

## 固收点评 20231025

### 雅创转债：车规电子新星

关键词：#产能扩张 #进口替代

#### 事件

- **雅创转债(123227.SZ)于2023年10月20日开始网上申购**：总发行规模为3.63亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于汽车模拟芯片研发及产业化项目和雅创汽车电子总部基地项目。
- **当前债底估值为73.72元，YTM为3.26%**。雅创转债存续期为6年，联合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：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.75%（2023-10-20）计算，纯债价值为73.72元，纯债对应的YTM为3.26%，债底保护一般。
- **当前转换平价为87.38元，平价溢价率为14.44%**。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2024年04月26日至2029年10月19日。初始转股价53.34元/股，正股雅创电子10月20日的收盘价为46.61元，对应的转换平价为87.38元，平价溢价率为14.44%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.84%**。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53.34元计算，转债发行3.63亿元对总股本稀释率为7.84%，对流通盘的稀释率为19.55%，对股本摊薄压力较小。

#### 观点

- **我们预计雅创转债上市首日价格在103.41~115.21元之间，我们预计中签率为0.0012%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到雅创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103.41~115.21元之间。我们预计网上中签率为0.0012%，建议积极申购。
- **雅创电子是国内知名的电子元器件授权分销商**，主要分销东芝、首尔半导体、村田、松下、LG等国际著名电子元器件设计制造商的产品。分销业务具体产品包括光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体等，产品主要应用于汽车电子领域。
- **2018年以来公司营收相对稳定，2018-2022年复合增速为18.63%**。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“V型”波动，2018-2022年复合增速为18.63%。2022年，公司实现营业收入22.03亿元，同比增长55.36%。与此同时，归母净利润也不断增长，2018-2022年复合增速为36.62%。
- **公司主营电子元器件分销，车用电源管理IC业务快速成长**。公司主营业务突出，2018-2022年电子元器件分销业务收入占主营业务收入比重分别为99.20%、96.09%、93.34%、94.86%、89.91%；同时公司持续培育IC设计业务，2023年H1公司IC设计业务占主营业务收入比重达到11.83%。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率、管理费用率上行，财务费用率下降**。2018-2022年，公司销售净利率分别为3.84%、3.39%、5.38%、6.55%和7.43%，销售毛利率分别为15.03%、13.86%、14.75%、18.14%、20.43%。
- **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

《周观：今年LPR是否还有下行空间？（2023年第40期）》

2023-10-22

《中贝转债：国内通信网络建设的高新技术企业》

2023-10-19

## 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 .....	6
3.1 财务数据分析.....	6
3.2 公司亮点.....	9
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)	7
图 2:	2018-2023H1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2018-2023H1 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:	2017-2023E 中国汽车电子市场规模 (亿元)	9
图 9:	2017-2022 年全球汽车电子市场规模 (亿元)	9
表 1:	雅创转债发行认购时间表	4
表 2:	雅创转债基本条款	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:	相对价值法预测雅创转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	雅创电子产品矩阵丰富	10

## 1.转债基本信息

表1: 雅创转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-10-18	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	2023-10-19	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-10-20	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	2023-10-23	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	2023-10-24	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-10-25	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	2023-10-26	《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: 雅创转债基本条款

转债名称	雅创转债	正股名称	雅创电子
转债代码	123227.SZ	正股代码	301099.SZ
发行规模	3.63 亿元	正股行业	电子-其他电子II-其他电子III
存续期	2023 年 10 月 20 日至 2029 年 10 月 19 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	53.34 元	转股期	2024 年 04 月 26 日至 2029 年 10 月 19 日
票面利率	0.3%,0.5%,1.0%,1.5%,2.5%,3.0%		
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 115%(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
汽车模拟芯片研发及产业化项目	21,900.00	13,600.00
雅创汽车电子总部基地项目	26,400.00	22,700.00
<b>合计</b>	<b>48,300.00</b>	<b>36,300.00</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	120.80 元	转换平价 (以 2023/10/20 收盘价)	87.38 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	-17.22%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	14.44%
纯债到期收益率 YTM	3.26%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 120.8 元, YTM 为 3.26%。**雅创转债存续期为 6 年, 联合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: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+中债企业债到期收益率 0.00% (2023-10-20) 计算, 纯债价值为 120.80 元, 纯债对应的 YTM 为 3.26%, 债底保护较好。

**当前转换平价为 87.38 元, 平价溢价率为 14.44%。**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 26 日至 2029 年 10 月 19 日。初始转股价 53.34 元/股, 正股雅创电子 10 月 20 日的收盘价为 46.61 元, 对应的转换平价为 87.38 元, 平价溢价率为 14.44%。

**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 7.84%。**按初始转股价 53.34 元计算, 转债发行 3.63 亿元对总股本稀释率为 7.84%, 对流通盘的稀释率为 19.55%, 对股本摊薄压力较小。

## 2.投资申购建议

**我们预计雅创转债上市首日价格在 103.41~115.21 元之间。**按雅创电子 2023 年 10 月 20 日收盘价测算, 当前转换平价为 87.38 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的翔港转债 (转换平价 82.50 元, 评级 A+, 发行规模 2.00 亿元)、正裕转债 (转换平价 100.10 元, 评级 A+, 发行规模 2.90 亿元)、今飞转债 (转换平价 98.83 元, 评级 A+, 发行规模 3.68 亿元), 10 月 20 日转股溢价率分别为 45.40%、26.08%、31.93%。

2) 参考近期上市的宇邦转债 (上市日转换平价 88.71 元)、盟升转债 (上市日转换

平价 103.56 元)、九典转 02 (上市日转换平价 115.29 元), 上市当日转股溢价率分别为 39.77%、39.52%、36.44%。

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, 电子行业的转股溢价率为 23.86%, 中债企业债到期收益为 8.75%, 2023 年半年报显示雅创电子前十大股东持股比例为 70.31%, 2023 年 10 月 20 日中证转债成交额为 35,120,439,968 元, 取对数得 24.28。因此, 可以计算出雅创转债上市首日转股溢价率为 18.82%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到雅创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 103.41~115.21 元之间。

表5: 相对价值法预测雅创转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	44.28	99.62	101.28	103.77	106.26	107.92
-3%	45.21	101.71	103.41	105.95	108.49	110.19
2023/10/20 收盘价	46.61	104.86	106.61	109.23	111.85	113.60
3%	48.01	108.01	109.81	112.51	115.21	117.01
5%	48.94	110.10	111.94	114.69	117.44	119.28

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 **71.09%**。雅创电子的前十大股东合计持股比例为 70.31% (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 71.09%。

我们预计中签率为 **0.0012%**。雅创转债发行总额为 3.63 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 71.09%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.05 亿元。雅创转债仅设置网上发行, 近期发行的广泰转债 (评级 AA-, 规模 7.00 亿元) 网上申购数约 877.37 万户, 红墙转债 (评级 A+, 规模 3.16 亿元) 876.82 万户, 章鼓转债 (评级 A+, 规模 2.43 亿元) 858.05 万户。我们预计雅创转债网上有效申购户数为 870.75 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0012%。

### 3.正股基本面分析

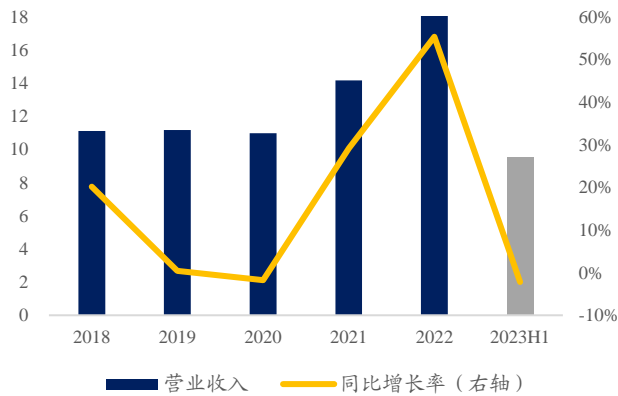
#### 3.1 财务数据分析

雅创电子公司是国内知名的电子元器件授权分销商, 主要分销东芝、首尔半导体、村田、松下、LG 等国际著名电子元器件设计制造商的产品。分销业务具体产品包括光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体等, 产品主要应用于汽车电子领域。

2018 年以来公司营收相对稳定, 2018-2022 年复合增速为 **18.63%**。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

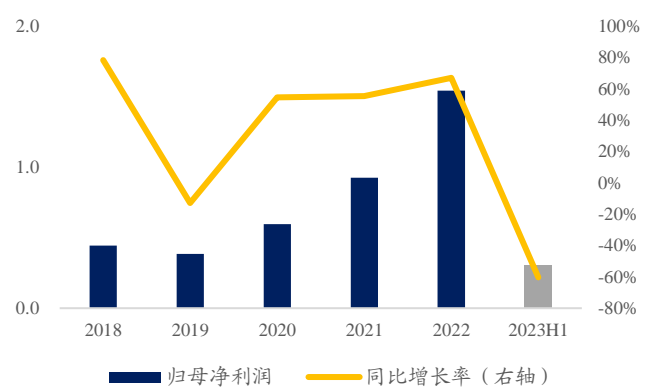
增速为 18.63%。2022 年，公司实现营业收入 22.03 亿元，同比增长 55.36%。与此同时，归母净利润也不断增长，2018-2022 年复合增速为 36.62%。2022 年实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 66.85%。截至最新报告期（2023/08/30），2023 年 H1，雅创电子的营业收入和归母净利润规模分别为 9.55 亿元、3069.40 万元，分别同比下降 2.18%、60.34%，主要系受全球半导体市场需求疲软的影响，终端客户进入去库存化周期，市场产品价格竞争加剧。

图1：2018-2023H1 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

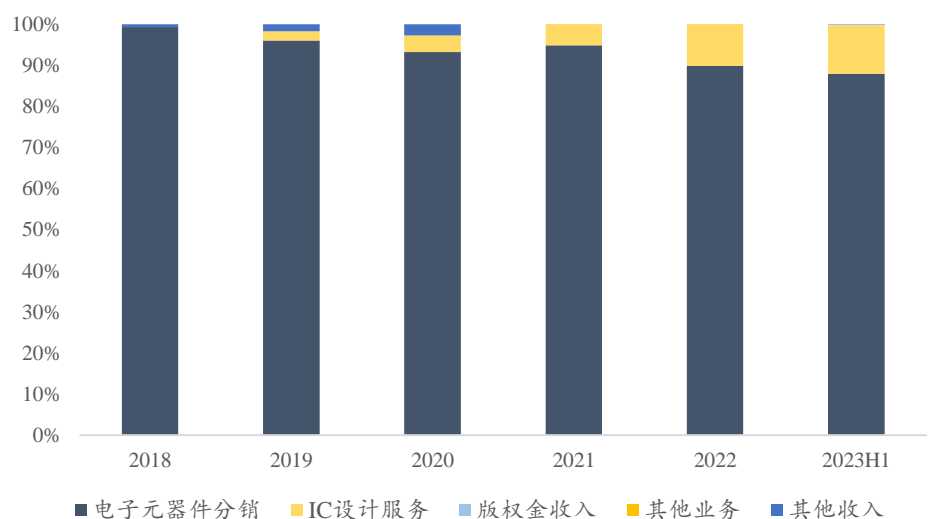
图2：2018-2023H1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司主营电子元器件分销，车用电源管理 IC 业务快速成长。公司主营业务突出，2018-2022 年电子元器件分销业务收入占主营业务收入比重分别为 99.20%、96.09%、93.34%、94.86%、89.91%；同时公司持续培育 IC 设计业务，电源管理 IC 业务收入持续上升，2023 年 H1 公司 IC 设计业务占主营业务收入比重达到 11.83%。

图3：2018-2023H1 营业收入构成



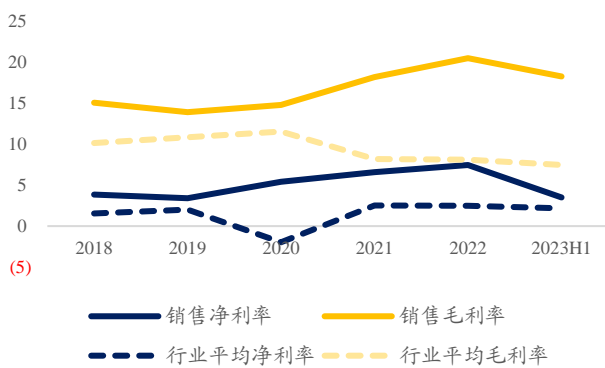
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率、管理费用率上行，财务费用率下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 3.84%、3.39%、5.38%、6.55%和 7.43%，销售毛

利率分别为 15.03%、13.86%、14.75%、18.14%、20.43%。雅创电子销售毛利率和销售净利率表现亮眼，均显著高于行业均值。分业务来看，公司电子元器件分销业务毛利率约为 14%-18%，电源管理 IC 设计业务毛利率约为 32%-43%。2019 年起，公司基于在汽车电子领域的多年积累，并结合下游客户需求，开展了电源管理 IC 的自主研发设计业务，由于芯片设计对企业的技术实力要求更高，因此产品的毛利率也相对较高。近年来，高毛利率的电源管理 IC 设计业务收入占比持续上升，带动了公司主营业务整体毛利率上升。2023 年上半年公司主营业务毛利率有所下降，主要受半导体市场波动导致，终端客户进入去库存化周期，市场产品价格竞争加剧。

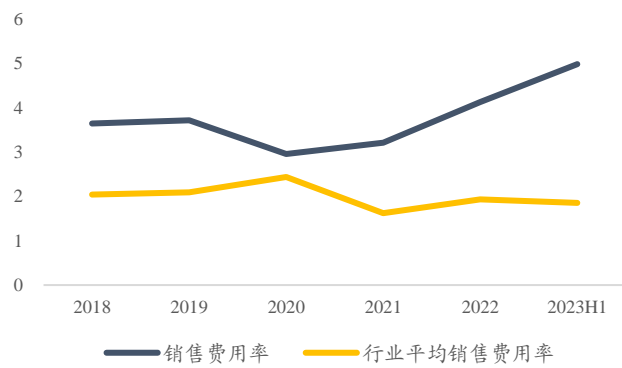
公司 2021 年以来销售费用率、管理费用率有一定提升，主要由于公司经营规模扩大及收购怡海能达、欧创芯控制权，导致工资及福利费上升。同时，由于收购怡海能达、欧创芯辨认无形资产，2022 年以来折旧及摊销大幅上升，也使得管理费用有所增加。公司采购产品时主要以美元等外币支付，且供应商会给予公司一定的信用账期，销售商品时则主要为收取人民币，因此，2022 年度受人民币贬值影响，公司汇兑损益较高，财务费用大幅增加；2023 年上半年公司财务费用大幅减少，主要系产生汇兑收益所致

图4：2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平（%）



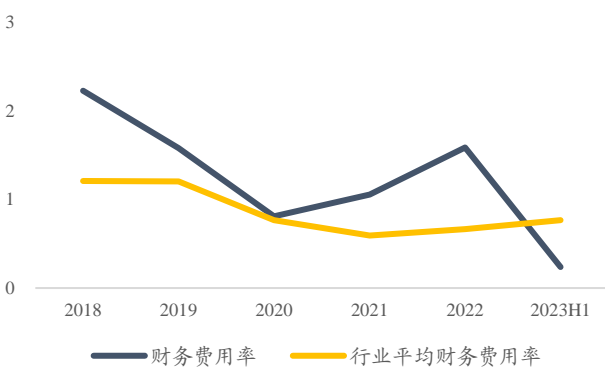
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023H1 销售费用率水平（%）



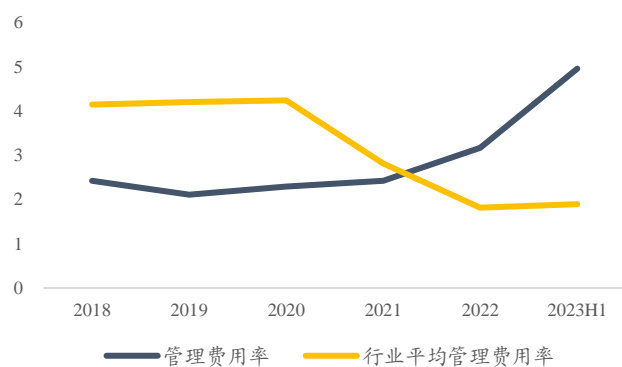
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

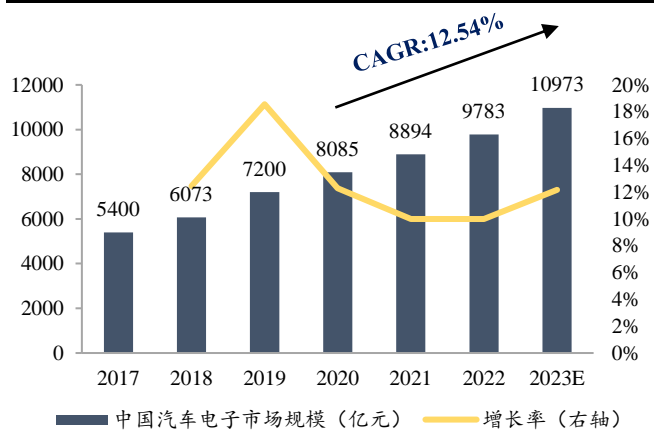


用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2 公司亮点

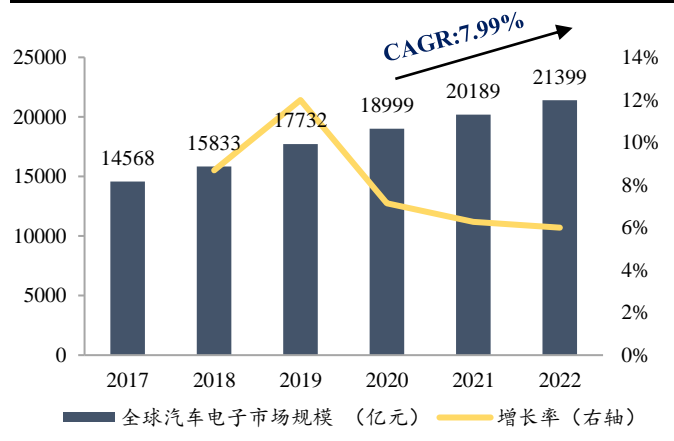
**汽车电子行业景气度持续抬升，公司深耕相关行业迎风口涨势。**随着汽车电子的深入应用，汽车电子占整车成本的比重日益提升；伴随新能源汽车规模渐成，深度电动化将加速车辆由机械硬件向电子产品转变，电机、电控、电池管理系统等与驱动系统相关的汽车电子需求激增。根据中国汽车工业协会，全球汽车电子市场规模 2022 年达到 21399 亿元，2017-2022 年复合增长率达到 7.99%；而中国汽车电子市场规模 2022 年达到 9783 亿元，约占全球市场份额的 45.72%，2023 年有望达到 10973 亿元，2017-2023E 年复合增长率达 12.54%，高于全球市场增速。随着电动汽车的逐渐普及以及汽车电子成本占比提高，汽车电子市场规模有望保持高增长。作为深耕行业的老牌企业，雅创电子有望在行业涨势中分一杯羹，实现营收规模提升。

图8：2017-2023E 中国汽车电子市场规模（亿元）



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图9：2017-2022 年全球汽车电子市场规模（亿元）



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

**深耕行业经年多点布局，产品矩阵完备助增营收。**公司持续耕耘布局汽车电子领域，分销产品范围广阔，主要包括光电器件、存储芯片、被动元件、分立半导体等。公司分销品类众多，主要分销产品共具 5 个大类、8 个小类，广泛的分销业务布局有利于对冲下游单个产品系列需求波动，同时能够为客户提供完备的解决方案。公司各个品类的主要分销品牌均为国际龙头，使得公司渠道分销顺畅，有效降低库存风险。同时公司在供应链服务上有较强的壁垒和竞争优势，供应链服务+技术服务”，促进公司分销产品销售。

**基于公司在汽车电子领域内的长期布局与拓展，公司的汽车模拟 IC 产品具有一定的先发优势。**公司自研的电源管理 IC 产品具有集中度较高，产品细分种类较少，业务聚焦程度高的特点，产品覆盖马达驱动 IC、LED 驱动 IC、LDO、DC-DC，主要应用在汽车照明及汽车座舱系统。公司量产的 IC 芯片产品已通过 AEC-Q100 车规级认证，并向现代、起亚、克莱斯勒、大众、上汽、一汽、吉利、长城、比亚迪、小鹏、蔚来等国内外知名厂商实现批量出货。随着国际形势变化和驱动 IC 国产替代的发展，公司自研

的 IC 芯片有望进一步提升公司的行业地位，持续助力公司发展。2022 年公司收购欧创芯，进一步完善了研发团队的布局，有效扩充了研发人员的规模，覆盖了韩国、中国台湾以及大陆地区，整体增强公司的研发实力，提高了公司 IC 产品的渗透率。借助公司 FAE 的技术支持服务，可将欧创芯的产品快速导入至车厂，实现和欧创芯协同发展，进一步提升公司在汽车电源管理 IC 市场的影响力。

表6: 雅创电子产品矩阵丰富

产品类型	代表产品	产品介绍	主要品牌
光电器件	LED 颗粒	LED 发光二极管，是一种固态的半导体器件，利用固体半导体芯片作为发光材料，在半导体中通过载流子发生复合放出过剩的能量而引起光子发射，直接发出红、黄、蓝、白等颜色的光；公司的 LED 颗粒主要应用于汽车照明系统内	首尔半导体等
	液晶屏	一种借助于薄膜晶体管驱动的有源矩阵液晶显示器，它主要是以电流刺激液晶分子产生点、线、面配合背部灯管构成画面；液晶屏使用的作用是通过点阵亮灭显示文字、图片、动画、视频的设备	LG 等
存储芯片	光电耦合器	一种以光为主要媒介的光电转换元件，它能够实现由光到电、再由电到光的转化；它能够对电路中的电信号产生很好的隔离作用	东芝、光宝等
	NAND Flash 闪存芯片	一种电子式可清除程序化只读存储器，允许在操作中被多次擦或写，主要用于一般性数据存储，以及在计算机与其他数字产品间交换传输数据	铠侠（原东芝存储）
	DRAM 芯片	一种半导体存储器，是与 CPU 直接交换数据的内部存储器，用来加载各式各样的程序与数据以供 CPU 直接运行与运用；DRAM 拥有非常高的密度，单位体积的容量较高因此成本较低	南亚
被动元件	电阻、电容、电感等	相对于主动元件来说的，是指不影响信号基本特征，而仅令讯号通过而未加以更动的电路元件。最常见的有电阻、电容、电感、陶振、晶振、变压器等	村田、尼吉康等
分立半导体	IGBT 等	泛指半导体晶体二极管、半导体三极管、MOSFET 管和 IGBT 等，主要用于电力电子设备的整流、稳压、开关、混频等，具有应用范围广、用量大等特点	东芝等
非存储 IC	MCU 等	公司销售的除存储芯片以外的 IC 产品，主要包括 MCU、蓝牙芯片等	东芝等
其他	电池等	公司分销的其他产品，主要包括电池等	松下等

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

公司通过发行可转债募集资金投向产能扩张项目，扩大公司车规级模拟芯片研发设计团队，引进业内高级技术人才，从硬件和软件两方面提升公司研发实力，强化公司在汽车模拟芯片领域的技术深度和技术积累，获取更大的市场空间，有望在满产后创造新营收增长点，推动公司长远可持续发展。

#### 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>