

中国神华 (601088)

2023 年年报点评：业绩稳定分红略超预期，继续看好优质煤炭龙头价值重估

2024 年 03 月 25 日

买入 (维持)

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书：S0600123070008

liao1q@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	344,533	343,074	351,240	373,996	389,502
同比	2.65%	-0.42%	2.38%	6.48%	4.15%
归母净利润 (百万元)	69,648	59,694	59,550	60,178	61,101
同比	39.06%	-14.29%	-0.24%	1.05%	1.53%
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.51	3.00	3.00	3.03	3.08
P/E (现价&最新摊薄)	10.82	12.63	12.66	12.53	12.34

事件

■ 2024 年 3 月 22 日，公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营业收入 3430.74 亿元，同比下降 0.42%；实现归母净利润 596.94 亿元，同比下降 14.29%，基本每股收益 3.004 元。四季度单季公司实现营业收入 906.07 亿元，同比下降 3.65%；实现归母净利润 114.25 亿元，同比上涨 8.86%，环比 Q3 的 149.9 亿元下降 23.78%。公司业绩略超预期。公司港股年报显示，在国际财务报告准则下，2023 年公司实现归母净利润 646.25 亿元，除非经因素影响外，主要系会计准则对成本计入方式不同所致。

投资要点

■ 煤炭产销稳定增长，以量补价促业绩稳健。2023 年公司实现商品煤产量 3.245 亿吨，同比+3.5%；煤炭销售量 4.5 亿吨，同比+7.7%。单四季度，商品煤产量 0.83 亿吨，同比+5.8%，环比+1.5%；煤炭销售量 1.18 亿吨，同比+8.2%，环比+2.5%。此外，公司煤炭销售月度长协和年度长协合计占比 82%，受煤价波动影响较小。2023 年秦皇岛港 5500 大卡现货煤价下跌 23%，但是公司综合售价 584 元/吨，仅下跌 9.3%。受益于此，2024 年公司煤炭分部业绩整体稳健。若取合并抵消前的数据，2023 年煤炭分部实现营收 2733.06 亿元，同比减少 1.50%；实现毛利 875.54 亿元，约占集团合并抵消前总毛利 71.18%，煤炭毛利率 32.04%，同比降低 3.88pct。

■ 发、售电量同比实现大幅增长，燃煤平均采购价格下滑增厚利润。报告期内，公司发电量 2122.6 亿千瓦时，同比增长 11.0%，售电量 1997.5 亿千瓦时，同比增长 11.1%，发电业务收入 924.07 亿元，同比增长 9.3%，成本 767.85 亿元，同比增长 6%。公司发电毛利率增长 2.60pct 至 16.91%，主要是由于燃煤采购价格下降，实现毛利 156.22 亿元，同比增长 29.18%，约占集团合并抵消前总毛利 12.70%。售电价 0.414 元/千瓦时，同比下降 0.96%。截至 2023 年底，公司总装机容量 4463.4 万千瓦，较 22 年底新增 433.3 万千瓦；平均利用小时数 5167 小时，同比增长 4.9%。其中燃煤机组装机容量 4316 万千瓦，同比增长 10.21%，平均利用小时 5221 小时，同比增加 5.45%。

■ 运输板块和煤化工业务利润同比均不同程度下降。运输板块铁路分部、港口分部、航运分部报告期内录得营收合计达 545.46 亿元，同比下降 0.26%，实现毛利 191.39 亿元，同比减少 10.12%；煤化工业务贡献营收 60.98 亿元，毛利 6.86 亿元，毛利率 11.25%，同比下降 4.68pct，煤化工分部毛利同比下降系煤化工产品聚乙烯、聚丙烯平均销售价格下跌所致。

■ 拟派发现金分红约 449.03 亿元，分红比例约 75.22%，高股息属性凸显。报告期内，公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1597.49 亿

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.94
一年最低/最高价	27.00/41.00
市净率(倍)	1.84
流通 A 股市值(百万元)	625,669.98
总市值(百万元)	753,811.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.57
资产负债率(%,LF)	24.08
总股本(百万股)	19,868.52
流通 A 股(百万股)	16,491.04

相关研究

《中国神华(601088)：稳定盈利穿越牛熊周期，高股息煤炭巨头迎价值重估【勘误版】》

2023-12-20

《中国神华(601088)：稳定盈利穿越牛熊周期，高股息煤炭巨头迎价值重估》

2023-12-19

元。此外，公司短期内不会大幅增加资本性开支，也没有大额偿债需求，现金流充裕稳定。公司 2023 年报计划现金分红 449.03 亿元，则 A 股分红比例约为 75.22%，同时高于承诺最低分红比例 60% 及 22 年分红比例 72.77%。按照 3 月 22 日收盘价，**计算得 2023 年 A 股股息率高达 5.96%，港股股息率达 8.27%**。我们分析认为，当前中国神华 A 股股息率 5.96% 对比 2018 年市场低迷时公司股息率 4.32%，以及同样是稳定运营的长江电力相同日期计算 2023 年股息率 3.36%，仍存在较大下降空间。预期未来在低利率市场环境下，公司股息率将向长江电力靠拢，预计股息率降低至 4.5% 左右，此时公司股价仍有近 32% 的上涨空间。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业务模式国内外绝无仅有，属于较为稀缺的偏资源型煤电一体化运营公司。公司经营平稳，且稳定成长，兼具稳定分红特征。我们下调公司 24-25 的归母净利润预测，由原来的 651 亿元和 662 亿元分别下调至 596 亿元和 602 亿元，新增 26 年盈利预测 611 亿元，24-26 年 EPS 分别为 3.00/3.03/3.08 元/股，对应公司 PE12.66/12.53/12.34 倍。再者，从股息率角度，如前文所述，我们预期公司股息率有望降低至 4.5% 左右水平，按照当前股息率 5.96% 计算，尚有近 32% 股价涨幅空间。因此考虑公司兼具稳定成长和高股息避险属性，我们维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

内容目录

1. 公司平稳运行，发电业务毛利显著上涨	5
2. 煤炭产销稳定增长，以量补价促业绩稳健	5
3. 发、售电量同比实现大幅增长，燃煤平均采购价格下滑增厚利润	7
4. 现金资产充裕，23 年计划分红 75.22%	8
5. 风险提示	9

图表目录

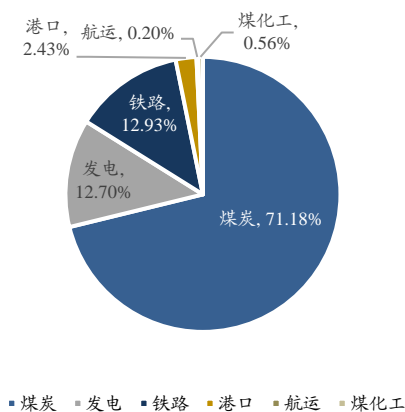
图 1: 2023 年各业务板块毛利占比 (%)	5
图 2: 2023 年发电业务毛利率上涨 (%)	5
图 3: 煤炭销售高比例长协定价, 综合售价基本持稳.....	6
表 1: 公司煤炭业务经营数据.....	6
表 2: 中国神华煤炭长协销售及占比 (百万吨, %, 元/吨)	7
表 3: 公司发电业务经营数据 (十亿千瓦时, 亿, 元/千瓦时, 万千瓦, 小时)	7
表 4: 2024 年计划资本支出 (亿元)	8
表 5: 中国神华持有金融资产和货币资金规模 (亿元)	8

1. 公司平稳运行，发电业务毛利显著上涨

2024年3月22日，公司发布2023年年报。2023年公司实现营业收入3430.74亿元，同比下降0.42%；实现归母净利润596.94亿元，同比下降14.29%，基本每股收益3.004元。四季度单季公司实现营业收入906.07亿元，同比下降3.65%；实现归母净利润114.25亿元，同比上涨8.86%，环比Q3的149.9亿元下降23.78%。

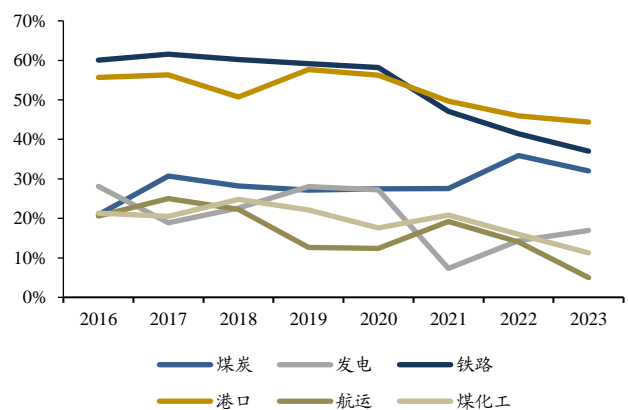
从各个业务分部来看，若取合并抵消前的数据，2023年煤炭分部实现营收2733.06亿元，同比减少1.50%，主要是由于煤炭平均销售价格下降；实现毛利875.54亿元，约占集团合并抵消前总毛利71.18%，煤炭毛利率32.04%，同比降低3.88pct。发电分部实现营收924.07亿元，同比增加9.3%，主要是由于售电量同比增长；实现成本767.85亿元，同比增长6%。公司发电毛利率增长2.60pct至16.91%，主要是由于燃煤采购价格下降，实现毛利156.22亿元，同比增长29.18%，约占集团合并抵消前总毛利12.70%。运输板块铁路分部、港口分部、航运分部报告期内录得营收合计达545.46亿元，同比下降0.26%，实现毛利191.39亿元，同比减少10.12%；煤化工业务贡献营收60.98亿元，毛利6.86亿元，毛利率11.25%，同比下降4.68pct，煤化工分部毛利同比下降系煤化工产品聚乙烯、聚丙烯平均销售价格下跌所致。

图1：2023年各业务板块毛利占比（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2023年发电业务毛利率上涨（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

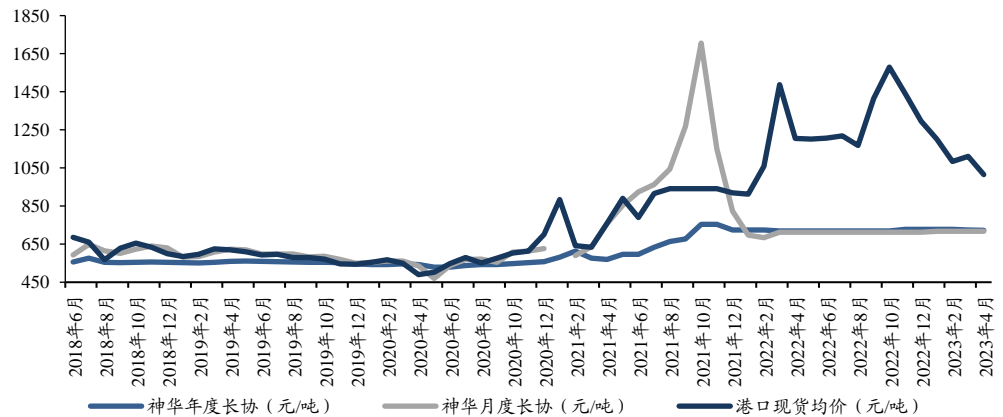
2. 煤炭产销稳定增长，以量补价促业绩稳健

受有序推进煤炭资源接续、证照办理和产能核增工作影响，公司煤炭产销量同比均有上升。2023年公司实现商品煤产量3.245亿吨，同比+3.5%；煤炭销售量4.5亿吨，同比+7.7%。2022年4月，神山、青龙寺、黄玉川三处煤矿分别获批核增60万吨、100万吨、300万吨；增幅分别为100%、33.33%和30%。2023年，李家壕煤矿产能由600万吨/年核增至800万吨/年，增幅33.33%。截至2024年3月22日，公司内蒙古新街台格庙矿区新街一井、二井已取得采矿许可证。补连塔煤矿、上湾煤矿、万利一矿和哈尔

乌素露天矿已完成采矿权范围变更，取得新采矿许可证。保德煤矿产能由 500 万吨/年提高至 800 万吨/年核增申请获得国家矿山安全监察局批复，李家壕、胜利一号露天矿等煤矿产能核增申请工作有序推进。

此外，受益于长协煤销售高占比，公司业绩具备强稳定性。公司煤炭销售中，月度长协和年度长协合计占比达 82%，其中年度长协占比 57.5%，较 2022 年同比增加 4.50pct。而由于年度长协煤为 5500 千卡煤炭，受到中长期交易指导价格规范，价格更为稳定，因此公司按照年度长协销售的煤炭均价同比变化小于月度长协。受益于年度长协煤销售占比继续提升，公司煤炭板块业绩更具稳定性，受煤价波动影响较小。受益于此，公司煤炭业绩受煤价波动影响较小。2023 年秦皇岛港 5500 大卡现货煤价下跌 23%，但是公司综合售价 584 元/吨，仅下跌 9.3%。若取合并抵消前的数据，2023 年煤炭分部实现营收 2733.06 亿元，同比减少 1.50%；实现毛利 875.54 亿元，约占集团合并抵消前总毛利 71.18%，同比下降 12.14%，煤炭毛利率 32.04%，同比降低 3.88pct。

图3：煤炭销售高比例长协定价，综合售价基本持稳



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

表1：公司煤炭业务经营数据

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23Q4 环比	23Q4 同比
产量 (百万吨)	80.80	76.80	77.80	78.00	80.10	80.60	81.30	82.50	1.48%	5.77%
销量 (百万吨)	105.70	104.40	99.10	108.60	107.60	110.30	114.60	117.50	2.53%	8.20%
收入 (亿元)	839.02	816.77	849.10	940.44	870.42	824.00	830.25	906.07	9.13%	-3.65%
成本 (亿元)	500.74	480.73	520.24	598.88	552.11	534.55	550.83	561.73	1.98%	-6.20%
毛利 (亿元)	338.28	336.04	328.86	341.56	318.31	289.45	279.42	344.34	23.23%	0.81%
吨售价 (元/吨)	793.77	782.35	856.81	865.97	808.94	747.05	724.48	771.12	6.44%	-10.95%
吨成本 (元/吨)	473.74	460.47	524.96	551.45	513.11	484.63	480.65	478.07	-0.54%	-13.31%
吨毛利 (元/吨)	320.04	321.88	331.85	314.51	295.83	262.42	243.82	293.06	20.19%	-6.82%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 中国神华煤炭长协销售及占比 (百万吨, %, 元/吨)

	2022 年			2023 年			变动	
	销售量 (百万吨)	占销量合计 比例 (%)	价格 (元/吨)	销售量 (百万吨)	占销量合计 比例 (%)	价格 (元/吨)	销售量 (%)	价格 (%)
通过销售集团销售	395	94.50	662	427	94.90	598	8.2%	-9.7%
年度长协	222	53.00	515	259	57.50	500	16.8%	-2.9%
月度长协	134	32.00	873	110	24.40	808	-17.6%	-7.4%
现货	40	9.50	776	59	13.00	640	46.3%	-17.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

备注: 长协价格为不含税价格

3. 发、售电量同比实现大幅增长, 燃煤平均采购价格下滑增厚利润

报告期内, 公司发电量 2122.6 亿千瓦时, 同比增长 11.0%, 售电量 1997.5 亿千瓦时, 同比增长 11.1%, 发电业务收入 924.07 亿元, 同比增长 9.3%, 成本 767.85 亿元, 同比增长 6%。公司发电毛利率增长 2.60pct 至 16.91%, 主要是由于燃煤采购价格下降, 实现毛利 156.22 亿元, 同比增长 29.18%, 约占集团合并抵消前总毛利 12.70%。售电价 0.414 元/千瓦时, 同比下降 0.96%。截至 2023 年底, 公司总装机容量 4463.4 万千瓦, 较 22 年底新增 433.3 万千瓦; 平均利用小时数 5167 小时, 同比增长 4.9%。其中燃煤机组装机容量 4316 万千瓦, 同比增长 10.21%, 平均利用小时 5221 小时, 同比增加 5.45%。

表3: 公司发电业务经营数据 (十亿千瓦时, 亿, 元/千瓦时, 万千瓦, 小时)

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	23Q4 环比	23Q4 同比
发电量 (十亿千瓦时)	46.75	38.04	57.58	48.91	51.71	48.49	56.03	56.03	0.0%	14.6%
售电量 (十亿千瓦时)	43.99	35.61	54.17	46.04	48.75	45.51	52.57	52.92	0.7%	14.9%
收入 (亿元)	204.43	167.17	251.83	221.82	228.73	213.17	238.59	243.58	2.1%	9.8%
成本 (亿元)	171.69	47.20	207.45	197.98	191.83	175.87	191.08	209.07	9.4%	5.6%
毛利 (亿元)	32.74	19.97	44.38	23.84	36.90	37.30	47.51	34.51	-27.4%	44.8%
售电价 (元/千瓦时)	0.411	0.412	0.423	0.418	0.420	0.418	0.413	0.414	0.2%	-1.0%
装机容量 (万千瓦)	3790	3893	3894	4030	4032	4035	4052	4463	10.2%	10.8%
平均利用小时 (小时)	1234	979	1484	1228	1283	1201	1381	1302	-5.7%	6.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 现金资产充裕，23 年计划分红 75.22%

2024 年公司资本开支计划为 368.04 亿元，较 2023 年的 419.59 亿元有所减少，降幅达 12.29%。2024 年资本开支主要来自发电业务，主要用于：江西九江电厂二期扩建工程、广东清远电厂二期扩建工程、广西北海电厂二期扩建工程等，其中新能源业务资本开支 43.07 亿元，主要用于广东、江西等地的光伏发电项目建设等。同时公司公告称，2024 年资本开支计划可能随着业务计划的发展（包括潜在收购）、资本项目的进展、市场条件、对未来业务环境的展望及获得必要的许可证与审批文件而有所变动。

表4：2024 年计划资本支出（亿元）

	2024 年计划	2023 年完成
1. 煤炭业务	98.16	188.72
2. 发电业务	171.78	159.22
3. 运输业务	68.21	69.29
其中：铁路	53.46	63.27
港口	12.49	4.85
航运	2.26	1.17
4. 煤化工业务	23.62	2.27
5. 其他	6.27	0.09
合计	368.04	419.59

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

报告期内，公司实际持有货币资金和金融资产规模合计 1597.49 亿元。此外，公司短期内没有大额偿债需求，现金流充裕稳定。公司 2023 年报计划现金分红 449.03 亿元，则 A 股分红比例约为 75.22%，同时高于承诺最低分红比例 60% 及 22 年分红比例 72.77%。按照 3 月 22 日收盘价，计算得 2023 年 A 股股息率高达 5.96%，港股股息率达 8.27%。我们分析认为，当前中国神华 A 股股息率 5.96% 对比 2018 年市场低迷时公司股息率 4.32%，以及同样是稳定运营的长江电力相同日期计算 2023 年股息率 3.36%，仍存在较大下降空间。预期未来在低利率市场环境下，公司股息率将向长江电力靠拢，预计股息率降低至 4.5% 左右，此时公司股价仍有近 32% 的上涨空间。

表5：中国神华持有金融资产和货币资金规模（亿元）

	2021	2022	2023
货币资金	1628.86	1705.03	1499.86
交易性金融资产			
其他流动资产	83.14	66.63	72.77
债权投资	4.00		
其他权益工具投资	21.74	23.86	24.86
合计	1737.74	1795.52	1597.49

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1. 国内经济增速大幅下滑:** 国内经济增幅大幅下滑, 需求低迷, 导致电力需求不足。
- 2. 煤炭下游需求不及预期:** 受宏观经济下滑影响, 煤炭下游存在需求下滑的风险, 若保供政策持续加码, 煤价可能不及预期。
- 3. 安全生产事故导致煤炭产量不及预期:** 煤矿生产过程中的安全生产事故具有偶发性, 如果发煤矿安全事故, 将导致公司煤炭产量不及预期。

中国神华三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	198,951	182,459	196,721	205,666	营业总收入	343,074	351,240	373,995	389,502
货币资金及交易性金融资产	149,986	134,973	148,730	157,082	营业成本(含金融类)	219,922	223,964	238,924	251,542
经营性应收款项	26,111	26,397	27,625	28,229	税金及附加	18,385	20,196	22,440	23,370
存货	12,846	11,672	11,368	11,488	销售费用	425	421	449	467
合同资产	0	0	0	0	管理费用	9,812	10,537	11,594	12,075
其他流动资产	10,008	9,417	8,998	8,867	研发费用	3,007	3,512	3,740	3,895
非流动资产	431,180	457,635	475,993	494,390	财务费用	501	(868)	(734)	(695)
长期股权投资	55,571	60,571	64,880	69,957	加:其他收益	423	421	449	467
固定资产及使用权资产	258,516	268,375	275,682	281,325	投资净收益	3,815	3,337	3,179	3,116
在建工程	20,474	24,238	25,006	25,030	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	61,630	69,239	75,190	82,724	减值损失	(3,976)	(3,171)	(3,916)	(3,209)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	83	70	75	78
长期待摊费用	3,633	3,643	3,490	3,447	营业利润	91,367	94,134	97,369	99,300
其他非流动资产	31,356	31,570	31,745	31,908	营业外净收支	(4,191)	(6,560)	(7,221)	(7,498)
资产总计	630,131	640,094	672,714	700,057	利润总额	87,176	87,574	90,148	91,802
流动负债	91,585	90,681	97,671	102,927	减:所得税	17,578	17,515	18,931	19,278
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,106	7,701	9,266	10,309	净利润	69,598	70,059	71,217	72,524
经营性应付款项	38,901	38,261	40,816	42,972	减:少数股东损益	9,904	10,509	11,039	11,422
合同负债	7,208	7,025	7,480	7,790	归属母公司净利润	59,694	59,550	60,178	61,101
其他流动负债	35,370	37,694	40,109	41,857	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.00	3.00	3.03	3.08
非流动负债	60,176	51,515	56,791	59,998	EBIT	90,973	86,706	89,415	91,107
长期借款	29,636	21,636	27,237	30,970	EBITDA	115,832	109,291	113,025	115,622
应付债券	2,972	2,431	2,184	1,761	毛利率(%)	35.90	36.24	36.12	35.42
租赁负债	1,332	1,212	1,134	1,031	归母净利率(%)	17.40	16.95	16.09	15.69
其他非流动负债	26,236	26,236	26,236	26,236	收入增长率(%)	(0.42)	2.38	6.48	4.15
负债合计	151,761	142,196	154,462	162,926	归母净利润增长率(%)	(14.29)	(0.24)	1.05	1.53
归属母公司股东权益	408,692	417,712	427,027	434,483					
少数股东权益	69,678	80,187	91,226	102,648					
所有者权益合计	478,370	497,899	518,252	537,131					
负债和股东权益	630,131	640,094	672,714	700,057					

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	89,687	101,127	107,196	108,413	每股净资产(元)	20.57	21.02	21.49	21.87
投资活动现金流	(36,974)	(53,161)	(48,126)	(49,130)	最新发行在外股份(百万股)	19,869	19,869	19,869	19,869
筹资活动现金流	(76,131)	(63,112)	(45,314)	(50,931)	ROIC(%)	13.99	13.17	12.97	12.64
现金净增加额	(23,284)	(15,013)	13,757	8,352	ROE-摊薄(%)	14.61	14.26	14.09	14.06
折旧和摊销	24,859	22,585	23,610	24,515	资产负债率(%)	24.08	22.21	22.96	23.27
资本开支	(35,583)	(51,274)	(46,974)	(47,049)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.63	12.66	12.53	12.34
营运资本变动	(5,291)	777	3,195	2,326	P/B(现价)	1.84	1.80	1.77	1.73

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>