

海容冷链 (603187.SH) 销售结构持续优化, 盈利有望保持韧性

2021年03月07日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

王珂 (分析师)

wangkel@kysec.cn

证书编号: S0790520110002

日期	2021/3/5
当前股价(元)	57.15
一年最高最低(元)	73.88/24.30
总市值(亿元)	94.58
流通市值(亿元)	71.61
总股本(亿股)	1.65
流通股本(亿股)	1.25
近3个月换手率(%)	117.18

● 销售结构优化, 盈利有望保持韧性, 维持“买入”评级

海容冷链是国内商用展示柜龙头, 考虑到公司产品结构优化、海外份额有望提升以及智能售货柜带来产品升级机遇, 在原材料涨价背景下公司仍有望保持一定盈利韧性。商用展示柜行业前景广阔, 公司产品竞争力强、经营效率高, 有望长期持续提升市占率。我们维持盈利预测不变, 预计公司2020-2022年公司归母净利润分别为2.77/3.57/4.51亿元, EPS分别1.68/2.15/2.72元/股, 当前股价对应市盈率34.1/26.5/21.0倍, 维持“买入”评级。

● 复盘历史原材料涨价周期, 定制化商业模式彰显盈利韧性

近期钢材及MDI价格上涨明显, 短期内公司利润率可能承压。我们复盘公司历史的毛利率的变动, 2017年、2018年公司毛利率波动分别主要受到MDI涨价、钢材涨价影响, 但随着2019年主要原材料价格走平, 公司毛利率又重回增长趋势。总体上看, 海容冷链以定制化为主的商业模式决定了其利润率通常高于冷链产业其他环节企业, 在过往原材料涨价周期中公司的利润率展现了较强的韧性。

● 具备一定涨价传导能力, 产品结构持续优化

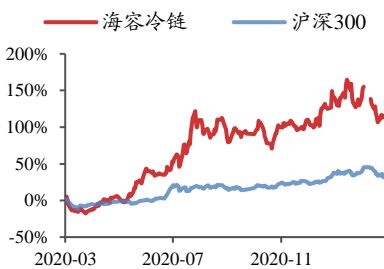
2017年钢材价格和MDI价格同比大幅上涨, 公司冷冻展示柜和冷藏展示柜的销售单价同比分别提升5.60%和6.57%, 说明公司具备一定涨价传导能力。2016-2019年公司冷藏展示柜销售单价持续上升, 特别是2019年原材料价格有所下降, 但冷藏展示柜单位成本不降反升, 且单价大幅提升, 实现该业务毛利率0.84pct的同比增长, 说明公司调整产品结构, 向较高毛利的高端产品演变。

● 海外份额有望提升, 智能售货柜带来新机遇

自2016年以来, 公司外销产品毛利率整体上高于国内产品, 差值约为2.5pct。商用展示柜出口持续回暖, 海外销量有望提升, 预计将对公司盈利水平起到抬升作用。农夫山泉、元气森林提出智能柜投放计划, 智能柜有望成为新增长点, 公司凭借积累的技术和产品储备, 有望受益于此, 进一步提升智能柜销量和盈利水平。

● 风险提示: 出口贸易风险; 原材料价格大幅上涨; 产能投放不及预期。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,212	1,536	1,857	2,260	2,771
YOY(%)	25.6	26.7	20.9	21.7	22.6
归母净利润(百万元)	139.3	218.8	277.4	356.6	450.6
YOY(%)	17.1	57.1	26.8	28.5	26.4
毛利率(%)	28.5	33.5	33.6	33.8	34.1
净利率(%)	11.5	14.3	14.9	15.8	16.3
ROE(%)	10.8	15.0	16.6	18.5	19.8
EPS(摊薄/元)	0.84	1.32	1.68	2.15	2.72
P/E(倍)	67.9	43.2	34.1	26.5	21.0
P/B(倍)	7.3	6.5	5.7	4.9	4.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 原材料价格上涨，利润率影响有限	3
1.1、 定制化产品附加值较高	3
1.2、 历史上原料涨价影响有限	5
2、 销售结构优化，盈利有望保持韧性	6
2.1、 公司具备传导能力	6
2.2、 产品结构持续优化	7
2.3、 海外份额有望提升	8
2.4、 产品升级带来机遇	9
3、 盈利预测与投资建议	10
4、 风险提示	11
附： 财务预测摘要	12

图表目录

图 1： 商用展示柜是快消品重要的分销渠道	3
图 2： 商用展示柜打开了新零售消费场景	3
图 3： 海容冷链毛利率高于其他冷链环节上市公司	4
图 4： 海容冷链营业成本中原材料占比较大	4
图 5： 公司主要原材料占主营业务成本超四成（2019）	4
图 6： 钢材和异氰酸酯成本占主营业务成本比例有所波动	5
图 7： 公司 2017 年毛利率波动主要受到 MDI 涨价影响	5
图 8： 公司 2018 年毛利率波动主要受到钢价涨价影响	6
图 9： 海容冷链利润率在正面因素影响下有望保持韧性	6
图 10： 2017 年单价上浮对冲部分原材料涨价影响	7
图 11： 公司冷藏和冷冻展示柜单价整体呈现提升趋势	7
图 12： 2018 年以来公司毛利率、净利率持续攀升	8
图 13： 2019 年公司各类产品毛利率均有所提升	8
图 14： 2019 年公司外销营收占比为 32.29%	8
图 15： 公司外销产品毛利率普遍较高	8
图 16： 商用展示柜出口销量回暖	9
图 17： 农夫山泉募集资金中的 5.05 亿港元拟用于购置智能终端零售设备	9
图 18： 公司商用智能售货柜具备竞争优势	10
图 19： 公司商用智能售货柜收入基数较小	10

1、原材料价格上涨，利润率影响有限

1.1、定制化产品附加值较高

海容冷链主营 toB 的商用展示柜。冷饮、速冻食品等快消品企业往往在渠道铺设自有品牌的商用展示柜促进销售，尤其是产品矩阵较为丰富的企业会将带有自主设计和 Logo 的商用展示柜投向终端商超，并跟随产品推陈出新而不断更新换代。按照温度区间划分，展示柜分为 0 摄氏度以下的冷冻柜和 0 摄氏度以上的冷藏柜，此外还有冬季保温柜等。

其中，冷冻展示柜，主要用于冰淇淋、乳制品、速冻食品的终端储存与销售，温度在-18℃以下。冷藏展示柜，主要用于功能性饮料、茶饮料、矿泉水、碳酸饮料、啤酒、奶制品等行业，负载温度在 0-10℃。

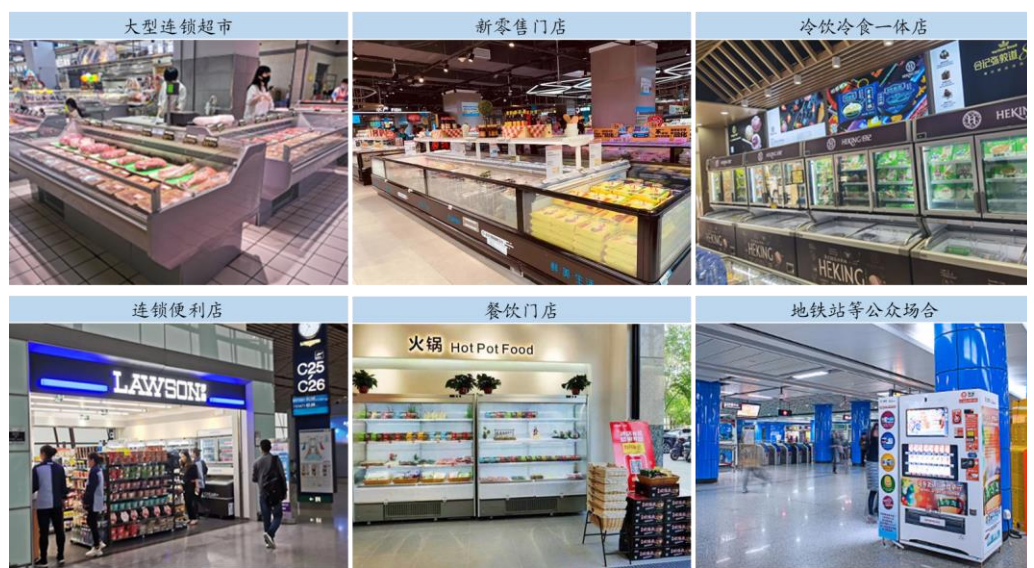
图1：商用展示柜是快消品重要的分销渠道



资料来源：海容冷链官网、开源证券研究所

在消费升级趋势下，一方面越来越多的冷鲜品类和网红爆品从线上走向线下，从常温销售走向低温销售，智能柜帮助新品不断扩大销售场景，实现爆款产品迅速铺向终端商超市场、生鲜卖场；另一方面在新零售模式带动下，公共场所冷藏式自动贩卖机渗透率不断提升。

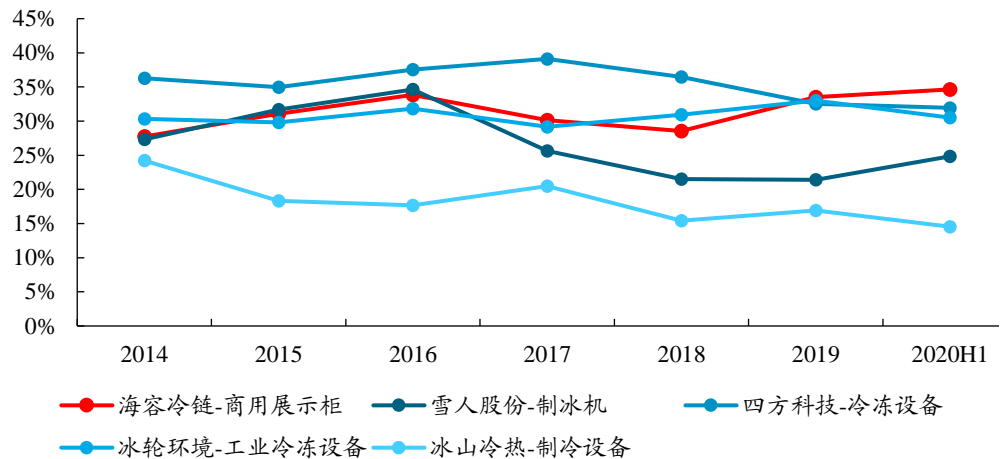
图2：商用展示柜打开了新零售消费场景



资料来源：海容冷链官网、友宝官网、开源证券研究所

海容冷链所处的商用展示柜行业，是冷链装备产业链的终端，商业模式决定了行业盈利水平处于产业链较高位置。我们选取冷链设备产业五家代表性企业进行比较。四方冷链的冷冻设备业务位于冷链物流中的生产、加工环节。冰轮环境、冰山冷热专业从事冷链系统及工业冷冻设备的设计与生产，位于食品冷链物流中的加工及贮藏环节。通过对比可以发现，位于销售终端环节的海容冷链毛利率处于产业链较高水平，并呈上升趋势，食品冷链产业呈现出价值量向终端集中的特点。

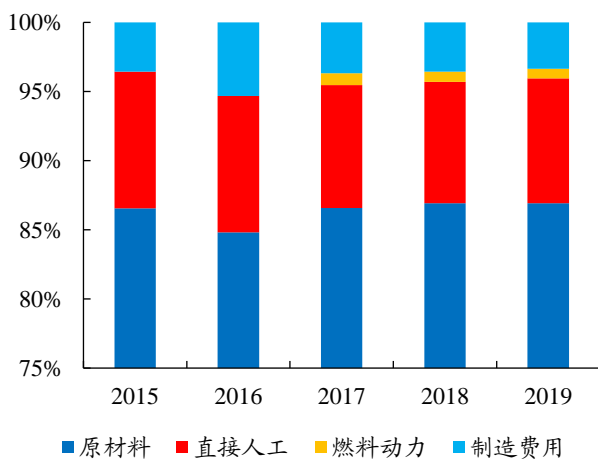
图3：海容冷链毛利率高于其他冷链环节上市公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

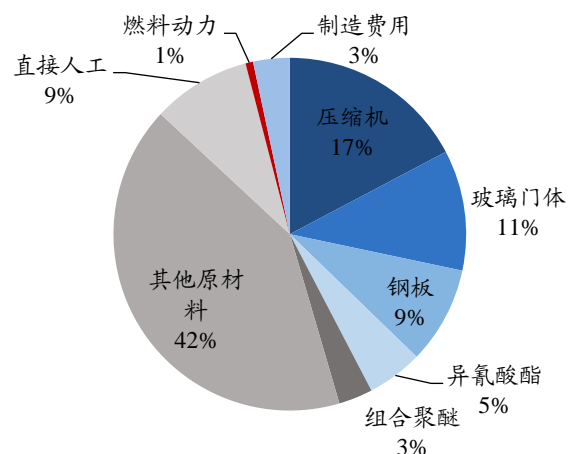
海容冷链公告披露，公司产品主要原材料压缩机、玻璃门体、钢材（主要为冷轧板卷、PCM板等）、异氰酸酯、组合聚醚等采购金额占比较大，2017-2019年上述主要原材料及零部件成本占主营业务成本的比重分别为43.11%、41.41%、45.46%。

图4：海容冷链营业成本中原材料占比较大



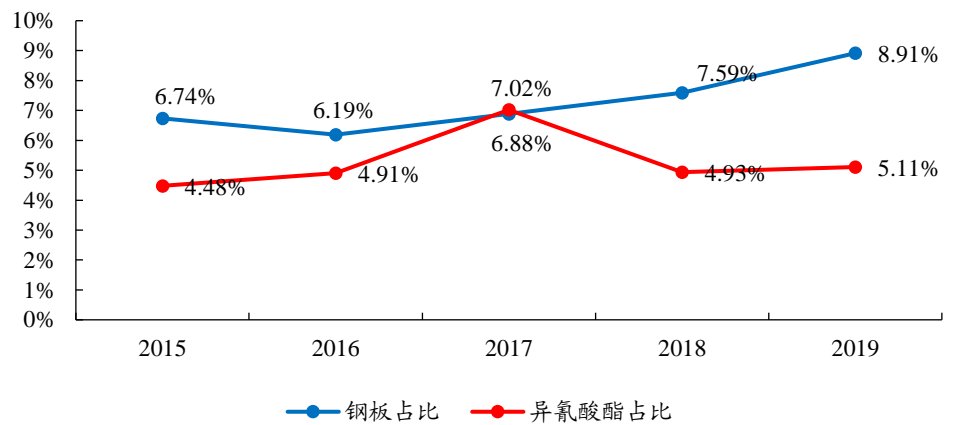
数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所；注：2015、2016年燃料动力成本计入制造费用

图5：公司主要原材料占主营业务成本超四成（2019）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

根据公司公告，2016-2019年钢材占主营业务成本的比重略有提升，从6.19%提升至8.91%。另一大原材料MDI在营业成本中占比基本在5-7%，由于存储周期短，难以超量备货，因此采购价格会受到市场波动影响。

图6：钢材和异氰酸酯成本占主营业务成本比例有所波动


数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

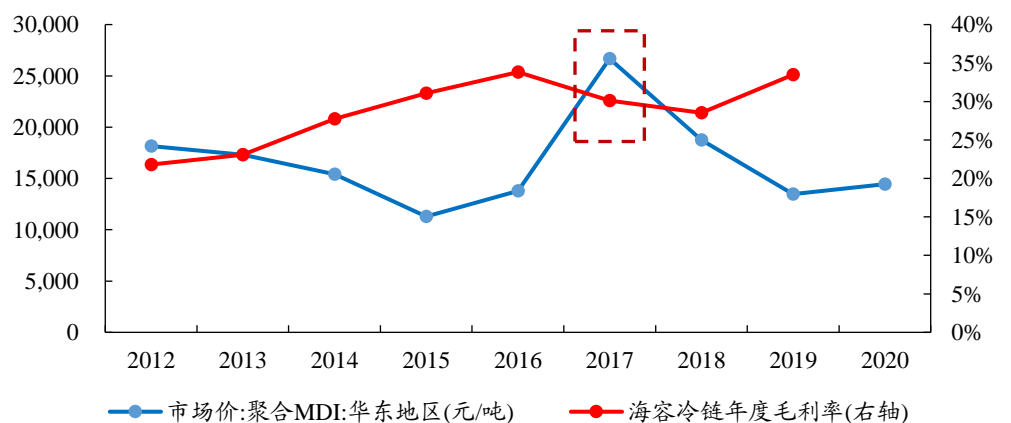
1.2、历史上原料涨价影响有限

因此，我们选取海容冷链原材料中的钢材、MDI 这两个大宗商品研究原材料价格波动对公司利润率的影响。

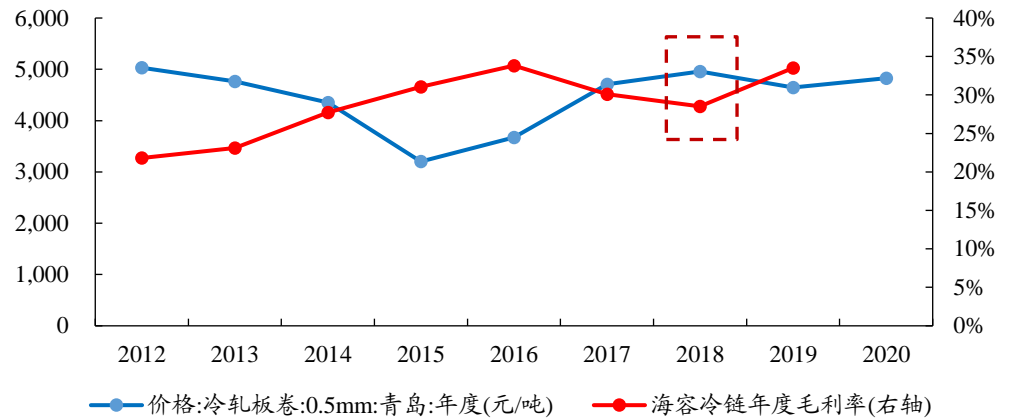
我们复盘公司历史上毛利率的变动，2017 年公司毛利率波动主要受 MDI 涨价影响，公司招股说明书披露，2017 年异氰酸酯平均单价相比 2016 年上涨 88.38%，公司当年毛利率相比 2016 年下降 3.7pct。2018 年公司毛利率波动主要受钢材涨价影响，2018 年冷轧钢板均价相比 2017 年上涨 5%，公司当年毛利率相比 2017 年下降 1.6pct。随着 2019 年主要原材料价格走平，公司毛利率又重回增长趋势。

总体上看，海容冷链以定制化为主的商业模式决定了其利润率通常高于冷链产业其他环节企业，在过往原材料涨价周期中公司的利润率展现了较强的韧性。

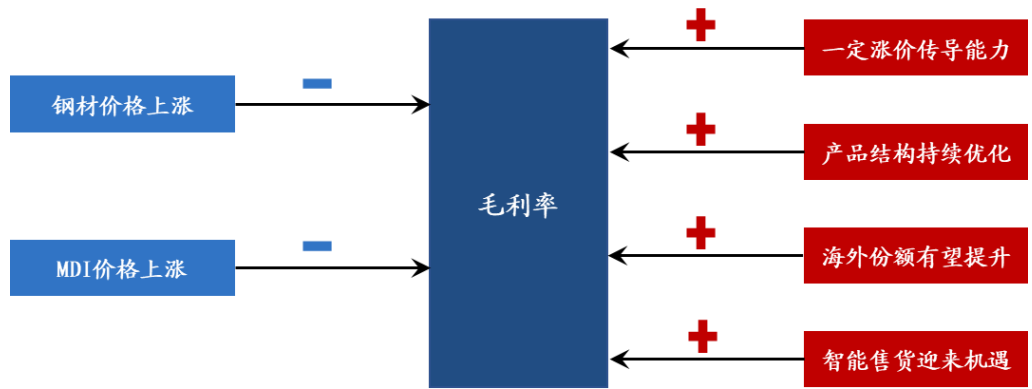
虽然近期钢材及 MDI 价格上涨明显，公司毛利率可能承受一定压力。但通过对 2017-2018 年原材料价格大幅上涨期间公司盈利水平变化复盘，并考虑到未来海外出口占比和智能售货柜销量有望提升，我们认为公司盈利韧性较强，长期看利润率有望稳中有升。

图7：公司 2017 年毛利率波动主要受到 MDI 涨价影响


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2018 年毛利率波动主要受到钢价涨价影响


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：海容冷链利润率在正面因素影响下有望保持韧性


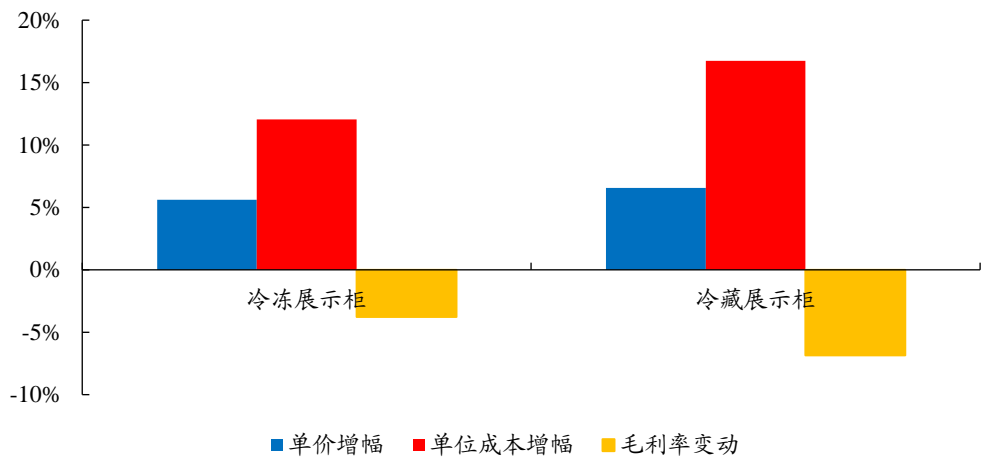
资料来源：开源证券研究所

2、销售结构优化，盈利有望保持韧性

2.1、公司具备传导能力

我们对 2017 年公司利润率的具体情况进行了复盘。2017 年钢材价格和 MDI 价格同比大幅上涨。公司招股说明书披露，2017 年钢板采购平均单价达到 5065.03 元/吨，异氰酸酯平均单价达到 20.06 元/公斤，同比均出现上涨。

分析 2017 年产品单价变动可以发现公司具备一定涨价传导能力。2017 年公司冷冻展示柜和冷藏展示柜的销售单价和单位成本均呈现同向变动，在单位成本上涨的背景下，两类产品当年的销售单价同比分别提升 5.60% 和 6.57%。价格传导能力往往出现在一些消费和消耗属性比较强的工业品上，这同时也体现了海容冷链的产品在产业链中具备较强溢价能力。

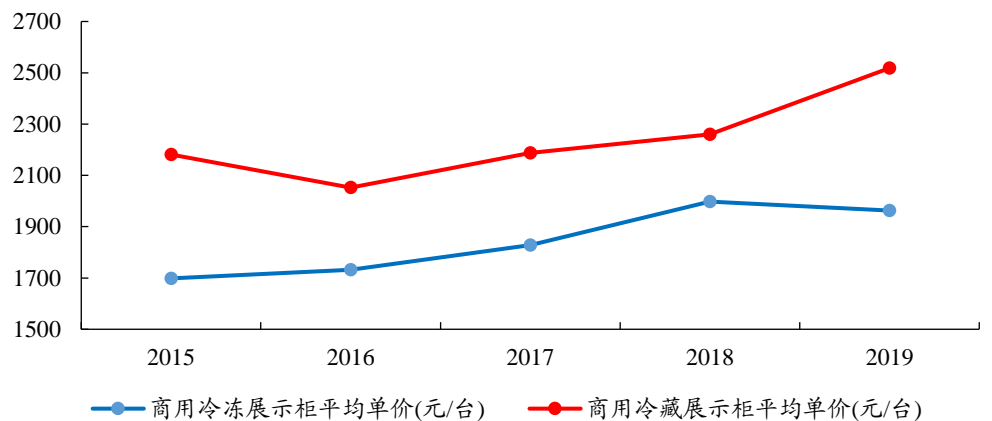
图10: 2017年单价上浮对冲部分原材料涨价影响


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

2.2、产品结构持续优化

公司冷冻展示柜业务位于国内行业领先地位，产品竞争力突出。2019年冷冻展示柜单价虽然下降1.76%，但毛利率同比提升3.63pct，销量大幅增长42%，公司在冷冻展示柜领域市场占有率持续扩大，实现了该项业务规模与盈利能力的同步增长。

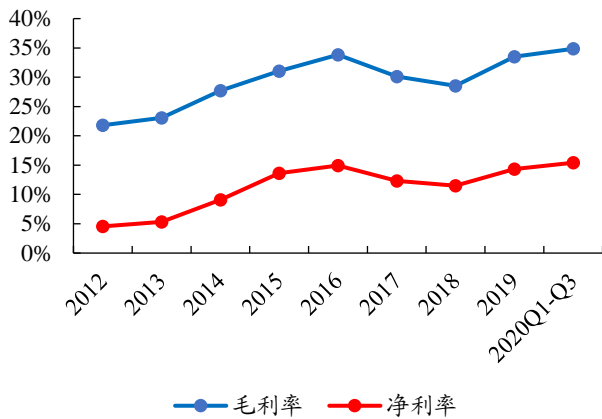
冷藏展示柜业务向高端产品演变。在冷藏展示柜业务领域，公司起步较晚，行业竞争相对激烈。2016-2019年公司冷藏展示柜销售单价持续上升，特别是2019年原材料价格有所下降，但冷藏展示柜单位成本不降反升，且单价大幅提升，实现该业务毛利率0.84pct的同比增长，说明公司调整产品结构，向较高毛利的高端产品演变。

图11: 公司冷藏和冷冻展示柜单价整体呈现提升趋势


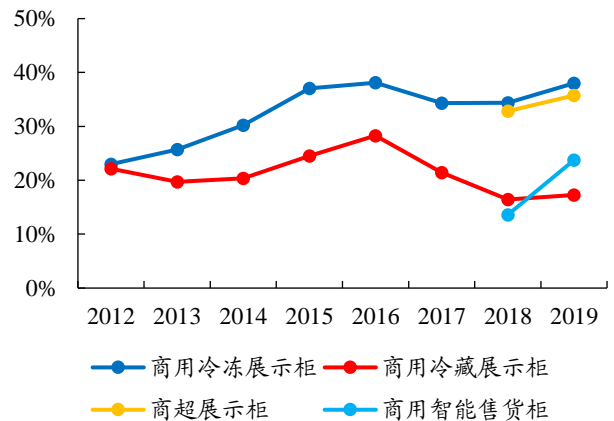
数据来源: 公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

2018、2019、2020Q1-Q3公司毛利率分别为29%、34%、35%，主要得益于原材料成本下降、产品结构调整等。同期公司净利率分别为12%、14%、15%，与毛利率走势一致，公司的盈利能力稳步向好，疫情之下也彰显了公司盈利的强劲韧性。

分产品来看，四类主营产品毛利率在2019年均实现同比提升。其中，商用冷冻展示柜对毛利的边际贡献最大，2017-2019年毛利率分别为34.32%、34.40%、38.03%，产品盈利能力持续攀升。

图12: 2018年以来公司毛利率、净利率持续攀升


数据来源: Wind、开源证券研究所

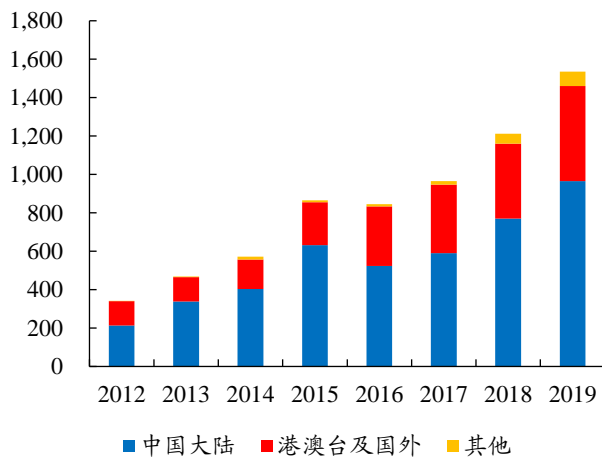
图13: 2019年公司各类产品毛利率均有所提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

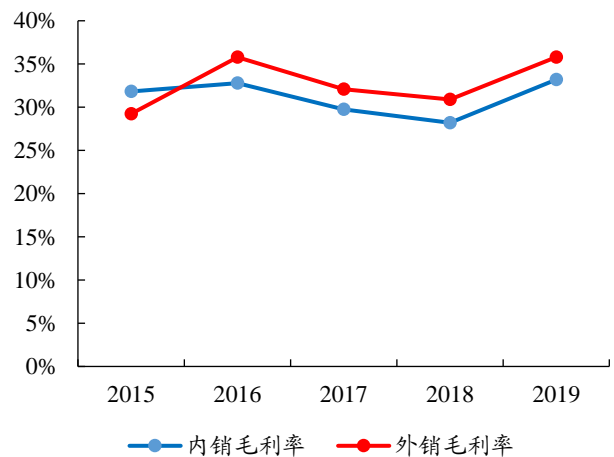
2.3、海外份额有望提升

在海外需求复苏、展示柜出口回暖的背景下公司海外份额有望提升，叠加外销产品毛利率水平较高，预计将对公司盈利水平形成正面作用。

分区域看，海容冷链外销产品整体上毛利率高于国内产品。从营收地区分布来看，公司内外销收入比例保持稳定，2019年内销、外销收入分别为9.65亿元、4.96亿元，占营收比例分别为62.85%、32.29%。我们将内外销产品的毛利率进行对比，自2016年以来，公司外销产品毛利率高于内销产品，差值约为2.5pct，2019年公司主营业务内外销毛利率分别为33.19%和35.79%。

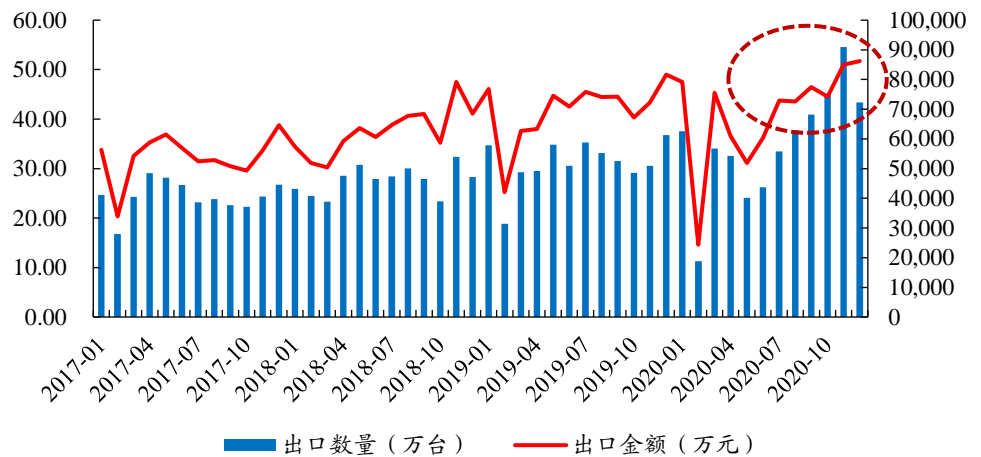
图14: 2019年公司外销营收占比为32.29%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 公司外销产品毛利率普遍较高


数据来源: 公司招股说明书、公司年报、开源证券研究所

根据海关总署统计数据，2020Q4我国用于存储和展示的其他冷藏或冷冻设备出口数量达到143万台，同比增长48.36%，其中11月出口量为54.58万台，创单月出口历史新高，海外商用展示柜需求在遭受疫情冲击后逐渐恢复，并呈现出较强的增长韧性，2020年全年展示柜出口量最终累计同比上升12.5%。从供需角度来看，欧美政府刺激消费，需求端升温趋势明显，而海外竞争对手受疫情影响供给端受损，订单持续向国内转移，为国内厂商带来了新的出口机遇。

图16: 商用展示柜出口销量回暖


数据来源：海关总署、开源证券研究所

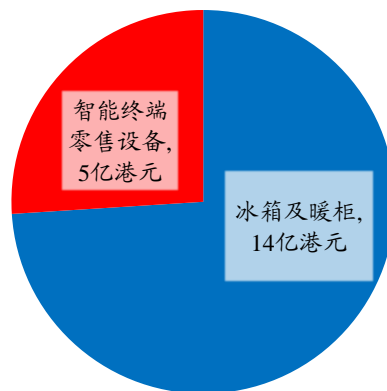
随着商用展示柜海外出口的持续回暖，公司有望实现产品在海外份额的提升。公司冷藏展示柜产品在北美地区具有一定市占率，之前主要与 IDW 公司开展合作，其下游客户为可口可乐、百事可乐、Monster 等国际知名饮料生产制造商，公司对其出售中高端定制饮料展示柜。商用展示柜下游客户的准入门槛较高，在疫情催化作用下，公司有望把握新的增长机遇，承接更多海外订单转移。

2.4、产品升级带来机遇

商用展示柜是兼具“冷链存储+广告展示”双重功能的销售渠道终端设施，可以有效助力下游快消品公司拓展销售渠道和创新销售方式。

随着盒马鲜生等新零售业态的涌现，零售业线上线下深度融合的趋势逐渐加强，大数据、云计算及人工智能等技术逐渐应用于商用智能柜领域。

各大快消品公司如农夫山泉、元气森林均提出智能柜投放计划。以农夫山泉为例，根据其港股 IPO 全球发售文件披露，农夫山泉将进一步加大展示柜、智能终端零售设备的采购投入，预计投入约 14.37 亿港元用于购买冰箱及暖柜，约 5.05 亿港元用于购买智能终端零售设备。此外，元气森林 2020 年经销商大会提出计划 2021 年投放 8 万台智能展示柜。

图17: 农夫山泉募集资金中的 5.05 亿港元拟用于购置智能终端零售设备


数据来源：农夫山泉全球发售文件、开源证券研究所

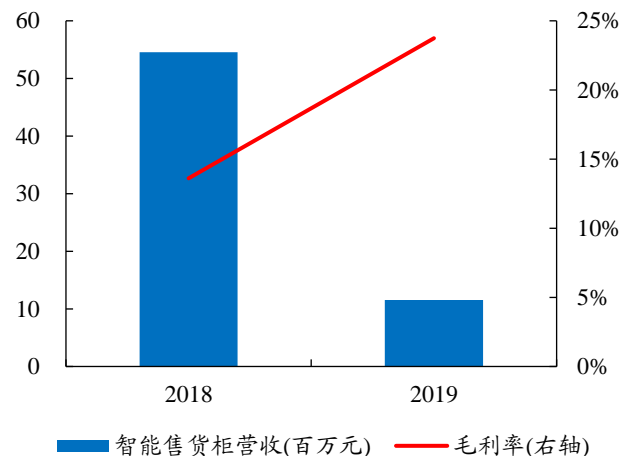
海容冷链把握行业趋势，加大商用智能售货柜的产品研发和市场开拓力度。目前公司已开发出了具备动态识别、静态识别、RFID 芯片识别、重力传感识别、预约自提、自动贩卖等技术的一系列商用智能售货柜产品，为公司在无人零售领域的发展奠定了基础。2020 年 7 月，公司发行 5 亿元可转债投资于智能冷链设备及商用自动售货设备产业化项目，以提升公司的竞争力。

公司官网披露，智能售货柜可采用智能云管理系统，实现全过程监控销售数据和状态；采用云端大数据分析，可对设备、消费者和商品精准画像，实现高效运营和精准营销。我们认为，数据的高效收集将为企业制定供应链管理策略提供依据，将有效降低企业终端管理维护费用。

公司 2019 年年报披露，商用智能售货柜的下游行业仍处于发展初期，下游客户对于智能售货柜产品的需求存在一定波动性，2019 年该项业务收入明显下降，但毛利率达到 23.74%，同比增长 10.13pct。我们认为随着农夫山泉、元气森林的智能售货柜在终端进行投放，行业将逐渐形成稳定的技术路线和商业模式，公司已经在该领域积累了一定的技术和产品储备，有望实现在智能售货柜领域销量和盈利能力的进一步提升。

图18：公司商用智能售货柜具备竞争优势


资料来源：海容冷链官网

图19：公司商用智能售货柜收入基数较小


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

海容冷链是国内商用展示柜龙头，考虑到公司产品结构优化、海外份额有望提升以及智能售货柜带来产品升级机遇，在原材料涨价背景下公司仍有望保持一定盈利韧性。长期来看，商用展示柜作为快消品牌销售渠道的重要终端，受冷鲜消费渠道建设的长期拉动，需求持续平稳增长，叠加消费升级趋势下生鲜消费场景不断多元，市场前景广阔。公司产品竞争力强、经营效率高，有望长期持续提升市占率。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.77/3.57/4.51 亿元，EPS 分别 1.68/2.15/2.72 元/股，当前股价对应市盈率 34.1/26.5/21.0 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

出口贸易风险。公司具有一定海外收入，贸易风险等会影响公司海外出口。

原材料价格大幅上涨。公司主要原材料为压缩机、玻璃门体等，存在涨价风险。

产能投放不及预期。公司募投项目在建设，产能投放进度和完成情况有不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1535	1733	1995	2399	2867
现金	887	894	1217	1224	1666
应收票据及应收账款	341	420	323	581	527
其他应收款	7	4	9	7	12
预付账款	31	36	38	44	48
存货	264	366	394	528	599
其他流动资产	5	13	15	15	15
非流动资产	361	507	575	647	737
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	287	290	369	456	554
无形资产	57	56	65	64	64
其他非流动资产	17	161	141	127	119
资产总计	1896	2240	2570	3046	3604
流动负债	601	770	886	1102	1306
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	506	633	742	925	1112
其他流动负债	95	137	144	177	194
非流动负债	2	5	7	8	8
长期借款	0	0	3	4	4
其他非流动负债	2	5	5	5	5
负债合计	603	774	893	1110	1314
少数股东权益	0	2	4	6	8
股本	80	113	165	165	165
资本公积	726	717	665	665	665
留存收益	488	651	885	1170	1507
归属母公司股东权益	1293	1464	1673	1930	2282
负债和股东权益	1896	2240	2570	3046	3604

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	138	192	465	197	659
净利润	139	220	279	358	453
折旧摊销	35	39	33	43	54
财务费用	-13	-14	-13	-14	-16
投资损失	0	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	-44	-83	177	-181	178
其他经营现金流	21	39	0	0	0
投资活动现金流	-77	-164	-91	-106	-134
资本支出	77	174	68	73	90
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	10	-23	-33	-44
筹资活动现金流	499	-6	-51	-84	-83
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	3	1	0
普通股增加	20	33	52	0	0
资本公积增加	567	-8	-52	0	0
其他筹资现金流	-88	-30	-54	-85	-83
现金净增加额	562	23	323	7	442

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1212	1536	1857	2260	2771
营业成本	866	1021	1233	1495	1827
营业税金及附加	15	16	22	25	30
营业费用	100	154	167	203	249
管理费用	34	52	71	77	91
研发费用	38	47	59	70	86
财务费用	-13	-14	-13	-14	-16
资产减值损失	11	-7	12	8	0
其他收益	0	5	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	9	10	10	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	160	249	320	411	519
营业外收入	4	8	5	5	5
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	161	253	321	412	520
所得税	22	33	43	54	68
净利润	139	220	279	358	453
少数股东损益	0	1	1	2	2
归母净利润	139	219	277	357	451
EBITDA	169	266	323	419	531
EPS(元)	0.84	1.32	1.68	2.15	2.72

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	26.7	20.9	21.7	22.6
营业利润(%)	20.6	55.5	28.4	28.4	26.3
归属于母公司净利润(%)	17.1	57.1	26.8	28.5	26.4
获利能力					
毛利率(%)	28.5	33.5	33.6	33.8	34.1
净利率(%)	11.5	14.3	14.9	15.8	16.3
ROE(%)	10.8	15.0	16.6	18.5	19.8
ROIC(%)	9.0	13.4	15.0	16.8	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	31.8	34.6	34.8	36.4	36.5
净负债比率(%)	-68.4	-60.7	-72.1	-62.8	-72.3
流动比率	2.6	2.3	2.3	2.2	2.2
速动比率	2.1	1.7	1.7	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	4.3	4.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.32	1.68	2.15	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.16	2.81	1.19	3.98
每股净资产(最新摊薄)	7.81	8.84	10.11	11.66	13.79
估值比率					
P/E	67.9	43.2	34.1	26.5	21.0
P/B	7.3	6.5	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	50.6	32.3	25.6	19.7	14.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn