

日期: 2016年5月6日

行业: 通用设备制造业



冀丽俊

021-53686156

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

领先的冷链设备制造商

■ 投资要点:

领先的冷链设备制造商

公司主营业务为冷链装备和特种集装箱的研发、生产和销售,公司主营产品为以速冻设备为主的冷冻设备和罐式集装箱。公司产品广泛应用于各类农副产品、食品的冷却冷冻加工领域、冷藏物流领域及化工、食品饮料、能源等物流领域。“四方”商标获得江苏省著名商标荣誉称号,具有较高的市场美誉度及品牌影响力。

公司是国内综合优势领先的冷链装备制造企业和快速发展的特种集装箱制造企业,是江苏省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业,并荣获江苏省中小企业创新能力建设示范企业、江苏省高成长型中小企业、江苏省 AAAA 标准化良好行为企业、江苏省民营科技企业等荣誉称号。

募投项目扩大规模

公司本次发行募集资金将投入冷链装备扩产项目、罐式集装箱扩产项目、冷链装备技术中心以及补充流动资金。募投项目有利于扩大公司产品的生产规模,增强公司的竞争力。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2016、2017 年归属于母公司的净利润分别为 1.27 亿元和 1.39 亿元,同比增速分别为 1.38% 和 9.21%,相应的稀释后每股收益为 0.62 元和 0.67 元。

定价结论

本次拟发行股份 5170 万股,发行后总股本 20680 万股,公司发行价格为 10.19 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 24.65-30.81 元,对应 2016 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

IPO 价格
上市合理定价

RMB10.19 元
RMB24.65-30.81 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	51.70
发行后总股本 (百万股)	206.80
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价申购 网下询价配售 广发证券
保荐机构	

主要股东 (发行前)

黄杰	53.87%
黄晓颖	3.87%
沙明军	3.29%

收入结构 (2015)

冷冻设备	32.14%
罐式集装箱	64.21%

报告编号: JLJ16-NSP03

首次报告日期: 2016年5月6日

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	826	737	784	851
年增长率	2.74%	-10.73%	6.35%	8.51%
归属于母公司的净利润	138	126	127	139
年增长率	38.54%	-8.95%	1.38%	9.21%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.67	0.61	0.62	0.67

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司主营业务为冷链装备和特种集装箱的研发、生产和销售，公司主营产品为以速冻设备为主的冷冻设备和罐式集装箱。公司产品广泛应用于水产类、肉禽类、果蔬类、米面制品、冰淇淋、烘焙和调理食品等各类农副产品、食品的冷却冷冻加工领域、冷藏物流领域及化工、食品饮料、能源等物流领域。

公司是国内综合优势领先的冷链装备制造企业和快速发展的特种集装箱制造企业，是江苏省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业，并荣获江苏省中小企业创新能力建设示范企业、江苏省高成长型中小企业、江苏省 AAAA 标准化良好行为企业、江苏省民营科技企业等荣誉称号。“四方”商标获得江苏省著名商标荣誉称号，具有较高的市场美誉度及品牌影响力。

公司凭借较强的技术研发实力，公司参与制定多项国家和行业标准，多个项目被列入国家火炬计划、国家级星火计划、江苏省国际科技合作项目以及江苏省科技支撑计划等。公司先后通过美国机械工程师协会（ASME）、挪威 DNV 船级社、中国船级社等国内外权威体系认证，公司多项产品被评定为国家重点新产品、江苏省高新技术产品、江苏省首台（套）重大装备产品，并通过英国劳氏船级社、法国 BV 船级社等第三方认证。

● 行业增长前景

随着人们生活节奏的加快和生活水平的提高，人们对易于保存的生鲜冷冻食品的需求持续快速上升，进而拉升了冷冻设备的市场需求。尤其是随着社会专业化分工的进一步完善，冷冻设备行业下游农副产品、食品加工等行业集中度提高，对具有大功率、快速化、高效能、占地面积少、适用范围广等特点的新型高效节能的大容量冷却冷冻装置的需求逐渐增加。

为满足市场对高效、节能的大容量冷却冷冻装置的需要，近年来，行业相继推出螺旋式速冻装置、隧道式速冻装置、平板式速冻装置、流态化速冻装置、柜式冻结装置以及液氮或液体二氧化碳喷淋式深冷速冻装置等多种速冻设备。由于持续的研发投入和技术创新，多项国产冷冻设备的质量水平、技术含量已达到或接近发达国家水平，部分产品具备较强的国际竞争力。

受益于国内外市场需求的快速提升和国家对冷链物流及先进装备制造业的大力支持，我国冷冻设备制造行业、冷藏运输设备行业等冷链物流环节相关行业都将面临较好的发展机遇。

目前，我国城镇化水平持续提高，居民收入快速增长，生活质量显著

改善，加之生活节奏的加快，居民消费需求和消费结构的较大改变，对瓜果、蔬菜、水产品、奶制品、鲜肉制品、速冻水饺、汤圆等鲜活食品和米面制品的需求正逐步上升中，速冻设备下游市场空间逐步释放。2011年，中国城市人均易腐食品消费支出达2,897元，同比增长约为15%。居民消费结构的转变和冷冻冷藏食品消费需求的持续增长为冷冻设备行业的发展提供了广阔市场空间。为降低易腐食品运输过程中腐烂率，提高食品安全水平，国家发改委于2010年6月出台《农产品冷链物流发展规划》，将研发推广各种高性能冷却、冷冻设备和移动式冷却装置等冷链物流装备作为十二五期间的主要任务之一，为速冻设备等冷链装备细分市场带来了新的机遇。

根据中国制冷学会发布的《速冻设备行业发展现状及趋势分析》，受消费者对速冻食品需求快速增长的影响，预计未来几年我国速冻设备市场需求量将保持年均20%以上的增长率，中国冷冻设备产品的需求总体保持稳定发展的良好态势。

● 行业竞争结构及公司的地位

冷冻设备行业总体竞争较为充分，市场化程度高，市场集中度较低，行业内不同细分产品因其对技术、工艺、质量、资金投入等存在较大差异而使得其竞争格局有所差异。其中，中高端的冷冻设备一般为非标准化设计，对企业工艺设计水平、技术研发能力、质量控制手段、及时供货能力等要求更高，因此企业进入该领域的壁垒较高，市场集中度相对较高，竞争格局较为稳定，各厂家主要依托品牌、质量、服务及技术水平等展开竞争；而低端冷冻设备市场集中度较低，竞争比较激烈，同质化产品较多，价格竞争格局明显。

总体而言，目前冷冻设备行业呈现行业内企业围绕技术升级在自主创新中展开竞争、围绕市场集中度提高在细分市场中展开竞争和围绕产品配套能力在产业链延伸中展开竞争等竞争格局。

公司是国内较早进入冷冻设备制造行业的企业之一，产品以速冻设备为主导，覆盖速冻、制冰、冷库等多个领域。其中，速冻设备产品作为公司核心主营产品，其技术含量、工艺水平、产品质量等性能指标在行业内处于领先地位，已经达到或接近国际先进水平。根据中国制冷学会资料统计，2012年至2014年我国速冻设备市场需求量分别为10.6亿元、13.3亿元、15.9亿元。

在冷冻设备领域，除公司外，其他市场占有率较高的企业还包括烟台中孚冷链设备有限公司、大连冰山菱设速冻设备有限公司、上海汉钟精机股份有限公司、福建雪人股份有限公司、烟台冰轮股份有限公司等，该等

公司各自具有相对优势的研发领域及成熟产品，在行业中拥有一定口碑和品牌知名度，市场占有率相对稳定，

表 1 公司在国内速冻设备市场的占有率情况 单位：万元

项目	2014 年	2013 年	2012 年
国内销售金额	16,003.25	17,018.05	19,129.21
国内市场容量	159,000.00	133,000.00	106,000.00
占比	10.06%	12.80%	18.05%

资料来源：公司招股说明书

罐式集装箱行业规模客户集中度较高，主要客户以国际物流公司和租箱公司为主。由于罐式集装箱主要用于国际多式联运，市场上以 ISO 标准尺寸的罐式集装箱产品为主，且罐式集装箱价格受附属功能的影响较大，因此以台数描述罐式集装箱市场规模更利于反映市场供求情况，也更为符合行业惯例。

据亚洲罐式集装箱组织统计，2012 年至 2014 年全球罐式集装箱市场规模分别为 3.21 万台、3.68 万台、3.99 万台。

表 2 公司罐式集装箱产品及全球市场占比情况 单位：台

项目	2014 年	2013 年	2012 年
公司销量	4,823	4,436	2,571
全球市场规模	39,900	36,750	32,100
全球市场占比	12.09%	12.07%	8.01%

资料来源：公司招股说明书

罐式集装箱客户对其供应商存在较高的准入要求，公司自设立起通过人才培养、研发创新等内部优势逐步突破该等市场的准入壁垒，并于 2008 年、2009 年陆续取得相关资质认证；虽然公司在罐式集装箱行业起步较晚，但随着公司与该等客户逐步建立起良好的合作关系，产品销量稳步提高，已跨入行业前列。

中国已成为世界最大的罐式集装箱产销国，国内主要罐式集装箱制造企业包括中集集团、四方罐储、胜狮集团、新华昌集团等。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司于 2012 年 6 月 15 日由南通冷冻设备有限公司整体变更设立，

公司发行前总股本 15,510 万股，其中黄杰先生持有 8,355.81 万股，占

本次发行前公司总股本的 53.87%，为公司控股股东和实际控制人。

本次拟发行股份 5170 万股，发行后总股本 20680 万股，公司发行价格为 10.19 元/股。

表 3 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	黄杰	8,355.81	53.87%	8,355.81	40.41%
2	黄晓颖	599.81	3.87%	599.81	2.90%
3	沙明军	510.00	3.29%	510.00	2.47%
4	朱建新	473.38	3.05%	473.38	2.29%
5	杨新华	461.92	2.98%	461.92	2.23%
6	钱洪	417.69	2.69%	417.69	2.02%
7	朱祥	388.41	2.50%	388.41	1.88%
8	李荣方	383.79	2.47%	383.79	1.86%
9	李海均	324.82	2.09%	324.82	1.57%
10	张蔼然	226.04	1.46%	226.04	1.09%
11	其他 82 名股东	3,368.33	21.72%	3,368.33	16.29%
12	社会公众股股东	-	-	5,170.00	25.00%
	合计	15,510.00	100%	20,680.00	100%

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 4 主营业务收入构成 单位：万元、%

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
冷冻设备	23,700.10	32.14%	23,312.33	28.22%	21,872.37	27.21%
其中：速冻设备	14,894.60	20.20%	16,251.91	19.67%	17,792.15	22.13%
其他冷冻设备	8,805.50	11.94%	7,060.42	8.55%	4,080.22	5.08%
罐式集装箱	47,343.68	64.21%	56,695.54	68.64%	56,398.81	70.15%
主营业务收入	71,043.78	96.35%	80,007.87	96.86%	78,271.19	97.35%
营业收入	73,737.16	100.00%	82,602.15	100.00%	80,397.97	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 5 公司产品的产能、产量和销量情况

产品名称	年产能(台)	产量(台)	销量(台)	产销率
2015 年				
速冻设备	400	246	271	110.16
罐式集装箱	4,000	4,003	4,140	103.42
2014 年				
速冻设备	400	339	327	96.46
罐式集装箱	4,000	5,028	4,823	95.92

2013 年				
速冻设备	400	337	336	99.70
罐式集装箱	3,000	4,589	4,436	96.67

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 6 公司产品销量和价格情况

产品	2015 年		2014 年		2013 年	
	销售量 (台/套)	平均价格 (万元)	销售量 (台/套)	平均价格 (万元)	销售量 (台/套)	平均价格 (万元)
速冻设备	271	54.96	327	49.70	336	52.95
罐式集装箱	4,140	11.44	4,823	11.76	4,436	12.71

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 7 公司产品毛利率情况%

项目	2015 年	2014 年	2013 年
冷冻设备	34.97%	36.29%	33.93%
其中：速冻设备	34.27%	35.36%	34.30%
其他冷冻设备	36.14%	38.45%	32.35%
罐式集装箱	24.11%	23.42%	20.00%
主营业务毛利率	27.73%	27.17%	23.89%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

● 募投项目

公司本次发行募集资金将投入冷链装备扩产项目、罐式集装箱扩产项目、冷链装备技术中心以及补充流动资金。募投项目有利于扩大公司产品的生产规模，增强公司的竞争力。

表 8 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金	建设期
1	冷链装备扩产项目	18,145.00	18,145.00	24 个月
2	罐式集装箱扩产项目	13,309.00	13,309.00	12 个月
3	冷链装备技术中心	3,050.00	3,050.00	12 个月
4	补充 12,000 万元流动资金项目	12,000.00	12,000.00	
	合计	46,504.00	46,504.00	

资料来源：公司招股说明书

冷链装备扩产项目：建设期为 2 年，生产经营期为 8 年，其中正常生产年为 6 年，项目计算期第二年开始投产，生产负荷为 20%，第三年生产负荷为 50%，第四年开始满负荷生产。达产后，将新增速冻设备产能 220 台，冷藏集装箱 2,200 台。

表 9 冷链装备扩产项目完全达产后的主要经济效益指标

指标名称	数值
年平均销售收入 (万元)	29,616.00
年平均利润总额 (万元)	6,697.97
年平均上缴所得税 (万元)	1,674.50
年平均税后利润 (万元)	5,023.48

资料来源：公司招股说明书

罐式集装箱扩产项目：建设期为 1 年，生产经营期为 9 年，其中正常生产年为 8 年。项目计算期第二年开始小批量投产，生产负荷为 60%，第三年生产负荷为 80%，第四年开始满负荷生产。达产后，公司每年将新增罐式集装箱产能 3,300 台。

表 10 罐式集装箱扩产项目完全达产后的主要经济效益指标

指标名称	数值
年平均销售收入 (万元)	38,281.3
年平均利润总额 (万元)	4,777.9
年平均上缴所得税 (万元)	1,194.4
年平均税后利润 (万元)	3,583.4

资料来源：公司招股说明书

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2016、2017 年归母公司的净利润分别为 1.27 亿元和 1.39 亿元，同比增速分别为 1.38% 和 9.21%，相应的稀释后每股收益为 0.62 元和 0.67 元。

表 11 公司损益简表及预测 (单位：百万元)

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业总收入	826	737	784	851
二、营业总成本	677	607	634	691
营业成本	593	526	568	611
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	27	27	24	26
管理费用	55	55	55	60
财务费用	-2	-7	-16	-13
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0

四、营业利润	150	131	150	164
加：营业外收入	12	18	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
五、利润总额	162	148	150	164
减：所得税	23	22	22	25
六、净利润	138	126	127	139
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	138	126	127	139
总股本（百万股）	206.80	206.80	206.80	206.80
七、每股收益	0.67	0.61	0.62	0.67

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

四、风险因素

市场竞争风险

公司主要产品为以速冻设备为主的冷冻设备和罐式集装箱。公司进入冷冻设备市场较早，经历二十多年的持续发展，在国内冷冻设备市场竞争格局中逐步建立了优势地位，但主要产品仍面临国内外其他冷冻设备生产企业的有力竞争。公司虽然进入罐式集装箱行业市场较晚，但凭借良好的技术研发及质量管理能力，市场份额稳步提高，未来随着公司经营规模持续增长，可能会面临其他规模企业更为激烈的市场竞争。如果未来公司在产品技术升级、营销网络构建、销售策略选择等方面不能及时适应市场竞争的变化，公司面临的竞争风险将会加大，可能在日益激烈的竞争中失去已有的市场份额从而导致公司市场占有率下降。

技术开发风险

公司是江苏省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业，建有江苏省速冻设备工程技术研究中心、江苏省认定企业技术中心等高规格、高水平研发平台。公司自创立以来始终坚持以技术创新为企业发展导向，公司募投项目之一为建设高水平的研发技术中心项目，公司拟通过该项目整合现有研发资源，持续增强公司的研发实力。虽然公司坚持技术创新是保持核心竞争力的关键因素，但如果不能及时准确地把握产品、市场及技术的发展趋势，出现技术研发与市场需求脱节的情形，公司现有的竞争优势将可能被削弱，从而对公司产品的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。

存货金额较大风险

报告期内，公司各期末存货余额占流动资产比例较高。本次募集资金投资项目中，公司将部分募集资金用于冷链装备产业化项目，包括冷冻设备扩产项目及冷藏集装箱产业化项目。虽然公司已经掌握了冷藏集装箱生产关键技术、突破了产品生产工艺难题，然而产品的升级及产业化除需解

决技术问题外，还必须综合考虑成本控制、质量控制、技术工人招收、培训、经济效益等多个因素，任何一个环节出现问题都可能对整个产业化进程产生重大影响，从而可能对募集资金投资项目的实施以及经济效益产生不利影响。

所得税优惠风险

根据科技部、财政部、国家税务总局颁布的《高新技术企业认定管理办法》（国科发火[2008]172号），四方冷链于2008年10月21日被江苏省科技厅、财政厅、国税局及地税局联合认定为高新技术企业，于2011年10月21日通过高新技术企业复审，于2014年9月2日再次被江苏省科技厅、财政厅、国税局及地税局联合认定为高新技术企业；四方罐储于2012年8月6日被江苏省科技厅、财政厅、国税局及地税局联合认定为高新技术企业，于2015年8月24日通过高新技术企业复审。根据《中华人民共和国企业所得税法》规定，“国家需要重点扶持的高新技术企业，减按15%的税率征收企业所得税”。

因该项优惠，公司2013年度、2014年度、2015年度所得税优惠金额分别为1,027.01万元、1,302.61万元、1,136.59万元，占当期利润总额的比例分别为8.75%、8.06%、7.67%。四方冷链及四方罐储的高新技术企业证书将分别于2017年9月、2018年8月到期，如果该等公司在今后的高新技术企业定期认定中未能通过，或者国家相应的税收优惠政策发生变化，将会对公司的经营业绩产生一定的影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于2016年、2017年预测业绩的均值，同行业重点上市公司2016年、2017年平均动态市盈率43倍、33倍；最近上市的十家主板企业中，2016年、2017年平均市盈率为51倍和45倍。

表 12 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
000039.Sz	中集集团	14.73	0.83	0.66	0.76	0.92	17.71	22.22	19.43	16.09
000530.Sz	大冷股份	10.26	0.21	0.24	0.31	0.41	48.02	42.66	33.60	24.85
002639.Sz	雪人股份	10.06	-0.01	0.03	0.18	0.26	--	364.15	56.42	39.19
300228.Sz	富瑞特装	16.17	0.46	0.03	0.26	0.32	34.90	464.45	61.84	49.88
	平均						33.54	223.37	42.82	32.50

资料来源：Wind 上海证券研究所

表 13 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
603822.SH	嘉澳环保	24.78	0.49	0.53	0.60	0.71	50.26	46.78	41.36	35.09
603029.SH	天鹅股份	20.72	0.51	0.43	0.56	0.59	40.27	48.44	36.99	34.94
603726.SH	朗迪集团	39.82	0.72	0.65	0.75	0.92	55.54	61.44	53.44	43.08
603868.SH	飞科电器	55.96	0.85	1.15	1.46	1.84	65.75	48.59	38.45	30.36
603701.SH	德宏股份	64.35	0.65	0.70	0.76	0.80	99.47	92.30	84.67	80.44
603798.SH	康普顿	57.80	0.67	0.83	0.93	1.02	86.62	69.25	61.89	56.67
601900.SH	南方传媒	18.57	0.38	0.46	0.57	0.65	49.26	40.35	32.86	28.42
603861.SH	白云电器	27.61	0.33	0.42	0.60	0.67	84.08	65.61	45.73	41.21
601020.SH	华钰矿业	26.86	0.39	0.31	0.35	0.39	68.43	85.93	75.81	68.71
603919.SH	金徽酒	29.02	0.45	0.59	0.70	0.85	65.15	49.01	41.46	34.04
	平均						66.48	60.77	51.26	45.30

资料来源: Wind 上海证券研究所

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 24.65-30.81 元,对应 2016 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。