

罐箱业务量价齐升，冷冻设备长期向好

投资要点

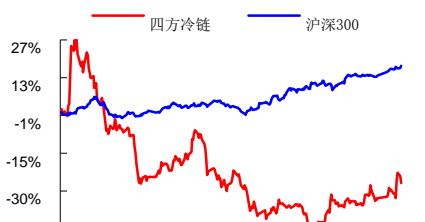
- 推荐逻辑:** 1) 公司两项核心业务下游需求双双向好，随着公司产能扩建在未来两年逐步达产，公司业绩成长具有高确定性；2) 航运业务在2016年触底，罐箱需求在2017年回暖，随着原材料价格不断上涨及2018年产能扩建，罐箱业务有望实现量价齐升；3) 消费升级背景下的冷冻设备需求不断增长。
- 罐箱业务量价齐升，产品结构改善:** 航运业务2008年以来景气度持续下滑，已于2016年触底，2017年行业回暖，需求向好。公司罐箱产品长期处于供不应求的状态，产能利用率超过100%。同时，2017年罐箱重要原材料不锈钢涨价（罐箱是基于原材料价格定价模式），罐箱产品结构进一步调整，毛利率更高的特箱占比提升至30%，叠加2018年罐箱产能扩张因素(产能将由目前的4000台/年提升至7300台/年的水平)，公司罐箱业务具有量价齐升的巨大潜力。
- 冷冻设备需求侧持续向好。** 公司具有30余年速冻设备的设计生产经验，在消费升级的大背景下，人们生活方式发生着转变，对冷食和速食的需求明显增加。虽然下游来看面食及水产品需求在下滑，但类似于周黑鸭和绝味这些速食产品需求明显扩张。根据行业协会预测，速冻设备未来几年的CAGR在20%以上水平，公司冷冻设备目前产能为400台/年，预计2019年扩充至620台/年的水平。预计在下游需求增长的带动下，增加产能将被充分消化，带来业绩弹性。
- 2017年完成股权激励。** 公司于2017年4月完成首次股权激励，授予的限制性股票激励对象为353名，包括公司董事会成员及核心中层管理和技术人员，授予价格为15.91元/股。限制性股票解锁业绩考核目标为以2016年业绩为基数，2017~2019年增长比例分别不低于10%、20%和30%。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.79元、1.08元、1.42元，对应PE分别为37倍、27倍、21倍（取2017年10月24日收盘价29.40元为基准）。公司两项业务双双向好，罐箱设备产能扩张，量价齐升，且公司作为速冻设备龙头，下游需求稳定增长，结合可比公司及公司历史估值情况，我们给予公司2018年36倍PE，对应目标价38.88元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 产能扩张不达预期风险；2) 下游需求增长不达预期风险；3) 原材料价格大幅波动风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 武雪原
电话: 010-57758579
邮箱: wuxuey@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.10
流通A股(亿股)	0.57
52周内股价区间(元)	22.52-51.31
总市值(亿元)	61.81
总资产(亿元)	18.16
每股净资产(元)	6.68

相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	675.79	900.61	1142.43	1484.27
增长率	-8.35%	33.27%	26.85%	29.92%
归属母公司净利润(百万元)	124.44	167.11	226.41	297.54
增长率	-1.01%	34.29%	35.48%	31.42%
每股收益EPS(元)	0.59	0.79	1.08	1.42
净资产收益率ROE	9.50%	11.42%	13.50%	15.19%
PE	50	37	27	21
PB	4.72	4.22	3.69	3.15

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1 罐箱和速冻设备业务营收快速增加.....	1
2 罐箱设备量价齐升，冷冻设备需求向好	3
2.1 开拓国内市场，发展非标箱，罐箱产能扩张	3
2.2 速冻设备龙头，稳健发展	5
3 盈利预测与估值.....	6
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 股权结构图	1
图 2: 公司 2016 年主营业务收入结构情况	1
图 3: 公司 2016 年主营业务毛利情况	1
图 4: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 5: 公司 2011 年以来净利润及增速	2
图 6: 公司 2011 年至今毛利率、期间费用率、净利润率变化	2
图 7: 公司 2011 年至今三费率变化	2
图 8: 罐式集装箱及多式联运	3
图 9: 全球 1991 年至 2017 年罐箱产量及增长率	4
图 10: 全球 1991 年至 2017 年罐箱存量及增长率	4
图 11: 波罗的海干散货指数 (BDI)	4
图 12: 公司冷冻设备产品类别	5
图 13: 同行业公司应收账款周转天数对比 (天)	6

表 目 录

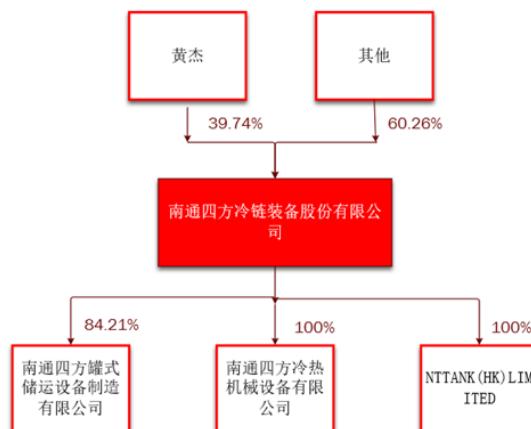
表 1: 各项业务收入及毛利率 (单位: 百万元)	7
表 2: 可比公司对比	7
附表: 财务预测与估值	8

1 罐箱和速冻设备业务营收快速增加

四方冷链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。四方冷链是国内最大的速冻设备生产商，品种最全。公司自 1990 年成立以来，专注冷链设备中技术含量高的速冻设备，拥有多项国家发明专利技术，并起草和参与多项国家和行业标准制定。目前，公司年产能为 400 台/年速冻设备和 4000 台/年罐式集装箱，募集资金拟投资的产能扩建项目完成后，产能将增长至 620 台/年速冻设备和 7300 台罐式集装箱。根据亚洲罐式集装箱组织的数据，公司罐式集装箱的市场占有率为 12.1%，排名全球第三；根据中国制冷学会的数据，公司速冻设备的国内市场占有率为 10.1%，处于国内龙头地位。

公司股权架构清晰、集中，公司实际控制人黄杰持有公司 39.74% 的股权。公司设有三家子公司，南通四方罐式储运设备制造有限公司、南通四方冷热机械设备有限公司和 NTTANK(HK) LIMITED，前两家是生产性企业，后者设立在香港，从事出口贸易。

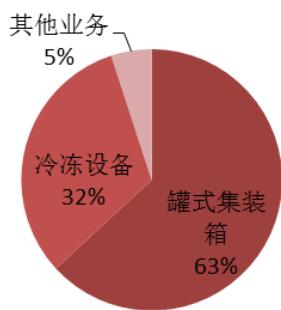
图 1：股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

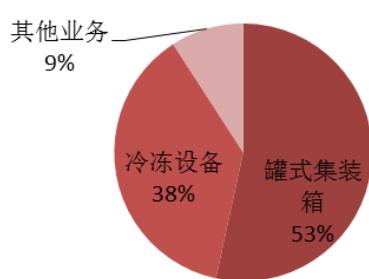
公司主营业务结构：2016 年公司收入主要来自罐式集装箱和冷冻设备，占比 95%，其中罐式集装箱占比 63%，冷冻设备占比 32%；从毛利结构看，罐式集装箱业务贡献 53% 毛利，冷冻设备业务贡献 38% 毛利。冷冻设备多为小批量定制化生产，毛利率较高为 37.5%；罐式集装箱的毛利率为 27%。

图 2：公司 2016 年主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2016 年主营业务毛利情况

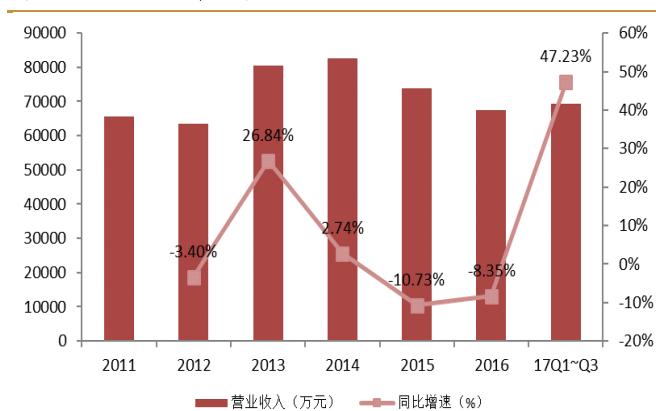


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2014-2016 年，公司营业收入和业绩呈现下滑态势，主要是一方面受国际经济复苏缓慢的影响，航运市场疲软，罐式集装箱外销数量减少，同时由于原材料价格下跌，罐式集装箱价格下降，罐式集装箱营业收入下降，净利润下降。另一方面同期冷链设备外销不畅，营收和净利双双下降。

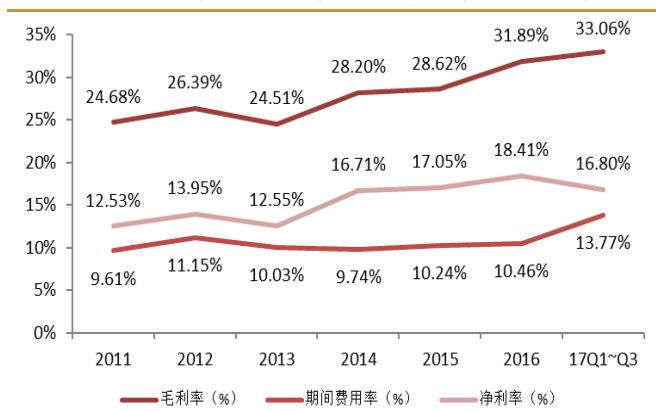
2017 年前三季度，公司一方面积极拓展国内罐式集装箱的中小客户，同时改善产品结构，提高特箱销售占比；另一方面，公司冷冻设备销售抓住装备升级、产能升级的机遇，同比增长 29.42%，两大主营业务营业收入和净利大幅增长。公司三费率长期保持稳定水平，不随产能和销量的增加而产生大幅波动，体现了公司较高的管理水平。公司今年管理费率提升是因为股权激励产生相关 4300 万费用绝大部分在 2017 年摊销所致，2018~19 年预计将恢复正常水平。

图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2011 年至今毛利率、期间费用率、净利润率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2011 年至今三费率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 罐箱设备量价齐升，冷冻设备需求向好

2.1 开拓国内市场，发展非标箱，罐箱产能扩张

罐式集装箱是特种集装箱的一种，主要由箱体框架和承受内压的压力容器罐体组成，罐体作为装运货物的主体被固定在框架中，专门用于装运有毒有害、易燃易爆、腐蚀性的危险品以及无危险性的液态和固态粉粒状物料。集装箱按所装货物可以细分为干式集装箱和罐式集装箱，前者装载普通固体货物，后者装载液态和固态粉粒状货物。干式集装箱总体上供过于求，竞争激烈，毛利率相对较低。罐式集装箱技术难度高，毛利率相对较高。

图 8：罐式集装箱及多式联运



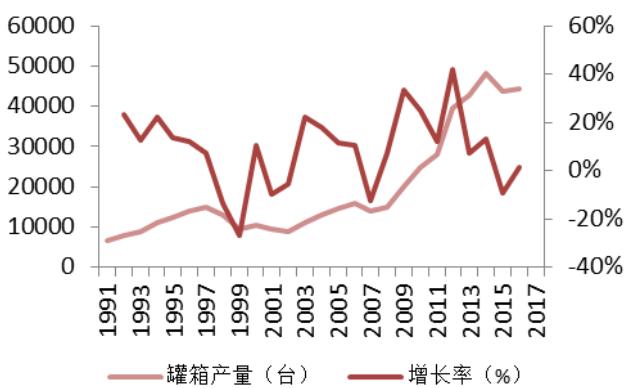
数据来源：国际罐式集装箱组织、公司公告，西南证券整理

根据国际罐式集装箱组织 (ITCO) 统计，2016 年全球新增罐式集装箱 44450 台，其中中国制造 30300 台，占全球新增总量的 68.2%。海关数据显示我国 2016 年出口 20 英尺和 40 英尺罐式集装箱共计 23873 台，占当年国内产量的 78.8%。欧美地区化工业发展较早，多式联运发展完善，同时强制要求使用罐式集装箱以保证安全、保护环境，罐式集装箱需求量大，引致我国产品大量出口。

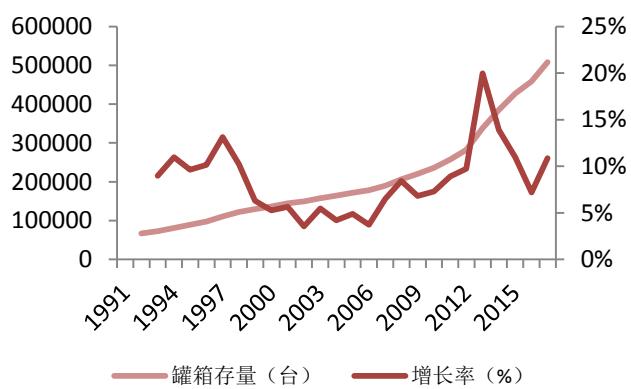
随着世界各国对科学环保的大力倡导、物流一体化体系的建立和下游化工、食品饮料行业的发展，罐式集装箱的市场需求稳步增长，尤其是在新兴市场地区。根据中商顾问统计，按照世界市场对罐式集装箱的需求量以年均 10% 的增长率计算，2017 年全球需求量可达 48895 台，假设中国制造占全球新增总量比例与 2016 年相同，仍为 68.2%，则中国制造出口量将达 33346 台。

全球罐箱产量自上世纪 90 年代以来持续增长，但自 2008 年以来，航运业经历周期高点后景气度不断下滑，2016 年进入周期绝对低点，对应的是韩国韩进海运巨头的破产和大量行业巨头的充足，这是对行业周期性低点的重要证据。波罗的海航运指数自 2008 年以来一直处于底部，并于 2016 年 1 季度进入约 300 的绝对低点，而自此之后，指数持续回暖，并

于 2016 年 10 月超过 1500，这一数据可以表征航运业已触底回暖，这会刺激行业对集装箱的需求。同时，根据国际罐箱协会（ITCO）数据，存量罐箱增长率 2014 年达到高点达到 13.9%，此后几年逐年下降，2015 和 2016 年分别为 11% 和 7.2%，2017 年同比增长率预计首次出现正增长至 8.5%，在此基础上，我们预计 2018 年增长率大概率将继续上升。这将会使得罐箱得到提升。根据公司公开数据，2012~2016 年公司罐箱均价分别为 13.8 万元，12.7 万元，11.76 万元，11.44 万元和 10.4 万元。2016 年罐箱单箱价格降至低点，相比于 2012 年降低约 25%。随着 2017 年罐箱存量增长率实现正增长及原材料价格上升（主要为不锈钢，占比超过 70%）的影响，大概率 17~18 年罐箱价格将出现较大幅度反弹。

图 9：全球 1991 年至 2017 年罐箱产量及增长率


数据来源：International Tank Container Organization, 西南证券整理

图 10：全球 1991 年至 2017 年罐箱存量及增长率


数据来源：International Tank Container Organization, 西南证券整理

图 11：波罗的海干散货指数 (BDI)


数据来源：Wind, 西南证券整理

产品结构调整有利于罐箱产品毛利率进一步提升。罐式集装箱可以进一步细分为标准罐式集装箱和非标箱（制冷/加热罐式集装箱、气体罐式集装箱、近海罐式集装箱等）。标箱采用流水线生产，规模大，但毛利率相对较低。非标箱设计、技术要求大，管理研发难度大，产量较少，但毛利率高。随着罐式集装箱应用领域的不断扩展，客户个性化需求多，非标箱的需求量有望快速增长。公司 2017 年调整产品结构，非标箱的占比约 30%，并有望在未来保持这一较高的比例。

公司大力拓展国内客户。2016 年，虽然整个集装箱行业需求预冷，但随着国内经济增速缓中趋稳的总体趋势，公司积极调整营销策略，加大国内新客户的开发力度，开发新客户

44个。对标欧美发达国家，目前我国罐式集装箱使用率低，随着环保和安全政策的收紧，多式联运的发展，国内罐式集装箱需求量未来增长具有很强的确定性。提前布局，开发国内客户，一方面，有助于调整销售结构，更好利用国际国内两个市场，提升抗风险能力，另一方面，积累客户资源，卡位国内市场，长期利好公司发展。

公司募投资金用途之一是罐式集装箱扩产项目，计划新增罐式集装箱产能3300台。旧厂房用于生产非标箱，新建厂房用于生产标箱。目前，新厂房土建工程已经完成70%，预计明年一季度后新增产能将逐步达产。规模扩大后，由于规模效应，公司成本有望进一步降低，叠加罐箱涨价预期，公司该项业务将呈现量价齐升的态势。

2.2 速冻设备龙头，稳健发展

冷链装备行业可以细分为冷冻设备、冷藏设备和储运设备。冷冻设备是指制造低温环境的各类终端设备，主要用于农副产品、食品等产品的冷却、冷冻和冷藏储运，其主要产品包括速冻设备、普通冻结设备、制冰设备和冷藏、冷冻柜等其它冷冻设备。速冻设备是冷冻设备制造业中技术含量较高的一类细分产品，采用低温急冻技术迅速冻结农副产品、食品等，从而最大程度实现冻结可逆性并保持食物原有色泽口味和营养成分。

图 12：公司冷冻设备产品类别



隧道式速冻装置



螺旋式速冻装置



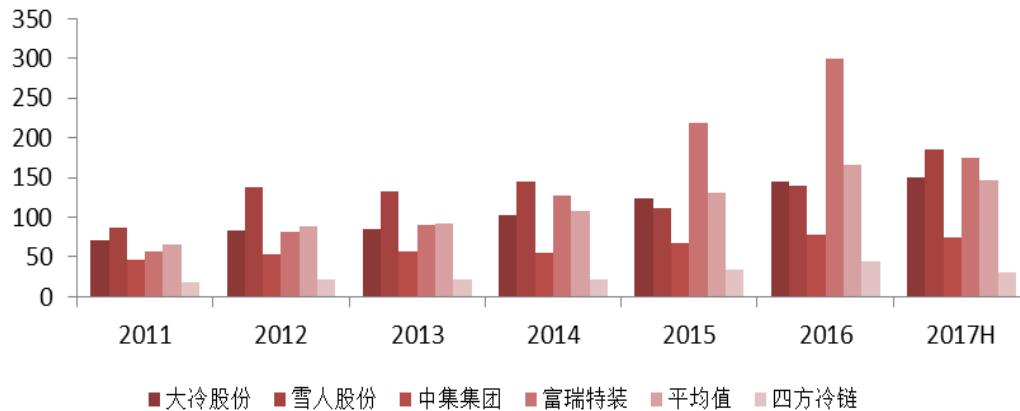
平板式速冻装置

数据来源：公司招股书，西南证券整理

随着人们生活水平的提高，对于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。冷冻设备下游农副产品、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、适用范围广的高效节能的大容量冷却冷冻装置的需求逐渐增加。公司在速冻设备方面具有长期的积累，而速冻设备技术壁垒高，需要在短时间内实现对食品全面冻结，公司在该领域市占率超过10%。

公司下游客户逐步发生变化。公司早期下游产业主要为农副产品、食品行业。近年来，随着人们生活方式的改变，下游水产、米面等传统领域对冷冻设备的需求量下降，但烘焙、休闲食品行业发展势头猛，公司在下游拓展了包括周黑鸭、绝味等食品类客户，对冷冻设备的需求量快速上涨。

公司通常于签订销售合同时收取约30%的预付款项，客户提货前向其收取不低于90%的预付款项。设备安装验收完毕后确认收入。从有订单到确认收入大概需要3个月的时间。四方冷链同行业内同类公司相比，其应收账款周转天数明显更短，且长期保持稳定水平，公司营运能力强，发展稳健。

图 13：同行业公司应收账款周转天数对比 (天)


据来源：公司公告，西南证券整理

在销售方面，公司采用直销模式，通过与客户直接沟通，根据客户不同需求挖掘其需求及潜在需求，不断拓展产品类型。公司 2017 年上半年推出大型连续式醒发装置以替代进口设备，其单价在 600 万左右，不到国外产品一半的水平，同时公司能够提供及时的售后服务，具有很强的竞争力。目前该产品已经上市销售，后期增长潜力较大。

公司募投资金的项目之一是冷链装备扩产，项目完成后，产能将由现在的 400 台/年提升到 620 台/年。根据中国制冷学会公布的数据，2015 年我国速冻设备的市场需求约为 22 亿元。受消费者对速冻食品需求快速增长的影响，中国制冷学会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。募投项目完成后，预期新增产能能被市场充分消化。目前扩厂项目规划已经完成，后续建设将稳步推进，预计 2019 年 2 季度达产。

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着航运业逐步回暖，下游对罐式集装箱需求增长，公司罐箱产能在 2018 年进一步扩张，同时公司非标罐箱占比提升，罐箱业务呈现量价齐升态势；

假设 2：受消费者对速冻食品需求快速增长影响，冷冻设备在下游市场需求逐步稳定增长，公司该项业务产能利用率不断提升，同时 2019 年冷冻设备产能进一步从 400 台/年扩张到 620 台/年的水平，该项业务不断加速增长；

根据以上假设，预计公司罐箱业务 2017-2019 年营收增速分别为 48%、33% 和 32%；预计冷冻设备业务 2017-2019 年营收增速分别为 12%、15% 和 26%。

表 1：各项业务收入及毛利率（单位：百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	营业收入	675.80	900.62	1,142.44	1,484.28
	增速	-8.35%	33.27%	26.85%	29.92%
	成本	460.28	594.08	769.74	992.08
	毛利率	31.89%	34.04%	32.62%	33.16%
罐箱设备	营业收入	426.69	630.00	834.90	1105.00
	增速	-9.87%	47.65%	32.52%	32.35%
	成本	311.59	431.50	584.43	762.45
	毛利率	26.98%	29.10%	30.00%	31.00%
冷冻设备	营业收入	215.09	240.00	276.00	346.80
	增速	-9.25%	11.58%	15.00%	25.65%
	成本	134.37	148.80	171.12	215.02
	毛利率	37.53%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	营业收入	34.02	30.62	31.54	32.48
	增速	26.33%	-10.00%	3.00%	3.00%
	成本	14.32	13.78	14.19	14.62
	毛利率	57.91%	55.00%	55.00%	55.00%

数据来源：西南证券

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.79 元、1.08 元、1.42 元，对应 PE 分别为 37 倍、27 倍、21 倍（取 2017 年 10 月 24 日收盘价 29.40 元为基准）。公司两项业务双双向好，罐箱设备产能扩张，量价齐升，且公司作为速冻设备龙头，下游需求稳定增长，结合可比公司及公司历史估值情况，我们给予公司 2018 年 36 倍 PE，对应目标价 38.88 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司对比

代码	公司名称	市值 (亿)	价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
000039	中集集团	450	18.27	0.14	0.89	1.11	1.35	729	21	17	14
002639	雪人股份	63.97	9.49	0.05	0.10	0.15	0.20	371	100	62	47
002158	汉钟精机	74.89	14.12	0.31	0.36	0.43	0.51	34	39	33	27
平均值								378	53	37	29
603339	四方冷链	65.11	30.97	0.59	0.79	1.08	1.42	50	37	27	21

数据来源：wind，西南证券整理（可比公司 2017-19 年 EPS 取自 Wind 一致预期）

4 风险提示

- 1) 产能扩张不达预期风险；2) 下游需求增长不达预期风险；3) 原材料价格大幅波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	675.79	900.61	1142.43	1484.27	净利润	124.44	167.11	226.41	297.54
营业成本	460.27	594.07	769.73	992.07	折旧与摊销	18.39	32.38	32.38	32.38
营业税金及附加	4.87	6.48	8.23	10.69	财务费用	-11.48	-5.66	-8.03	-10.59
销售费用	24.78	30.74	39.14	52.05	资产减值损失	0.10	0.78	0.72	0.64
管理费用	57.41	90.06	79.97	103.90	经营营运资本变动	-4.89	-71.53	-97.39	-113.21
财务费用	-11.48	-5.66	-8.03	-10.59	其他	7.40	-0.78	-0.72	-0.64
资产减值损失	0.10	0.78	0.72	0.64	经营活动现金流净额	133.95	122.30	153.36	206.13
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-68.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	52.29	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	139.85	184.14	252.66	335.51	短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.07	10.32	10.26	10.26	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	143.92	194.46	262.92	345.77	股权融资	468.51	0.00	0.00	0.00
所得税	19.48	27.35	36.51	48.22	支付股利	0.00	-9.84	-13.21	-14.92
净利润	124.44	167.11	226.41	297.54	其他	0.18	1.47	8.03	10.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	468.69	1.63	-5.18	-4.33
归属母公司股东净利润	124.44	167.11	226.41	297.54	现金流量净额	593.87	123.93	148.18	201.80
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	870.00	993.92	1142.11	1343.90	成长能力				
应收和预付款项	102.43	126.09	166.05	214.37	销售收入增长率	-8.35%	33.27%	26.85%	29.92%
存货	364.31	470.21	609.25	785.24	营业利润增长率	6.96%	31.67%	37.21%	32.79%
其他流动资产	3.61	4.81	6.10	7.92	净利润增长率	-1.01%	34.29%	35.48%	31.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.53%	43.68%	31.37%	28.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	122.96	99.28	75.60	51.92	毛利率	31.89%	34.04%	32.62%	33.16%
无形资产和开发支出	75.42	66.92	58.42	49.93	三费率	10.46%	12.78%	9.72%	9.79%
其他非流动资产	2.90	2.69	2.48	2.28	净利润率	18.41%	18.56%	19.82%	20.05%
资产总计	1541.62	1763.93	2060.02	2455.55	ROE	9.50%	11.42%	13.50%	15.19%
短期借款	0.00	10.00	10.00	10.00	ROA	8.07%	9.47%	10.99%	12.12%
应付和预收款项	230.80	289.97	372.78	485.59	ROIC	23.21%	29.36%	35.51%	40.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.72%	23.41%	24.25%	24.07%
其他负债	0.38	0.44	0.53	0.63	营运能力				
负债合计	231.18	300.41	383.31	496.22	总资产周转率	0.56	0.54	0.60	0.66
股本	206.80	210.25	210.25	210.25	固定资产周转率	6.10	8.82	14.57	27.12
资本公积	486.12	482.67	482.67	482.67	应收账款周转率	7.95	9.94	9.87	9.82
留存收益	613.33	770.60	983.79	1266.41	存货周转率	1.45	1.42	1.43	1.42
归属母公司股东权益	1310.44	1463.51	1676.71	1959.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.14%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1310.44	1463.51	1676.71	1959.33	资产负债率	15.00%	17.03%	18.61%	20.21%
负债和股东权益合计	1541.62	1763.93	2060.02	2455.55	带息债务/总负债	0.00%	3.33%	2.61%	2.02%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	5.80	5.31	5.02	4.74
EBITDA	146.76	210.86	277.01	357.31	速动比率	4.22	3.75	3.43	3.16
PE	49.67	36.99	27.30	20.77	股利支付率	0.00%	5.89%	5.84%	5.01%
PB	4.72	4.22	3.69	3.15	每股指标				
PS	9.15	6.86	5.41	4.16	每股收益	0.59	0.79	1.08	1.42
EV/EBITDA	35.49	24.64	18.22	13.56	每股净资产	6.23	6.96	7.97	9.32
股息率	0.00%	0.16%	0.21%	0.24%	每股经营现金	0.64	0.58	0.73	0.98
					每股股利	0.00	0.05	0.06	0.07

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn