内 B 细胞淋巴瘤市场以及海外的 MS 市场。不考虑奥布替尼在美国针对 B 细胞恶性肿瘤（篮式试验）、在中国针对 SLE 适应症，以及 FGFR 抑制剂的价值，现阶段诺诚健华的合理估值约 296~348 亿人民币（348~409 亿港币），首次覆盖给予“买入“评级。

中教控股（00839）：并购&整合能力出挑，管理&规模优势愈强，民办高校龙头快速发展

盈利预测与投资评级：公司是我国民办高校的龙头企业：1）规模优势明显；2）并购整合能力强（100%成功率），未来还将保持每年 2-3 所并购学校落地；3）卡位发达经济带，长期量价齐升值得期待；4）中短期独立学院转设，专升本扩容等都将催化公司业绩提升。预计公司 21-23 财年将实现净利润 11.5 亿/16.9 亿/21.1 亿元，对应 21 财年 PE 为 26 倍，剔除分手费一次性支出后预计 21 财年 PE 为 21 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·公募抱团加强，散户情绪高涨——市场温度计

机构行为：内外资风格均偏向价值。外资偏好医药、银行、电力设备等行业，对汽车、基础化工、电子等行业相对谨慎。公募基金在连续两周的风格分化后，抱团再次加强，主要偏好消费和金融为代表的价值板块。

股市流动性：2/8-2/19 交易日期间公募基金延续大规模发行，散户入市情绪高涨。A 股资金净流入 1047 亿元，前值 747 亿元，净流入主要由公募基金发行、杠杆资金和外资流入贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有回升；行业间的分化较上周大幅下降。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：美债 10Y 面临调整的三个原因？——“真知”24

报告摘要

美债 10Y 后市判断：2021 年全年“缓抬升”格局，年底看向 1.5-1.7%。

原因一：美债 10Y 的抬升主要来自于通胀预期的抬升，而非实际利率；而通胀预期持续抬升的可能性值得商榷。（1）自 2020 年 8 月以来，美债 10Y 抬升 62Bps，其中 10 年期 TIPS 仅抬升 1Bps，而 10 年期平准通胀率抬升 61Bps，本次美债 10Y 抬升主要来源于通胀预期的抬升所导致的；（2）通胀预期后市持续抬升可能性不大：（a）抬升空间不足。当前通胀预期 2.21%已经接近历史均值 2.03%向上一个标准差 2.44%，距离这一位置仅有 23Bps，距离历史峰值 2.71%也仅有 50Bps 的空间；（b）抬升节奏过快。对比次贷危机（2009 年 1 月）之后通胀预期的抬升节奏来看，本次回撤频次过少，回撤幅度过小；而对比特朗普上任（2016 年 1 月）之后通胀预期的抬升节奏来看，本次抬升无论从幅度上还是节奏上都更大、更快；这意味着之后通胀抬升的节奏大概率会降速，会出现回撤；（c）当期通胀及核心通胀仍疲软。通胀预期同当期通胀之间存在着很复杂的内生性关系，相互影响、互为因果，但偏效应都是正的。在 2020 年 9 月触及反弹后高点以来，近期 PCE，核心 PCE，CPI，核心 CPI 均出现了一些疲软的迹象，核心物价指数同比在 1.5-1.6%（非核心物价指数同比在 1.3%左右），同单边上涨的通胀预期形成反差，核心利差扩大至 60-70Bps（非核心利差扩大至 90Bps），疲软的当期通胀并不支撑通胀预期持续抬升。

原因二：联储的基线剧情或同为“缓抬升”，“急抬升”或者“不抬升”都不好。情景一：美债 10Y“缓抬升”。“缓”是一个相对的概念，这里我们的概念是指相对于通胀预期抬升的速率来说，要慢一些，这意味着

请务必阅读正文之后的免责声明部分

实际利率水平或者基本维持不动（正如 2020 年 8 月份至今一样），或者进一步小幅下探 20-30Bps 至-1.2~-1.3%。一旦真实利率持续下探，联储的反馈会是 1.关注劳动力市场，U3 及 U6 失业率水平；2.若劳动力市场持续复苏，或可提前释放缓扩表、甚至缩表的前瞻指引；若复苏放缓甚至停滞，则按兵不动。情景二：美债 10Y“不抬升”。“长期（SecularStagnation）”或“日本化（Japanification）”最大的特征就是低利率、低通胀、低增长的“三低”综合症；这意味着如果美债 10Y 在 2021 年“不抬升”，联储大概率会采取行动提振通胀，避免“三低”综合症的出现。情景三：美债 10Y“急抬升”。同理，这里“急”的含义也是相对的，即相对于通胀预期的抬升速率来说，这意味着实际利率的抬升，若抬升速率过快，严重依赖于信贷、杠杆支撑的经济活动，包括房地产按揭、个人耐用品消费等经济活动，或出现迅速地退潮，这将不利于联储实现首要目标充分就业。联储此时可以采取进一步扩表，或者采取 YCC 的手段来让美债 10Y 降速，经过我们对日本采用 YCC 策略既控制住了日债 10Y 的波动，又控制住了资产负债表规模的成功经验的回溯分析来看，我们比较倾向于联储考虑 YCC 的可行性。综合来看，我们认为情景三构成短期风险，情景二构成长期风险，而联储的基线情景，或者说最理想的情景应该是情景一，即美债 10Y“缓抬升”。

原因三：导致全球主要发达经济体利率/收益率水平持续走低的中长期因素，并未由于本次危机而出现根本性逆转。Summers（2014,2015）以及 RachelandSummers（2018）提出来的框架：他们认为结构性的高储蓄倾向以及低投资意愿的组合，导致了利率的趋势性下行。我们需要思考的是以上提到的这些因素是否由于疫情带来的动态变化，而导致我们会做出同 2019 年下半年所不一样的思考，这是一个开放性的问题。

风险提示：（1）“再通胀”超预期；（2）联储应对延宕；（3）地缘风险超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

环卫装备行业月度数据点评：环卫新能源渗透率提升，宇通新能源大增表现亮眼

投资要点

新能源渗透率提升 0.6pct，五地出台政策环卫新能源持续推进。21M1，环卫车销售 8072 辆，同比变动+3.17%。纯电动环卫车 314 辆，同比变动+13.77%。1 月单月环卫车销售环比变动-27.95%，纯电动环卫车环比变动-43.63%。新能源渗透率 3.89%，同比提升 0.36pct，较 20 年提升 0.58pct。2021 年共有 5 地公布新能源环卫政策。包括肇庆、杭州下城区、武汉汉南区、上海、郑州。上海力争 2025 年新增更换全部使用新能源，郑州对现有小型环卫车全部更新新能源。

市场集中度提升头部公司扩张，宇通新能源大增表现亮眼。21M1 环卫车销售 CR3/CR6 分别为 41.40%/50.21%，较 20 年变动+3.57pct/+3.38pct。纯电动环卫车 CR3/CR6 分别为 47.45%/69.11%，较 20 年变动-3.99pct/+0.89pct。集中度提升竞争格局优化，其中，头部上市公司：

盈峰环境：规模稳步扩张。环卫车销售 1615 辆，同比变动+2.22%，纯电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动环卫车 49 辆，同比变动-7.55%。环卫车市占率行业第一，市占率 20.01%，同比变动-0.19pct，较 20 年变动+3.76pct。纯电动市占率行业第二，市占率 15.61%，同比变动-3.60pct，较 20 年变动-6.54pct。

宇通重工：新能源大增表现亮眼。环卫车销售 336 辆，同比变动+173.17%，纯电动环卫车销售 70 辆，同比变动+1066.67%。环卫车市占率首次进入前四，市占率 4.16%，同比变动+1.57pct，较 20 年变动+2.02pct。纯电动市占率行业第一，市占率 22.29%，同比变动+20.12pct，较 20 年变动+1.83pct。

龙马环卫：销量稳定提升。环卫车销售 637 辆，同比变动+22.97%，纯电动环卫车 16 辆，同比变动+14.92%。环卫车市占率行业第三，市占率 7.89%，同比变动+1.27pct，较 2020 年变动+2.42pct。纯电动市占率 5.10%，同比变动+0.02pct，较 20 年变动-3.74pct。

垃圾收运类放量增速较快。20M1 环卫车销售中，垃圾收运类 5175 辆，同比变动+12.71%，占比 64.06%，较 20 年变动+14.26pct。纯电动环卫车销售中，垃圾转运类 198 辆，同比变动+13.79%，占比 63.06%，较 20 年变动+14.70pct。

行业趋于高端化，中高端产品占比提升。20M1 环卫车销售中，中高端销售 3682 辆，同比变动+11.51%，占比 45.61%，较 20 年变动+8.31pct。纯电动环卫车销售中，中高端销售 141 辆，同比变动+31.78%，中高端占比 44.90%，较 20 年变动-14.33pct。

投资建议：环卫新能源十年五十倍优质赛道，政策驱动&新能源环卫优势体现，环卫新能源市场放量，渗透率持续提升，建议关注：盈峰环境：龙头出击新能源再度领跑，龙头地位复制环服订单市场第一；ST 宏盛：制造+服务优势铸就环卫电动化蓝海中的宇通；龙马环卫：新能源市占率持续提升，服务占比超装备毛利率现拐点。

风险提示：新能源渗透率不及预期，环服市场化率不及预期，竞争加剧

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

康宁杰瑞（9966.HK）：行业领先的双特异性抗体平台领跑者

投资要点

双特异性抗体拓展多种适应症，KN046、KN026 潜在市场空间广阔。公司在研产品 KN046 同时针对 PD-L1 和 CTLA-4 两种靶点，对晚期实体瘤显示出良好的抗肿瘤活性和安全性，目前已进入晚期非小细胞肺癌 III 期临床（中国）和胸腺癌注册性 II 期临床试验（中美双报）阶段。预计最快在 2021 年底以胸腺癌适应症中美双报 BLA，于 2022 年实现商业化。根据目前开展的 II 期临床试验，对于 NSCLC、三阴性乳腺癌（TNBC）、鼻咽癌、食管鳞癌等 KN046 均取得了优异的临床数据，我们认为 KN046 有望在鳞状 NSCLC 的一二线治疗中获得较大的市场份额。KN026 可双重阻断 HER2 通路，在 HER2 高表达的乳腺癌和 GC/GEJ 的 I 期临床试验已显示初步有效数据，后续有望成为 HER2 阳性晚期乳腺癌及 GC/GEJ 的二线标准疗法之一。同时 KN046 与 KN026 还将联合治疗 GC/GEJ、尿路上

请务必阅读正文之后的免责声明部分

皮癌及卵巢癌等多种适应症，充分拓展双抗产品的潜在应用癌种。

KN035 创新皮下给药制剂新形式，针对适应症 BTC 无同类竞争产品，KN019 布局自免和肿瘤免疫疗法的辅助治疗。KN035 作为目前全球唯一可能皮下注射的 PD-L1 单抗，在给药便捷性、稳定性方面具备优势。目前申报 BLA 的适应症为 dMMR/MSI-H 实体瘤，同时 KN035 临床 III 期试验也在推进不能手术切除或转移性的胆道癌适应症，有望成为中国首个治疗 BTC 的 PD-L1 抑制剂。KN019 在工艺和性质上与二代的 CTLA-4-Fc 融合蛋白贝拉西普高度相似，预期对 TNF-α 抑制剂难治性类风湿性关节炎（RA）产生良好疗效，并已开展 II 期试验。

公司三大核心产品的销售峰值有望超过 66 亿人民币。KN046 目前最主要的适应症为鳞状非小细胞肺癌患者的一二线治疗，根据我们的测算销售峰值有望超 20 亿人民币；KN026 预计 2023 或 2024 年可获批上市，主要适应症为 HER2 阳性乳腺癌和胃癌或胃食管交界腺癌（GC/GEJ），预计销售峰值超过 16 亿人民币；KN035 已在中国申报上市，预计 2021 年可以在中国上市销售，预计销售峰值超过 30 亿人民币。

盈利预测与投资评级：针对公司的三个核心品种，我们对 2021~2030 年的销售额进行了测算，根据模型测算，预计公司在 2023 年实现盈亏平衡，对应收入 21.04 亿人民币，归母净利 2.05 亿人民币，对应 PE53 倍；预计公司在 2025 年实现收入 41.66 亿人民币，归母净利 10.14 亿人民币，对应 PE11 倍。我们认为公司几大核心品种差异化优势明显，且在 NSCLC、胃癌、食管鳞癌、乳腺癌、MSI-H/dMMR 肿瘤及胆道癌等几个大的癌种具有较强的竞争优势，可以奠定公司在双抗赛道的市场领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：研发进展不及预期、产品销售不及预期；核心技术人员、高管流失风险

（证券分析师：朱国广　研究助理：柴博）

诺诚健华-B（09969.HK）：不断进击的创新药新贵，构筑 BTK 抑制剂新格局

投资要点

BTK 抑制剂奥布替尼 CLL、MCL 适应症国内获批：诺诚健华成立于 2015 年，2020 年在港交所上市，同年 BTK 抑制剂奥布替尼 CLL/MCL 适应症获批在中国上市。除了布局其他类型复发和难治性的 B 细胞淋巴瘤，奥布替尼还布局了红斑狼疮（中国）以及多发性硬化症（美国）两类自免适应症。奥布替尼具有极好的靶点选择性和安全性，有望成为“Bestinclass”的 BTK 抑制剂。在研管线中进度较快的还有两款 FGFR 抑制剂，适应症为尿路上皮癌、胆管癌和肝癌，均处于临床 II 期阶段。

5 年内 BTK 抑制剂竞争格局良好，2025 年奥布替尼国内销售额预计 15 亿人民币。目前国内已上市的 BTK 抑制剂包括伊布替尼、泽布替尼、奥布替尼，虽然国内在研的 BTK 抑制剂有十多种，由于已有三款 BTK 抑制剂在 B 细胞淋巴瘤适应症获批，后续品种无法通过 II 期单臂试验获批，需要继续做三期临床，因此 5 年内竞争格局良好。若奥布替尼 3 年内在国内完成其他 B 细胞淋巴瘤的临床试验并获得批准，经测算 2025、2026 年其在国内销售额分别可达 14.89、18.34 亿人民币。以 2026 年销售额为准，根据创新药行业平均的净利率水平，按 30%~35%的净利率计算，净

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利润为 5.50~6.42 亿人民币，根据 A 股创新药龙头公司估值水平给予 70 倍的 PE 估值，对应市值为 385~449 亿人民币，按 10%的 WACC 折现（折现期数 6 年），2021 年国内 B 细胞淋巴瘤适应症市场贡献的市值为 217~253 亿人民币。

奥布替尼安全性优，血脑屏障透过率高，海外多发性硬化症（MS）适应症值得期待。MS 多发于欧美国家，2020 年 MS 适应症全球市场达 200 亿美元。针对 MS 美国在研的品种有 3 个包括默克的 Evobrutinib、罗氏的 Fenebrutinib、赛诺菲的 Tolebrutinib，且均已进入三期临床，奥布替尼在 MS 适应症的进度上有所落后。奥布替尼安全性好、血脑屏障透过率高，目前正处于 II 期临床试验阶段，有望在海外 MS 市场分得一定市场份额。考虑到奥布替尼 MS 适应症是否成功突围存在一定不确定性，在该适应症的海外权益价值可以参考赛诺菲给 Tolebrutinib 对价的 50%~60%，即 14.7~17.7 亿美元。该对价对应的是未来一揽子现金流的价值，预计奥布替尼 2022 年完成 II 期临床试验、2026 年获批 MS 适应症。对上述价值按 10%WACC 折现（折现期数 2 年，即 II 期临床试验成功完成的节点），对应 2021 年估值为 79~95 亿人民币。

盈利预测与估值评级：诺诚健华现阶段价值主要来自奥布替尼在国内 B 细胞淋巴瘤市场以及海外的 MS 市场。不考虑奥布替尼在美国针对 B 细胞恶性肿瘤（篮式试验）、在中国针对 SLE 适应症，以及 FGFR 抑制剂的价值，现阶段诺诚健华的合理估值约 296~348 亿人民币（348~409 亿港币），首次覆盖给予“买入“评级。

风险提示：国内临床试验进度不及预期，海外 MSII 期临床试验结果不及预期；海外针对 MS 适应症及国内 BTK 抑制剂竞争格局加剧。

（证券分析师：朱国广）

中教控股（00839）：并购&整合能力出挑，管理&规模优势愈强，民办高校龙头快速发展

投资要点

民办高校龙头，规模优势领先：公司为我国民办高校龙头企业，规模优势明显，旗下共 13 所学校（7 所高校，4 所职业学校和 2 所海外大学），在校生近 24 万人，来得益于快速并购扩张，公司 20 财年收入规模达到 26.8 亿元，正常化归母净利 10.5 亿元，16-20CAGR 分别为 50%和 27%。

外延并购：大项目落地能力强，投后整合赋能效果突出。自上市以来，公司已经完成 7 笔收并购，新增学校 10 所，凭借着雄厚的资金和规模优势，专业的并购团队，公司总能落地大项目。并购后公司也在招生，教师，学费，运营管理端和资金端等全方位支持，帮助提升学生 ARPU 值。旗下学校自收购以来实现数倍到数十倍的净利润增长，在校生大多也实现 20%以上的累计增幅，高考录取线不断提升。未来公司还将重点在本科层次保持每年 2-3 所学校的并购速度，规模有望进一步扩大。

内生增长：重点布局的经济发达地区具备长期提价基础，新校区落成促进招生扩容。1）价：公司旗下学校覆盖了粤港澳大湾区、海南自贸区及成渝经济圈，经济发达地区企业资源更丰富，学生学费的承受能力和支付意愿更强，提费空间更广阔。2）量：重点地区（广东/江西等）低高等教育毛入学率保证长期稳定生源的供应；短期专科扩招大幅刺激专升本需求；新校区落成打开在校生规模天花板。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

订产教融合+国际化布局，就业进修双路线齐备：1）公司与华为，京东等头部企业签约，开展定制化培养课程，毕业后直接输送就业，实现校、企、学生三方共赢。2）公司旗下的澳洲国王学院和英国里士满大学均为中国教育部认可的海外学校，通过集团内部学校之间的项目打通（“3+2”课程），一方面降低了学生留学门槛，只需 5 年就可拿到海外本科+硕士学位，性价比非常高。另一方面也能反哺国内本科的招生。

独立学院转设取得阶段性进展，业绩有望进一步厚增：公司旗下的重庆翻译学院和广州大学松田学院均已通过教育部的公示，泉城学院也已获省教育厅通过。转设完成后，公司一方面可节省每年给大校的管理费（目前管理费为每年学费的 8%-20%），另一方面学费和学额都将更加灵活。

盈利预测与投资评级：公司是我国民办高校的龙头企业：1）规模优势明显；2）并购整合能力强（100%成功率），未来还将保持每年 2-3 所并购学校落地；3）卡位发达经济带，长期量价齐升值得期待；4）中短期独立学院转设，专升本扩容等都将催化公司业绩提升。预计公司 21-23 财年将实现净利润 11.5 亿/16.9 亿/21.1 亿元，对应 21 财年 PE 为 26 倍，剔除分手费一次性支出后预计 21 财年 PE 为 21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：并购整合落地风险，政策风险，公司招生不及预期

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张良卫　证券分析师：张家璇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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