

固收点评 20230303

中旗转债：人造石英石龙头企业

2023年03月03日

事件

- **中旗转债(127081.SZ)于2023年3月3日开始网上申购**：总发行规模为5.40亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于罗城硅晶新材料研发开发制造一体化（一期）项目。
- **当前债底估值为69.6元，YTM为2.61%**。中旗转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为A+/A+，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%、1.60%、2.00%、2.80%，公司到期赎回价格为票面面值的111.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率9.13%（2023-03-02）计算，纯债价值为69.60元，纯债对应的YTM为2.61%，债底保护一般。
- **当前转换平价为102.1元，平价溢价率为-2.07%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即2023年9月11日至2029年3月2日。初始转股价30.27元/股，正股中旗新材3月2日的收盘价为30.91元，对应的转换平价为102.11元，平价溢价率为-2.07%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为13.15%**。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30.27元计算，转债发行5.40亿元对总股本稀释率为13.15%，对流通盘的稀释率为24.25%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计中旗转债上市首日价格在117.87~131.47元之间，我们预计中签率为0.0016%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到中旗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22%左右，对应的上市价格在117.87-131.47元之间。我们预计网上中签率为0.0016%，建议积极申购。
- **中旗新材料有限公司主要从事人造石英石装饰材料的研发、生产、销售和服务**。主要产品是石英石板材料和人造石英石平台，产品广泛应用于厨房、卫浴、酒店、商场等室内建筑装饰装修领域。
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为7.54%**。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈“V型”波动，2017-2021年复合增速为7.54%。2021年，公司实现营收7.25亿，同比增加30.59%。与此同时，归母净利润也呈现稳步增长态势，2017-2021年复合增速为15.54%。2021年实现归母净利润1.41亿元，同比增加3.44%。
- **公司的主要营收构成稳定，板材、台面为主要营收来源**。2019-2022Q1-3，板材收入占主营业务收入的比重为67.21%、68.06%、68.88%和62.35%。台面收入占主营业务收入的比重为32.42%、31.57%、30.85%和37.46%。台面收入占主营业务比重2021年有所上升。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率先降后升**。2017-2021年，公司销售净利率分别为14.63%、15.27%、20.57%、24.60%和19.49%，销售毛利率分别为33.00%、29.45%、36.70%、37.82%和29.43%。2021年公司净利率、毛利率下降主要受原材料价格上升与人工成本上升影响。
- **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

《精测转2：平面显示信号测试领先企业》

2023-03-01

《反脆弱：股东配售可转债趋势如何演化？》

2023-02-26

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: | 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: | 2015-2021 年建筑装饰行业总产值 (万亿元) | 10 |
| 图 9: | 2015-2021 年商品房累计销售额 (亿元) | 10 |
| 表 1: | 中旗转债发行认购时间表 | 4 |
| 表 2: | 中旗转债基本条款 | 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: | 相对价值法预测中旗转债上市价格 (单位: 元) | 6 |
| 表 6: | 中旗新材部分专利情况 | 11 |

1. 转债基本信息

表1: 中旗转债发行认购时间表

| 时间 | 日期 | 发行安排 |
|-----|------------|---|
| T-2 | 2023-03-01 | 1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 |
| T-1 | 2023-03-02 | 1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 |
| T | 2023-03-03 | 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 | 2023-03-06 | 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 | 2023-03-07 | 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 | 2023-03-08 | 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 | 2023-03-09 | 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: 中旗转债基本条款

| | | | |
|--------|--|-----------|------------------------------------|
| 转债名称 | 中旗转债 | 正股名称 | 中旗新材 |
| 转债代码 | 127081.SZ | 正股代码 | 001212.SZ |
| 发行规模 | 5.40 亿元 | 正股行业 | 建筑材料-装修建材-其他建材 |
| 存续期 | 2023 年 03 月 03 日至 2029 年 03 月 02 日 | 主体评级/债项评级 | A+/A+ |
| 转股价 | 30.27 元 | 转股期 | 2023 年 09 月 11 日至 2029 年 03 月 02 日 |
| 票面利率 | 0.30%,0.50%,1.00%,1.60%,2.00%,2.80%. | | |
| 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 111%（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 |
|----------------------------|------------------|------------------|
| 罗城硅晶新材料研发开发制造一体化项目 (一期) | 54,000.00 | 54,000.00 |
| 合计 | 54,000.00 | 54,000.00 |

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 | 69.60 元 | 转换平价 (以 2022/03/02 收盘价) | 102.11 元 |
| 纯债溢价率 (以面值 100 计算) | 43.68% | 平价溢价率 (以面值 100 计算) | -2.07% |
| | 2.61% | | |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 69.60 元, YTM 为 2.61%。中旗转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估有限公司资信评级为 A+/A+, 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%、1.60%、2.00%、2.80%, 公司到期赎回价格为票面面值的 111.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 9.13% (2023-03-02) 计算, 纯债价值为 69.60 元, 纯债对应的 YTM 为 2.61%, 债底保护一般。

当前转换平价为 102.1 元, 平价溢价率为 -2.07%。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 11 日至 2029 年 03 月 02 日。初始转股价 30.27 元/股, 正股中旗新材 3 月 2 日的收盘价为 30.91 元, 对应的转换平价为 102.11 元, 平价溢价率为 -2.07%。

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 13.15%。按初始转股价 30.27 元计算, 转债发行 5.40 亿元对总股本稀释率为 13.15%, 对流通盘的稀释率为 24.25%, 对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计中旗转债上市首日价格在 117.89-131.47 元之间。按中旗新材 2023 年 3 月 2 日收盘价测算, 当前转换平价为 102.11 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的微芯转债 (转换平价 94.05 元, 评级 A+, 发行规模 5.00 亿元)、华锐转债 (转换平价 85.56 元, 评级 A+, 发行规模 4.00 亿元)、申昊转债 (转换平价 80.45 元, 评级 A+, 发行规模 5.50 亿元), 3 月 2 日转股溢价率分别为 35.39%、49.70%、48.22%。

2) 参考近期上市的声讯转债(上市日转换平价 109.07 元)、睿创转债(上市日转换平价 119.86 元)、三房转债(上市日转换平价 98.42 元), 上市当日转股溢价率分别为 44.22%, 20.71%, 21.93%。

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, 建筑材料行业的转股溢价率为 26.14%, 中债企业债到期收益为 9.13%, 2022 年三季报显示中旗新材前十大股东持股比例为 67.16%, 2023 年 3 月日中证转债成交额为 61,338,315,577 元, 取对数得 24.84。因此, 可以计算出中旗转债上市首日转股溢价率为 21.03%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到中旗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 22%左右, 对应的上市价格在 117.87~131.47 元之间。

表5: 相对价值法预测中旗转债上市价格(单位: 元)

| 转股溢价率/正股价 | | 17.00% | 19.00% | 22.00% | 25.00% | 27.00% |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -5% | 29.36 | 111.50 | 115.44 | 118.35 | 121.26 | 123.20 |
| -3% | 29.98 | 115.89 | 117.87 | 120.84 | 123.81 | 125.79 |
| 2023/03/02 收盘价 | 30.91 | 119.47 | 121.52 | 124.58 | 127.64 | 129.69 |
| 3% | 31.84 | 123.06 | 125.16 | 128.32 | 131.47 | 133.58 |
| 5% | 32.46 | 125.45 | 127.59 | 130.81 | 134.03 | 136.17 |

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 **70.15%**。中旗新材的前十大股东合计持股比例为 67.16% (2022/9/30), 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 70.15%。

我们预计中签率为 **0.0016%**。中旗转债发行总额为 5.40 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 70.15%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.61 亿元。中旗转债仅设置网上发行, 近期发行的爱玛转债(评级 AA, 规模 7.70 亿元)网上申购数约 1010.16 万户, 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 9.8 亿元)网上申购数约 1026.88 万户。我们预计中旗转债网上有效申购户数为 1013.61 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0016%。

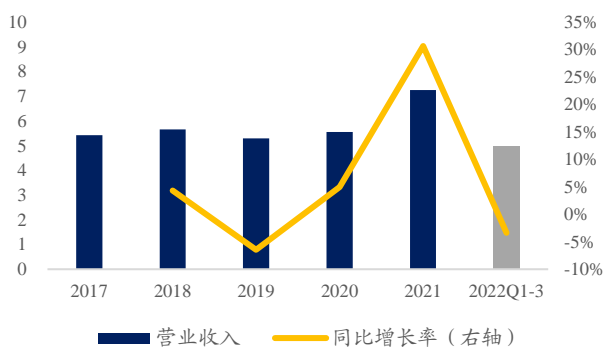
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

中旗新材是一家专业从事人造石英石装饰材料的研发、生产、销售和服务的高新技术企业，主要产品是人造石英石板材和人造石英石台面，产品广泛应用于厨房、卫浴、酒店、商场等室内建筑装饰装修领域。公司生产的人造石英石是广东省名牌产品，被全国工商联家具装饰业商会评为“中国厨柜行业质量诚信建设体系台面首选品牌”。公司成立以来，生产管理规范运营，依靠优质的产品和服务，积累了一批优质的客户群，成为国内主要知名定制家居、厨卫和国外石英石品牌企业的供应商，并进入万科集团、金茂集团、融创集团等国内知名企业的供应商体系。

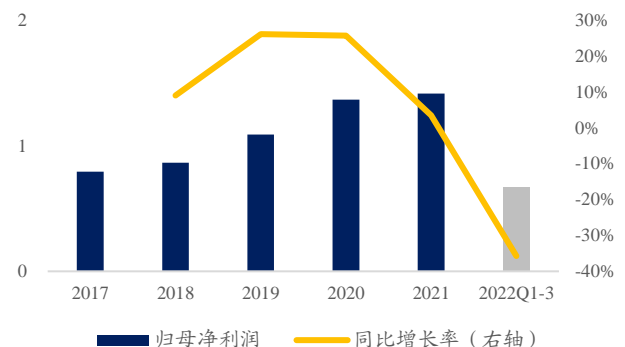
2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为7.54%。公司2021年实现营业收入7.25亿元，同比增加30.59%，实现归母净利润1.41亿元，同比增加3.44%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2017-2021年复合增速为7.54%，同比增长率呈“V”型波动。与此同时，归母净利润也呈现稳步增长态势，2017-2021年复合增速为15.54%。其中，2021年、2022年归母净利润增速下滑是因为原材料成本占营业成本的比例较高，对成本和利润产生重要影响，2021年公司主要原材料树脂的采购价格较2020年上升36.67%，且2022年上半年为家具企业淡季，加之疫情和房地产影响，上半年市场需求有所下滑，公司产能利用率季节性不足导致单位人工成本和制造费用有所上升，最终导致归母净利润的下降。

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

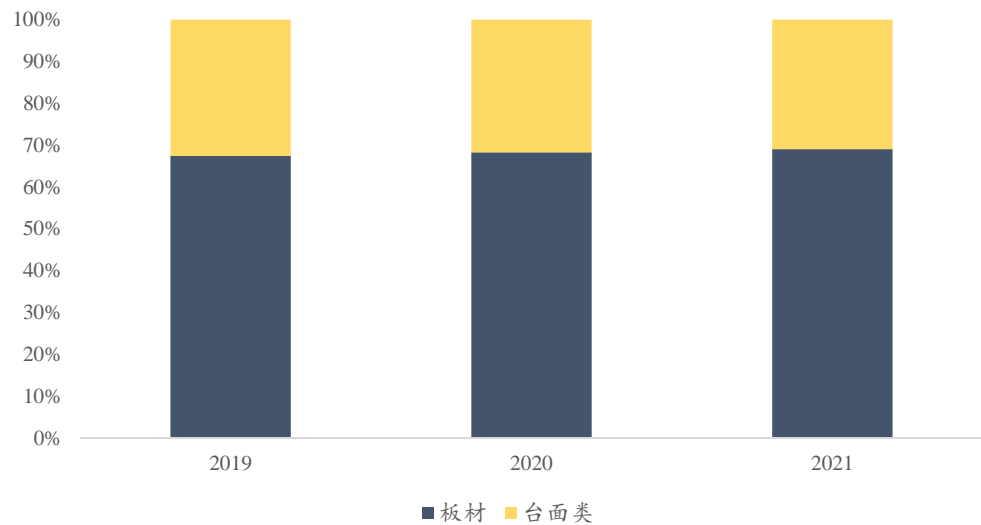
图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



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，板材、台面为主要营收来源。2019-2022Q1-3，板材收入占主营业务收入的比重为67.21%、68.06%、68.88%和62.35%。台面收入占主营业务收入的比重为32.42%、31.57%、30.85%和37.46%。台面为终端产品，由板材加工而成，应用于厨房、卫浴等。2022年1月-6月，板材收入占比有所下降，台面占比有所上升，公司不断开拓台面市场，委外台面销售收入占比上升所致。

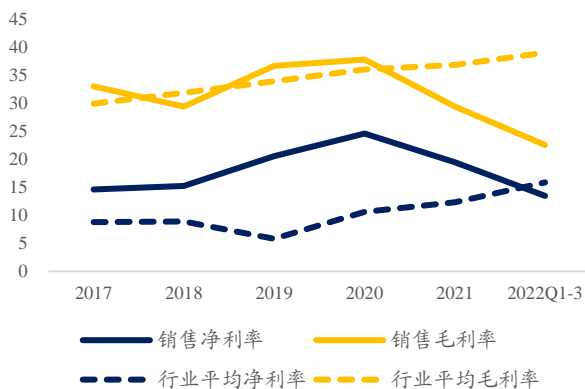
图3：2019-2021 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

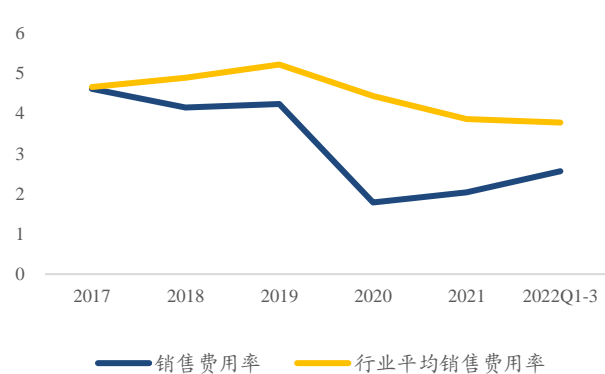
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率先降后升。2017-2021 年，公司销售净利率分别 14.63%、15.27%、20.57%、24.60%和 19.49%，销售毛利率分别为 33.00%、29.45%、36.70%、37.82%和 29.43%。2020 年受原材料价格下降、疫情期间企业减免交养老金等社保以及出口产品征税差等影响，板材和台面毛利率均有所上升。2021 年，受原材料价格及人工成本上升的影响，板材和台面毛利率有所下降。报告期内，销售费用先下降后增长，2020 年执行新收入准则，将装卸运输费重分类至营业成本，剔除装卸运输费，随着业务规模扩大，销售费用逐年增长。财务费用呈下降趋势，2019 年至 2021 年，因美元贬值，公司形成汇兑损失分别为 135.87 万元、315.95 万元和 254.59 万元；公司管理费用保持平稳，主要由职工薪酬、中介机构费及办公招待费等构成。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



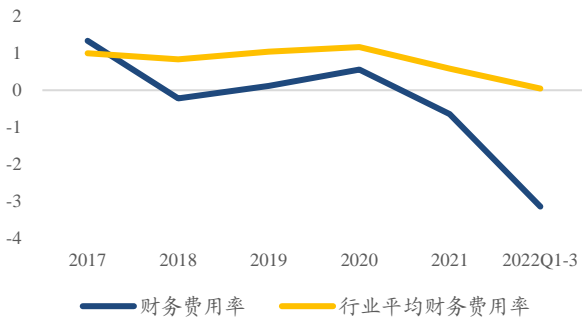
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



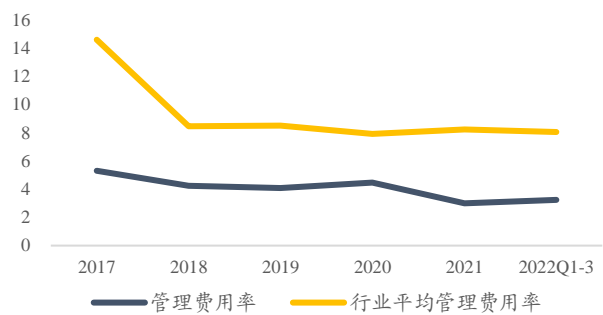
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

人造石英石概念。公司是人造石英石国家行业标准的主编单位，是专业从事人造石英石装饰材料研发、生产、销售和服务的高新技术企业。公司经过发展与沉淀在国家定制家居市场形成了良好品牌形象与较高市场美誉度，公司已成为索菲亚、欧派家居、尚品宅配、志邦家居、科勒中国等一线家居品牌的主要人造石英石面材供应商；在国际市场上公司人造石产品的市场竞争力也日益彰显，公司已获得美国杜邦、LG 集团、乐天集团等国际巨头的认可并成为其在水晶石英石领域重要的供应商之一。公司是《建筑装饰用人造石英石板（JG/T 463-2014）》的主编单位，是《树脂型合成石板材（GB/T 35157-2017）》、《合成石材试验方法盐雾老化测试（GB/T35464-2017）》等多个国家及行业标准的参编单位，推动了我国人造石英石行业的规范发展。

产品优势，自主研发生产线。公司经过多年的研究探索和经验总结，在原材料使用上，对不饱和聚酯树脂选定了标准化的性能参数标准，即针对不同系列产品均有对应的不饱和树脂选用的核心性能指标的专用标准；并对生产投料前的石英填料必须经过色选、磁选、粒径筛选、均化四道工序。且公司自主研发的自动化生产线，是业内少数可向客户提供从 2440mm*750mm 到 3200mm*1800mm 不同规格石英石板材的企业，满足了客户对不同尺寸板材应用的产品需求。另外，公司以高于国家标准的要求对产品实行严格的质量控制，对产品实行全流程、多方位的多重检验模式，以确保产品在美观、环保、耐用等方面符合客户要求，公司管理体系陆续通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系认证。

研发优势，获得多项专利。人造石英石作为新兴材料，一直处在不断的技术更新和

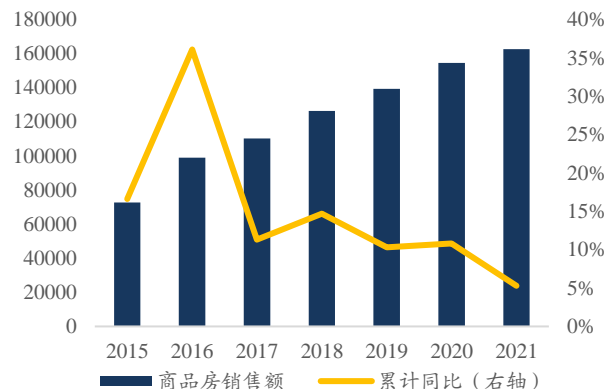
技术进步过程中，生产高品质的人造石英石产品需要较高的技术门槛。公司自成立以来一直关注并追踪人造石英石领域的技术发展，在材料性能、花色设计、自动化生产等领域建立起比较完善的研发体系并取得了一定的研发成果。公司是“国家高新技术企业”、“省级企业技术中心”、“广东省工程技术研究中心”。截至 2022 年 11 月 25 日，公司已获得发明专利 21 项，实用新型专利 58 项，计算机软件著作权 12 项。

图8：2015-2021 年建筑装饰行业总产值（万亿元）



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

图9：2015-2021 年商品房累计销售额（亿元）



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

表6: 中旗新材部分专利情况

| 序号 | 权利人 | 专利名称 | 专利号 | 专利类型 | 有效截止日期 |
|----|------|---|------------------|--------|------------|
| 1 | 中旗新材 | 一种以非天然矿物为主料的人造石及其制备方法 | ZL201811177886.1 | 发明专利 | 2038.10.10 |
| 2 | 中旗新材 | 一种双花纹人造石英石板材及其生产工艺 | ZL201410676107.8 | 发明专利 | 2034.11.21 |
| 3 | 中旗新材 | 一种压机线 | ZL201310311401.4 | 发明专利 | 2033.07.23 |
| 4 | 中旗新材 | 一种高冲击韧性人造石英石板材及制备方法 | ZL201310323218.6 | 发明专利 | 2033.07.29 |
| 5 | 中旗新材 | 一种人造石英石及其制备方法 | ZL201310325618.0 | 发明专利 | 2033.07.30 |
| 6 | 中旗新材 | 一种硅晶复合面板 | ZL201210296438.X | 发明专利 | 2032.08.20 |
| 7 | 中旗新材 | 一种以低熔玻璃粉增强性能的石英石及其制备方法 | ZL201910294686.2 | 发明专利 | 2041.10.15 |
| 8 | 中旗新材 | 一种仿天然石材花纹的玻璃石的制备工艺 | ZL202110640324.1 | 发明专利 | 2041.11.25 |
| 9 | 中旗新材 | 一种烧结型无机石英石板材及其生产工艺 | ZL201910983733.4 | 发明专利 | 2042.01.14 |
| 10 | 中旗新材 | artificial stone with glass as main material and its preparation method | US 11,124,453,B2 | 美国发明专利 | 2040.04.16 |
| 11 | 中旗新材 | 一种自然养护加气混凝土砌块生产工艺 | ZL201910294703.2 | 发明专利 | 2041.08.31 |
| 12 | 中旗新材 | 一种组合式家用石英石柜子 | ZL202111374922.5 | 发明专利 | 2042.06.03 |
| 13 | 中旗新材 | 一种喷粉布料系统 | ZL202111390674.3 | 发明专利 | 2042.08.02 |

数据来源: 募集说明书, 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>

