正泰电器（601877）中报点评

Q2 单季高增，龙头韧性强劲

买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	30,226	33,258	37,476	42,321
同比（%）	10.2%	10.0%	12.7%	12.9%
归母净利润（百万元）	3762	4236	4938	5618
同比（%）	4.7%	12.6%	16.6%	13.8%
每股收益（元/股）	1.75	1.97	2.30	2.61
P/E（倍）	19.50	17.32	14.84	13.08

投资要点

- **上半年业绩同比基本持平，Q2 环比大幅改善。**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 146.09 亿元，同比增长 1.26%；实现归属母公司净利润 18.11 亿元，同比增长 1.49%。其中 20Q2 实现营业收入 89.1 亿元，同比增长 5.67%，环比增长 56.36%；实现归属母公司净利润 14.69 亿元，同比增长 18.24%，环比增长 329.86%。

- **低压电器毛利率稳健、环比略改善，新能源同比大幅改善。**20H1 毛利率为 31.33%，同比上升 3.21pct，20Q2 毛利率 33.56%，同比上升 4.57pct，环比上升 5.73pct；20H1 归母净利率为 12.39%，同比上升 0.03pct，20Q2 归母净利率 16.48%，同比上升 1.75pct，环比上升 10.49pct。分版块看，低压电器 20H1 毛利率为 33.9%，同比-0.3pct，环比+0.6pct；新能源版块毛利率 26.7%，同比+8.7pct，环比+0.2pct。

- **低压电器：20H1 营收同减 5.3%，H1 毛利率同比下降 0.3pct，环比提升 0.6pct，其中 Q1 下降 25%以上，Q2 恢复个位数正增长，直销不断突破，下半年有望恢复较快增长。**上半年低压电器营收 81.82 亿，同减 5.3%，渠道能力持续巩固，直销占比进一步提升，“国际本土化”稳步推进，新客户新项目拓展顺利。毛利率方面，尽管上半年原材料价格上行，公司通过提价、自动化改造、优化产品结构等措施推动毛利率提升。

- **光伏版块 20H1 营收 63.43 亿，同增 12.9%。**1）运营仍是稳定的利润来源，户用装机高增长。2）EPC 节奏稳步推进，国内多项目如期实现并网，中标国家 20 年 1.15GW 的竞价、平价项目；海外荷兰、波兰项目预计年内并网；3）组件技术仍保持优势领先地位，关键性能指标亮眼。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 42.36 亿、49.38 亿、56.18 亿，同比分别+12.6%、+16.6%、+13.8%，对应现价 PE 分别 17 倍、15 倍、13 倍，给予目标价 46 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.13
一年最低/最高价	20.46/34.48
市净率(倍)	2.95
流通 A 股市值(百万元)	73378.60

基础数据

每股净资产(元)	11.56
资产负债率(%)	58.33
总股本(百万股)	2149.97
流通 A 股(百万股)	2149.97

相关研究

1、《正泰电器（601877）：一季度受疫情拖累，全年稳健增长可期》2020-04-30

2、《正泰电器（601877）三季报点评：毛利率继续改善，低压行业客户高增，光伏 EPC 订单旺盛》2019-10-25

3、《正泰电器（601877）：股权回购，彰显信心》2019-09-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

受疫情影响，上半年业绩同比基本持平，Q2 环比大幅改善超预期。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 146.09 亿元，同比增长 1.26%；实现归属母公司净利润 18.11 亿元，同比增长 1.49%。其中 20Q2 实现营业收入 89.1 亿元，同比增长 5.67%，环比增长 56.36%；实现归属母公司净利润 14.69 亿元，同比增长 18.24%，环比增长 329.86%。

表 1：正泰电器中报核心财务数据（亿元）

正泰电器	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	146.09	144.28	1.3%	89.10	84.33	5.7%	56.99	56.4%
毛利率	31.3%	28.1%	3.2pct	33.6%	29.0%	4.6pct	27.8%	5.7pct
营业利润	22.36	21.40	4.5%	17.90	14.64	22.3%	4.46	301.7%
利润总额	22.39	21.45	4.4%	17.91	14.65	22.3%	4.48	299.9%
归属母公司净利润	18.11	17.84	1.5%	14.69	12.42	18.2%	3.42	329.9%
扣非归母净利润	17.64	17.29	2.0%	14.45	12.03	20.2%	3.19	353.1%
归母净利率	12.4%	12.4%	0.0pct	16.5%	14.7%	1.8pct	6.0%	10.5pct
股本	21.50	21.51	-	21.50	21.51	-	21.51	-
EPS	0.84	0.83	1.5%	0.68	0.58	18.3%	0.16	330.1%

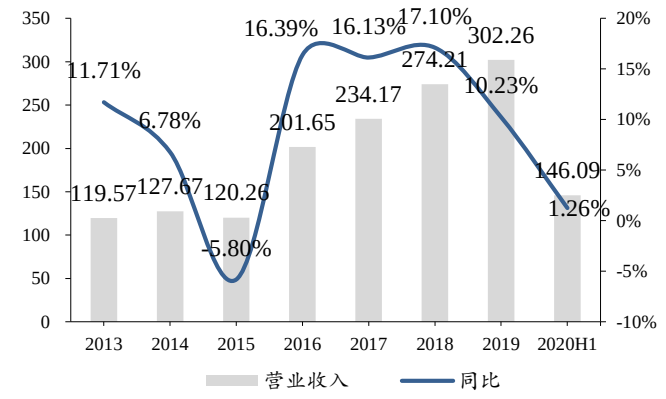
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：正泰电器分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	5,095	6,807	7,208	8,310	5,995	8,433	8,050	7,749	5,699	8,910
营业收入 YoY	28%	15%	20%	11%	18%	24%	12%	-7%	-5%	6%
营业成本	3,722	4,676	5,024	5,864	4,383	5,987	5,497	5,542	4,112	5,920
营业税金及附加	34	47	40	45	35	53	43	39	25	72
销售费用	301	397	483	562	365	478	558	585	605	544
管理费用	399	483	581	745	297	315	325	343	275	291
研发费用					153	197	296	334	166	247
财务费用	160	37	46	146	159	52	133	81	196	156
营业利润	735	1,357	1,169	989	676	1,464	1,301	1,078	446	1,790
归母净利润	613	1,170	1,007	802	542	1,242	1,080	898	342	1,469
主营业务毛利率	27.0%	31.3%	30.3%	29.4%	26.9%	29.0%	31.7%	28.5%	27.8%	33.6%
销售费用率	5.9%	5.8%	6.7%	6.8%	6.1%	5.7%	6.9%	7.5%	10.6%	6.1%
管理费用率	7.8%	7.1%	8.1%	9.0%	5.0%	3.7%	4.0%	4.4%	4.8%	3.3%
研发费用率					2.6%	2.3%	3.7%	4.3%	2.9%	2.8%
财务费用率	3.1%	0.5%	0.6%	1.8%	2.7%	0.6%	1.7%	1.0%	3.4%	1.7%
净利润率	12.0%	17.2%	14.0%	9.6%	9.0%	14.7%	13.4%	11.6%	6.0%	16.5%

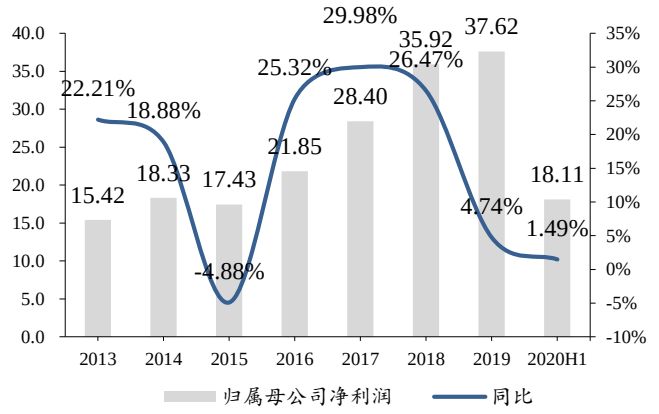
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：H1 收入 146.09 亿元，同比+1.26%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

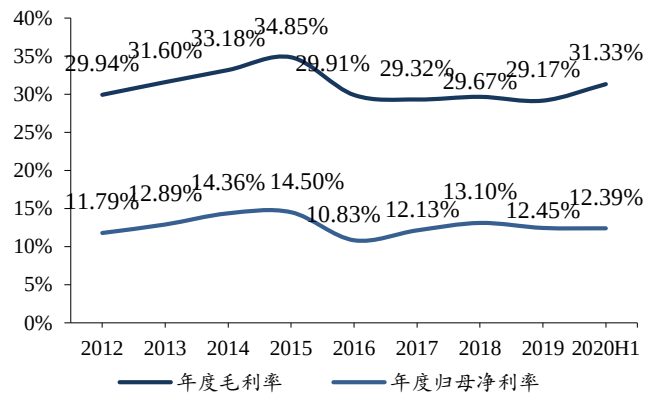
图 2：H1 归母净利润 18.11 亿元，同比+1.49%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

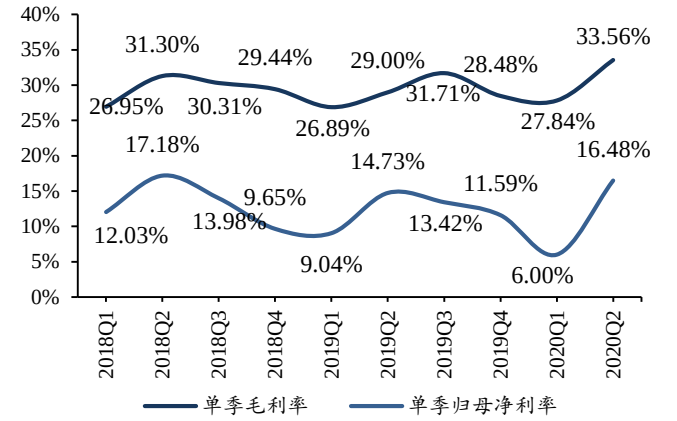
低压电器毛利率稳健、环比略改善，新能源同比大幅改善。20H1 毛利率为 31.33%，同比上升 3.21pct，20Q2 毛利率 33.56%，同比上升 4.57pct，环比上升 5.73pct；20H1 归母净利率为 12.39%，同比上升 0.03pct，20Q2 归母净利率 16.48%，同比上升 1.75pct，环比上升 10.49pct。分版块看，低压电器 20H1 毛利率为 33.9%，同比-0.3pct，环比+0.6pct；新能源版块毛利率 26.7%，同比+8.7pct，环比+0.2pct。

图 3：20H1 毛利率、净利率同比+3.21、+0.03pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：20Q2 毛利率、净利率同比+4.57、+1.75pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：公司分部业绩：低压电器、光伏毛利率环比略有提升（亿元）

	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1
低压电器							
收入	63.54	79.60	78.30	89.95	86.42	92.35	81.82
YoY			*23.2%*	*13.0%*	*10.4%*	*2.7%*	*-5.3%*
成本	43.07	54.24	52.36	60.18	56.89	61.59	54.09
毛利率	*32.2%*	*31.9%*	*33.1%*	*33.1%*	*34.2%*	*33.3%*	*33.9%*
新能源							
收入	34.62	53.58	38.31	65.17	56.19	63.00	63.43
YoY			*10.7%*	*21.6%*	*46.7%*	*-3.3%*	*12.9%*
成本	26.75	39.49	29.80	48.82	46.08	46.31	46.47
毛利率	*22.7%*	*26.3%*	*22.2%*	*25.1%*	*18.0%*	*26.5%*	*26.7%*
合计							
收入	98.16	133.18	116.61	155.12	142.61	155.35	145.25

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

低压电器 20H1 营收同减 5.3%，H1 毛利率同比下降 0.3pct，环比提升 0.6pct，其中 Q1 下降 25%以上，Q2 恢复个位数正增长，直销不断突破，下半年有望恢复较快增长。

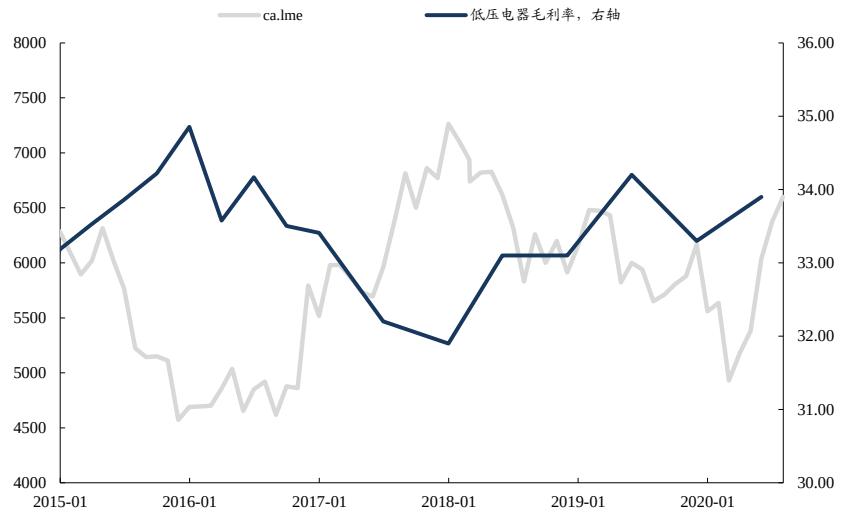
1）**上半年低压电器营收 81.82 亿，同减 5.3%，渠道能力持续巩固，直销占比持续提升，“国际本土化”稳步推进，新客户拓展顺利。**渠道方面，公司分销渠道优势显著，20H1 继续巩固渠道，已布局 475 家一级经销商、5000 余家二级分销商，实现一二级渠道地市级覆盖率 95%，基本实现渠道网络全国覆盖。品牌建设不遗余力，公司已布局 15 家品牌体验馆、32 家电气工业超市、256 家 SI 形象店及参加 240 余场各类行业展会等。直销方面，上半年公司持续提高行业直销比重，聚焦行业大客户。与中交集团、中国电建等一大批“央字头”、“国字号”大客户达成战略合作；电力、通信、地产等优势行业多点开花，持续打入三一重工、中联科、招商、远洋等标杆客户，电力集采、电力工程等项目发展势头强劲；发挥经销商扎根区域的优势，开发现代养殖、新能源、塑机等细分行业，预计上半年直销业务超 20%增长。海外方面，由于生产快速恢复、客户交付及时，上半年海外市场仍正向增长。公司深耕“国际本土化”策略，获得新加坡凯德集团数据中心、智利 ENGIE 风力发电等多个项目，拳头产品一体式智能断路器斩获沙特国家电力公司亿元级订单。

2）**尽管上半年原材料价格上行，公司通过提价、自动化改造、优化产品结构等措施保持毛利率提升。**20H 毛利率 33.9%，同比下降 0.3pct，环比提升 0.6pct。毛利率变化的原因有以下几点：1）低压电器产品中，铜、银和塑料等原材料占比在 40%以上，20H 铜价持续走高，给成本端带来压力，而公司作为行业龙头对下游议价能力高，通过数次提价以转嫁成本；2）公司大力发展智能制造，上半年实施精益项目 54 项，设备技改项目 66 项、验收 22 项等，大幅提高多个环节自动化水平；3）在产品结构优化上持续发力，上半年推出面向电力物联网的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

NA1P-S 等高附加值创新产品，新品毛利较高。

图 5：铜价影响公司低压电器毛利率（美元/吨）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

光伏版块 20H1 营收 63.43 亿，同增 12.9%。

1）运营仍是稳定的利润来源，户用装机高增长。正泰运营端电站权益规模约 4.35GW，同比+65.4%，其中分布式规模同比增 98.8% 至 2.95GW、集中式规模同比增 22.0%至 1.40GW，上半年完成新增户用装机容量 600MW+；运营合计实现电费收入 15.43 亿元（含分布式），同比+51.65%，平均上网电价 0.67 元/kWh，同比去年的 0.77 元/kWh 下降有限，运营仍是公司光伏板块主要、稳定的利润来源。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 4：公司电站运营情况

		19年						20H1					
光伏电站	所在地	装机容量(兆瓦)	发电量（万千瓦时）	结算电量（万千瓦时）	上网电价（元/千瓦时）	电费收入（万元）	营业利润（万元）	装机容量(兆瓦)	发电量（万千瓦时）	结算电量（万千瓦时）	上网电价（元/千瓦时）	电费收入（万元）	
集中式:	甘肃	59.0	9549.2	9489.1	0.83	6700.4	711.6	59.0	5228.7	5210.4	0.80	3689.7	
	浙江	576.0	58788.9	58334.5	1.08	55302.4	25609.3						
	江苏	20.0	2272.9	2262.6	1.01	2026.8	1035.5	30.0	1354.1	1351.7	1.02	1215.3	
	江西	49.9	3189.1	3173.8	1.16	3542.7	2149.8	49.9	2291.0	2280.5	1.13	2276.9	
	内蒙	30.0	4796.3	4757.3	0.92	3793.8	2137.8	30.0	2157.4	2154.0	1.04	1986.8	
	宁夏	30.0	3956.3	3935.3	1.07	3700.7	-143.6	30.0	2157.4	2154.0	1.04	1986.8	
	青海	70.0	10299.2	10219.4	0.97	8710.2	1764.9	137.7	6496.1	6473.9	1.03	5883.5	
	山西	50.0	7727.3	7656.5	0.92	6328.4	3161.0	50.0	3586.2	3557.9	0.92	2887.5	
	西藏	10.0	1262.7	1259.7	1.16	1306.2	650.7	10.0	535.9	531.3	1.17	548.8	
	新疆	150.0	20626.4	20509.3	0.85	15203.2	4453.0	150.0	10831.8	10771.3	0.86	8179.4	
	湖北	20.0	2272.1	2261.2	0.88	1756.9	952.7	20.0	1030.7	1024.4	0.88	796.0	
	黑龙江	30.0	4507.3	4479.5	0.88	3309.6	1900.1	30.0	2334.8	2327.6	0.85	1759.2	
	陕西	19.1	1844.1	1833.3	0.85	1376.6	549.9	19.1	1177.4	1169.0	0.86	894.2	
	吉林	100.0	17341.0	17229.8	0.45	6770.5	3449.0	200.0	9747.6	9726.0	0.43	3685.4	
小计		**1,214**	**148,433**	**147,401**	**0.81**	**119,828**	**48,381**	**1,399**	**78,618**	**78,085**	**0.82**	**64,114**	
分布式:	浙江	617.3	67649.4	67371.4	0.89	52761.0	22349.8	603.6	36833.0	36549.6	0.84	27092.7	
	广东	23.2	1619.3	1610.7	0.86	1225.6	695.1	26.5	958.7	952.4	0.84	708.8	
	江苏	120.5	10913.3	10856.2	0.90	8612.9	4715.5	180.2	7360.5	7342.5	0.88	5711.8	
	陕西	9.4	534.3	532.3	0.94	441.0	294.3	11.7	491.1	488.6	0.82	356.0	
	上海	22.8	1837.4	1828.3	1.05	1706.9	848.0	24.2	1088.7	1084.4	0.88	846.3	
	甘肃	1.0	88.6	88.4	0.74	57.7	30.2	1.0	59.5	59.2	0.74	38.8	
	河南	263.2	15847.4	15832.5	0.73	10290.5	4406.7	396.5	18500.2	18495.6	0.60	9752.7	
	湖北	53.7	3674.1	3660.5	0.82	2641.0	1406.5	78.8	2434.6	2420.3	0.76	1631.2	
	湖南	19.3	1662.0	1653.7	1.14	1662.9	981.8	19.3	716.3	711.8	1.11	699.6	
	江西	17.8	1573.2	1569.0	0.78	1088.6	404.1	45.9	1697.5	1682.8	0.86	1278.6	
	山东	497.5	40339.9	40279.2	0.62	22166.4	6936.3	721.3	39267.6	39234.9	0.58	20263.2	
	山西	65.7	3623.1	3611.8	0.61	1935.3	692.7	69.6	3690.6	3682.0	0.52	1692.1	
	安徽	150.1	9371.0	9354.8	0.69	5739.6	2635.7	194.8	8670.8	8658.3	0.59	4493.1	
	河北	351.4	23209.0	23186.6	0.59	12101.7	6597.7	516.2	28071.2	28050.6	0.55	13739.0	
	辽宁	3.1	386.6	385.6	0.76	259.9	163.7	6.2	214.3	214.3	0.65	122.9	
	福建	29.8	2641.7	2629.5	0.69	1616.9	943.4	29.8	1534.3	1528.0	0.68	918.3	
小计		**2,246**	**184,970**	**184,450**	**0.67**	**124,308**	**54,102**	**2,952**	**152,988**	**152,548**	**0.59**	**90,186**	
合计		**3,460**	**333,403**	**331,852**	**0.74**	**244,136**	**102,483**	**4,351**	**231,607**	**230,633**	**0.67**	**154,300**	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2）电站 EPC 节奏稳步推进，如期实现并网。20H1 白城二期 100MW 光伏领跑者奖补项目按期并网，温州 550MW 渔光、辽宁阜新 70MW 等项目稳步推进；此外，公司中标国家 2020 年度 1.15GW 的竞价、平价项目，未来可期；海外 EPC 方面，荷兰 146MW 项目、波兰 51.42MW 项目已进入施工建设阶段，预计年内完成并网。

3)组件技术仍保持优势领先地位，关键性能指标亮眼。上半年实现组件出货 2.22GW，电池效率、组件功率行业领先，电池平均量产效率达到 23%，AstroSemi 组件功率单玻主流功率达 450W 档，AstroTwins 双玻 445W 档。公司凭借过硬的技术实力，正式入选智能光伏试点示范企业名单，斩获 2020 PVEL/DNV GL“顶级组件制造商”等多个奖项。

上半年公司期间费用率有所上行。公司 2020H1 费用同比增长 23.04%至 24.8 亿元，期间费用率上升 3.01 个百分点至 16.98%。其中，销售、管理（含研发）、研发费用分别

请务必阅读正文之后的免责声明部分

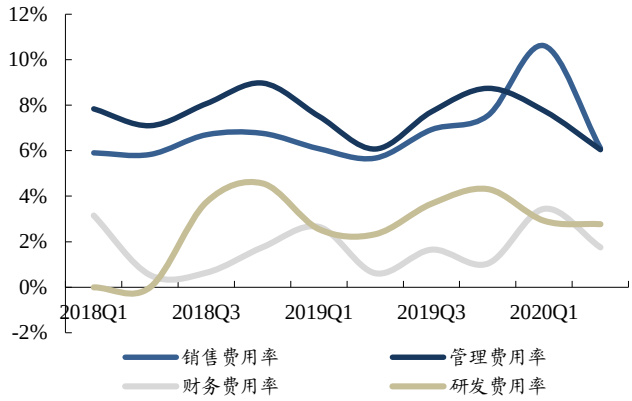
同比上升 36.22%、下降 7.52%、上升 18.25%至 11.49 亿元、9.79 亿元、4.14 亿元；费用率分别上升 2.02、上升 0.04、上升 0.41 个百分点至 7.86%、6.70%、2.83%。20Q2 销售、管理（含研发）、研发费用分别同比+13.74%/-7.65%/+25.65%，费用率分别为 6.11%/6.04%/2.77%。

图 6：20H1 期间费用 24.8 亿元，同比+23.04%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

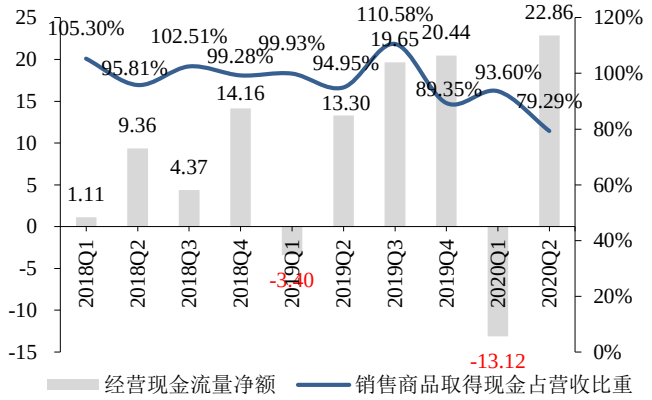
图 7：20Q2 期间费用率 13.89%，同比+1.54pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

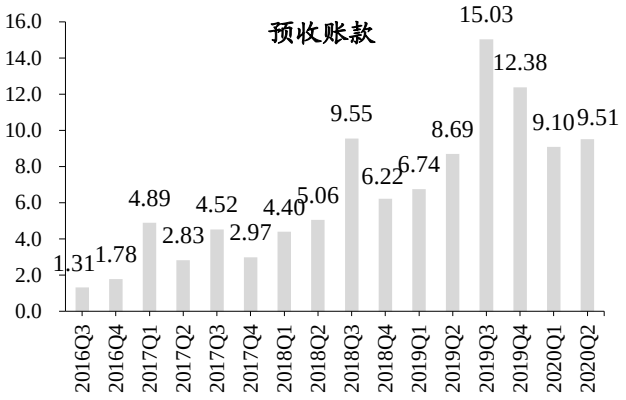
Q2 现金流状况良好。2020H1 经营活动现金流量净流入 9.75 亿元，同比下降 1.56%；销售商品取得现金 123.99 亿元，同比下降 11.42%。期末预收款项 9.51 亿元，同比增加 9.40%。期末应收账款 115.99 亿元，较期初增长 29.59 亿元。

图 8：20Q2 现金净流入 22.86 亿元，同比+71.88%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

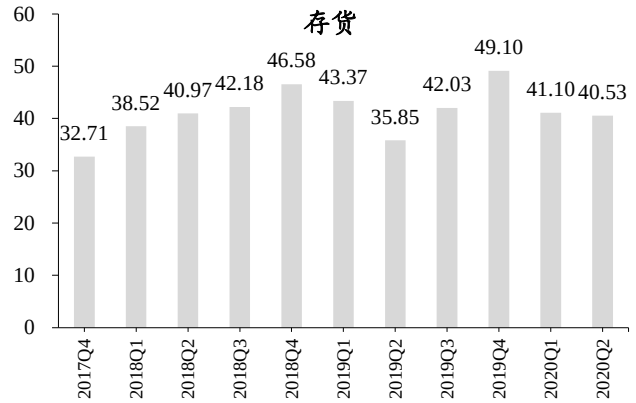
图 9：期末预收款项 9.51 亿元，同比+9.40%



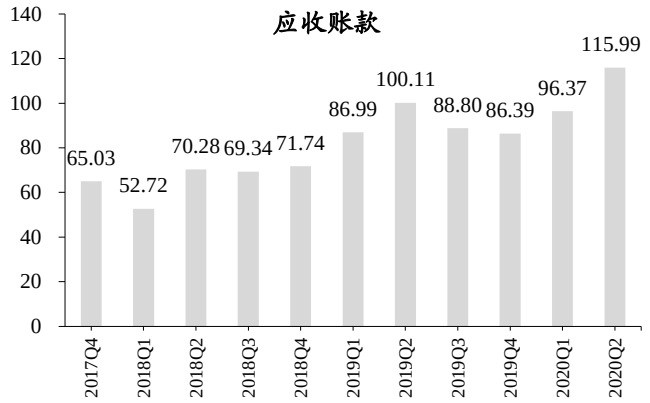
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：期末存货 40.53 亿元，较期初+8.57 亿元

图 11：期末应收账款 115.99 亿元，较期初+29.59 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 42.36 亿、49.38 亿、56.18 亿，同比分别+12.6%、+16.6%、+13.8%，对应现价 PE 分别 17 倍、15 倍、13 倍，给予目标价 46 元，对应 21 年 20 倍 PE。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

正泰电器三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**25797.7**	**26060.6**	**27885.8**	**30576.1**
现金	5811.6	4649.3	5114.2	5370.0
应收账款	11925.0	12858.8	13347.5	14771.8
存货	4909.8	5154.6	5671.9	6281.9
其他流动资产	3151.3	3398.0	3752.2	4152.5
非流动资产	**29479.7**	**33710.8**	**37271.0**	**40355.4**
长期股权投资	2871.4	2871.4	2871.4	2871.4
固定资产	22002.4	26245.4	29817.5	32913.8
在建工程	1295.7	420.4	323.5	287.1
无形资产	357.8	345.9	333.9	322.0
其他非流动资产	4248.2	4248.2	4248.2	4248.2
资产总计	**55277.4**	**59771.4**	**65156.8**	**70931.6**
流动负债	**19049.4**	**21373.3**	**24186.1**	**26985.9**
短期借款	3369.4	4865.6	7871.1	8933.4
应付账款	10437.4	10957.7	10230.2	11330.5
其他流动负债	5242.7	5549.9	6084.8	6722.1
非流动负债	**11276.4**	**11276.4**	**11276.4**	**11276.4**
长期借款	9226.9	9226.9	9226.9	9226.9
其他非流动负债	2049.6	2049.6	2049.6	2049.6
负债合计	**30325.8**	**32649.7**	**35462.6**	**38262.4**
少数股东权益	730.8	817.2	910.5	1008.9
归属母公司股东权益	24220.8	26304.5	28783.6	31660.3
负债和股东权益	**55277.4**	**59771.4**	**65156.8**	**70931.6**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4999.2	4959.5	5187.2	6989.8
投资活动现金流	-4880.8	-5465.9	-5269.2	-5054.9
筹资活动现金流	-557.3	-655.9	547.0	-1679.2
现金净增加额	-394.4	-1162.3	464.9	255.7
折旧和摊销	1302.6	1216.4	1509.1	1770.5
资本开支	-6314.7	-5465.9	-5269.2	-5054.9
营运资本变动	-27	-218	109	-235

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**30225.9**	**33257.9**	**37475.6**	**42321.1**
减:营业成本	21409.0	22935.1	25751.8	29103.6
营业税金及附加	169.5	182.8	201.9	223.4
营业费用	1985.3	2145.1	2379.7	2666.2
管理费用	2261.7	2606.0	2841.3	3143.7
财务费用	424.6	520.8	643.1	734.7
资产减值损失	22.9	-230.0	-200.0	-200.0
加:投资净收益	540.2	380.0	380.0	380.0
其他收益	3.1	-218.1	-188.1	-188.1
营业利润	**4519.0**	**5030.0**	**5849.7**	**6641.5**
加:营业外净收支	-7.7	-8.1	-8.5	-8.9
利润总额	**4511.3**	**5021.9**	**5841.2**	**6632.6**
减:所得税费用	540.6	602.6	700.9	795.9
少数股东损益	208.9	183.4	202.7	218.6
归属母公司净利润	**3761.8**	**4235.9**	**4937.6**	**5618.1**
EBIT	4436.9	5400.8	6312.8	7196.2
EBITDA	5739.5	6617.1	7821.9	8966.7

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.75	1.97	2.30	2.61
每股净资产(元)	11.26	12.23	13.39	14.73
发行在外股份(百万股)	2151.2	2150.0	2150.0	2150.0
ROIC(%)	11.9%	13.0%	13.5%	13.8%
ROE(%)	15.5%	16.1%	17.2%	17.7%
毛利率(%)	29.2%	31.0%	31.3%	31.2%
销售净利率(%)	12.4%	12.7%	13.2%	13.3%
资产负债率(%)	54.9%	54.6%	54.4%	53.9%
收入增长率(%)	10.2%	10.0%	12.7%	12.9%
净利润增长率(%)	4.7%	12.6%	16.6%	13.8%
P/E	19.50	17.32	14.84	13.08
P/B	3.03	2.79	2.55	2.32
EV/EBITDA	18.08	16.03	13.92	12.46

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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