

固收点评 20230225

爱玛转债：电动自行车行业龙头企业

关键词：#规模经济

事件

- **爱玛转债 (113666.SH) 于 2023 年 2 月 23 日开始网上申购：**总发行规模为 20.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于丽水爱玛车业科技有限公司新能源智慧出行项目（一期）和爱玛科技集团股份有限公司营销网络升级项目。
- **当前债底估值为 89.69 元，YTM 为 2.41%。**爱玛转债存续期为 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：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，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 4.32%（2023-02-21）计算，纯债价值为 89.69 元，纯债对应的 YTM 为 2.41%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 99.64 元，平价溢价率为 0.36%。**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 2023 年 09 月 01 日至 2029 年 02 月 22 日。初始转股价 61.29 元/股，正股爱玛科技 2 月 21 日的收盘价为 61.07 元，对应的转换平价为 99.64 元，平价溢价率为 0.36%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 5.37%。**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 61.29 元计算，转债发行 20.00 亿元对总股本稀释率为 5.37%，对流通盘的稀释率为 18.25%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计爱玛转债上市首日价格在 120.81~134.45 元之间，我们预计中签率为 0.0050%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到爱玛转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 28%左右，对应的上市价格在 120.81~134.45 元之间。我们预计网上中签率为 0.0050%，建议积极申购。
- **爱玛科技集团股份有限公司是一家行业领先的电动两轮车制造商。**主要经营电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车等产品的研发、生产及销售。
- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 18.56%。**公司 2021 年实现营业收入 153.99 亿元，同比增加 19.33%，实现归母净利润 6.64 亿元，同比增加 10.94%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“几字型”波动，2017-2021 年复合增速为 18.56%。与此同时，归母净利润也持续增长，2017-2021 年复合增速为 26.08%。
- **公司的主要营收构成稳定，电动自行车与电动两轮摩托车贡献主要营收。**2019-2021 年公司电动自行车和电动两轮摩托车占营业收入的比例分别为 92.65%、91.92%和 91.22%。
- **公司销售净利率和毛利率波动上升，销售费用率和管理费用率下降。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 3.38%、4.79%、4.99%、4.73%和 4.34%，销售毛利率分别为 13.05%、13.12%、13.68%、11.42%和 11.72%。2020 年毛利率大幅下降的原因系公司为应对市场竞争增加促销车型比重。
- **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。

2023 年 02 月 25 日

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

《商业银行《征求意见稿》实施，城投债、产业债及二级资本债是否迎来机会？》

2023-02-24

《2023 年度策略可转债篇——不拒细壤，能就其高》

2023-02-21

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	12

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2018-2020 年经销商数量 (家)	11
图 9:	2018-2020 年电动自行车销量 (万辆) 及市占率	11
图 10:	2018-2021 年电动自行车产量及单位成本 (元/辆)	12
表 1:	爱玛转债发行认购时间表	4
表 2:	爱玛转债基本条款	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:	相对价值法预测爱玛转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	公司正在从事的主要研究项目 (整车方面)	10
表 7:	公司正在从事的主要研究项目 (零部件方面)	11

1. 转债基本信息

表1: 爱玛转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-02-21	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-02-22	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-02-23	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日(缴付足额资金); 网上申购日(无需缴付申购资金);
T+1	2023-02-24	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-02-27	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-02-28	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	2023-03-01	《刊登发行结果公告》; 向发行人划付募集资金

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表2: 爱玛转债基本条款

转债名称	爱玛转债	正股名称	爱玛科技
转债代码	113666.SH	正股代码	603529.SH
发行规模	20.00 亿元	正股行业	汽车-摩托车及其他-其他运输设备
存续期	2023 年 02 月 23 日至 2029 年 02 月 22 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	61.29 元	转股期	2023 年 09 月 01 日至 2029 年 02 月 22 日
票面利率	0.3%,0.5%,1.0%,1.5%,1.8%,2.0%.		
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
丽水爱玛车业科技有限公司新能源智慧出行项目 (一期)	200,008.40	150,000.00
爱玛科技集团股份有限公司营销网络升级项目	53,592.60	50,000.00
合计	253,601.00	200,000.00

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	89.69 元	转换平价 (以 2023/2/21 收盘价)	99.64 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	11.49%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	0.36%
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 89.69 元, YTM 为 2.41%。爱玛转债存续期为 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: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%, 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 4.32% (2023-02-21) 计算, 纯债价值为 89.69 元, 纯债对应的 YTM 为 2.41%, 债底保护一般。

当前转换平价为 99.64 元, 平价溢价率为 0.36%。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 2023 年 09 月 01 日至 2029 年 02 月 22 日。初始转股价 61.29 元/股, 正股爱玛科技 2 月 21 日的收盘价为 61.07 元, 对应的转换平价为 99.64 元, 平价溢价率为 0.36%。

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 5.37%。按初始转股价 61.29 元计算, 转债发行 20.00 亿元对总股本稀释率为 5.37%, 对流通盘的稀释率为 18.25%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计爱玛转债上市首日价格在 120.81~134.45 元之间。按爱玛科技 2023 年 2 月 21 日收盘价测算, 当前转换平价为 99.64 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的贵轮转债 (转换平价 108.48 元, 评级 AA, 发行规模 18.00 亿元)、精工转债 (转换平价 83.47 元, 评级 AA, 发行规模 20.00 亿元)、麒麟转债 (转换平价 102.88 元, 评级 AA, 发行规模 21.99 亿元), 2 月 21 日转股溢价率

分别为 19.10%、42.59%、31.88%。

2) 参考近期上市的恒锋转债(上市日转换平价 109.10 元)、声迅转债(上市日转换平价 109.07 元)、睿创转债(上市日转换平价 119.86 元), 上市当日转股溢价率分别为 44.18%、44.22%、20.71%。

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, 汽车行业的转股溢价率为 15.96%, 中债企业债到期收益为 4.32%, 2022 年三季报显示爱玛科技前十大股东持股比例为 81.53%, 2023 年 2 月 21 日中证转债成交额为 64,555,231,733 元, 取对数得 24.89。因此, 可以计算出爱玛转债上市首日转股溢价率为 25.45%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到爱玛转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 28%左右, 对应的上市价格在 120.81~134.45 元之间。

表5: 相对价值法预测爱玛转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		23.00%	25.00%	28.00%	31.00%	33.00%
-5%	58.02	116.43	118.32	121.16	124.00	125.90
-3%	59.24	118.88	120.81	123.71	126.61	128.55
2023/2/21 收盘价	61.07	122.56	124.55	127.54	130.53	132.52
3%	62.90	126.24	128.29	131.37	134.45	136.50
5%	64.12	128.69	130.78	133.92	137.06	139.15

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 **74.46%**。爱玛科技的前十大股东合计持股比例为 81.53% (2022/09/30), 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 74.46%。

我们预计中签率为 **0.0050%**。爱玛转债发行总额为 20.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 74.46%, 剩余网上投资者可申购金额为 5.11 亿元。爱玛转债仅设置网上发行, 近期发行的百畅转债(评级 A+, 规模 4.20 亿元)网上申购数约 1003.78 万户, 精锻转债(评级 AA-, 规模 9.80 亿元)1026.88 万户, 天 23 转债(评级 AA, 规模 88.64751 亿元)1012.06 万户。我们预计爱玛转债网上有效申购户数为 1014.24 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0050%。

3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

电动自行车行业龙头，过硬品质及高效营销塑造良好品牌形象。爱玛科技集团股份有限公司是一家行业领先的电动两轮车制造商，主要经营电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车等产品的研发、生产及销售。以研发创新、质量稳定作为立足之本，公司在车架生产方面采用一流的电泳技术；在涂装方面设立无尘涂装车间并采用阴极电泳工艺；在其他核心零部件方面与业内领先的供应商合作；在整车制造及检验方面通过首检、自检、互检、抽检及专检的“五检制”来保证品质。公司致力于品牌的塑造与推广，“科技与时尚”的主张获得广大消费者认可。公司充分利用品牌影响力，通过整合供应链及营销网络，实现线下线上双渠道高效率营销，市场占有率领先行业，是电动两轮车行业龙头企业之一。

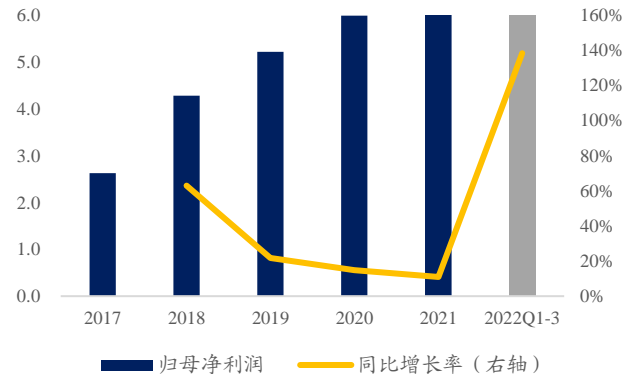
2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为18.56%。公司2021年实现营业收入153.99亿元，同比增加19.33%，实现归母净利润6.64亿元，同比增加10.94%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“几字型”波动，2017-2021年复合增速为18.56%。与此同时，归母净利润也持续增长，2017-2021年复合增速为26.08%。

图1：2017-2022Q1-3 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

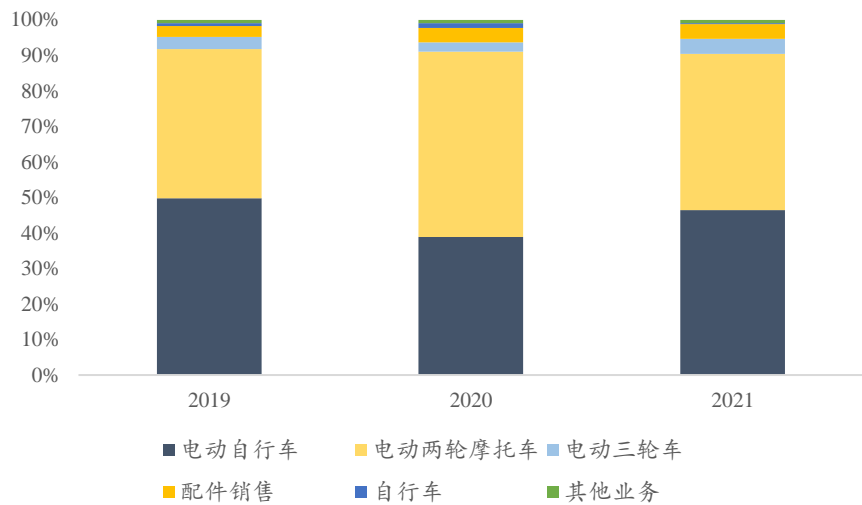
图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成稳定，电动自行车与电动两轮摩托车贡献主要营收。2019-2021年公司电动自行车和电动两轮摩托车占营业收入的比例分别为92.65%、91.92%和91.22%。2019年电动自行车《新国标》实施，禁止企业生产适用《旧国标》的豪华款电动自行车，进而外观更接近于豪华款电动自行车的电动两轮摩托车的需求大幅增加，公司逐步加大对电动两轮摩托车的研发和生产，电动两轮摩托车的营收占比有所上升。

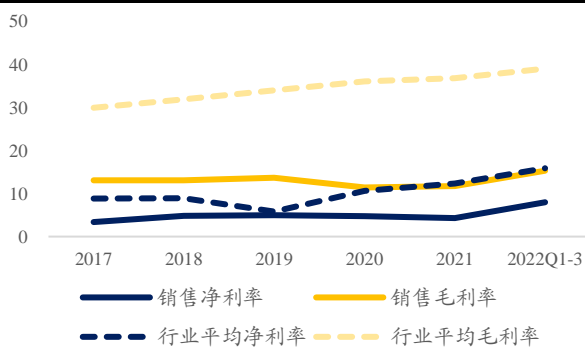
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

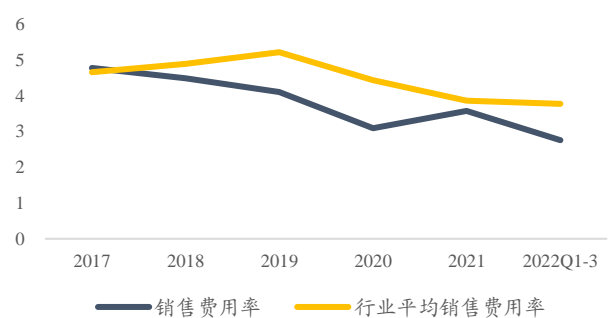
公司销售净利率和毛利率波动上升,销售费用率和管理费用率下降。2017-2021 年,公司销售净利率分别为 3.38%、4.79%、4.99%、4.73%和 4.34%,销售毛利率分别为 13.05%、13.12%、13.68%、11.42%和 11.72%。2020 年毛利率大幅下降的原因系公司为应对市场竞争增加促销车型比重。公司费用管控能力不断增强,销售费用率和管理费用低于行业平均水平且下降趋势明显,得益于公司销售费用管控较为严格及等共享管理模式较为先进,净利率整体上呈现出了稳定上升的态势。

图4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



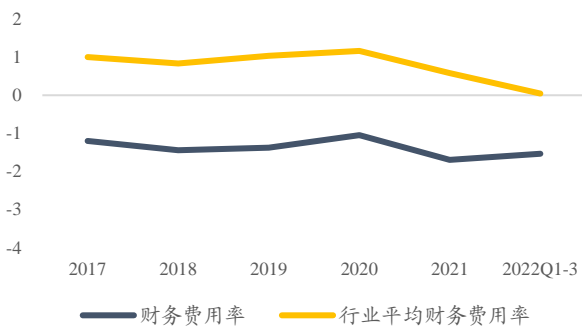
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



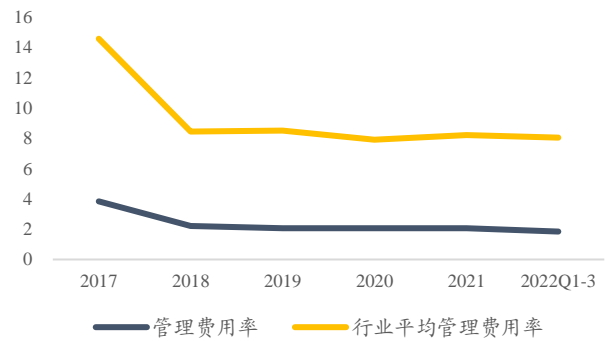
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q1-3 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

用户需求导向, 创新驱动发展。公司坚持创新驱动发展, 以用户需求为导向, 不断探索新技术、新材料的引进与应用, 改进现有生产技术及工艺, 提高产品性能和附加值。公司具有多样化的产品开发创新能力, 车型种类丰富, 满足不同消费群体对于安全骑行、时尚和个性彰显的追求。在外观设计方面, 公司坚持“科技与时尚”的品牌主张, 与中国色彩时尚方面的权威机构—中国流行色协会进行合作, 取得了多项原创设计成果, 产品在车身造型、喷漆质感、色彩搭配等方面在行业内处于领先地位。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司在境内已取得专利超过 1000 项, 其中外观设计 898 项, 实用新型 398 项, 发明专利 13 项; 主持或参与制定国家标准、行业标准 12 项, 科研成果、专利授权数量不断增加。

表6: 公司正在从事的主要研究项目 (整车方面)

序号	产品类型	车型	研发进程	研发内容及研发目标
1	电动自行车	A10	试生产阶段	自主设计车型新国标的长里程锂电跨界车
2	电动自行车	A2	试生产阶段	简洁、方便、美观时尚骨架国标车型, 高亮一体组合灯
3	电动自行车	R281	试生产阶段	自主设计车型迭代升级, 电续航里程长、能量消耗低
4	电动自行车	X12	试生产阶段	时尚潮流运动酷车, 智能互联, 双碟制动, 舒适人机调校
5	电动摩托车	R560-X14	试生产阶段	自主研发全新跨骑品类超级酷车, 专为玩车的年轻人打造
6	电动摩托车	A9	数据阶段	自主设计高速电摩, 填补高速电摩空白
7	电动自行车	A108	试生产阶段	自主开发设计, 豪华科技, 续行里程长, 舒适人机调校
8	电动自行车	W191	试生产阶段	自主设计, 外观科技时尚, 续行里程长, 舒适人机调校
9	电动摩托车	HWS	试生产阶段	自主研发车型, 动力强劲, 续行里程长, 智能化设计
10	电动自行车	X8	试生产阶段	自主研发全新品类骨架酷车, 造型前卫, 运动感十足
11	电动自行车	X22	试生产阶段	自主研发车型, 骨架感十足, 动力强劲, 续行里程长
12	电动自行车	F10	待量产	自主研发车型, 骨架感十足, 动力强劲, 续行里程长
13	电动自行车	F2	试生产阶段	简洁、方便、时尚国标车型, 一体组合灯
14	电动自行车	F6	数据阶段	自主研发功能款车型, 满足用户日常使用需求
15	电动自行车	A107	模具阶段	自主研发车型, 外观时尚, 舒适人机, 适用年轻群体
16	电动自行车	A118	模具阶段	自主研发车型, 续行里程长, 外观时尚, 舒适人机调校
17	电动自行车	F108	模具阶段	自主研发车型, 外观时尚, 续行里程长。适用年轻群体
18	电动正三轮	摩托车 FL-G010	试生产阶段	全新设计自主开发, 高光大灯, 前挡风, 950长车厢, 后车厢可折叠, 载人载物便捷切换
19	电动正三轮	轻便摩托车 MK-3201	试生产阶段	全新设计自主开发, 透镜大灯 LED 仪表, 可推拉座椅
20	电动正三轮	摩托车 XHT-5304	试生产阶段	全新设计自主开发, 大空间人机尺寸, 2米双排H系车型
21	电动正三轮	摩托车 TK-G009	试生产阶段	全新设计自主开发货运三轮车, 霸气外观, 动力十足, 多种电气配置可供选择
22	电动正三轮	轻便摩托车 SM-D4003	试生产阶段	自主派生车型, 由SM挡风改为豪华高档风, 造型美观
23	电动正三轮	轻便摩托车 LN-Q3	试生产阶段	全新自主开发设计, LN 鼓刹版, 造型新颖小巧可爱, 适合女性骑行, 可选装宝宝座椅, 三人轻松承载
24	电动正三轮	轻便摩托车 LN-Q1	试生产阶段	自主派生车型, LN 基础更改前面板, 造型新颖小巧可爱, 突显爱玛元素
25	电动正三轮	轻便摩托车 MN-3202	BOM 阶段	自主开发设计, M 系列造型推拉款, 整车简约不简单
26	电动正三轮	摩托车 XY	样车阶段	自主开发车型, 分为高低挡风两个配置, 超大人机尺寸

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

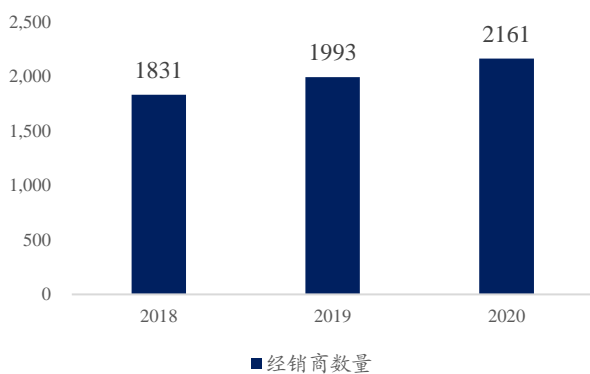
表7: 公司正在从事的主要研究项目（零部件方面）

序号	研发方向	研发项目	研发进程	研发内容及研发目标
1	智能化	蓝牙头盔优化	开发完成, 即将小批试产	实现头盔手机与车辆连接, 车辆刹车灯以及转向灯同步到头盔上, 增加行车安全性。同时通过语音可以控制手机完成电话, 听歌等操作
2	功能化	多功能开关	功能设计完毕, 样品制作	目前整车功能需求越来越多, 开关数量不够, 很多开关需要复用, 增加用户体验
3	智能化	多功能仪表项目	功能需求完成, UI设计中	TFT 仪表, 内置安卓系统, 可以与手机连接同时与手机互联提升用户体验
4	智能化	铅酸 bms	功能设计完毕, 样品制作中	铅酸电池电量显示是行业难题, 困扰用户出行, 无法预估里程。通过对电池充放电监控, 精确显示电池电量
5	动力性能提升	凸极电机	开发完成, 即将小批试产	电机磁钢改为间贴, 增加凸极率, 降低电机转速, 提升电机扭矩, 提升低速效率

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

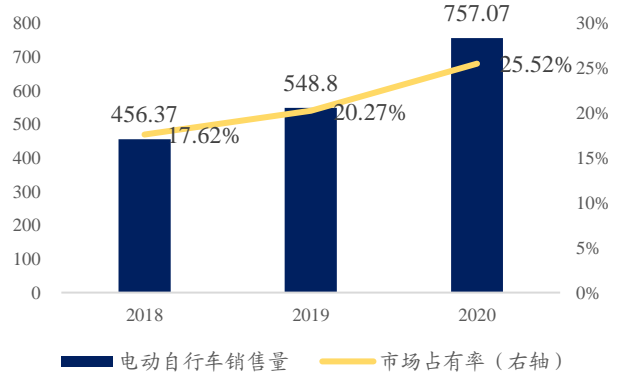
渠道建设战略, 提升市占率。公司坚持厂商价值一体化, 持续将渠道建设作为重点战略, 构建广覆盖、高效率的经销网络体系, 提高公司产品的渗透率和覆盖面。一方面公司延续渠道下沉策略, 加强城市社区和乡镇的网点建设, 增加终端店面数量; 另一方面, 公司建立有进有出、优胜劣汰的分级动态渠道管理制度, 确保公司渠道体系的活力和良性发展。截至 2022 年 6 月末, 公司经销商超 2,000 家。通过线上线下相结合的方式对经销商、门店经理及产品导购进行培训赋能, 通过门店数字化和新线上零售平台搭建, 实施全渠道营销数智化升级, 公司全面提升门店运营效能, 借助品牌优势提升市占率。

图8: 2018-2020 年经销商数量 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

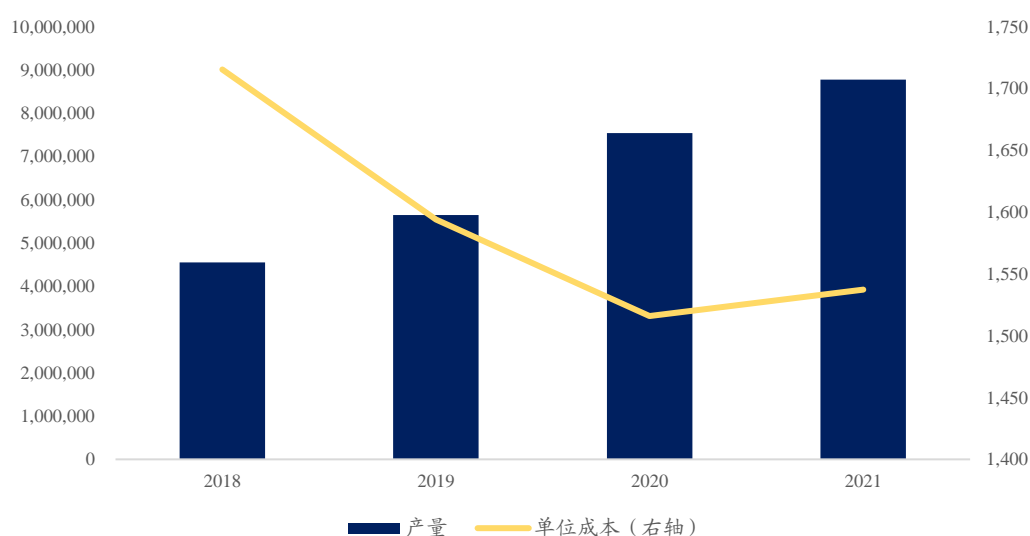
图9: 2018-2020 年电动自行车销量 (万辆) 及市占率



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

产销量行业领先，规模优势明显。公司凭借优良的产品品质、庞大的经销体系和较高的品牌美誉度成为国内电动两轮车行业龙头之一，更大的规模使得公司与经销商、供应商能够保持更加紧密的合作关系。公司在向供应商集中采购时拥有极大的议价能力，有利于原材料价格稳定，并获得有利账期；公司向经销商销售时一般采用款到发货的模式，获得非常稳定的现金流。同时，更大的生产规模能够使得公司在生产制造方面实现更低的单车成本。此外，随着公司产销量规模扩大，公司具备足够的资源和研发实力，不断改进生产流程和工艺，提升产品性能、提高生产效率，进一步提升规模效应和成本竞争优势。领先的生产规模，让公司在市场竞争中实现竞争对手难以比拟的效率和成本优势。

图10：2018-2021年电动自行车产量及单位成本（元/辆）



数据来源：公司年报，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>

