

固收点评 20230814

蓝天转债：河南天然气龙头

2023年08月14日

关键词：#一体化 #新需求、新政策

事件

- **蓝天转债（111017.SH）于2023年8月15日开始网上申购：**总发行规模为8.70亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于驻马店天然气管网村村通工程、长垣市天然气利用工程、新郑蓝天燃气有限公司次高压外环及乡村天然气管网建设工程、偿还银行借款。
- **当前债底估值为91.96元，YTM为2.41%。**蓝天转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率3.88%（2023-08-11）计算，纯债价值为91.96元，纯债对应的YTM为2.41%，债底保护较好。
- **当前转换平价为95.56元，平价溢价率为4.65%。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2024年02月21日至2029年08月14日。初始转股价10.13元/股，正股蓝天燃气8月11日的收盘价为9.68元，对应的转换平价为95.56元，平价溢价率为4.65%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为11.03%。**下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价10.13元计算，转债发行8.70亿元对总股本稀释率为11.03%，对流通盘的稀释率为25.70%，对股本有一定的摊薄压力。
- **观点**
- **我们预计蓝天转债上市首日价格在117.72~130.90元之间，我们预计中签率为0.0027%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到蓝天转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在30%左右，对应的上市价格在117.72~130.90元之间。我们预计网上中签率为0.0027%，建议积极申购。
- **蓝天燃气是从事天然气管道输送服务及管道天然气销售的综合天然气供应商。**公司主要从事河南省内的管道天然气业务、城市燃气等业务，位于天然气产业链的中下游。
- **2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为10.35%。**自2018年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒N型”波动，2018-2022年复合增速为10.35%。2022年，公司实现营业收入47.54亿元，同比增加21.86%。与此同时，归母净利润稳步增长，2018-2022年复合增速为18.88%。2022年实现归母净利润5.92亿元，同比增加40.72%。
- **公司营业收入主要来源于天然气业务，产品结构年际变化较小，各项占比基本稳定。**公司主要从事河南省内的管道天然气业务、城市燃气等业务。公司主要从事河南省内的管道天然气业务、城市燃气等业务。
- **公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率基本持平，财务费用率下降，管理费用率上下浮动。**2018-2022年，公司销售净利率分别为9.25%、8.97%、9.37%、10.80%和12.57%，销售毛利率分别为18.27%、17.24%、17.94%、19.23%和21.06%。
- **风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《“隐秘的角落”系列之三：江苏高收益城投主体挖掘之淮安篇》

2023-08-14

《奥维转债：国内光伏设备龙头》

2023-08-14

内容目录

| | |
|------------------|----|
| 1. 转债基本信息 | 4 |
| 2. 投资申购建议 | 5 |
| 3. 正股基本面分析 | 7 |
| 3.1. 财务数据分析..... | 7 |
| 3.2. 公司亮点..... | 9 |
| 4. 风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 2018-2023Q1 营业收入及同比增速 (亿元) | 7 |
| 图 2: 2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元) | 7 |
| 图 3: 2020-2022 年营业收入构成 | 8 |
| 图 4: 2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%) | 9 |
| 图 5: 2018-2023Q1 销售费用率水平 (%) | 9 |
| 图 6: 2018-2023Q1 财务费用率水平 (%) | 9 |
| 图 7: 2018-2023Q1 管理费用率水平 (%) | 9 |
| 图 8: 2015-2021 年河南天然气消费量与供气总量 (亿立方米) | 11 |
| 表 1: 蓝天转债发行认购时间表 | 4 |
| 表 2: 蓝天转债基本条款 | 4 |
| 表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) | 5 |
| 表 4: 债性和股性指标 | 5 |
| 表 5: 相对价值法预测蓝天转债上市价格 (单位: 元) | 6 |

1. 转债基本信息

表1: 蓝天转债发行认购时间表

| 时间 | 日期 | 发行安排 |
|-----|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| T-2 | 2023-08-11 | 1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 |
| T-1 | 2023-08-14 | 1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 |
| T | 2023-08-15 | 1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率 |
| T+1 | 2023-08-16 | 1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签 |
| T+2 | 2023-08-17 | 1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款 |
| T+3 | 2023-08-18 | 1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额 |
| T+4 | 2023-08-21 | 1、刊登《发行结果公告》 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 蓝天转债基本条款

| | | | |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------------------------------------|
| 转债名称 | 蓝天转债 | 正股名称 | 蓝天燃气 |
| 转债代码 | 111017.SH | 正股代码 | 605368.SH |
| 发行规模 | 8.70 亿元 | 正股行业 | 公用事业-燃气 II-燃气 III |
| 存续期 | 2023 年 08 月 15 日至 2029 年 08 月 14 日 | 主体评级/债项评级 | AA/AA |
| 转股价 | 10.13 元 | 转股期 | 2024 年 02 月 21 日至 2029 年 08 月 14 日 |
| 票面利率 | 0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,1.80%,2.00%. | | |
| 向下修正条款 | 存续期，15/30，85% | | |
| 赎回条款 | (1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 110%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%(含 130%)；未转股余额不足 3000 万元 | | |
| 回售条款 | (1) 有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途 | | |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3：募集资金用途（单位：万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 拟投入募集资金 |
|-----------------------------|------------------|------------------|
| 驻马店天然气管网村村通工程 | 48,145.98 | 41,500.00 |
| 长垣市天然气利用工程 | 9,516.00 | 8,300.00 |
| 新郑蓝天燃气有限公司次高压外环及乡村天然气管网建设工程 | 12,797.65 | 11,200.00 |
| 偿还银行借款 | 26,000.00 | 26,000.00 |
| 合计 | 96,459.63 | 87,000.00 |

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

表4：债性和股性指标

| 债性指标 | 数值 | 股性指标 | 数值 |
|-------------------|---------|-----------------------|---------|
| 纯债价值 | 91.96 元 | 转换平价（以 2023/8/11 收盘价） | 95.56 元 |
| 纯债溢价率（以面值 100 计算） | 8.74% | 平价溢价率（以面值 100 计算） | 4.65% |
| 纯债到期收益率 YTM | 2.41% | | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 91.96 元，YTM 为 2.41%。蓝天转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.88%（2023-08-11）计算，纯债价值为 91.96 元，纯债对应的 YTM 为 2.41%，债底保护较好。

当前转换平价为 95.56 元，平价溢价率为 4.65%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2024 年 02 月 21 日至 2029 年 08 月 14 日。初始转股价 10.13 元/股，正股蓝天燃气 8 月 11 日的收盘价为 9.68 元，对应的转换平价为 95.56 元，平价溢价率为 4.65%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。

总股本稀释率为 11.03%。按初始转股价 10.13 元计算，转债发行 8.70 亿元对总股本稀释率为 11.03%，对流通盘的稀释率为 25.70%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计蓝天转债上市首日价格在 117.72~130.90 元之间。按蓝天燃气 2023 年 8 月 11 日收盘价测算，当前转换平价为 95.56 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的广电转债（转换平价 86.51 元，评级 AA，发行

规模 8.00 亿元)、天路转债 (转换平价 110.31 元, 评级 AA, 发行规模 10.87 亿元)、贵燃转债 (转换平价 131.20 元, 评级 AA, 发行规模 10.00 亿元), 8 月 11 日转股溢价率分别为 130.28%、21.85%、0.18%。

2) 参考近期上市的金宏转债 (上市日转换平价 91.01 元)、福蓉转债 (上市日转换平价 102.94 元)、孩王转债 (上市日转换平价 93.47 元), 上市当日转股溢价率分别为 40.93%、52.81%、33.74%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率 (x_1)、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率 (x_2)、前十大股东持股比例 (x_3) 和上市前一日中证转债成交额取对数 (x_4), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为: $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 公用事业行业的转股溢价率为 17.65%, 中债企业债到期收益为 3.88%, 2023 年一季报显示蓝天燃气前十大股东持股比例为 70.07%, 2023 年 8 月 11 日中证转债成交额为 38,583,338,707 元, 取对数得 24.38。因此, 可以计算出蓝天转债上市首日转股溢价率为 22.90%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到蓝天转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右, 对应的上市价格在 117.72~130.90 元之间。

表5: 相对价值法预测蓝天转债上市价格 (单位: 元)

| 转股溢价率/正股价 | | 25.00% | 27.00% | 30.00% | 33.00% | 35.00% |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -5% | 9.20 | 113.47 | 115.29 | 118.01 | 120.74 | 122.55 |
| -3% | 9.39 | 115.86 | 117.72 | 120.50 | 123.28 | 125.13 |
| 2023/08/11 收盘价 | 9.68 | 119.45 | 121.36 | 124.23 | 127.09 | 129.00 |
| 3% | 9.97 | 123.03 | 125.00 | 127.95 | 130.90 | 132.87 |
| 5% | 10.16 | 125.42 | 127.43 | 130.44 | 133.45 | 135.45 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **71.02%**。蓝天燃气的前十大股东合计持股比例为 70.07% (2023/03/31), 股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 71.02%。

我们预计中签率为 **0.0027%**。蓝天转债发行总额为 8.70 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 71.02%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.52 亿元。蓝天转债仅设置网上发行, 近期发行的祥源转债 (评级 A+, 规模 4.60 亿元) 网上申购数约 973.95 万户, 力合

转债（评级 AA-，规模 3.80 亿元）881.32 万户，赫达转债（评级 AA-，规模 6 亿元）976.36 万户。我们预计蓝天转债网上有效申购户数为 943.88 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0027%。

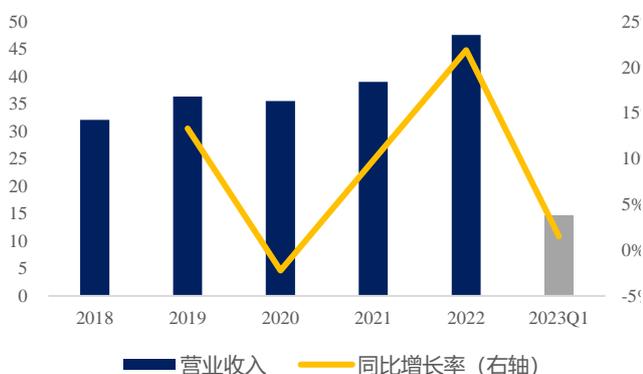
3. 正股基本面分析

公司是从事天然气管道输送服务及管道天然气销售的综合天然气供应商。2010 年，公司收购了豫南燃气 100% 股权和中油洁能 50% 股权，进入了城市燃气业务领域。豫南燃气主营业务为城市管道天然气销售及燃气管道安装，在新郑市及驻马店市取得城市管道燃气业务 30 年特许经营权。公司经营的豫南支线途径郑州、许昌、漯河、驻马店，供气区域为新郑、许昌、漯河、平顶山、驻马店及信阳等地区，系该区域主要的供气支干线，为西气东输一线最大的单一区域支干线管道。公司取得了驻马店中心规划区、正阳县、上蔡县、新蔡县、确山县、泌阳县、平舆县、遂平县、汝南县、新郑市城区、薛店镇、封丘县、延津县、原阳县、长垣县等特定区域的燃气特许经营权，公司拥有驻东支线、新长输气管道两条地方输配支线，全长约 294.33 公里。上述拥有特许经营权地区城市管网总长度 2,087.72 公里。

3.1. 财务数据分析

2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 10.35%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒 N 型”波动，2018-2022 年复合增速为 10.35%。2022 年，公司实现营业收入 47.54 亿元，同比增加 21.86%。与此同时，归母净利润稳步增长，2018-2022 年复合增速为 18.88%。2022 年实现归母净利润 5.92 亿元，同比增加 40.72%。公司在 2022 年合并 3 家子公司，增加了公司特许经营权范围，导致公司城市天然气销售收入大幅增加；随着乡镇天然气利用工程等项目建设进入尾声，项目效益初显，使得公司营业收入和净利润增加。

图1：2018-2023Q1 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

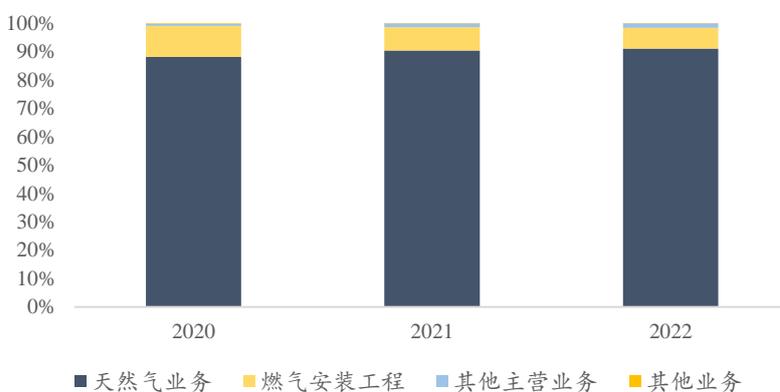
图2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于天然气业务，产品结构年际变化较小，各项占比基本稳定。公司主要从事河南省内的管道天然气业务、城市燃气等业务。公司的主营业务收入主要为管道天然气销售收入、城市天然气销售收入、燃气安装工程收入，代输天然气业务收入和其他收入占比较低，其他收入包括燃气具及配件销售、代理保险销售佣金、检测、安装设计。公司主营业务收入中天然气业务收入的占比较高，占主营业务收入的比例均超过 85%，系公司的主要收入来源。

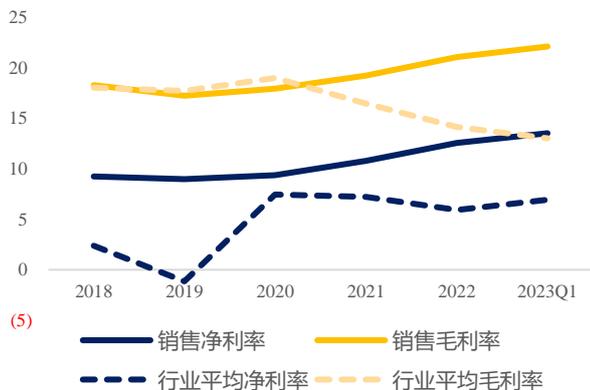
图3：2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

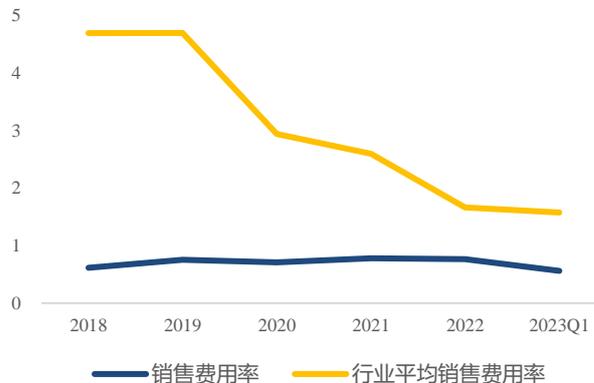
公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率基本持平，财务费用率下降，管理费用率上下浮动。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 9.25%、8.97%、9.37%、10.80%和 12.57%，销售毛利率分别为 18.27%、17.24%、17.94%、19.23%和 21.06%。蓝天燃气销售净利润一直高于行业均值，销售毛利润在 2021 年以来也高于行业平均水平。公司销售费用率基本持平，一直低于行业均值。公司销售费用相对稳定，主要是职工薪酬。2022 年销售费用变动主要原因系营销费增加所致。公司财务费用率水平逐渐下降，始终低于行业均值，2022 年变动原因主要系利息支出增加所致。公司管理费用率上下浮动，2020 年以前，公司管理费用率低于行业均值，2021 年、2022 年，公司管理费用率高于行业均值。2022 年公司管理费用变动原因主要系职工薪酬、办公费增加所致。

图4：2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



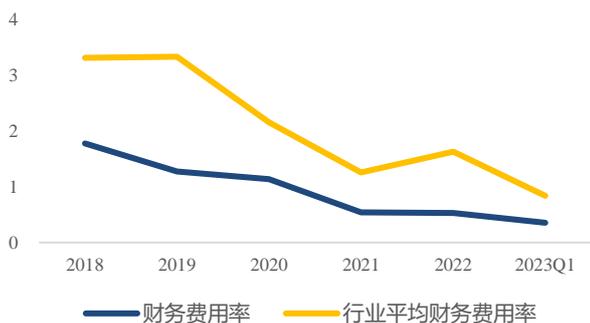
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1 销售费用率水平（%）



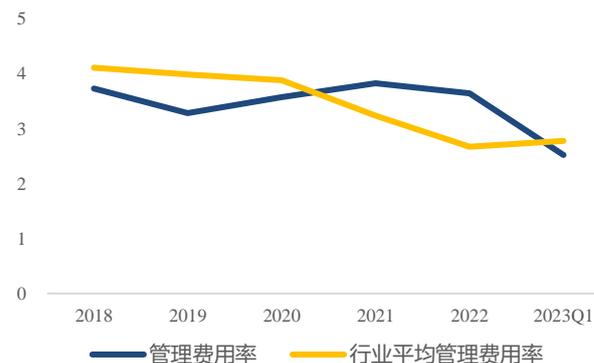
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

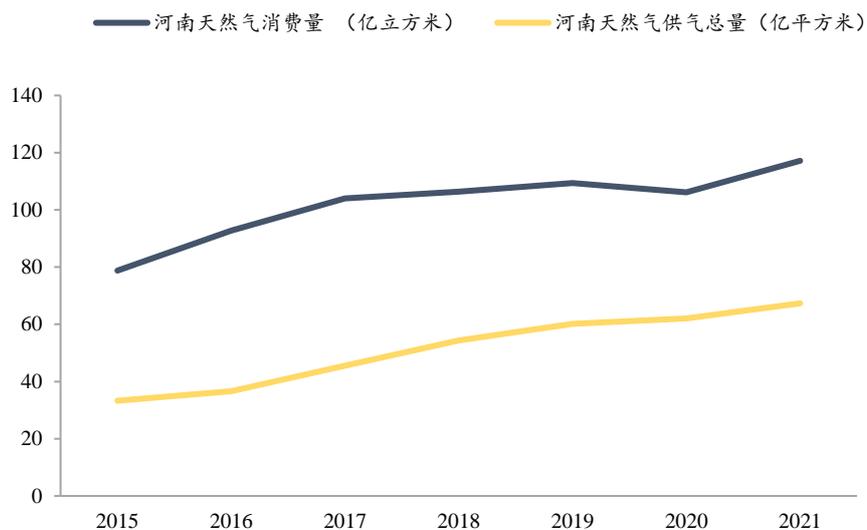
气源稳定互相补济，长输管道提供保障，产业链中下游一体化。中游保证下游供应、稳定下游成本，下游促进中游需求。公司目前与多家天然气供应商签订了天然气采购协议，除了稳定采购来自中石油获得的西气东输一线、西气东输二线气源外，还与中石化、安彩能源、中联煤层气、中裕能源、新奥能源等签署了天然气采购协议，具有显著的气源稳定优势。同时，公司拥有的天然气输送管道中，豫南支线与南驻支线已对接于驻马店分输站，使公司能将西气东输一线气源和西气东输二线气源进行互补互济，有利于保

障沿线供气的安全性和可靠性；博薛支线与豫南支线在薛店分输站实现对接，从而使公司长输管道覆盖区域自豫南地区扩展至豫北、豫中地区，为公司增加了来自山西煤层气的气源；同时公司通过中石化中原天然气有限责任公司的中原-开封输气管道、河南省发展燃气有限公司的中薛线管道向中石化采购天然气。各大气源互补互济，实现了河南省南北区域天然气管道的互连互通，扩大了公司天然气销售市场，提升了公司市场地位。因此，公司从事的天然气中游长输管道和下游城市燃气业务，中游长输管道业务为下游城市燃气业务提供稳定的气源保障，有利于下游市场的培育和拓展；下游城市燃气业务促进和扩大了天然气市场，进一步提升了公司天然气销售总量，为中游长输管道业务提供了的市场需求，体现了中下游一体化的运营模式，巩固并增加了公司在省内的行业地位和整体竞争优势。

区域先发占优势，特许经营稳发展。公司豫南支线于 2004 年 8 月建成通气，途经郑州、许昌、漯河、驻马店并辐射平顶山、信阳等地区。由于最先在该区域建设天然气支干线，公司在河南省南部拥有一批成熟的天然气用户，公司在天然气长输管道业务领域具有区域先发优势。基于天然气管道运输行业的自然垄断特性和目前的市场分割特点，其他竞争者进入相关区域天然气长输业务市场的难度较大。公司南驻支线于 2011 年 6 月建成通气，与豫南支线在驻马店分输站对接，公司形成了由西气东输一线、西气东输二线双气源构成的互联互通的长输管网系统，从而巩固了公司在河南省南部的先发优势。同时公司博薛支线、许禹支线的建成使公司长输管网覆盖区域延伸至豫中、豫北地区。天然气作为一种公共产品，虽然产品和服务的价格受到政府监管和调控，但其收益稳定并可持续，公司将随着区域内天然气需求量的不断增长而获得持续稳定的发展。并且，根据《城市燃气管理办法》规定：用管道供应城市燃气的，实行区域性统一经营。子公司豫南燃气、新郑蓝天、新长燃气、长葛蓝天、万发能源，这五家城市燃气子公司在各自特许经营区域内都将独家经营城市管道燃气业务。

优质生产装备助力公司发展。公司拥有的豫南支线、南驻支线、博薛支线、许禹支线使用螺旋焊缝埋弧焊天然气输送专用钢管，引进美国的气液联动机构、球阀、调压器、德国的涡轮流量计；同时配备先进的自动化调 2022 年年度报告 14 / 189 度与管理系统。先进的自动化调度与管理系统将所有组件无缝地连成一体，动态显示输气支线各主要设备的状态、主要现场数据，实时、综合的反映复杂的动态生产过程。公司调度控制中心利用先进的自动化调度与管理系统完成了对豫南支线、南驻支线、博薛支线、许禹支线的监视、控制和生产管理。先进的控制方案和生产设备及高效的监控管理软件等保证了整个输气系统安全、连续及高效运行，从而降低运营成本，提高企业效益。

图8：2015-2021年河南天然气消费量与供气总量（亿立方米）



数据来源：Wind，中国能源统计年鉴，东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

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)),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>