

2020 年年报及 2021 年一季度业绩预告点评： 轻装上阵，21 年电解液量利齐升 买入（维持）

2021 年 03 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,119	6,365	8,734	11,727
同比（%）	50%	55%	37%	34%
归母净利润（百万元）	533	1408	1862	2599
同比（%）	3165%	164%	32%	40%
每股收益（元/股）	0.98	2.58	3.42	4.78
P/E（倍）	72.41	27.40	20.64	14.78

投资要点

■ **2020 年归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165%，受年末减值计提影响，业绩略低于预期。**2020 年公司营收 41.19 亿元，同比增长 49.53%；归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165.2%，扣非净利润 5.28 亿元，同比增长 4432.3%，此前公司预告全年归母净利润 6.5-7.5 亿，低于业绩预告下限，主要系 Q4 计提 1.32 亿元资产减值损失所致，若加回，公司业绩达 6.65 亿元，符合预期。

■ **Q4 营收同环比高增，大幅计提减值，来年轻装上阵。**Q4 毛利率为 23.04%，同比增长 2.31pct，环比下滑 14.51pct，主要由于 Q4 卡波姆价格逐步回归及电解液原材料涨价而向下游传导相对滞后，同时运输费用计入成本，我们预计影响 5-6 个百分点毛利率；扣非净利率 0.88%，同比提升 11.19pct，环比下滑 17.71pct。上述减值项目仅剩凯欣 0.37 亿商誉存在较大减值可能，其余项目基本不存在发生大额减值风险。

■ **Q1 预告 2.5-3.0 亿元，同比增 502.35%-622.82%，超市场预期。**公司预告 21Q1 归母净利润为 2.5 亿-3 亿元，同增 502.35%-622.82%，环增 1624%-1969%，扣非归母净利润 2.5 亿-3.0 亿元，同增 510.36%-632.52%，环增 1894%-2292%，公司下游需求旺盛，销量增长明显，同时产品原材料自产率提升，毛利率大幅提升。

■ **锂离子电池材料业务及日化业务大幅增长，其他业务扭亏在即。**锂离子电池材料业务 20 年收入 26.6 亿元，同比增长 56.6%，磷酸铁锂和磷酸铁业务规模较小，主要收入贡献来自电解液。日化材料业务 20 年收入 12.1 亿元，同比增长 51.4%，其中下半年收入 5.44 亿，较上半年下降 19%，主要由于 2H 卡波姆价格回落。分子公司来看，九江天赐（电解液、日化等）20 年营业收入为 25.87 亿元，同比增长 70.3%，净利润 4.78 亿元，同比增长 455.8%。江西中硝（六氟）20 年营业收入为 8.16 亿元，净利润 0.6 亿元。其他业务中，九江矿业（选矿）20 年亏损 0.83 亿、宜春天赐（磷酸铁锂）亏损 0.5 亿以及中天鸿锂（电池运营）亏损 0.7 亿元左右，合计亏损 2 亿，我们预计 21 年经营改善，开始贡献利润。

■ **盈利预测与投资评级：**由于下游景气度持续超预期，我们将 21-22 年归母净利润由 12.1/15.1 亿元上修至 14.1/18.6 亿元，预计 23 年归母净利润 26.0 亿元，同比增长 164%/32%/40%，对应 PE 为 27x/21x/15x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 103 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	70.65
一年最低/最高价	18.62/123.58
市净率(倍)	11.40
流通 A 股市值(百万元)	26775.01

基础数据

每股净资产(元)	6.20
资产负债率(%)	41.17
总股本(百万股)	546.13
流通 A 股(百万股)	378.98

相关研究

- 1、《天赐材料 (002709)：双轮驱动，电解液龙头再启航》2020-11-22
- 2、《天赐材料 (002709)：天赐材料点评：长期供货特斯拉，品质再获海外认可》2020-11-08
- 3、《天赐材料 (002709)：电解液量利双升趋势确立，全年业绩略好于预期》2020-10-27

2020 年归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165%，年末减值计提影响，业绩略低于市场预期。2020 年公司营收 41.19 亿元，同比增长 49.53%；归母净利润 5.33 亿元，同比增长 3165.2%，此前公司预告全年归母净利润 6.5-7.5 亿，低于业绩预告下限，主要系 Q4 计提 1.32 亿元资产减值损失所致，若加回，公司业绩达 6.65 亿元，符合预期。盈利能力方面，毛利率 34.97%，同比增加 9.33pct，净利率为 12.15%，同比增加 13.2pct。

20 年 Q4 营收同环比高增，大幅计提减值，来年轻装上阵。20Q4 公司实现营收 14.23 亿元，同比增加 80.07%，环比增长 29.08%；归母净利润 0.14 亿元，同比增长 119.67%，环比下滑 92.99%，扣非归母净利润 0.13 亿元，同比增长 115.4%，环比下滑 93.88%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 23.04%，同比增长 2.31pct，环比下滑 14.51pct，主要由于 Q4 卡波姆价格逐步回归及电解液原材料涨价而向下游传导相对滞后，同时运输费用计入成本，我们预计影响 5-6 个点毛利率；扣非净利率 0.88%，同比提升 11.19pct，环比下滑 17.71pct，主要由于公司计提 1.32 亿元资产减值损失（主要为 0.86 亿的商誉减值）和 0.24 亿元的信用减值损失，若加回，Q4 利润近 2 亿，符合预期。上述减值项目仅剩凯欣商誉存在较大减值可能，其余项目基本不存在发生大额减值风险。

21 年 Q1 归母净利润 2.5-3.0 亿元，同比增 502.35%-622.82%，超市场预期。公司预告 21Q1 归母净利润为 2.5 亿-3 亿元，同增 502.35%-622.82%，环增 1624%-1969%，扣非归母净利润 2.5 亿-3.0 亿元，同增 510.36%-632.52%，环增 1894%-2292%，公司下游需求旺盛，销量增长明显，同时产品原材料自产率提升，毛利率大幅提升。

表 1：公司分季度业绩情况（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		1,423.5	1,102.8	1,067.8	525.0
-同比		80.07%	47.76%	58.47%	-3.48%
毛利率		23.04%	37.56%	49.87%	31.59%
归母净利润(百万)	250-300	14.5	206.7	270.2	41.5
-同比	502.35% -622.82%	119.67%	423.36%	1132.73%	45.08%
净利率		1.02%	18.74%	25.30%	7.90%
扣非归母净利润(百万)	250-300	12.54	204.97	269.88	40.93
-同比	510.36% -632.52%	115.40%	404.69%	901.18%	60.22%
扣非归母净利率		0.88%	18.59%	25.28%	7.80%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司减值情况

计提项目	20年计提金额	21年及以后的计提金额	计提原因
宁德凯欣商誉减值	8631万元	0.37亿元左右	因宁德凯欣计划于2022年4月关停生产，公司管理层对未来年度的预测截止至2022年4月。因相关资产计划以对外出售方式进行处置，相关商誉对应资产组将消失。预计2021年底至宁德凯欣停产关停前，宁德凯欣商誉将全额计提减值准备。
选矿业务相关经营用资产减值	3,000万元-3,500万元	后续年度基本不存在进一步发生大额减值的风险。	受碳酸锂价格下跌影响，至2020年末，公司选矿用部分资产闲置时间较长（超过1年），目前，虽然选矿业务开展的可行性重新具备条件，但公司尚未实际开展该项业务并实现效益，仍然有较大不确定性。
锂电池正极材料相关经营用资产减值	300 万元-500 万元		基于公司年度固定资产盘点情况，对无法正常使用的资产进行了减值，其他正常使用相关资产不存在减值情况。
电池租赁业务相关资产减值	1,300 万元-1,500 万元		截至2020年9月末，随着业务的深入开展，公司发现部分电池出租率较低，其主要原因是电池质量不佳，故障较多。此类电池无法正常出租，存在减值迹象
矿石存货跌价准备	3,247.29 万元		公司通常按照单个存货项目计提存货跌价准备，每月末公司按照存货成本高于其可变现净值的差额计提存货跌价准备
总计	1.79亿元		-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锂离子电池材料业务及日化业务大幅增长，其他业务扭亏在即。锂离子电池材料业务 20 年收入 26.6 亿元，同比增长 56.6%，磷酸铁锂和磷酸铁业务规模较小，主要收入贡献来自电解液。日化材料业务 20 年收入 12.1 亿元，同比增长 51.4%，其中下半年收入 5.44 亿，较上半年下降 19%，主要由于 2H 卡波姆价格回落。分子公司来看，九江天赐（电解液、日化等）20 年营业收入为 25.87 亿元，同比增长 70.3%，净利润 4.78 亿元，同比增长 455.8%。江西中硝（六氟）2020 年营业收入为 8.16 亿元，净利润 0.6 亿元。其他业务中，九江矿业（选矿）20 年亏损 0.83 亿、宜春天赐（磷酸铁锂）亏损 0.5 亿以及中天鸿锂（电池运营）亏损 0.7 亿元左右，合计亏损 2 亿，我们预计 21 年经营改善，开始贡献利润。

表 3: 公司分业务经营情况

	2020年		2020H2	2020H1	
	营业收入 (亿)	同比	营业收入 (亿)	营业收入 (亿)	毛利率
锂离子电池材料	26.60	56.6%	18.41	8.19	29.5%
日化材料	12.13	51.4%	5.44	6.69	65.5%
其他	2.46	-3.6%	1.41	1.05	17.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 4: 公司子公司经营情况

	2020				2020H2		2020H1	
公司名称	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利润- 同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
九江天赐	25.87	70.3%	4.78	455.8%	16.20	2.80	9.67	1.98
江西中硝	8.16		0.6					
九江矿业	0.62	8.8%	-0.83	-42.0%	0.54	-0.23	0.08	-0.60
宜春天赐	0.33	22.2%	-0.51	18.6%				
中天鸿锂	0.55	34.1%	-0.72	94.6%				

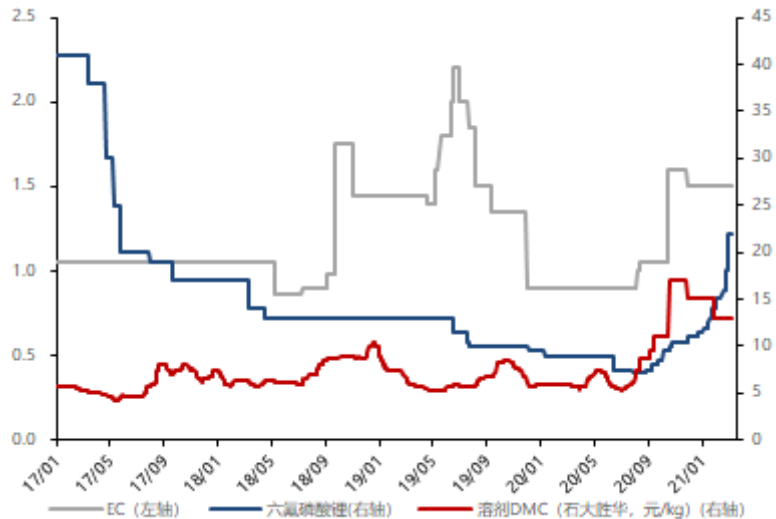
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

电解液绑定国内外龙头, 20 年份额进一步提升, 稳居第一。公司 20 年电解液出货量达到 7.3 万吨, 同比+52%, 份额提升 6pct 至 30%左右; 20Q4 公司电解液出货 2.7 万吨, 同比增长 80%, 环比增长 23%。公司作为国内电解液一体化龙头, 成本、技术优势领先, 深度绑定宁德时代, 我们预计占宁德需求超 50%, 同时海外客户进一步突破, 20 年公司 LG 南京-特斯拉项目主供, 并与特斯拉签署战略合作协议, 进入自产电池供应链。公司先后设立韩国实验室、捷克天赐、美国天赐、德国天赐, 其中捷克基地一期规划 3 万吨/年产能, 我们预计 21Q2 开始送样, 德国天赐开始规划产能, 有望加速认证并配套宁德德国基地、LG 波兰基地、特斯拉欧洲基地等, 同时公司与 AESC、Northvolt、Dyson、SDI、BMW、Panasonic 等均进入了密切合作阶段, 未来海外客户份额进一步提高。我们预计 21 年公司出货 12-14 万吨, 同比增长 70%+。

20 年 Q4 电解液原材料涨价盈利承压, 但全年盈利大幅提升, 拐点确定。四季度原材料 DMC、EC 大幅涨价, 12 月底 DMC 报价 1.5 万元/吨, EC 报价 1.5 万元/吨, Q4 分

别涨价 36%/43%，我们预计增加电解液成本约 0.3 万/吨（溶剂单吨用量 0.8 吨左右），而电解液涨价有所滞后，且大客户及海外客户涨价传导较慢，涨幅不及成本涨幅。因此我们预计电解液 Q4 毛利率下滑至 25% 左右，单吨利润下滑至 4500 元/吨+左右，Q4 贡献利润 1.2-1.4 亿。但全年看，电解液盈利同比大幅改善，我们预计 20 年电解液均价 4 万/吨左右，单吨净利润 0.5 万/吨，为公司贡献 3.5 亿利润，同比提升 150%+。

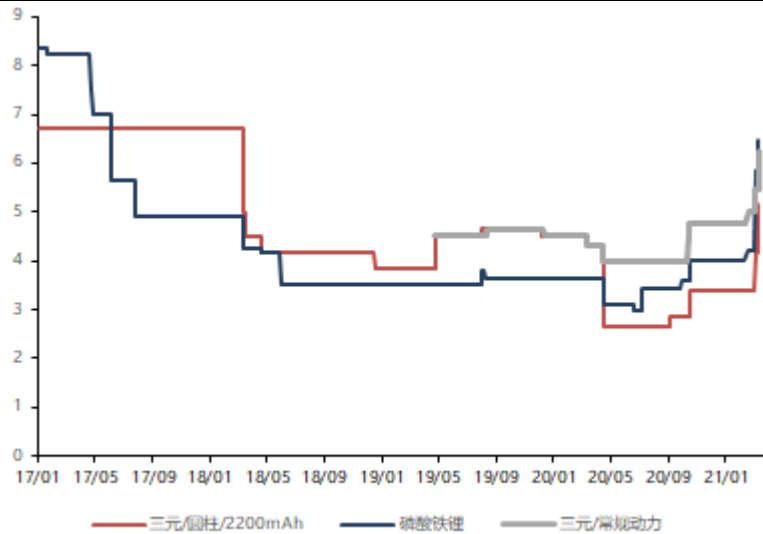
图 1：溶剂和六氟价格走势（万元/吨）



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

21Q1 电解液满产满销，一体化增厚利润，公司业绩亮眼。行业高景气度持续，公司 21 年 Q1 满产满销，我们预计出货 2.5 万吨左右，环比基本持平。六氟节后跳涨至 22 万/吨，底部涨幅 260%+，超市场预期。目前电解液市场报价 6.3 万/吨，年初至今+50%，六氟涨价已顺利传导。公司自产液态六氟，成本比固体平均低 15-20%，目前 1.2 万吨折固六氟产能可基本实现完全配套（对应约 12 万吨电解液），我们预计 Q1 公司电解液单吨净利提升至 0.8-0.9 万，出货 2.5 万吨左右，贡献利润 2.2 亿元，环比增长 80%。由于六氟 3 月报价达到 20 万/吨，我们预计 Q2 对公司的业绩弹性将更加明显，单吨利润有望进一步提升。

图 2: 电解液价格走势 (万元/吨)



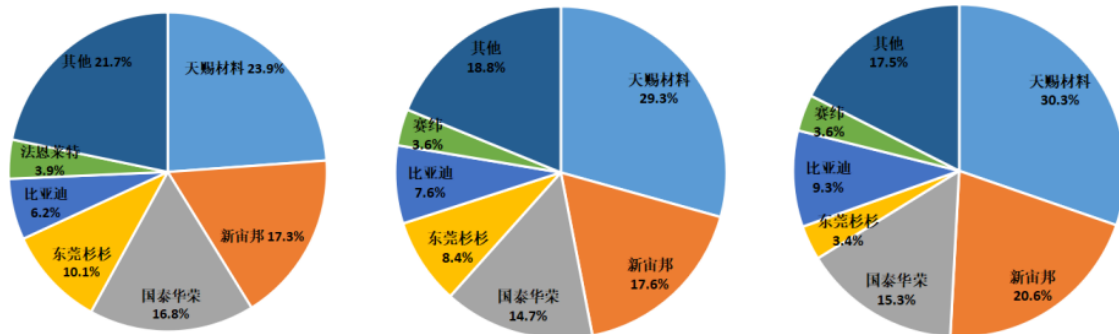
数据来源: 物理化学协会, 东吴证券研究所

公司加大新型添加剂、锂盐研发, 引领行业发展。公司目前自产自研多种电解质及添加剂, 包括六氟磷酸锂、LiFSI、二氟磷酸锂、硫酸乙烯酯等, 无论是生产规模还是工艺水平均处于领先水平。其中 LiFSI 可提高电池高低温寿命等性能, 前景广阔, 公司目前已经具备 2000 吨产能, 采用独特的合成及提纯工艺, 品质及成本上具有天然优势, 应用于高端产品, 客户反馈良好。同时公司在建 5800 吨产能, 下半年将陆续投产, 我们预计未来 2-3 年 LiFSI 将大规模应用, 将有利于进一步公司强化技术优势。添加剂方面, 公司有机添加剂 VC 已实现连续生产。

扩产规模全球领先, 强化竞争优势。公司已建成宁德、广州、九江三大基地, 目前累计产能近 15 万吨。为满足下游客户需求, 公司积极扩产, 其中**溧阳基地**设计总产能为 20 万吨, 一期产能为 10 万吨开始建设, 计划投资 2.81 亿, 达产后可实现营收 12.2 亿, 净利 1.14 亿, **福鼎基地** 10 万吨产能开始建设, 计划投资 2.89 亿元。**捷克子公司**总规划 10 万吨, 目前一期 2-3 万吨在建。全部建成后公司产能预计达 55 万吨以上, 配套约 300GWH 以上电池产能, 对应目标市占率 30%+, 远期规划庞大。

图 3: 电解液行业格局

图 2019 (左)、2020 (中) 及 2021 年 1-2 月 (右) 电解液格局



数据来源: 物理化学协会, 东吴证券研究所

卡波姆价格回落至正常水平, 传统日化稳定增长。公司日化业务全年营收 12.13 亿元, 同比增长 51.4%, 全年日化材料销量 9.4 万吨, 我们预计贡献 3 亿左右利润, 主要受益于卡波姆价格大幅上涨。Q3、Q4 卡波姆价格逐步回落, 我们预计 21 年卡波姆有望贡献 1 亿利润, 传统日化贡献 1 亿, 合计 2 亿利润。公司在建项目年产 18.5 万吨日用化工新材料项目, 支撑日化业务稳定增长。

全年费用整体控制良好, Q4 费用下降明显。2020 年公司期间费用合计 5.5 亿元, 同比增长 3.47%, 费用率为 13.35%, 同比下降 5.95pct。其中销售费用 0.7 亿元, 销售费用率 1.6%, 同比下降 3pct, 主要系新会计准则下产品销售产生的运输费用调整至营业成本所致; 管理费用 2.4 亿元, 管理费用率 5.9%, 同比下降 6.2pct; 财务费用 0.7 亿元, 财务费用率 1.8%, 同比下降 0.7pct; 研发费用 1.7 亿元, 研发费用率 4.1%, 同比下降 0.5pct。20Q4 期间费用合计 1.1 亿元, 同比下降 33.04%, 环比下降 31.01%, 费用率为 14.6%, 同比-13.2pct, 环比-6.8pct。公司 20 年计提资产减值损失 1.79 亿; 计提信用减值损失 0.47 亿; 其中 20Q4 计提资产减值损失 1.32 亿; 计提信用减值损失 0.24 亿。

表 5: 公司分季度费用情况 (百万)

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	19.67	31.21	34.16	43.57	26.29	40.90	48.05	-48.54
-销售费用率	3.62%	4.18%	4.58%	5.51%	5.01%	3.83%	4.36%	-3.41%
管理费用	43.69	53.29	51.50	59.20	47.35	55.47	52.86	86.21
-管理费用率	8.03%	7.14%	6.90%	7.49%	9.02%	5.19%	4.79%	6.06%
研发费用	21.42	30.42	33.80	40.25	25.77	49.22	42.35	51.01
-研发费用率	3.94%	4.08%	4.53%	5.09%	4.91%	4.61%	3.84%	3.58%
财务费用	15.21	13.09	17.80	23.30	14.70	17.49	18.17	22.69
-财务费用率	2.80%	1.75%	2.38%	2.95%	2.80%	1.64%	1.65%	1.59%
期间费用	99.99	128.01	137.25	166.32	114.11	163.08	161.44	111.37
-期间费用率	18.38%	17.15%	18.39%	21.04%	21.74%	15.27%	14.64%	7.82%
资产减值损失	0.00	-8.55	-7.08	-112.93	0.00	-65.13	18.74	-132.35
信用减值损失	4.19	-10.04	-11.02	7.50	3.52	-3.20	-23.64	-23.99

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营性现金流大幅改善，在手现金充裕。2020 年公司存货为 5.5 亿，较年初下滑 8.6%；应收账款 13.43 亿，较年初增长 49.04%，主要原因为报告期内销售额的增长。2020 年公司经营活动净现金流为 6.32 亿，相比 19 年大幅改善（去年同期为-0.18 亿）；投资活动净现金流出 3.97 亿，同比上升 37.63%；资本开支为 3.57 亿，同比上升 31.29%。账面现金为 3.12 亿，较年初增长 48.3%，在手现金充裕。短期借款 5.48 亿元，较年初下降 26.16%。

盈利预测与投资建议：由于下游景气度持续超预期，我们将 21-22 年归母净利润由 12.1/15.1 亿元上修至 14.1/18.6 亿元，预计 23 年归母净利 26.0 亿元，同比增长 164%/32%/40%，对应 PE 为 27x/21x/15x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 40 倍 PE，对应目标价 103 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等

天赐材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,822	4,241	5,693	7,562	营业收入	4,119	6,365	8,734	11,727
现金	312	637	873	1,173	减:营业成本	2,678	3,844	5,412	7,260
应收账款	1,343	2,084	2,879	3,907	营业税金及附加	38	59	81	108
存货	550	852	1,214	1,685	销售费用	67	127	175	235
其他流动资产	518	534	544	557	管理费用	242	337	419	528
非流动资产	3,189	3,597	3,851	4,169	研发费用	168	255	349	469
长期股权投资	131	131	131	131	财务费用	73	78	62	28
固定资产	1,914	2,471	2,843	2,979	资产减值损失	226	39	77	42
在建工程	259	159	59	259	加:投资净收益	-6	-9	-9	-6
无形资产	409	392	375	358	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	735	604	502	701	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	6,010	7,838	9,545	11,730	营业利润	634	1,657	2,191	3,091
流动负债	2,097	3,003	3,352	3,614	加:营业外净收支	-7	-2	-2	-2
短期借款	548	1,337	1,048	553	利润总额	626	1,655	2,189	3,089
应付账款	851	1,222	1,720	2,307	减:所得税费用	126	248	328	463
其他流动负债	698	444	584	754	少数股东损益	-32	-1	-2	26
非流动负债	378	378	378	378	归属母公司净利润	533	1,408	1,862	2,599
长期借款	317	317	317	317	EBIT	707	1,735	2,252	3,119
其他非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	1,005	1,945	2,504	3,402
负债合计	2,475	3,381	3,730	3,992	重要财务与估值指标				
少数股东权益	150	149	147	173	每股收益(元)	0.98	2.58	3.42	4.78
归属母公司股东权益	3,386	4,309	5,668	7,566	每股净资产(元)	6.20	7.92	10.42	13.91
负债和股东权益	6,010	7,838	9,545	11,730	发行在外股份(百万股)	546	546	546	546
					ROIC(%)	12.6%	24.2%	26.7%	30.9%
					ROE(%)	15.7%	32.7%	32.9%	34.4%
					毛利率(%)	35.0%	39.6%	38.0%	38.1%
					销售净利率(%)	12.1%	22.1%	21.3%	22.4%
					资产负债率(%)	41.2%	43.1%	39.1%	34.0%
					收入增长率(%)	49.5%	54.5%	37.2%	34.3%
					净利润增长率(%)	12.1%	22.1%	21.3%	22.4%
					P/E	72.41	27.40	20.64	14.78
					P/B	11.40	8.96	6.81	5.10
					EV/EBITDA	40	20	16	12
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	632	807	1,600	2,131					
投资活动现金流	-397	-609	-509	-606					
筹资活动现金流	-124	127	-854	-1,226					
现金净增加额	111	325	237	299					
折旧和摊销	298	210	251	283					
资本开支	357	600	500	600					
营运资本变动	-459	-926	-650	-844					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>