

金风科技 (002202)

2022 年报点评：风机制造承压，风场开发和后服务成为重要增长点

买入（维持）

2023 年 04 月 02 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 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

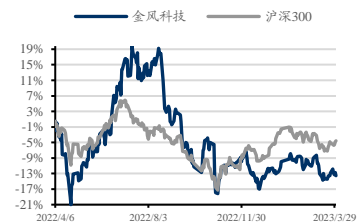
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	46,437	55,426	61,874	70,217
同比	-9%	19%	12%	13%
归属母公司净利润（百万元）	2,383	3,074	3,634	4,185
同比	-36%	29%	18%	15%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.56	0.73	0.86	0.99
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.57	15.17	12.84	11.14

关键词：#规模经济 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报，营收 464.37 亿元，同降 8.8%；归母净利润 23.83 亿元，同降 36.1%；毛利率 17.7%，同降 5.3pct；归母净利率 5.1%，同降 2.2pct。其中 2022Q4 营收 202.73 亿元，同/环比 +18.7%/+113.4%；实现归母净利润 0.19 亿元，同/环比 -96.2%/-95.8%。22Q4 毛利率 11.2%，同/环比 -4.2pct/-7.2pct；22Q4 归母净利率 0.1%，同/环比 -2.8pct/-4.6pct。
- **风机业务收入同比下滑，风电服务增长明显，风电场开发持续增长。**22 年风机制造销售、风电服务、风电场开发、其他业务收入分别为 326/56.5/69.1/12.8 亿元，占比 70%/12%/15%/3%，同比 -18%/+38%/+22%/+4%。分部来看，贡献 -3.1/8.8/33.2/10.2 亿元净利润（调整和抵销 -24.8 亿元），同比 -112%/+9181%/+13%/+300%。
- **大型化价格竞争、机型切换等因素导致毛利率下滑，中速永磁成为主力机型，国内外订单快速增长。**22 年风机销售 13.9GW，同比 +29.8%，其中 MSPM 机型 8.6GW，同比 +7847%，占比由 21 年的 1%提至 62%，成为主力机型。风机制造毛利率 6.23%，同比 -11.5pct。截至 22 年末，风机在手订单 27.1GW，同比 +55.5%，其中外部订单 26.6GW（海外 4.5GW，同比 +97%），包括 MSPM 机型 18.2GW、3/4S 机型 5.4GW 等。
- **风电服务产品类型不断丰富，迎来量利齐升。**随着公司风机体量增长和运维技术积累，22 年风电服务实现营收 56.5 亿元，同增 38.3%，其中后服务收入 24.6 亿元，同增 25.2%，在运容量约 28GW，同比 +20.9%。风电服务毛利率同增 11.8pct 至 23.8%。
- **风电场开发持续扩张，在建和核准项目规模同比高增，将成为公司利润重要来源。**22 年国内外自营风场权益并网新增 1.74GW（21 年 1.4GW），转让 685MW（21 年 827MW），累计 7.08GW。转让风场项目投资收益 11.2 亿，同比 +18%。权益在建容量 2.64GW，同比 +31%，核准项目计划装机 3.92GW，同比 +98%，其中国际项目 1.16GW，集中在澳洲。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.74/36.34/41.85 亿元（23/24 年前值为 42.59/52.17 亿元），同增 29.0%/18.2%/15.2%，对应 PE 分别 15/13/11x，公司 MSPM 机型推广顺利，给予 23 年 18x，目标市值 553 亿，维持“买入”评级。
- **风险提示：**价格竞争加剧、需求不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.04
一年最低/最高价	10.15/15.78
市净率(倍)	1.33
流通 A 股市值(百万元)	37,463.43
总市值(百万元)	46,644.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.31
资产负债率(% ,LF)	70.51
总股本(百万股)	4,225.07
流通 A 股(百万股)	3,393.43

相关研究

《金风科技(002202): 2022 年中报点评: 中速永磁推广顺利, 在手订单充足 H2 放量可期》

2022-08-23

《金风科技(002202): 2022 年一季报点评: 毛利率小幅下滑, 电站转让收益颇丰》

2022-04-27

内容目录

1. 公司：22 年营收 464.37 亿元，同降 8.8%；归母净利润 23.83 亿元，同降 36.1 %.....	4
2. 业务：风机业务短期承压，风场开发加速扩张.....	5

图表目录

图 1:	2022 年收入 464.37 亿元, 同比-8.8% (亿元, %)	4
图 2:	2022 年归母净利润 23.83 亿元, 同比-36.1% (亿元, %)	4
图 3:	2022Q4 收入 202.73 亿元, 同比+18.7% (亿元, %)	5
图 4:	2022Q4 归母净利润 0.19 亿元, 同比-96.2% (亿元, %)	5
图 5:	2022 年毛利率、净利率同比-5.3、-2.2pct (%)	5
图 6:	2022Q4 毛利率、净利率同比-4.2、-2.8pct (%)	5
图 7:	公司分季度分机型销量	8
图 8:	风电服务营收与毛利率	9
图 9:	公司权益装机容量及在建容量 (MW)	9
图 10:	2022Q4 期间费用 30.19 亿元, 同比+14.89%(亿元, %)	10
图 11:	2022Q4 期间费用率 16.76%, 同比+1.82pct (%)	10
图 12:	2022Q4 现金净流入 109.01 亿元, 同比+104.42%(亿元)	11
图 13:	2022Q4 期末合同负债 62.75 亿元, 同比-1.55%(亿元)	11
表 1:	2022 年收入 464.37 亿元, 同比下降 8.8%; 盈利 23.83 亿元, 同比下降 36.1% (单位: 亿元)	4
表 2:	公司分业务情况 (亿元)	6
表 3:	公司分部利润拆分 (亿元)	7
表 4:	公司风机销量及外部订单结构	8

1. 公司：22 年营收 464.37 亿元，同降 8.8%；归母净利润 23.83 亿元，同降 36.1 %

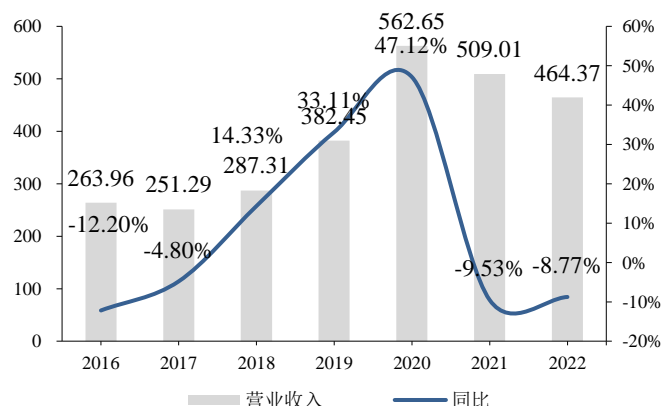
事件：公司发布 2022 年年报，营收 464.37 亿元，同降 8.8%；归母净利润 23.83 亿元，同降 36.1 %；毛利率 17.7%，同降 5.3pct；归母净利率 5.1%，同降 2.2pct。其中 2022Q4 营收 202.73 亿元，同/环比+18.7%/+113.4%；实现归母净利润 0.19 亿元，同/环比-96.2%/-95.8%。22Q4 毛利率 11.2%，同/环比-4.2pct/-7.2pct；22Q4 归母净利率 0.1%，同/环比-2.8pct/-4.6pct。

表1：2022 年收入 464.37 亿元，同比下降 8.8%；盈利 23.83 亿元，同比下降 36.1%（单位：亿元）

金风科技	2022	2021	2022 年同比	2022Q4	2021Q4	2022Q4 同比	2022Q3	2022Q4 环比
营业收入	464.37	509.01	-8.8%	202.73	170.78	18.7%	95.00	113.4%
毛利率	17.7%	23.0%	-5.3%	11.2%	15.4%	-4.2%	18.4%	-7.2%
营业利润	27.75	46.21	-39.9%	-1.38	6.37	-121.6%	5.64	-124.4%
利润总额	27.72	46.29	-40.1%	-1.48	14.37	-110.3%	5.61	-126.5%
归属母公司净利润	23.83	37.31	-36.1%	0.19	4.89	-96.2%	4.45	-95.8%
扣非归母净利润	19.87	32.68	-39.18%	-2.42	1.40	-272.9%	3.57	-167.8%
归母净利率	5.1%	7.3%	-2.2%	0.1%	2.9%	-2.8%	4.7%	-4.6%
股本	42.25	42.25	-	42.25	42.25	-	42.25	-
EPS	0.56	0.88	-36.1%	0.004	0.12	-96.2%	0.11	-95.8%

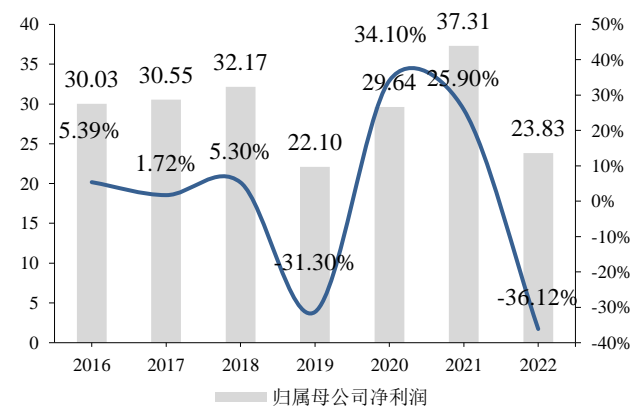
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022 年收入 464.37 亿元，同比-8.8%（亿元，%）



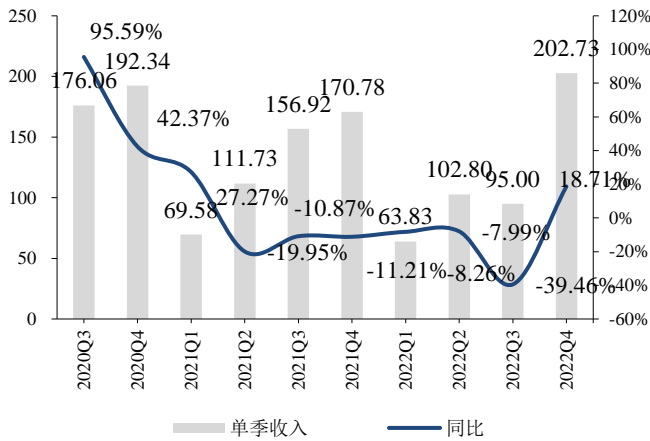
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 年归母净利润 23.83 亿元，同比-36.1%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q4 收入 202.73 亿元, 同比+18.7% (亿元, %)



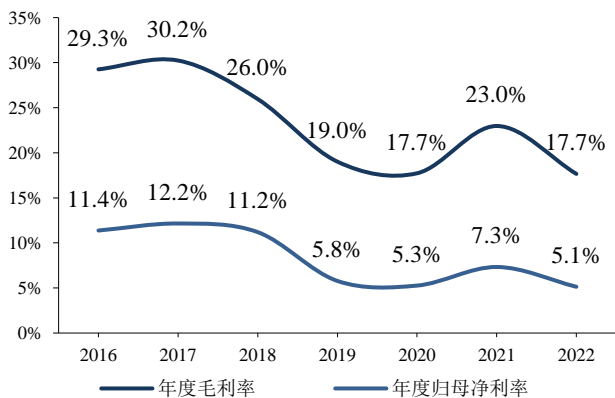
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q4 归母净利润 0.19 亿元, 同比-96.2% (亿元, %)



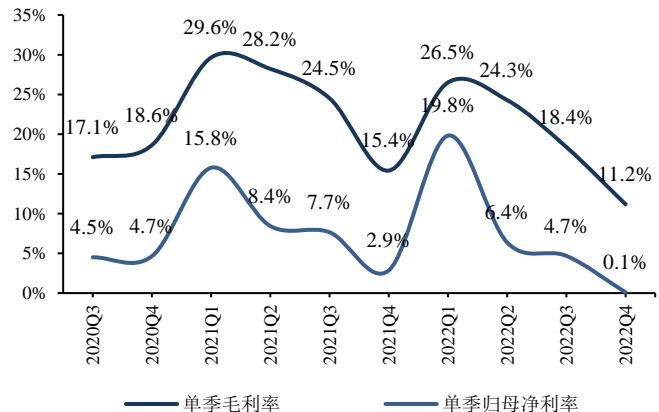
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率同比-5.3、-2.2pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q4 毛利率、净利率同比-4.2、-2.8pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 业务: 风机业务短期承压, 风场开发加速扩张

分业务来看:

1) 风机及零部件, 销售收入 326.02 亿元, 同比下降 18.36%; 毛利率 6.23%, 同比下降 11.48pct, 风机零部件整体毛利收入 20.32 亿元。

2) 风电场投资与开发, 实现收入 69.1 亿元, 同比增长 22.15%; 毛利率 65.39%, 同比下降 2.98pct, 毛利 45.18 亿元。

3) 风电服务收入 56.47 亿元, 同比增长 38.33%; 毛利率 23.81%, 同比提升 11.77pct, 毛利 13.44 亿元。

4) 水务、投资收益等其他业务收入 12.77 亿元，同比增长 3.9%。

表2: 公司分业务情况 (亿元)

金风科技	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比%	成本同比%	毛利率同比
分行业						
风机及零部件销售	326.02	305.70	6.23%	-18.36%	-6.97%	-11.48 pct
风电服务	56.47	43.02	23.81%	38.33%	19.82%	11.77 pct
风电场投资与开发	69.10	23.92	65.39%	22.15%	33.66%	-2.98 pct
其他	12.77	9.73	23.82%	3.90%	0.75%	2.38 pct
分产品						
MSPM	154.47	149.83	3.00%	7240.85%	7577.52%	-4.26 pct
6S/8S	14.54	11.91	18.11%	-88.02%	-86.38%	-9.87 pct
3S/4S	101.06	92.21	8.76%	-22.69%	-18.76%	-4.41 pct
2S	29.88	28.38	5.02%	-77.44%	-75.18%	-8.64 pct
1.5MW	0.18	0.17	3.60%	-93.12%	-91.44%	-18.97 pct
风机零部件销售	25.89	23.21	10.38%	157.37%	148.37%	3.25 pct
风电服务	56.47	43.02	23.81%	38.33%	19.82%	11.77 pct
风电场投资与开发	69.10	23.92	65.39%	22.15%	33.66%	-2.98 pct
其他	12.77	9.73	23.82%	3.90%	0.75%	2.38 pct
分地区						
国内销售	421.50	348.54	17.31%	-5.85%	1.77%	-6.19 pct
国际销售	42.87	33.83	21.09%	-30.08%	-31.74%	1.92 pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

风机业务收入同比下滑, 风电服务增长明显, 风电场开发持续增长。2022 年风机制造与销售、风电服务、风电场开发、其他业务收入分别为 326.02/56.47/69.10/12.77 亿元, 占比 70%/12%/15%/3%, 同比 -18%/+38%/+22%/+4%。分部来看, 贡献 -3.06/8.76/33.24/10.19 亿元净利润 (调整和抵销贡献 -24.76 亿元), 同比 -112%/+9181%/+13%/+300%。

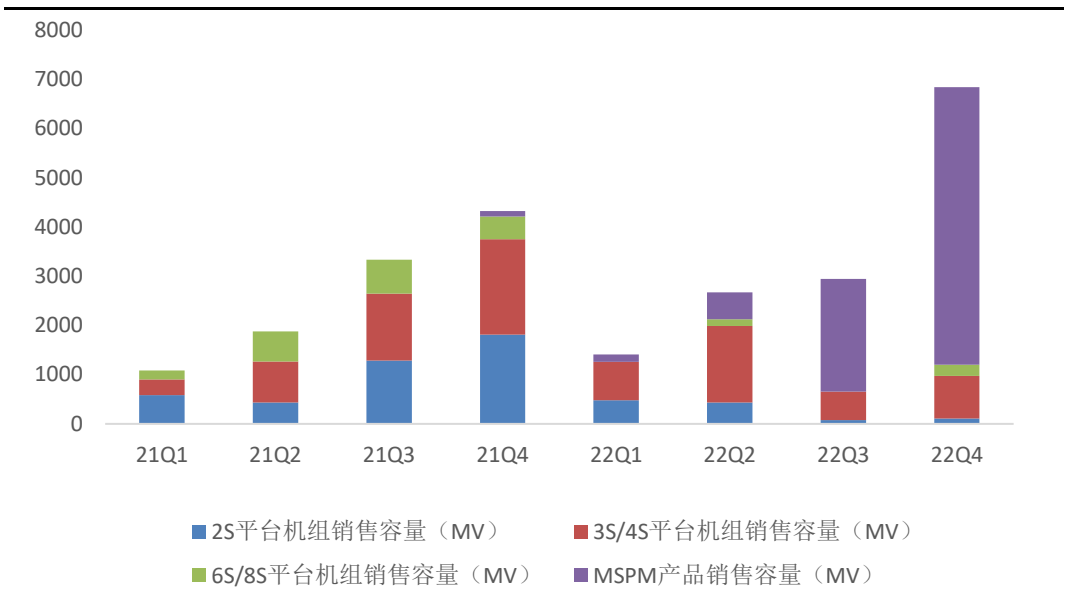
表3: 公司分部利润拆分 (亿元)

2022 年	风机制造与销售	风电服务	风电场开发	其他	调整和抵销	合并
主营业务收入						
对外交易收入	326.02	56.47	69.10	10.94	0.00	462.54
分部间交易收入	38.88	14.62	0.42	0.05	-53.97	0.00
收入小计	364.90	71.09	69.52	10.99	-53.97	462.54
其他业务收入						
对外交易收入	0.58	0.82	0.16	0.27	0.00	1.83
分部间交易收入	1.87	0.93	0.14	0.00	-2.95	0.00
	2.46	1.75	0.30	0.27	-2.95	1.83
收入合计	367.36	72.84	69.82	11.26	-56.92	464.37
对合营和联营企业的投资收益/(损失)	0.38	0.00	1.27	0.74	-0.15	2.24
资产减值损失	1.26	0.13	1.50	0.70	0.01	3.59
信用减值损失/(转回)	-2.99	0.06	0.14	-0.21	-0.04	-3.04
固定资产、使用权资产、投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用及无形资产折旧与摊销	9.01	3.70	15.30	1.50	-1.66	27.84
利润总额	-8.76	10.39	38.27	12.98	-25.16	27.72
所得税费用	-5.70	1.63	5.03	2.79	-0.40	3.35
净利润	-3.06	8.76	33.24	10.19	-24.77	24.37
净利率	-0.83%	12.03%	47.60%	90.49%	43.51%	5.25%
资产总额	961.56	197.66	639.65	272.33	-702.97	1368.22
负债总额	626.70	157.04	465.19	182.66	-466.84	964.76
资产负债率	65.18%	79.45%	72.73%	67.07%	66.41%	70.51%
其他披露						
质量保证准备金	23.05	0.00	0.00	0.00	0.00	23.05
长期股权投资	5.34	0.10	37.32	11.25	0.00	54.01
资本性支出	22.25	1.41	77.02	3.16	-6.68	97.15

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

大型化价格竞争, 机型切换等因素导致毛利率下滑, 中速永磁成为主力机型, 国内外订单快速增长。2022 年风机销售 13.9GW, 同比+29.8%, 其中 MSPM 机型 8.6GW, 同比+7847%, 占比由 21 年的 1%提高至 62%, 成为主力机型, 其他机型销售容量同比均下滑。风机制造毛利率 6.23%, 同比-11.5pct, 其中 MSPM 机型 3%, 同比-4.3pct; 6s/8s 机型 18.1%, 同比-9.9pct, 其他直驱机型由于出货台数明显下降, 毛利率也都下滑。截至 22 年末, 风机在手订单 27.1GW, 同比+55.5%, 其中外部订单 26.6GW(海外 4.5GW, 同比+97%), 包括 MSPM 机型 18.2GW、3/4S 机型 5.4GW 等。

图7: 公司分季度分机型销量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

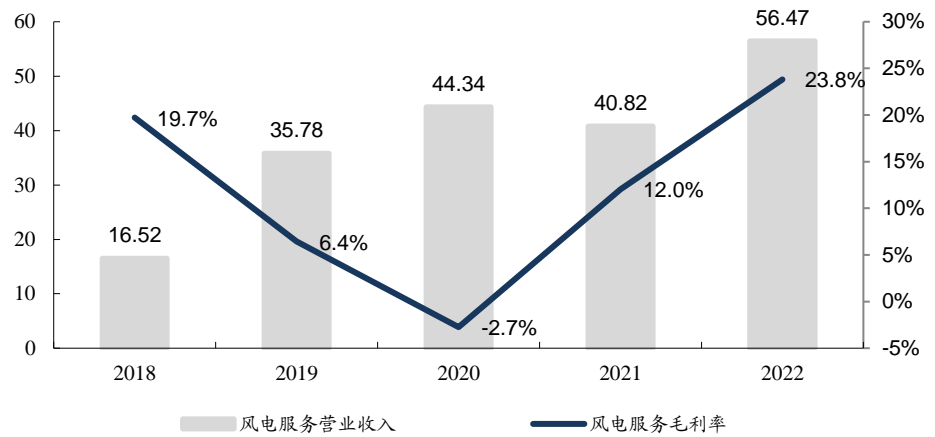
表4: 公司风机销量及外部订单结构

	1.5MW	2S	3S/4S	6S/8S	MSPM	合计
2021 年销量 (MW)	60.15	4114.4	4449.42	1950.75	108.5	10683.22
占比	0.56%	38.51%	41.65%	18.26%	1.02%	100.00%
2022 年销量 (MW)	3	1098.2	3778.7	368	8622.74	13870.64
占比	0.02%	7.92%	27.24%	2.65%	62.17%	100.00%
2021 年外部订单 (MW)	25.5	3199.8	8832.45		4816.95	16874.7
占比	0.15%	18.96%	52.34%		28.55%	100.00%
2022 年外部订单 (MW)	58.5	1521.6	5408.57	1396.8	18218.33	26603.8
占比	0.22%	5.72%	20.33%	5.25%	68.48%	100.00%
	1.5MW	2S	3S/4S	6S/8S	MSPM	合计
2021 年销量 (MW)	60.15	4114.4	4449.42	1950.75	108.5	10683.22
占比	0.56%	38.51%	41.65%	18.26%	1.02%	100.00%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

风电服务产品类型不断丰富, 迎来量利齐升。随着公司风机体量增长和运维技术积累, 22 年风电服务实现营收 56.47 亿元, 同增 38.3%, 其中后服务收入 24.63 亿元, 同增 25.2%, 在运容量约 28GW, 同比+20.9%。风电服务毛利率同增 11.8pct 至 23.8%。

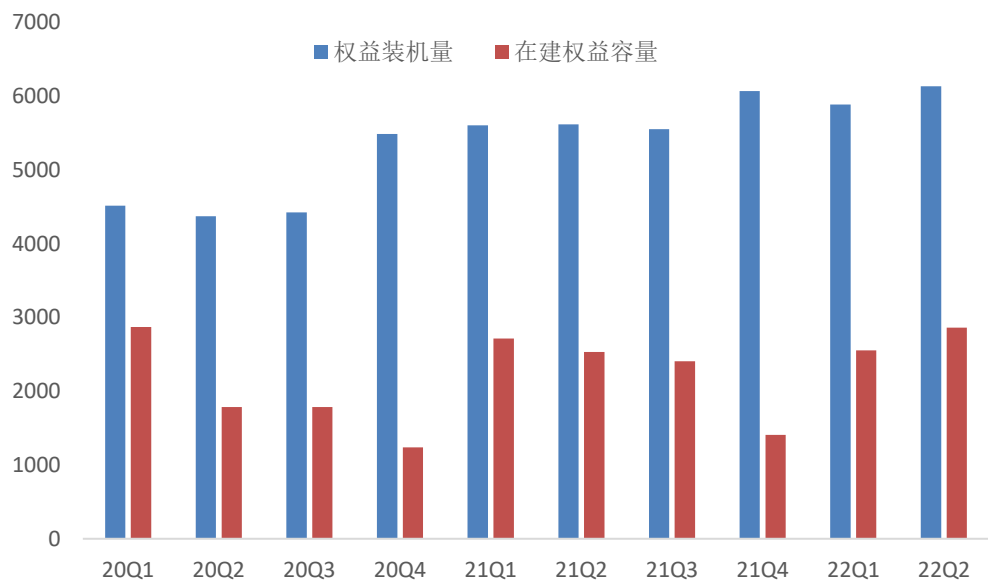
图8: 风电服务营收与毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

风电场开发持续扩张, 在建和核准项目规模同比高增, 将成为公司利润重要来源。22年国内外自营风场权益并网新增1.74GW(21年1.4GW), 转让685MW(21年827MW), 累计7.08GW。其中国内并网新增1.16GW, 同比略降, 国际并网新增581MW, 同比+184%, 累计881MW。22年风场开发毛利率65.39%, 同比-3pct。转让风场项目股权投资收益11.2亿, 同比+18%。权益在建容量2.64GW, 同比+31%, 核准项目计划装机3.92GW, 同比+98%, 其中国际在建和待开发项目1.16GW, 集中在澳洲。国内/国际自营风场平均利用小时数2456h(比全国平均高235h)/3087h, 同比-3.5%/+12%。

图9: 公司权益装机容量及在建容量 (MW)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

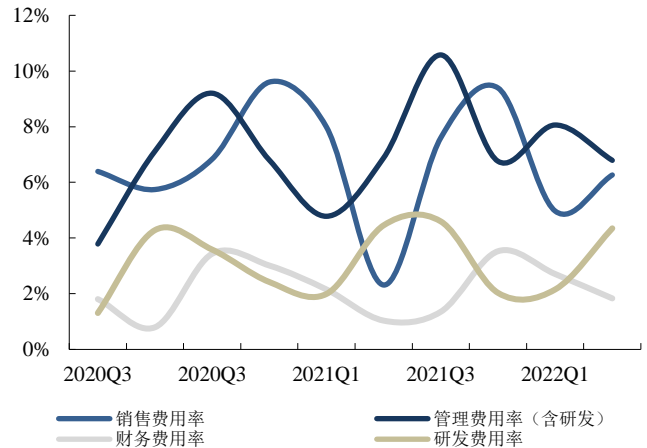
费用率稳中有升。公司 2022 年期间费用同比增长 3.01% 至 77.84 亿元，期间费用率上升 1.82 个百分点至 16.76%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 0.62%、上升 6.41%、上升 0.32%、下降 0.33% 至 31.93 亿元、35.12 亿元、15.89 亿元、10.78 亿元；费用率分别上升 0.6、上升 1.04、上升 0.29、上升 0.18 个百分点至 6.88%、7.56%、3.42%、2.32%。2022Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 -9.27%/-7.81%/-22.15%/+8.59%，费用率分别为 9.39%/6.76%/2.03%/3.53%。

图 10：2022Q4 期间费用 30.19 亿元，同比+14.89%(亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2022Q4 期间费用率 16.76%，同比+1.82pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

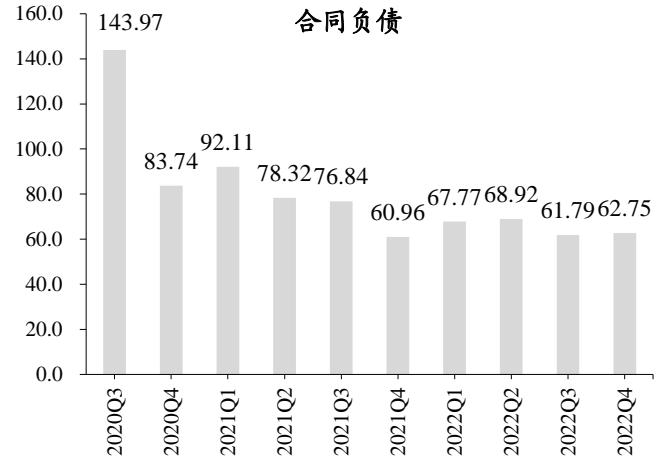
经营、筹资活动驱动现金流改善。2022 年经营活动现金流量净流入 58.81 亿元，同比增长 20.36%。2022 年筹资活动现金流量净流入 69.17 亿元，同比增长 99.27%，主要系公司借款增加以及偿还永续债减少。销售商品取得现金 496 亿元，同比增长 1.63%。期末合同负债 62.75 亿元，比年初增长 2.93%。期末应收账款 242.86 亿元，较期初增长 7.01 亿元，应收账款周转天数上升 27.52 天至 185.56 天。期末存货 98.48 亿元，较期初上升 50.3 亿元；存货周转天数上升 27.08 天至 86.65 天。

图12: 2022Q4 现金净流入 109.01 亿元, 同比+104.42%(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022Q4 期末合同负债 62.75 亿元, 同比-1.55%(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.74/36.34/41.85 亿元 (23/24 年前值为 42.59/52.17 亿元), 同增 29.0%/18.2%/15.2%, 对应 PE 分别 15/13/11x, 公司 MSPM 机型推广顺利, 给予 23 年 18x, 目标市值 553 亿, 维持“买入”评级。

风险提示: 价格竞争加剧、需求不及预期等。

金风科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	62,373	69,749	77,476	84,922	营业总收入	46,437	55,426	61,874	70,217
货币资金及交易性金融资产	16,128	26,373	36,531	40,502	营业成本(含金融类)	38,237	44,606	49,676	56,528
经营性应收款项	27,152	26,264	25,707	27,167	税金及附加	213	222	247	281
存货	9,848	8,184	5,114	5,832	销售费用	3,193	3,492	3,805	4,213
合同资产	2,323	1,940	2,104	2,177	管理费用	1,924	1,829	1,980	2,177
其他流动资产	6,922	6,987	8,020	9,244	研发费用	1,589	1,663	1,856	2,107
非流动资产	74,449	82,830	90,964	101,260	财务费用	1,078	1,204	1,412	1,431
长期股权投资	5,401	5,149	4,898	4,647	加:其他收益	373	333	371	421
固定资产及使用权资产	32,570	39,455	43,790	47,828	投资净收益	2,368	1,309	1,600	1,714
在建工程	7,200	3,060	2,118	2,135	公允价值变动	-117	85	96	105
无形资产	6,665	6,365	6,265	6,165	减值损失	-55	-641	-832	-961
商誉	178	168	158	148	资产处置收益	4	0	0	0
长期待摊费用	81	81	81	81	营业利润	2,775	3,497	4,133	4,761
其他非流动资产	22,355	28,552	33,653	40,255	营业外净收支	-4	1	1	0
资产总计	136,822	152,579	168,440	186,182	利润总额	2,772	3,497	4,134	4,761
流动负债	59,130	62,831	69,946	78,347	减:所得税	335	421	498	574
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,484	10,512	10,512	8,512	净利润	2,437	3,076	3,636	4,188
经营性应付款项	39,555	36,668	44,210	51,750	减:少数股东损益	53	2	2	2
合同负债	6,275	8,921	7,451	9,687	归属母公司净利润	2,383	3,074	3,634	4,185
其他流动负债	6,817	6,731	7,772	8,398	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.73	0.86	0.99
非流动负债	37,346	47,827	52,937	58,091	EBIT	1,887	3,615	4,309	4,912
长期借款	28,366	38,747	43,747	48,747	EBITDA	4,671	6,191	7,029	7,974
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.66	19.52	19.71	19.50
租赁负债	2,598	2,698	2,808	2,962	归母净利率(%)	5.13	5.55	5.87	5.96
其他非流动负债	6,382	6,382	6,382	6,382	收入增长率(%)	-8.77	19.36	11.63	13.48
负债合计	96,476	110,658	122,882	136,438	归母净利润增长率(%)	-36.12	28.99	18.20	15.17
归属母公司股东权益	38,095	39,669	43,303	47,488					
少数股东权益	2,251	2,253	2,255	2,257					
所有者权益合计	40,346	41,921	45,557	49,745					
负债和股东权益	136,822	152,579	168,440	186,182					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,881	8,666	16,248	14,564	每股净资产(元)	8.31	9.04	9.90	10.89
投资活动现金流	-6,139	-9,907	-9,302	-11,694	最新发行在外股份(百万股)	4,225	4,225	4,225	4,225
筹资活动现金流	6,917	11,501	3,240	1,126	ROIC(%)	2.29	3.70	3.86	4.06
现金净增加额	6,703	10,260	10,186	3,997	ROE-摊薄(%)	6.26	7.75	8.39	8.81
折旧和摊销	2,784	2,576	2,719	3,062	资产负债率(%)	70.51	72.52	72.95	73.28
资本开支	-8,729	-5,028	-6,019	-7,024	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.57	15.17	12.84	11.14
营运资本变动	2,213	2,072	8,725	6,584	P/B(现价)	1.33	1.22	1.12	1.01

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>

