

固收点评 20240104

佳禾转债：电声行业龙头企业

关键词：#产能扩张 #第二曲线

事件

- 佳禾转债（123237.SZ）于 2024 年 1 月 4 日开始网上申购：总发行规模为 10.04 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 500 万台骨传导耳机项目、年产 900 万台智能手表项目、年产 450 万台智能眼镜项目以及补充流动资金。
- 当前债底估值为 72.89 元，YTM 为 2.82%。佳禾转债存续期为 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：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.48%（2024-01-02）计算，纯债价值为 72.89 元，纯债对应的 YTM 为 2.82%，债底保护一般。
- 当前转换平价为 98.39 元，平价溢价率为 1.64%。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 07 月 10 日至 2030 年 01 月 03 日。初始转股价 21.75 元/股，正股佳禾智能 1 月 2 日的收盘价为 21.40 元，对应的转换平价为 98.39 元，平价溢价率为 1.64%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.00%。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 21.75 元计算，转债发行 10.04 亿元对总股本稀释率为 12.00%，对流通盘的稀释率为 12.27%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- 我们预计佳禾转债上市首日价格在 119.30~132.76 元之间，我们预计中签率为 0.0042%。综合可比标的以及实证结果，考虑到佳禾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 119.30~132.76 元之间。我们预计网上中签率为 0.0042%，建议积极申购。
- 佳禾智能是一家专业从事电声产品的设计研发、制造、销售的国内领先电声产品制造商。公司凭借丰富的市场经验、领先的设计研发能力和制造能力，在电声行业无线化、智能化的趋势中已经取得突出优势。
- 2018-2022 年公司营收整体呈上涨趋势，复合增速为 12.69%。其中，2022 年营收有所下滑，同比增长率整体下降。2022 年实现营业收入 21.72 亿元，同比下降 20.54%。与此同时，归母净利润整体较为波动，复合增速为 11.98%。其中，2020 年和 2021 年明显下降，2022 年明显回升。2022 年实现归母净利润 1.74 亿元，同比增加 230.61%。
- 公司营业收入主要来源于耳机产品，2021 年开始智能穿戴用品开始实现营收。自 2020 年至 2022 年，耳机产品的营收占比均大于 75% 且居首位，音响产品次之。2020 年-2022 年期间，耳机和音响产品的营收占比之和均大于 95%，二者为公司营业收入的最主要来源。
- 公司销售净利率和销售毛利率在 2021 年及以前保持下降而后有所回升，销售费用率、财务费用率和管理费用率较为波动。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 8.19%、5.35%、2.57%、1.92% 和 7.99%，销售毛利率分别为 20.14%、14.97%、11.46%、9.56% 和 16.98%。
- 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。

2024 年 01 月 04 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

《东南转债：领先同行的大型钢结构企业》

2024-01-02

《围绕“人”的新型城镇化建设为何说正当时？》

2024-01-02

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:	2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2018-2022 年佳禾智能研发支出 (万元) 与研发费用率情况	10
表 1:	佳禾转债发行认购时间表	4
表 2:	佳禾转债基本条款	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:	相对价值法预测佳禾转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 佳禾转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024-01-02	1、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	2024-01-03	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024-01-04	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）
T+1	2024-01-05	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2024-01-08	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2024-01-09	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	2024-01-10	1、刊登《发行结果公告》 2、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: 佳禾转债基本条款

转债名称	佳禾转债	正股名称	佳禾智能
转债代码	123237.SZ	正股代码	300793.SZ
发行规模	10.04 亿元	正股行业	电子-消费电子-消费电子零部件及组装
存续期	2024 年 01 月 04 日至 2030 年 01 月 03 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	21.75 元/股	转股期	2024 年 07 月 10 日至 2030 年 01 月 03 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,2.00%,2.50%.		
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 113%（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
年产 500 万台骨传导耳机项目	26,588.64	24,143.00
年产 900 万台智能手表项目	33,216.11	21,303.00
年产 450 万台智能眼镜项目	27,583.65	24,954.00
补充流动资金项目	30,000.00	30,000.00
合计	117,388.40	100,400.00

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	72.89 元	转换平价 (以 2023/12/22 收盘价)	98.39 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	37.20%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	1.64%
纯债到期收益率 YTM	2.82%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 72.89 元, YTM 为 2.82%。佳禾转债存续期为 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: 0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%, 公司到期赎回价格为票面面值的 113.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.48% (2024-01-02) 计算, 纯债价值为 72.89 元, 纯债对应的 YTM 为 2.82%, 债底保护一般。

当前转换平价为 98.39 元, 平价溢价率为 1.64%。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 07 月 10 日至 2030 年 01 月 03 日。初始转股价 21.75 元/股, 正股佳禾智能 1 月 2 日的收盘价为 21.40 元, 对应的转换平价为 98.39 元, 平价溢价率为 1.64%。

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 12.00%。按初始转股价 21.75 元计算, 转债发行 10.04 亿元对总股本稀释率为 12.00%, 对流通盘的稀释率为 12.27%, 对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计佳禾转债上市首日价格在 119.30~132.76 元之间。按佳禾智能 2024 年 1 月 2 日收盘价测算, 当前转换平价为 98.39 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的利元转债 (平价 82.31 元, 评级 A+, 存续规模 9.50 亿元)、奥飞转债 (平价 105.25 元, 评级 A+, 存续规模 6.35 亿元)、星球转债 (平价 94.11 元, 评级 A+, 存续规模 6.20 亿元), 截至 2024/01/02, 转股溢价率分别为 31.29%、

24.79%、32.40%。

2) 参考近期上市的中能转债(上市首日转换价值 97.04 元)、盛航转债(上市首日转换价值 89.03 元)、金现转债(上市首日转换价值 92.65 元), 三只转债上市首日转股溢价率分别为 33.95%、30.06%、55.88%。

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, 电子行业的转股溢价率为 31.08%, 中债企业债到期收益为 8.48%, 2023 年三季报显示佳禾智能前十大股东持股比例为 47.08%, 2024 年 1 月 2 日中证转债成交额为 37,300,611,809 元, 取对数得 24.34。因此, 可以计算出佳禾转债上市首日转股溢价率为 18.62%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到佳禾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 119.30~132.76 元之间。

表5: 相对价值法预测佳禾转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		23.00%	25.00%	28.00%	31.00%	33.00%
-5%	20.33	114.97	116.84	119.64	122.45	124.32
-3%	20.76	117.39	119.30	122.16	125.03	126.93
2024/01/02 收盘价	21.40	121.02	122.99	125.94	128.89	130.86
3%	22.04	124.65	126.68	129.72	132.76	134.79
5%	22.47	127.07	129.14	132.24	135.34	137.40

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 64.12%。佳禾智能的前十大股东合计持股比例为 47.08% (2023/09/30), 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 64.12%。

我们预计中签率为 0.0042%。佳禾转债发行总额为 10.04 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 64.12%, 剩余网上投资者可申购金额为 3.60 亿元。佳禾转债仅设置网上发行, 近期发行的东南转债(评级 AA, 规模 20.00 亿元)网上申购数约 864.69 万户, 镇洋转债(评级 AA-, 规模 6.60 亿元)866.8 万户, 华康转债(评级 AA-, 规模 13.03023 亿元)862.38 万户。我们预计佳禾转债网上有效申购户数为 864.62 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0042%。

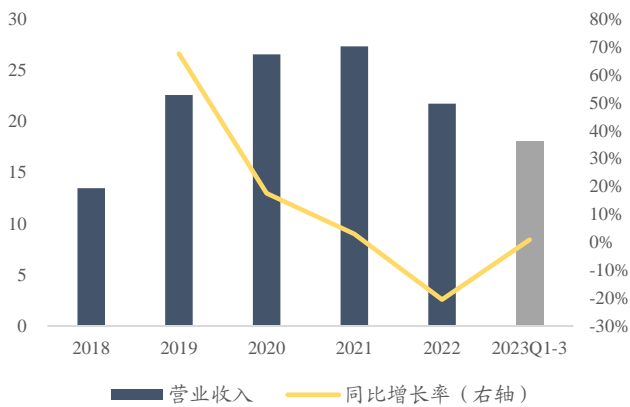
3. 正股基本面分析

佳禾智能是一家专业从事电声产品的设计研发、制造、销售的国内领先电声产品制造商。公司凭借丰富的市场经验、领先的设计研发能力和制造能力，在电声行业无线化、智能化的趋势中已经取得突出优势，公司已为 Harman、Beats、House of Marley、V-Moda、Pioneer、JVC 等国际知名客户和万魔声学、联想、喜日电子、安克、科大讯飞等国内知名客户开发和制造一系列电声产品，公司在智能电声产品上取得了一系列创新性成果，已经为喜马拉雅 FM、小米、咪咕等品牌制造了小雅 AI 音箱、Mobius 全语音人工智能耳机、小问智能耳机 Ticpods Free 等引领国内智能电声发展潮流的产品，成为了国内智能电声领域领先的研发和生产合作商。在声音品质领域，公司已掌握双振膜喇叭、圈铁、平面振膜喇叭等特性耳机产品的设计方案和实现方法；在无线传输领域，公司已掌握蓝牙/WiFi 射频，LDS 天线，TWS 真无线立体声等无线方案的应用方法和对应电声产品的设计方案；在智能电声领域，公司已掌握主动降噪、生理参数监测、数字音频音效处理、人工智能语音交互等一系列关键功能的设计方案和实现方法，目前公司已成为国家级高新技术企业、广东省智能电声工程技术研究中心以及广东省智能穿戴工程技术研究中心。

3.1. 财务数据分析

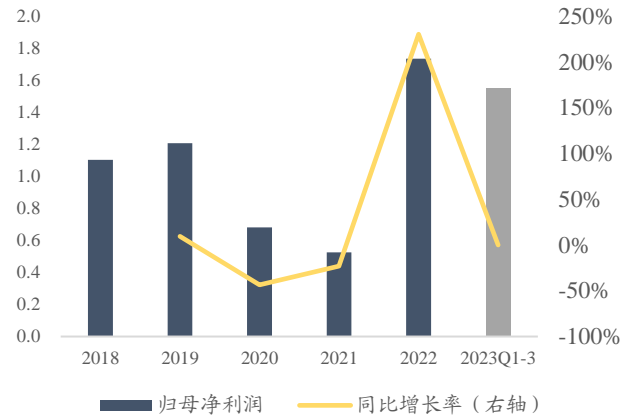
2018-2022 年公司营收整体呈上涨趋势，复合增速为 12.69%。其中，2022 年营收有所下滑，同比增长率整体下降。2022 年实现营业收入 21.72 亿元，同比下降 20.54%。与此同时，归母净利润整体较为波动，复合增速为 11.98%。其中，2020 年和 2021 年明显下降，2022 年明显回升。2022 年实现归母净利润 1.74 亿元，同比增加 230.61%。2020 年度，公司营收增长，但归母净利润下降，主要系新冠肺炎疫情蔓延、产品和客户结构变动、综合成本上升，使得公司综合毛利率下降；公司布局“五新”研发策略，加大研发投入，使得研发费用有所增长；美元持续贬值，使得公司美元结算产生较多的汇兑损失；以及公司实施限制性股票激励计划产生一定股份支付费用。2021 年营收增长，归母净利润下降，主要系受下游终端市场环境变化、人民币升值、产品结构变动等影响，公司综合毛利率下降；公司布局内地新的生产基地，江西工厂筹建投入支出较大，管理费用同比增加；公司研发投入持续增加，用于研发 AR 眼镜，骨传导耳机，智能手表等新产品；以及公司实施限制性股票激励计划产生一定股份支付费用。2022 年公司营收下降主要系 2022 年度宏观环境表现不佳，全球经济及消费电子行业景气度下行，客户订单需求减少，同时公司制定了“保业绩、保现金流”的经营方针，及时调整客户和产品结构，减少了某些客户的部分低毛利率的产品项目，使得 2022 年度营业收入有所下降。但受产品毛利率的上升和美元升值的影响，公司归母净利润实现较大幅度增长，公司盈利能力显著回升。

图1: 2018-2023Q1-3 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

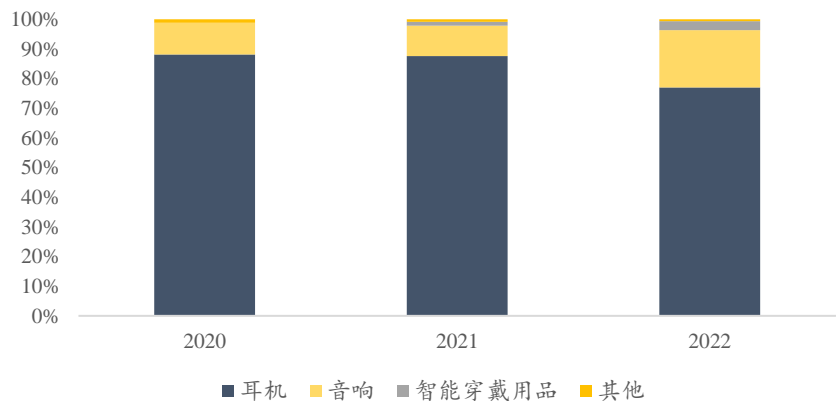
图2: 2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于耳机产品, 2021 年开始智能穿戴用品开始实现营收。自 2020 年至 2022 年, 耳机产品的营收占比均大于 75%且居首位, 音响产品次之。2020 年-2022 年期间, 耳机和音响产品的营收占比之和均大于 95%, 二者为公司营业收入的最主要来源。智能穿戴产品从 2021 年开始实现营收, 占比逐年增加。

图3: 2020-2022 年营业收入构成

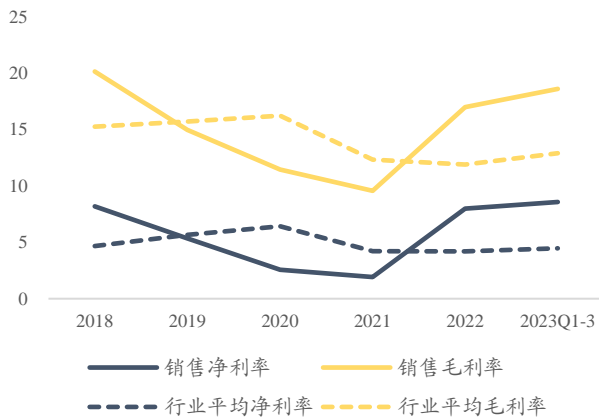


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和销售毛利率在 2021 年及以前保持下降而后有所回升, 销售费用率、财务费用率和管理费用率较为波动。2018-2022 年, 公司销售净利率分别为 8.19%、5.35%、2.57%、1.92%和 7.99%, 销售毛利率分别为 20.14%、14.97%、11.46%、9.56%和 16.98%。公司境外客户的毛利率通常高于境内客户, 2020-2021 年度, 公司顺应行业发展趋势, 加强与国内智能终端品牌商的合作, 毛利率有所下降。2022 年度, 受外部环境变动、客户机型迭代、产品结构调整、2022 年美元汇率走高等因素的影响, 公司境外

销售收入占比有所上升，毛利率相应有所上升。此外，随着江西生产基地和越南生产基地产能的逐步释放，由于其人工成本更低，有利于公司降低综合成本，提升毛利与净利率；财务费用率的明显波动主要受汇兑损益的影响，2020年下半年人民币对美元汇率大幅下降，以美元结算的出口业务受美元汇率持续下跌，导致了该年度出现大额汇兑损失。2022年度，受人民币贬值的影响，公司产生一定的汇兑收益。

图4：2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



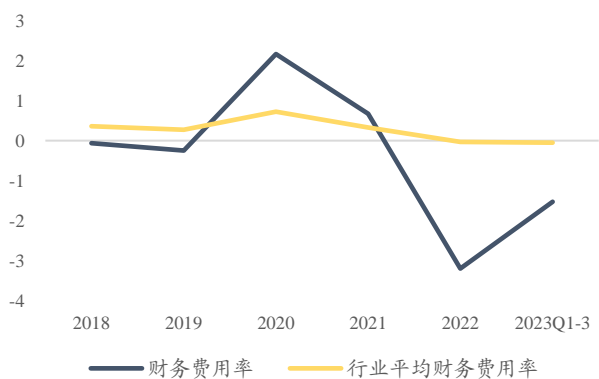
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1-3 销售费用率水平（%）



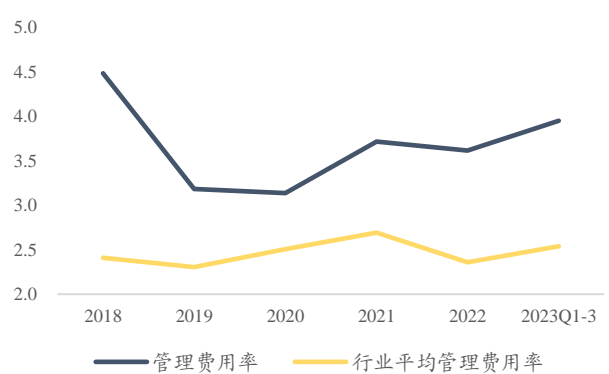
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

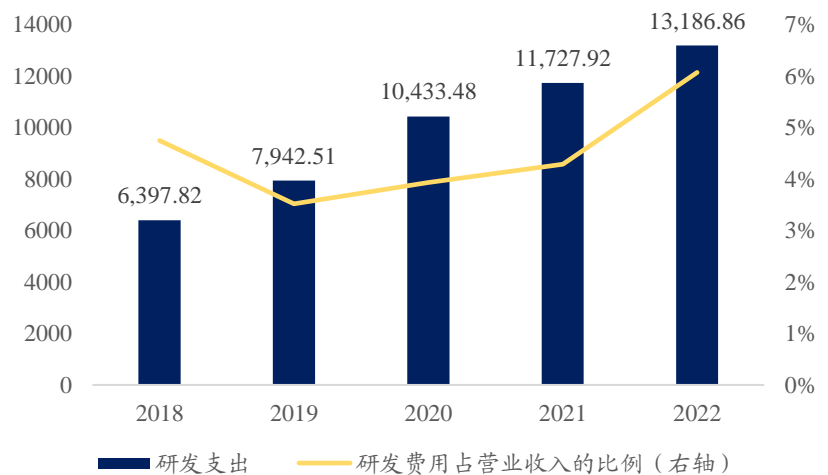
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的毛利、净利、各项费用和主营收入的比值，得到相应的毛利、净利和费用率，而不是单个公司的相应毛利、净利和费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

主营业务市场前景良好，着力打造新业务线。公司的主要产品是耳机、音箱、智能

穿戴产品，根据 Grand View Research 预测，全球耳机和头戴式耳机市场预计 2027 年将超过 1267 亿美元，与 2020 年市场规模相比，年复合增长率约 20.30%。骨传导耳机产品为近几年市场规模上升最快的耳机品类，其能够有效解决入耳式耳机长时佩戴耳朵胀痛、气导开放耳道耳机漏音严重等问题，适用于运动、办公、辅听等长时佩戴的多场景，是智能耳机未来发展方向之一。根据 QY Research 预测，2022 年至 2028 年全球骨传导耳机市场规模有望以 23.5% 的复合增速增长，至 2028 年全球骨传导耳机市场规模将达到 30 亿美元。音响作为智能家居生态链的重要入口硬件，近几年也越来越被消费者关注。根据调研机构 Acumen Research and Consulting 的预测，自 2021 年至 2028 年，全球智能音箱市场规模预计将以 19.4% 以上的复合年增长率增长，在 2028 年能达到约 290.21 亿美元的市场规模。公司作为电声行业龙头企业，耳机产品出货量维持在较高水平；音箱产品主要是 Harman 的多款明星产品，市场销量较好；此外，公司积极布局智能手表、智能眼镜等智能穿戴产品，拓宽自身产品矩阵，培育新的盈利增长点。智能穿戴行业市场前景较为广阔，根据 IDC 预测，与智能眼镜产品高度相关的 AR/VR 产业的总投资规模有望在 2026 年增至 747.3 亿美元，2021 年至 2026 年的年复合增长率将达 38.5%，其中中国市场的年复合增长率预计达 43.8%，增速位列全球第一。根据 Fortune Business Insights 预测，2020 年至 2027 年全球智能眼镜市场规模将以年复合增长率 17.2% 的速度增长，到 2027 年智能眼镜市场空间有望达到 157.88 亿美元。

图8：2018-2022 年佳禾智能研发支出（万元）与研发费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

自研能力较强，具备深厚技术积累。公司主要以 ODM 模式为品牌商设计研发、制造智能硬件产品。凭借技术、规模、成本控制等优势，公司已进入到国内外领先电声企业的供应链当中。截止 2022 年 12 月 31 日，公司及全资子公司已拥有有效授权专利 766 个，其中中国发明专利 75 个，中国实用新型专利 459 个，中国外观专利 208 个，国际

外观专利 24 个，软件著作权 87 项。形成了平面振膜 Hifi 电声技术、主动降噪、生理参数监测技术、3D 声场技术、骨传导减震降噪等多项核心技术。在生产工艺方面，公司实行信息化与智能化相结合的生产管理体系，拥有从设计、开模、试制、试产到量产的产品全生命周期研发制作能力，生产线自动化和精密化程度高。在研发费用上，2022 年公司研发金额为 13187 万元，研发投入占营业收入比例为 6.07%，相较于 2021 年，该两项指标涨幅分别为 12.44%和 1.78pct。

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>