

固收点评 20231010

# 翔丰转债：国内先进的锂电池负极材料供应商

关键词：#产能扩张 #新需求、新政策

## 事件

- **翔丰转债（123225.SZ）于 2023 年 10 月 10 日开始网上申购：**总发行规模为 8.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于 6 万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目、研发中心建设项目和补充流动资金。
- **当前债底估值为 86.14 元，YTM 为 3.61%。**翔丰转债存续期为 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%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 118.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.27%（2023-09-28）计算，纯债价值为 86.14 元，纯债对应的 YTM 为 3.61%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 102.26 元，平价溢价率为 -2.21%。**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 04 月 16 日至 2029 年 10 月 09 日。初始转股价 33.63 元/股，正股翔丰华 9 月 28 日的收盘价为 34.39 元，对应的转换平价为 102.26 元，平价溢价率为 -2.21%
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 17.87%。**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 33.63 元计算，转债发行 8.00 亿元对总股本稀释率为 17.87%，对流通盘的稀释率为 19.64%，对股本有一定的摊薄压力。

## 观点

- 我们预计翔丰转债上市首日价格在 121.01~134.82 元之间，我们预计中签率为 0.0035%。综合可比标的以及实证结果，考虑到翔丰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 25% 左右，对应的上市价格在 121.01~134.82 元之间。预计网上中签率为 0.0035%，建议积极申购。
- 公司是一家从事锂离子电池负极材料的研发、生产和销售的高新技术企业，是国内先进的锂电池负极材料供应商。主要产品分为天然石墨和人造石墨两大类，产品应用于包括动、3C 消费电子和工业储能等锂离子电池领域。
- **2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 40.81%。**自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2018-2022 年复合增速为 40.81%。与此同时，归母净利润也不断增长，2018-2022 年复合增速为 27.10%。
- **公司营业收入主要来源于石墨负极材料，收入占比稳定。**2020 年以来，翔丰华石墨负极材料业务收入逐年增长，2020-2022 年石墨负极材料业务收入占主营业务收入比重分别为 97.84%/99.73%/99.28%，占比稳定。
- **公司销售净利率和毛利率稳中有降，销售费用率浮动较大、财务费用率逐年上升、管理费用率维稳。**2018-2022 年，公司销售净利率分别为 10.27%、9.56%、10.93%、8.87% 和 6.48%，销售毛利率分别为 22.13%、22.00%、28.79%、26.19% 和 19.78%。
- **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 10 月 10 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

《周观：如何解读三季度货币政策例会？（2023 年第 38 期）》  
2023-10-09

《绿色债券周度数据跟踪  
(20230925-20230929)》  
2023-09-30

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	3
2. 投资申购建议 .....	4
3. 正股基本面分析 .....	6
3.1 财务数据分析 .....	6
3.2 公司亮点 .....	8
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 2018-2023H1 营业收入及同比增速 (亿元) .....	6
图 2: 2018-2023H1 归母净利润及同比增速 (亿元) .....	6
图 3: 2020-2022 年营业收入构成 .....	7
图 4: 2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平 (%) .....	8
图 5: 2018-2023H1 销售费用率水平 (%) .....	8
图 6: 2018-2023H1 财务费用率水平 (%) .....	8
图 7: 2018-2023H1 管理费用率水平 (%) .....	8
图 8: 2018-2022 年三种类型锂电池出货量 (GWh) .....	9
图 9: 2018-2022 年锂电池出货量 (GWh) .....	9
图 10: 2018-2022 年负极材料出货量 (GWh) .....	10
表 1: 翔丰转债发行认购时间表.....	3
表 2: 翔丰转债基本条款.....	3
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	4
表 4: 债性和股性指标.....	4
表 5: 相对价值法预测翔丰转债上市价格 (单位: 元) .....	5

## 1. 转债基本信息

表1：翔丰转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-09-28	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	2023-10-09	网上路演； 原股东优先配售股权登记日；
T	2023-10-10	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	2023-10-11	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	2023-10-12	刊登《中签号码公告》； 网上中签缴款日
T+3	2023-10-13	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	2023-10-16	《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：翔丰转债基本条款

转债名称	翔丰转债	正股名称	翔丰华
转债代码	123225.SZ	正股代码	300890.SZ
发行规模	8.00 亿元	正股行业	电力设备-电池-电池化学品
存续期	2023 年 10 月 10 日至 2029 年 10 月 09 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	33.63 元	转股期	2024 年 04 月 16 日至 2029 年 10 月 09 日
票面利率	0.30%, 0.50%, 1.00%, 1.50%, 2.00%, 3.00%.		
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 118%（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
6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目	120,000.00	52,500.00
研发中心建设项目	13,472.95	5,000.00
补充流动资金	22,500.00	22,500.00
<b>合计</b>	<b>155,972.95</b>	<b>80,000.00</b>

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	86.14 元	转换平价(以 2023/09/28 收盘价)	102.26 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	16.09%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-2.21%
纯债到期收益率 YTM	3.61%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**当前债底估值为 86.14 元，YTM 为 3.61%。**翔丰转债存续期为 6 年，中证鹏元资产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%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 118.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.27%（2023-09-28）计算，纯债价值为 86.14 元，纯债对应的 YTM 为 3.61%，债底保护一般。

**当前转换平价为 102.26 元，平价溢价率为-2.21%。**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 04 月 16 日至 2029 年 10 月 09 日。初始转股价 33.63 元/股，正股翔丰华 9 月 28 日的收盘价为 34.39 元，对应的转换平价为 102.26 元，平价溢价率为-2.21%。

**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 17.87%。**按初始转股价 33.63 元计算，转债发行 8.00 亿元对总股本稀释率为 17.87%，对流通盘的稀释率为 19.64%，对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

**我们预计翔丰转债上市首日价格在 121.01~134.82 元之间。**按翔丰华 2023 年 9 月 28 日收盘价测算，当前转换平价为 102.26 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的隆华转债（平价 97.67 元，评级 AA-，存续规模 7.98 亿元）、汽模转 2（平价 94.09 元，评级 AA-，存续规模 3.10 亿元）、春秋转债（平

价 81.31 元, 评级 AA-, 存续规模 1.78 亿元), 截至 2023/09/28, 转股溢价率分别为 28.35%、30.14%、53.71%。

2) 参考近期上市的博俊转债 (上市首日转换价值 127.00 元)、力诺转债 (上市首日转换价值 86.18 元)、荣 23 转债 (上市首日转换价值 96.51 元), 三只转债上市首日转股溢价率分别为 23.86%、34.95%、35.96%。

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, 电力设备行业的转股溢价率为 30.82%, 中债企业债到期收益为 6.27%, 2023 年半年报显示翔丰华前十大股东持股比例为 36.20%, 2023 年 9 月 28 日中证转债成交额为 40,141,137,613 元, 取对数得 24.42。因此, 可以计算出翔丰转债上市首日转股溢价率为 20.09%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到翔丰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 25% 左右, 对应的上市价格在 121.01~134.82 元之间。

表5: 相对价值法预测翔丰转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价	20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	32.67	116.58	118.52	121.43	124.35
-3%	33.36	119.03	121.01	123.99	126.97
2023/09/28 收盘价	34.39	122.71	124.76	127.82	130.89
3%	35.42	126.39	128.50	131.66	134.82
5%	36.11	128.85	130.99	134.22	137.44
					139.58

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 **60.86%**。翔丰华的前十大股东合计持股比例为 36.20% (2023/06/30), 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 60.86%。

我们预计中签率为 **0.0035%**。翔丰转债发行总额为 8.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 60.86%, 剩余网上投资者可申购金额为 3.13 亿元。翔丰转债仅设置网上发行, 近期发行的运机转债 (评级 AA-, 规模 7.30 亿元) 网上申购数约 871.02 万户, 宇邦转债 (评级 A+, 规模 5.00 亿元) 910.13 万户, 九典转 02 (评级 A+, 规模 3.6 亿元) 897.7 万户。我们预计翔丰转债网上有效申购户数为 892.95 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0035%。

### 3.正股基本面分析

#### 3.1 财务数据分析

翔丰华是一家从事锂离子电池负极材料的研发、生产和销售的高新技术企业，是国内先进的锂电池负极材料供应商，主要产品分为天然石墨和人造石墨两大类，产品应用于包括动力(电动交通工具，如新能源汽车、电动自行车等)、3C 消费电子和工业储能等锂离子电池领域。经过多年发展，公司建立了一支高素质的研发团队和专家顾问团队，主要成员来源于清华大学、中科院等高等院所，并成为清华大学、重庆大学等知名院校的研究生联合培养基地和产学研合作基地，公司“动力电池用新型高性能微膨石墨负极材料的研发项目”获得“深圳市科学技术奖——技术发明二等奖”；“动力电池长循环硅/碳复合负极材料的研发与产业化项目”被深圳市经信委列为 2018 年第一批战略性新兴产业和未来产业发展专项资金中的“创新链+产业链”融合专项扶持计划(直接资助类)；获批广东省科技型中小企业技术创新基金项目等多项荣誉。

**2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 40.81%。**自 2018 年以来，除 2020 年疫情期间外，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 40.81%。2022 年，公司实现营业收入 23.57 亿元，同比增加 110.77%。**与此同时，归母净利润也不断增长，2018-2022 年复合增速为 27.10%。**2022 年实现归母净利润 1.61 亿元，同比增加 60.89%。截至最新报告期（2023/06/30），2023 年上半年，翔丰华的营业收入规模达到 9.93 亿元，超过 2022 年同期水平，主要系受益于新能源汽车市场景气度持续攀升，负极材料需求量大幅增加，销售价格升高及公司产能扩张，产销量增加所致。而 2023 年上半年的归母净利润为 0.69 亿元，同比下降 25.25%，主要系期间公司各项费用不断攀升所致。

图1：2018-2023H1 营业收入及同比增速（亿元）

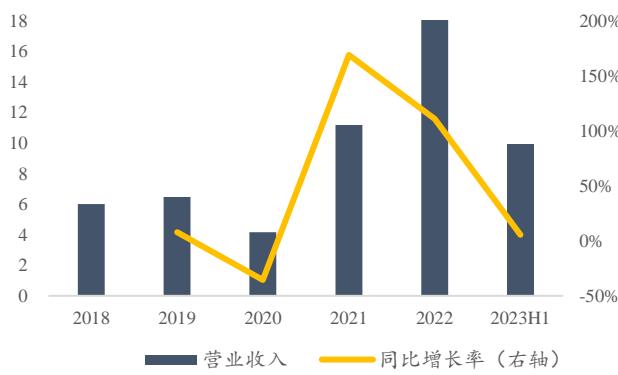


图2：2018-2023H1 归母净利润及同比增速（亿元）

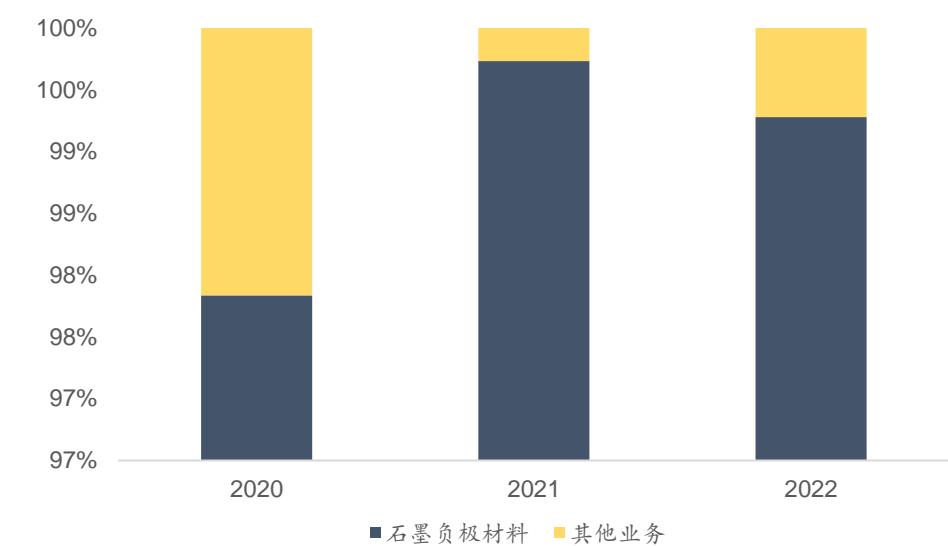


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

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石墨负极材料，收入占比稳定。2020 年以来，翔丰华石墨负极材料业务收入逐年增长，2020-2022 年石墨负极材料业务收入占主营业务收入比重分别为 97.84%/99.73%/99.28%，占比稳定。其他业务收入主要为材料销售收入，占比很小。

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

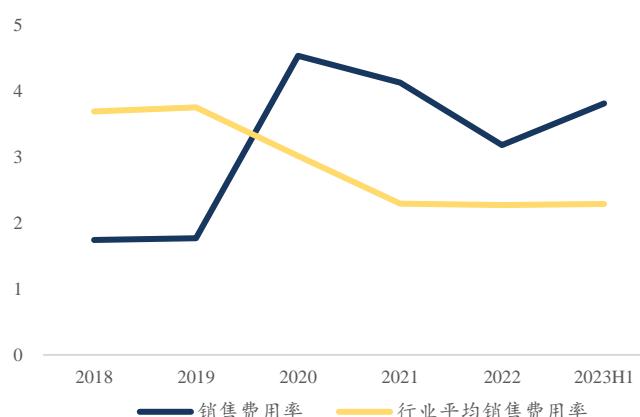
公司销售净利率和毛利率稳中有降，销售费用率浮动较大、财务费用率逐年上升、管理费用率维稳。2018-2022 年，销售毛利率分别为 22.13%、22.00%、28.79%、26.19% 和 19.78%。2021 年，石墨负极材料产品销售均价小幅下滑，单位成本有所上升，综合毛利率为 26.19%，较 2020 年毛利率下降 2.6 个百分点，整体变动较小。2022 年，石墨负极材料产品售价和单位成本均呈上涨趋势，其中单位成本涨幅更大，综合毛利率较 2021 年下降 6.41 个百分点。主要原因是 2022 年，下游新能源汽车和储能行业快速发展，带动石墨负极材料量价齐升，负极材料出货量大幅攀升使得初级石墨、焦类原料和石墨化加工需求快速增长，同时受部分地区限电政策影响，产能供应紧张导致原材料、石墨化加工价格上涨。上述因素共同推动产品单位成本持续上升。另一方面，公司石墨负极材料主要客户为国际知名锂电池生产商，议价能力较强，原材料上涨压力难以全部传导至下游客户。翔丰华销售毛利率在 2020 年和 2021 年高于行业均值，主要系产品结构差异、客户和中标项目差异所致，其余时间与行业趋势大体相同。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 10.27%、9.56%、10.93%、8.87% 和 6.48%，销售净利率从 2021 年开始低于行业平均水平。主要系期间公司费用率不断增加所致。2020 年以来公司产品销量增加，销售区域变动使得运输费用增加，导致销售费用不断攀升，销售费用率浮动较大。财务费用率逐年上升，主要因为公司生产规模扩大增加银行借款使得利息费用不断增加。公司业务规模不断扩大、管理人员薪酬增加、实施股权激励计划导致管理费用逐年增加，但管理费用率大体稳定。

图4：2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平（%）



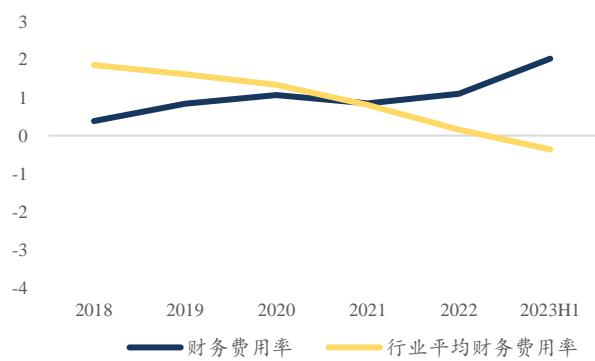
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：2018-2023H1 销售费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：2018-2023H1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：2018-2023H1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

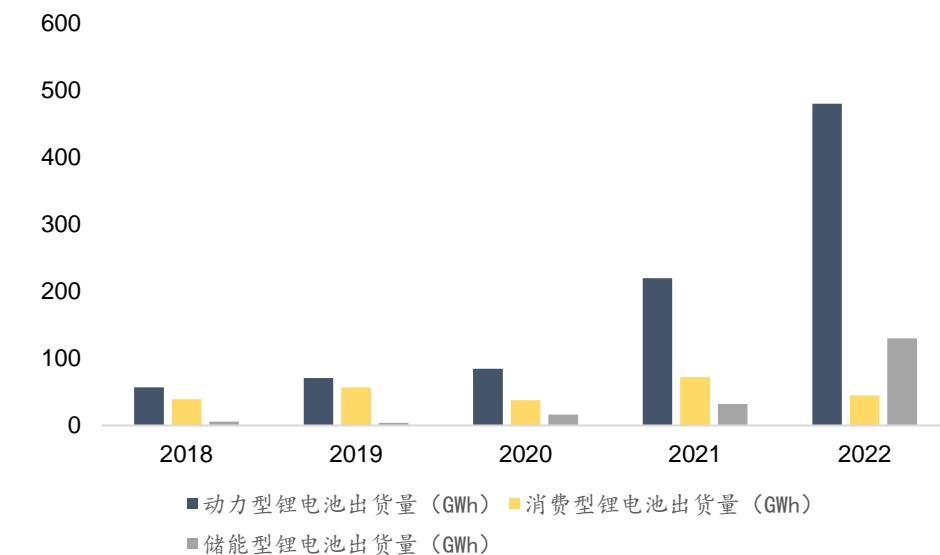
注：图4-7中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2 公司亮点

**锂电池需求攀升促进负极材料需求高增长。**翔丰华主要从事锂电池负极材料的生产，产品广泛应用于包括动力（电动交通工具，如新能源汽车、电动自行车等）、3C 消费电子和工业储能等锂电池领域。**(1) 动力：**近年来，受益于各国及各地区之间的政策推动、技术进步、市场需求以及“双碳”目标等因素，全球新能源车需求持续增长，带动动力电池行业规模快速提升。我国动力型锂电池出货量由 2018 年的 57GWh 增长到 2022 年的 480GWh，在未来将是拉动负极材料需求增长的主要动力源。**(2) 3C 消费电子：**在我国 3C 消费电子领域中，手机与计算机占据了绝大部分市场。受新兴 5G、6G 技术商

业应用的推动以及消费复苏需求增长的驱动，消费类电子产品市场有望迎来新的增长趋势。**(3) 工业储能：**随着政策持续利好、电化学储能成本下降、储能商业模式逐渐清晰、新兴市场快速兴起等有利因素推动，储能市场持续扩大，储能锂电池出货增长明显，由2018年的6GWh增长至2022年的130Gwh，增长势头迅猛，将成为负极材料需求增加新的动力源。

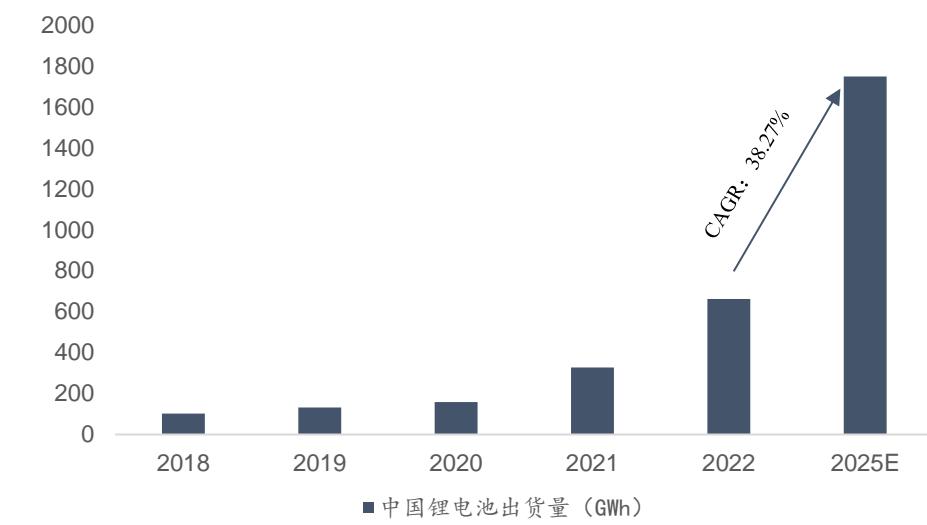
图8：2018-2022年三种类型锂电池出货量（GWh）



数据来源：GGII，公司年报，东吴证券研究所

锂电池总体出货量由2018年的102GWh增长至2022年的660.8GWh。据中商产业研究院预测，2025年中国锂电池出货量将达1747GWh，2022年至2025年的锂电池出货量的年复合增长率预计为38.27%。

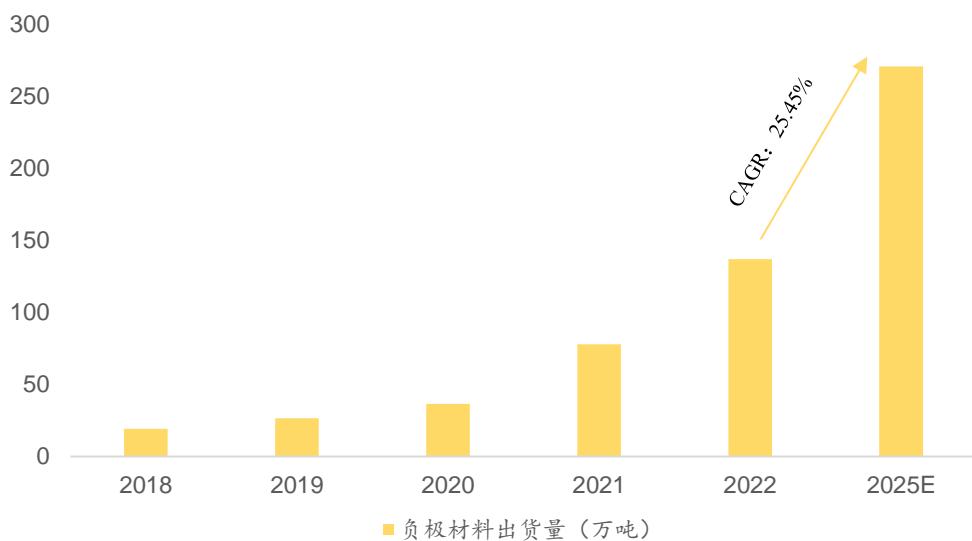
图9：2018-2022年锂电池出货量（GWh）



数据来源：GGII，公司年报，东吴证券研究所

持续增长的锂电池需求也将拉动负极材料需求量的增长，据GGII统计，负极材料出货量由2018年的19.2万吨增长至2022年的137万吨，EVTank预测2025年中国负极材料总体出货量将达到270.5万吨，2022年至2025年的年复合增长率预计25.45%。在未来，中国负极材料的全球市占率有望进一步增加，叠加市场内在需求、“双碳”目标、全球电动化趋势等因素，动力锂电池以及负极材料的需求增长具有明确性和想象空间。

图10：2018-2022年负极材料出货量（GWh）



数据来源：GGII，公司年报，东吴证券研究所

**技术与研发优势为公司发展打下坚实基础。**经过多年不懈努力，相对于同行业可比公司，在锂电池负极材料领域，翔丰华形成了较为完备的产品线，坚持人造石墨与天然石墨并重的技术路线，拥有了行业领先的核心技术。开发的高能量密度、低膨胀、长循环等特性的产品均获得下游动力锂电龙头厂商的高度认可。公司自主研发、实施了锂电池低温低成本石墨负极材料的研究和产业化项目，是公司基于自身技术团队的开拓性研究，针对动力电池及便携电子领域亟待解决的低温下高安全性、高循环寿命、高比容量负极材料的市场需求研究开发的一种新型负极材料解决方案。公司不断加大对新技术、新产品和新工艺的研发投入。研发费用由2020年的1524.15万元增加至2022年的7848万元，年复合增长率126.92%。得益于研发投入的增加，公司拥有授权发明专利也由2020年的40项增加至2023年第二季度的62项，另外还有2项发明专利申请了国际PCT。技术与研发优势将为公司未来发展打下坚实基础。

**优质稳定的客户为增扩产能提供强大需求动力。**依托于对上游原材料供应的严格把关、领先的技术创新能力及严格的质量管控体系，翔丰华石墨负极材料产品质量及性能一直处于行业领先水平。凭借性能优异、品质稳定、种类丰富的产品和多年来不懈地努力经营，公司已积累了一大批优质、稳定的客户资源，包括比亚迪(002594)、LG新能源、国轩高科(002074)等多家客户，稳定优质的客户资源也为公司不断开发新产品、

扩增产能提供了强大需求动力。另外，公司积极拓展国际市场，目前公司正在积极接触德国大众、韩国 SKI、日本松下等国际知名锂电池企业，进一步打开国际市场。

#### 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提供。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。

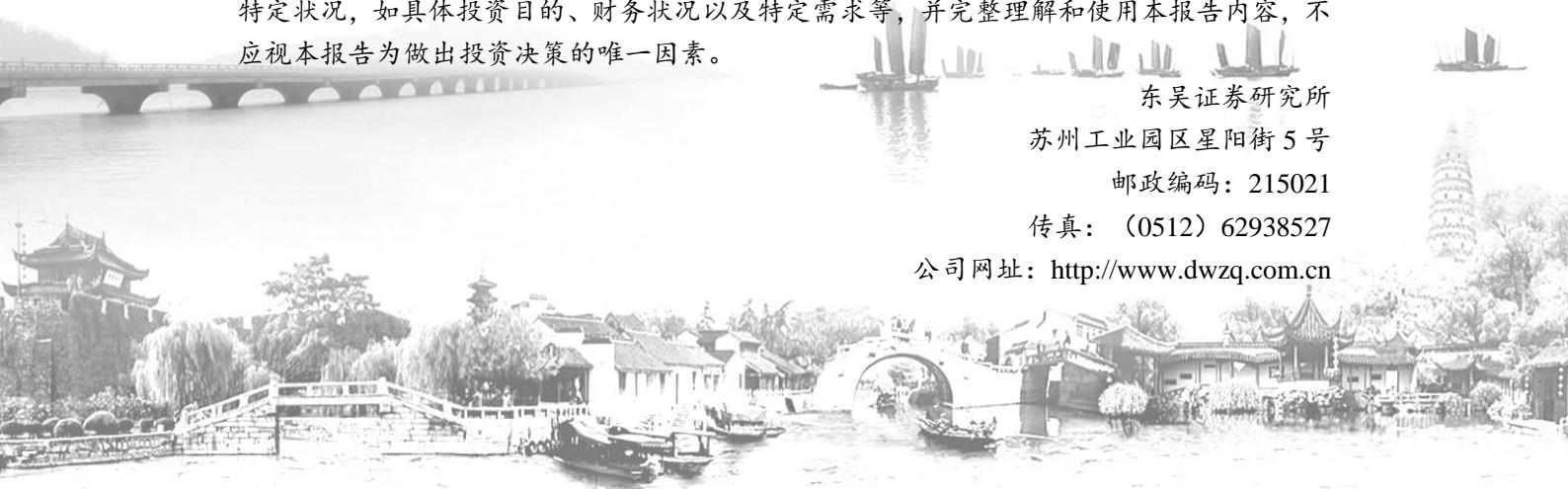
#### 行业投资评级：

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>