

双主业驱动的成长型公司，兼具周期和成长优点



——中国制造未来优势龙头之（一）：四方冷链（603339）

核心观点

❖ 特种集装箱和速冻设备业务兼具顺周期恢复和成长两个逻辑

短期看罐箱市场周期性恢复的趋势确定，且正处于顺周期恢复的初期，公司市占率有望继续提升。新兴市场广大的新增需求给行业打开了广阔的成长空间，罐箱市场中长期看市场空间巨大，成长性明显。公司罐箱业务兼具顺周期恢复和成长两个逻辑，业绩确定性大，弹性可期。

国内速冻食品将越来越日常化，在食品消费中的渗透率将不断提升。速冻设备直接受益于国内的消费升级趋势，长期看市场空间巨大，短期看市场规模稳步提升，成长性明显。

❖ 两块业务护城河高，行业竞争格局、运行特点以及公司产品定位和结构决定了公司可以持续享受较高毛利率

公司两块业务市场竞争格局较优，都位于国内第一梯队，在国内市场竞争优势明确，而且业务进入壁垒和公司护城河都比较高。而两块业务需求的多样化和不断快速发展使得创新驱动和定制生产成为业务的基本竞争模式。我们认为公司产品结构不断优化，产能利用率也能维持高位，应当享受较高毛利率，且持续性较强。

❖ 首次覆盖予以“买入”评级，公司成长性强，安全边际高

我们认为公司两项业务下游需求持续向好，而受公司 IPO 募投产能未来两年逐步达产支撑，公司近 3 年确定性高成长。而且公司基本面和市场预期之间存在较大预期差，业绩向上弹性大，市值安全边际大，首次覆盖给予“买入”评级。

我们预计 2017-2019 年，公司可实现营业收入 9.65、13.23 和 17.62 亿元，以 2016 年为基数未来三年复合增长 38%；归属母公司净利润 1.69、2.37 和 3.08 亿元，以 2016 年为基数未来三年复合增长 35%，以 2017 年为基数未来 2 年复合增长 35%。总股本 2.10 亿股，对应 EPS0.82、1.15 和 1.49 元。

估值要点如下：2018 年 03 月 09 日，股价 22.20 元，对应市值 46.67 亿元。2017-2019 年 PE 约为 27、19 和 15 倍，最新 PB 为 3.32 倍；我们认为公司合理市值区间为：44（市场平均）亿-95（PEG）亿，目前处在区间下边缘。公司市值低于合理区间的下限，反映了保守的预期，我们认为存在较明显的低估，具有比较大的安全边际。

❖ **风险提示：**订单恢复持续性低于预期、募投项目投产进度低于预期，市场风格压制公司估值等。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	676	965	1323	1762
+/-%	-8%	43%	37%	33%
净利润(百万)	124	169	237	308
+/-%	-1%	35.49%	41%	30%
EPS(元)	0.60	0.82	1.15	1.49
PE	36.89	27.23	19.34	14.90

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📌 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	机械设备
报告时间	2018/3/11
前收盘价	22.20 元
公司评级	买入评级

📌 分析师

孙灿

证书编号：S1100517100001
010-68595107
suncan@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦
11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17
楼，610041

投资摘要

公司看点:

公司看点在于未来业绩持续确定性高增长，相对增长的低估值以及两块主营业务的高护城河。短期催化剂是业绩持续大概率超预期、次新板块反弹以及中集集团估值修复，中期看点是国内罐式集装箱放量以及募投项目达产支撑业绩持续高增长，长期看点是主营业务放量和公司其他项目储备带来的持续成长性。

与市场观点的主要差异:

我们认为公司特种集装箱虽然有一定的周期性，但目前处于顺周期恢复的初期，且贸易航运市场周期较长。而且新兴发展中国家现代化物流体系的建立将给行业带来新增量，市场空间巨大。所以，特种集装箱业务兼具顺周期恢复和成长性两个逻辑的优点，而不是市场简单的认为的周期性太强，市场规模有限。

公司速冻设备业务直接受益于国内的消费升级趋势，长期看市场空间巨大，短期看市场规模稳步增长，成长性明显且确定。而不是市场简单的认为冷链物流设备行业增长持续低于预期，确定性差。

公司两块业务护城河高，而且行业竞争格局较优（寡头垄断和垄断竞争）、行业竞争特点（需求多样化，创新驱动，定制生产和高进入壁垒）以及公司定位和产品结构（定位中高端）使得公司可以持续享受较高毛利率；而不是市场简单的认为速冻设备下游过于分散，公司面临国外及其他进入者的激烈竞争，高毛利率不能维持。

首次覆盖给予“买入”评级:

公司两项业务下游需求持续向好，而公司 IPO 募投产能未来两年逐步达产支撑公司成长。短期来看，我们认为公司近 3 年确定性高成长，基本面和市场预期之间存在较大预期差，而且公司业绩超预期的因素多，向下的市值安全边际大，向上的业绩弹性大。长期来看，我们认为公司治理优良，业务布局合理，财务结构优良，未来持续成长可期。

我们预计 2017-2019 年，公司可实现营业收入 9.65、13.23 和 17.62 亿元，以 2016 年为基数未来三年复合增长 38%；归属母公司净利润 1.69、2.37 和 3.08 亿元，以 2016 年为基数未来三年复合增长 35%，以 2017 年为基数未来 2 年复合增长 35%。总股本 2.10 亿股，对应 EPS0.82、1.15 和 1.49 元。

估值要点如下：2018 年 03 月 09 日，股价 22.20 元，对应市值 46.67 亿元。2017-2019 年 PE 约为 27、19 和 15 倍，最新 PB 为 3.32 倍；公司合理市值区间：42（市场平均）亿-95（PEG）亿，目前处在区间下边缘。公司市值低于合理区间的下限，反映了保守的预期，我们认为存在较明显的低估，具有比较大的安全边际。



正文目录

投资摘要	2
一、 公司发展历程、股权结构变化和实际控制人	6
1.1 公司发展历程和股权结构变化	6
1.1.1. 发展历程	6
1.1.2. 公司上市前后的股权结构	6
1.1.3. 公司最新股权结构：公司前十大大股东和实际控制人	6
二、 主营业务结构和变化	7
2.1 主要业务和产品	7
2.1.1. 概述	7
2.1.2. 主营业务结构：特种集装箱收入约占 2/3，毛利约占 1/2	7
2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化：	8
2.2 业务布局	9
2.2.1. 专注于冷链装备及特种集装箱系列产品的研发、生产和销售。	9
2.2.2. 全部业务主要依托本部、四方罐储、四方星及四方香港四个组织完成	10
2.3 特种集装箱业务	11
2.3.1. 业务基本情况和主要产品	11
2.3.2. 下游主要应用和客户	12
2.3.3. 行业竞争对手和公司竞争地位	12
2.3.4. 行业进入壁垒和公司的护城河	15
2.3.5. 罐式集装箱需求顺周期恢复，未来成长空间广阔	16
2.4 冷链装备业务	18
2.4.1. 业务基本情况和主要产品	18
2.4.2. 下游主要应用和客户	20
2.4.3. 行业竞争对手和公司竞争地位：	20
2.4.4. 行业进入壁垒和公司的护城河	24
2.4.5. 速冻食品符合消费升级趋势，未来设备市场空间巨大稳步增长	25
三、 公司近年重大资本运作	29
3.1 股权激励：2014 年限制性股票激励计划	29
3.1.1. 股权激励实施的关键流程和节点	29
3.1.2. 股权激励方案的主要内容	29

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



3.2 2016 年 IPO 关键指标和募投项目	30
3.2.1. IPO 发行关键指标和内容	30
3.2.2. IPO 募投项目情况分析	31
四、 投资建议	32
4.1 盈利预测与估值比较	32
4.1.1. 盈利预测	32
4.1.2. 估值比较	33
4.2 投资逻辑和观点	34
4.2.1. 特种集装箱和速冻设备业务兼具顺周期恢复和成长两个逻辑	34
4.2.2. 两块业务护城河高，行业竞争格局、运行特点以及公司定位和产品结构使得公司可以持续享受较高毛利率	34
4.2.3. 分部来看，公司市值低于合理区间，安全边际大	34
风险提示	35
盈利预测	36

图表目录

图 1:	2016 年分业务收入结构.....	8
图 2:	2016 年分业务毛利结构.....	8
图 3:	历年收入和毛利变化 (单位: 百万元)	8
图 4:	历年营业利润和净利润变化 (单位: 百万元)	8
图 5:	历年毛利率和净利率变化趋势.....	9
图 6:	历年净资产和总资产收益率变化趋势.....	9
图 7:	公司主要业务和产品定位、布局.....	10
图 8:	铁路运输罐箱示意图.....	12
图 9:	水路运输罐箱示意图.....	12
图 10:	历年罐式集装箱产量变化.....	13
图 11:	TOP5 生产商产量及占有率.....	13
图 12:	历年罐式集装箱中国产量及占有率.....	14
图 13:	2016 年罐式集装箱市场占有率.....	14
图 14:	中集集团历年产量和占有率.....	14
图 15:	四方冷链历年产量和占有率.....	14
图 16:	冷链装备行业基本分类.....	19
图 17:	速冻设备市场容量 (亿元)	23
图 18:	国内销售额 (亿元) 及市场占有率.....	23
表格 1.	公司发行前后的股权结构变化.....	6
表格 2.	公司 2017 年三季度报前十大股东情况.....	7
表格 3.	公司的产品、业务和组织归属.....	11
表格 4.	罐式集装箱行业相关支持政策.....	18
表格 5.	速冻设备技术和产品分类.....	20
表格 6.	速冻设备国外主要生产厂商.....	22
表格 7.	速冻设备国内主要生产厂商.....	23
表格 8.	冷链装备行业历年主要政策支持.....	28
表格 9.	2017 年股权激励实施的关键时间节点和内容.....	29
表格 10.	2017 年股权激励方案具体内容.....	30
表格 11.	2016 年 IPO 关键项目和内容.....	31
表格 12.	2016 年 IPO 募投项目主要情况.....	31
表格 13.	扩产项目和关键内容.....	31
表格 14.	公司分业务收入和毛利率假设.....	33
表格 15.	可比公司估值	33

一、公司发展历程、股权结构变化和实际控制人

1.1 公司发展历程和股权结构变化

1.1.1. 发展历程

四方冷链前身为 1990 年 5 月设立的南通县冷冻设备厂，2003 年 5 月改制为南通冷冻设备有限责任公司，2012 年 6 月 13 日整体变更为南通四方冷链装备股份有限公司，公司改制设立股份有限公司时继承了南通冷冻的整体资产及全部业务，从事的主要业务为冷链装备及特种集装箱的研发、生产及销售。2016 年 5 月 19 日，四方冷链由广发证券保荐于上交所上市，交易代码 603339.SH。

1.1.2. 公司上市前后的股权结构

发行前，黄杰持有公司 8,356 万股，占公司发行前总股本的 53.87%，为公司第一大股东和实际控制人；发行后，黄杰仍持有公司 8,356 万股，占公司发行前总股本的 40.41%，仍为公司第一大股东和实际控制人。

表格 1. 公司发行前后的股权结构变化

序号	股东名称	发行前		发行后	
		股份数 (万股)	持股比例	股份数 (万股)	持股比例
1	黄杰	8,356	53.87%	8,356	40.41%
2	黄晓颖	600	3.87%	600	2.90%
3	沙明军	510	3.29%	510	2.47%
4	朱建新	473	3.05%	473	2.29%
5	杨新华	462	2.98%	462	2.23%
6	钱洪	418	2.69%	418	2.02%
7	朱祥	388	2.50%	388	1.88%
8	李荣方	384	2.47%	384	1.86%
9	李海均	325	2.09%	325	1.57%
10	张蔼然	226	1.46%	226	1.09%
11	其他 82 名股东	3368	21.72%	3368	16.29%

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

1.1.3. 公司最新股权结构：公司前十大大股东和实际控制人

2017 年三季度中，四方冷链股东持股情况如下：黄杰仍为公司第一大股东和实际控制人。

表格 2. 公司 2017 年三季度报前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
1	黄杰	-	8,356	39.74
2	黄晓颖	-	600	2.85
3	朱建新	-	473	2.25
4	杨新华	-	463	2.20
5	钱洪	-	421	2.00
6	朱祥	-	388	1.85
7	李荣方	-	385	1.83
8	李海均	-	325	1.55
9	沙明军	比上期减少	310	1.47
10	张蔼然	-	226	1.08
	合计	-	11,947	56.82

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

二、 主营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 概述

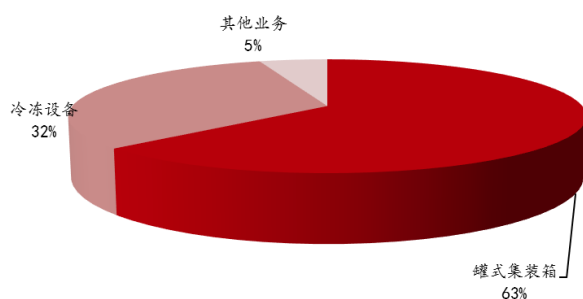
公司主营业务为冷链装备和特种集装箱的研发、生产和销售，公司主营产品为以速冻设备为主的冷冻设备和以罐式集装箱为主的特种集装箱。公司产品广泛应用于各类农副产品、食品的冷却冷冻加工领域、冷藏物流领域及能源、化工和食品饮料等国内销售和跨国贸易物流领域。

2.1.2. 主营业务结构：特种集装箱收入约占 2/3，毛利约占 1/2

2016 年四方冷链的主营业务结构如下：

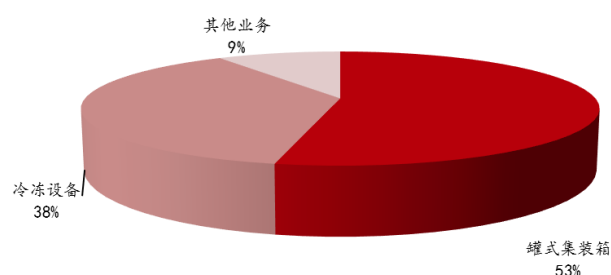
公司主营业务是特种集装箱和速冻设备，2016 年实现总营业收入 6.76 亿元，其中特种集装箱和冷冻设备收入分别为 4.27 和 2.15 亿元，贡献了总收入的 63%和 32%；2016 年实现毛利 2.15 亿元，两块业务分别为 1.15 亿元和 8100 万元，贡献了总毛利的 53%和 38%。

图 1： 2016 年分业务收入结构



资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

图 2： 2016 年分业务毛利结构

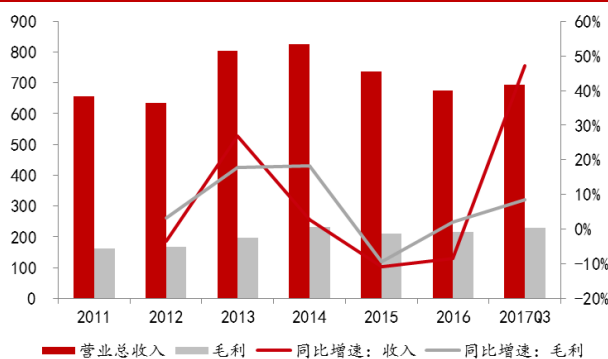


资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化：

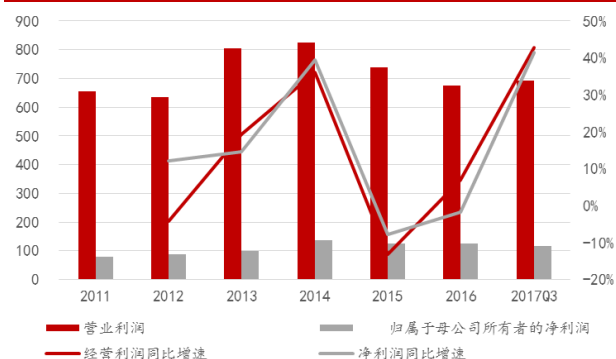
2014 年是公司近 6 年来营业收入的高点，2015 年受世界航运景气度快速下滑的影响，2015 年营业收入大幅下行，但 2016 年都有所恢复，2017 年两块业务实现较快的恢复性增长。2017 年前三季度，公司分别实现收入和归属母公司净利润 6.93 和 1.16 亿元，同比增长 47.23%和 41.51%。

图 3： 历年收入和毛利变化（单位：百万元）



资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

图 4： 历年营业利润和净利润变化（单位：百万元）

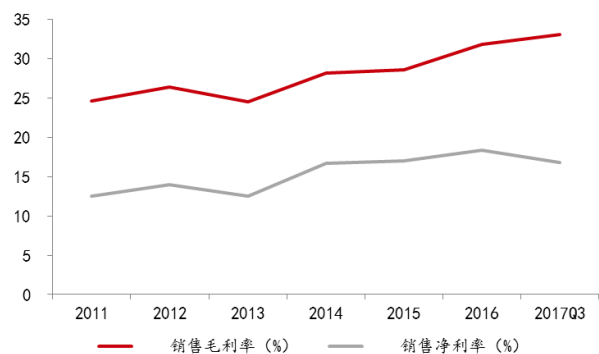


资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

近 6 年来，公司毛利率持续上行，从 2011 年 24.68%提高到 2017 年 3 季度的 33.06%；除 2013 年外，公司的净利率水平也稳步上行，从 2011 年的 12.53%提升到 2016 年的 16.80%；2015-2016 年，因为行业景气度下行，净

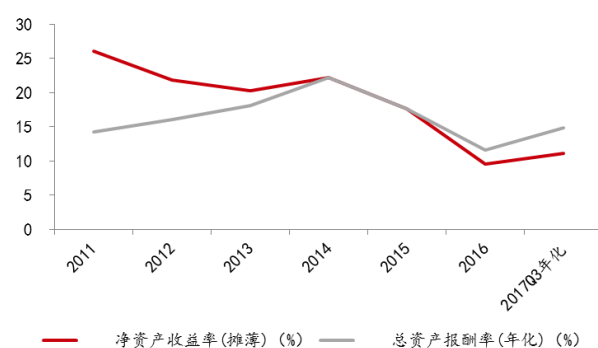
资产收益率有所下行，而且 2016 年因为上市权益增加摊薄对收益率影响较大，2017 年景气度快速恢复，我们认为 2016 年大概率是近期底部。

图 5： 历年毛利率和净利率变化趋势



资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

图 6： 历年净资产和总资产收益率变化趋势



资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

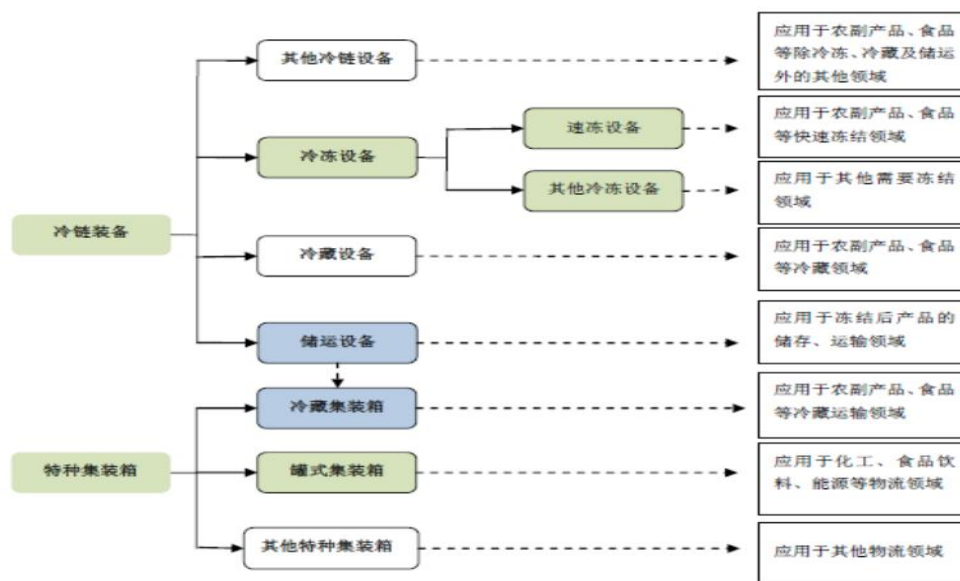
2.2 业务布局

2.2.1. 专注于冷链装备及特种集装箱系列产品的研发、生产和销售。

公司致力于冷链装备和特种集装箱设备中的高效快速冻结装置、冷藏集装箱、多功能非标准类罐式集装箱、大容量冷却冷冻装置、移动式冷却装置、大型冷藏运输设备等高附加值产品的深度研发和产业化。

图中绿色图示为公司现有产品分布、蓝色图示为公司募集资金投资项目新增产品、白色图示为公司尚未进入的冷链装备及特种集装箱产品细分领域。

图 7： 公司主要业务和产品定位、布局



资料来源：公司公告，公司网站，Wind 资讯，川财证券研究所

2.2.2. 全部业务主要依托本部、四方罐储、四方星及四方香港四个组织完成

2003 年 3 月，公司冷冻设备厂与日本星华共同出资设立四方冷热；2013 年因自身投资及运营需要，日本星华申请退出其所持四方冷热的股权，2013 年 9 月，日本星华将其所持 25% 的股权以 4,375 万元的价格转让给四方冷链。2017 年 5 月由母公司完成吸收合并，四方冷热注销，原冷链装备生产制造业务和资产由母公司吸收合并。2007 年 3 月，四方冷热决议出资 3,000 万元设立四方罐储。罐式集装箱和速冻设备的生产业务主要由公司本部、四方罐储承担。

2017 年 12 月，公司公告注册四方星（上海）冷链科技有限公司，主要从事冷链装备的研发和营销业务。

2008 年 3 月，四方香港由黄杰在香港注册成立。2011 年 11 月，黄杰将其所持四方香港 100% 的股权以 1 万港元的价格转让给南通冷冻，主要承担销售及售后服务业务。

表格 3. 公司的产品、业务和组织归属

组织	关系	持股比例		时间 设立	主要业务	主要产品
		直接	间接			
南通四方 罐式储运 设备制造 有限公司	子公 司	100%		2003/4/ 21	C3 级罐式集装箱(不含 低温绝热罐体)制造; 罐 式储运设备、特种集装 箱、冷藏集装箱、食品加 工机械研发、制造、维修、 销售;	罐式集装箱
四方星 (上海) 冷链科技 有限公司	子公 司	100.0 0%		2017/12 /13	冷链装备研发和营销	
NTTANK(H K)LIMITE D	子公 司	100.0 0%		2008/3/ 12	销售、贸易	

资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 川财证券研究所

2.3 特种集装箱业务

2.3.1. 业务基本情况和主要产品

到目前为止, 公司在特种集装箱行业主要生产特种集装箱中的罐式集装箱, 当前公司罐式集装箱年产能为 4000 台/年。

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。按制造要求通常可分为标准罐式集装箱和非标准类罐式集装箱, 非标准类罐式集装箱主要包括制冷/加热罐式集装箱、气体罐式集装箱、近海罐式集装箱。

图 8： 铁路运输罐箱示意图



资料来源：公司公告，国际罐箱组织，川财证券研究所

图 9： 水路运输罐箱示意图



资料来源：公司公告，国际罐箱组织，川财证券研究所

2.3.2. 下游主要应用和客户

罐式集装箱主要作为国际上通用的液态化工物料、液化气体、颗粒粉状物料的运输容器，由于罐式集装箱具有安全和环保、灵活高效以及成本经济性等优势，目前除在化工领域的应用更加普及之外，已逐渐扩大到食品饮料、能源等其他行业。

公司罐箱的直接采购客户主要是物流公司、租箱公司和特殊物料生产企业，下游应用主要在能源、化工、食品和医药等行业。公司的客户主要有：思多而特集装罐公司（Stolt Tank Containers）、英国苏特恩斯国际货运代理公司（Cradley International Leasing Ltd.）、克劳斯集装罐有限公司（Cronos Containers）、友诺罐箱租赁有限公司（Eurotainer SA）、海洋货柜有限公司（SeaCo SRL）、海特罐箱租赁公司（EXSIF Worldwide）、全美货柜公司（TAL International Container Corporation）、内蒙古兰太实业股份有限公司等大型国际物流企业、租箱公司及生产企业。

2.3.3. 行业竞争对手和公司竞争地位

1. 需求主要在国外，生产主要在中国，TOP5 占有率大约 91%

罐式集装箱出口贸易地区主要为美国、欧盟、新加坡和俄罗斯等国家及地区，截至目前相关贸易国未限制相关产品的进口，也未产生贸易摩擦。

罐式集装箱行业生产制造具有全球化和标准化的特点，21 世纪初罐式集装箱生产开始逐渐向中国转移，目前中国已成为世界最大的罐式集装箱制造

国。2016 年世界 TOP5 生产商是中集集团、南非 Oddy、四方冷链、胜狮集团和新华昌集团，TOP5 生产商产量占全球总量的 91%。

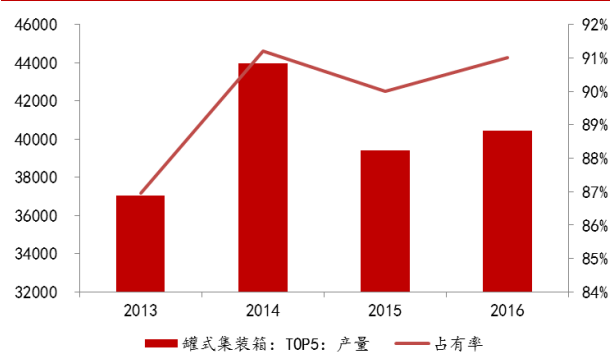
随着安全标准、环境保护意识的提高、多式联运的成熟和第三方物流专业化分工等因素影响，近年来物流运输中罐式集装箱的使用稳步上升，使得全球罐式集装箱市场需求总体呈现稳中有升的态势，其中制冷/加热罐式集装箱、气体罐式集装箱、近海罐式集装箱等非标准类罐式集装箱需求增长较快。

图 10： 历年罐式集装箱产量变化



资料来源：公司公告，国际罐箱组织，川财证券研究所

图 11： TOP5 生产商产量及占有率



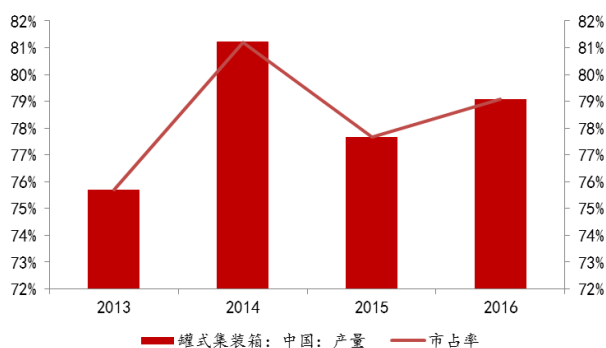
资料来源：公司公告，国际罐箱组织，川财证券研究所

目前国外领先企业在非标准类罐式集装箱的设计和研发仍具有相对优势，随着产品品种的丰富以及研发实力的提高，国内罐式集装箱领先企业与国外企业技术差距正逐渐缩小，客户已逐渐向国内领先企业采购制冷/加热罐式集装箱、气体罐式集装箱、近海罐式集装箱等非标准类罐式集装箱产品。

国内中小规模罐式集装箱制造企业，由于自身资本实力偏弱、对国际规范和标准的了解程度不够和研发能力不足，在国际市场上竞争力相对较弱，对现有竞争格局不构成重大影响。

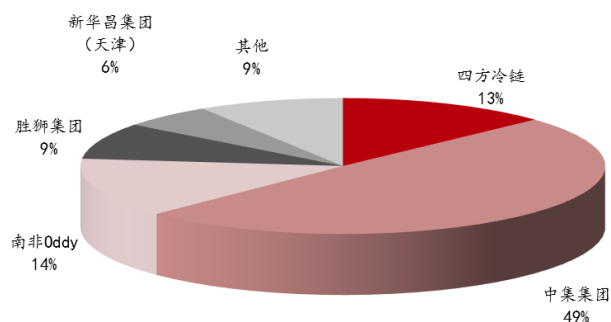
根据中商顾问统计，2016 年罐式集装箱市场规模约为 65 亿元；根据世界罐箱协会的统计和预测，世界市场对罐式集装箱的需求量增长中枢约为 10%。其中，中国、巴西、印度、俄罗斯等新兴国家由于下游市场发展较快，以及对欧美发达国家完善的化学品、食品饮料等物流体系的学习和借鉴，新兴国家罐式集装箱市场容量将获得较快增长。

图 12: 历年罐式集装箱中国产量及占有率



资料来源: 公司公告, 国际罐箱组织, 川财证券研究所

图 13: 2016 年罐式集装箱市场占有率

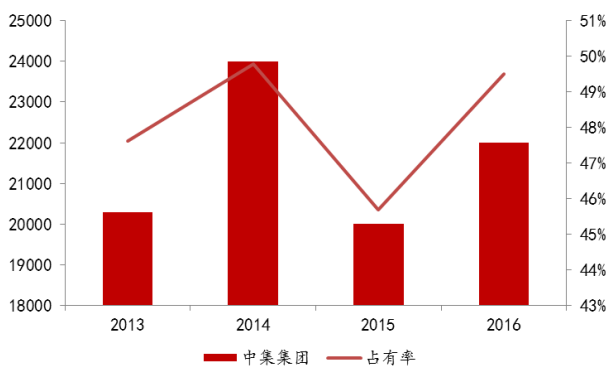


资料来源: 公司公告, 国际罐箱组织, 川财证券研究所

2. 四方冷链处于第一梯队, 2017 年有望成为行业第二

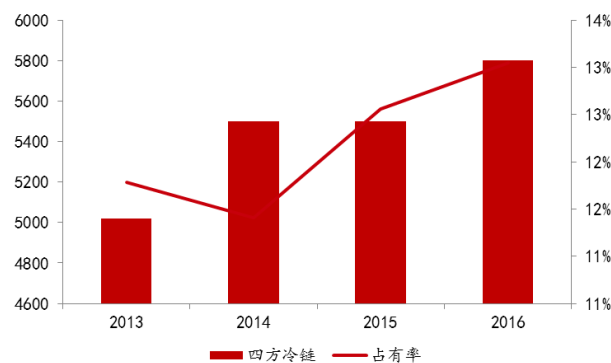
目前国内罐式集装箱主要生产企业中集集团、四方冷链、胜狮集团和新华昌集团天津。根据世界罐式集装箱组织统计, 2016 年全球生产罐式集装箱 4.44 万台, 其中中国制造 3.52 万台, 占全球总量的 79.08%。其中, 中集集团占有率大约 49.49% 位列第一, 四方冷链占有率大约 13.05% 位列第三, 2017 年四方冷链占有率有望赶上位列第二的南非 Oddy。

图 14: 中集集团历年产量和占有率



资料来源: 公司公告, 国际罐箱组织, 川财证券研究所

图 15: 四方冷链历年产量和占有率



资料来源: 公司公告, 国际罐箱组织, 川财证券研究所

2.3.4. 行业进入壁垒和公司的护城河

1. 行业竞争格局壁垒

根据世界罐式集装箱组织统计，2016年TOP5生产商占全球总量的91%。世界罐式集装箱已经是一个寡头垄断的市场，而中国在其中具有绝对影响力。国内中集集团、四方冷链、胜狮集团和新华昌等国内领先企业凭借规模、成本和质量等优势已取代国外企业，成为标准罐式集装箱的主要供货商。

2. 规模和投资壁垒

罐式集装箱属于大型金属制品。在生产环节，罐式集装箱的生产通常采取流水线方式，需要各个工位同步运行，因此企业需要投资购置大型加工设备和检测设备，并需具有大面积的生产厂房以合理布置生产线上的各种工装设备，设备等固定资产投资额较大。

在销售环节，由于罐式集装箱需满足客户安全和环保等要求，客户往往对供应商质量控制、规范化和规模化生产能力要求较高。而由于客户在产品运输介质、功能、外观等方面存在个性化需求，罐式集装箱生产厂商主要采取“以销定产”模式，通常在客户下订单后组织生产，而生产过程始终在第三方检验机构全程监控下，并需通过无损探伤、水压、气密等试验进行关键停止点控制。

在采购环节，原材料采购基于一定的采购规模才能具有一定的谈判地位，相对有利于控制和降低生产成本。同时，研发、采购、生产、销售、管理等各个环节要求具备较高的协同效应，只有具备规模优势的企业才能适时完成设备投资、产品升级、成本控制、协同生产并实现销售，因此，对拟进入本行业的企业构成了一定的规模壁垒。

3. 市场准入和客户认同壁垒

罐式集装箱主要应用于多式联运，客户主要为国际租箱和物流公司，该类客户通常要求生产商提供的罐式集装箱产品符合国际集装箱安全公约、国际海运危险货物规则、国际危险货物公路运输欧洲协议、国际危险货物铁路运输规则、ASME压力容器建造规则等标准的要求。根据前述标准规定，罐式集装箱新产品需通过第三方检验机构的样箱试验认证，该试验认证过程通常耗时近半年。由于前述认证制度的存在，本行业具有较高的市场准入壁垒。

由于罐式集装箱通常用于化学品、食品饮料等的运输，对质量要求较高，因此，客户通常会从企业资质、质量管理体系、技术水平、生产能力等全方位对供应商进行考核，考核通过后方可进入其合格供应商体系。新进入者难以在较短时间内得到客户认同或建立有效的市场渠道。

4. 技术壁垒

罐式集装箱的设计涉及材料应用、结构力学、有限元分析、化学、保温制冷技术、焊接技术、探伤技术、智能监测等多学科；并且从原材料选择、设计、生产等各方面都需要符合国际海运危险货物规则、ASME 压力容器建造规则、国际危险货物公路运输欧洲协议、国际危险货物铁路运输规则等国际标准和国外先进标准；罐式集装箱生产厂商还需要拥有具有熟悉前述规则，并能够与英国劳氏船级社或法国 BV 船级社等检验检测机构进行良好沟通的专业人员；另外，罐式集装箱广泛用于运输、储藏液体物料，有毒化学液体、高腐蚀的物料和无危险的食品液体(如啤酒、果汁、牛奶等)，不同的运输物料对罐式集装箱的外型、罐体材料、冷却系统、保温系统、防浪板选择、工作温度、内部抛光处理的技术要求也不同，这对罐式集装箱制造企业研发设计能力也提出了较高要求，本行业具有较高的技术壁垒。

2.3.5. 罐式集装箱需求顺周期恢复，未来成长空间广阔

罐式集装箱作为国际上通用的液态化工物料、液化气体、颗粒粉状物料的运输容器，欧美等发达国家的市场已经发展的较为成熟，其市场需求一直较为平稳，2015 年受国际航运和贸易大幅下滑的影响，需求大幅回落。

目前罐式集装箱凭借其安全、经济环保等优势，在化工、食品饮料能源等行业物流中得到广泛运用。随着罐式集装箱应领域的拓展，制冷、加热罐式集装箱、气体集装箱、近海罐式集装箱等能够满足特殊要求的非标准类市场得到较快发展。

目前罐式集装箱运营市场主要在欧美国家。国际罐式集装箱行业已形成运营商（物流公司）、租箱公司、供应商（制造商）、堆场、清洗站、检验机构、运输代理等多方明确分工、协调发展的较为成熟的运营体系。

而在以中国为代表的新兴市场，罐式集装箱的应用程度远没有欧美等发达国家高。随着对欧美发达国家完善的化学品、食品饮料等物流体系的学习和借鉴，以及下游市场的快速发展，中国、巴西、印度、俄罗斯等新兴国家罐式集装箱市场容量将因此较快增长。

1. **多式联运的发展和租赁模式在国内的推广将促进罐式集装箱行业发展**

以罐式集装箱为载体的国际多式联运模式已相当成熟，并越发受到众多国际化工、能源等行业知名企业的欢迎；而国内多式联运业务现正处于快速发展阶段，并且随着我国铁路的大规模投资建设，全国货物运输能力将大大释放，基础设施不足造成的运力瓶颈将逐步消除，各地区以集装箱多式联运为核心的区域物流业发展规划为国内多式联运的发展创造了良好的经营环境。多式联运方式的逐渐成熟有助于拓展罐式集装箱行业的发展空间。

2. **罐式集装箱应用技术日益成熟，在国内现代化物流体系的建立过程中，国际物流公司、租箱公司的示范作用很强**

欧美市场的罐式集装箱运输产业已形成较为成熟的运营体系，并衍生出罐式集装箱租赁、第三方检验检测、堆场和清洗等配套服务等相关细分产业。根据中商顾问统计，目前全球约 50% 以上的罐式集装箱由租箱公司拥有，租箱公司在满足客户灵活、低成本、配套服务等需求的同时，也获得了较为稳定的投资回报。随着我国金融创新的不断深化、金融产品的推陈出新，以及在国际租箱公司投资中国的示范作用下，国内罐式集装箱租赁市场有望获得较快发展，租赁市场的成熟将促进我国罐式集装箱行业的发展。

3. **安全与环境保护要求的提高推动世界各国对科学环保运输的大力倡导，将增加罐式集装箱在物流运输中的使用比重**

罐式集装箱因其安全环保、高效、经济效益好等特点而受到各国政府推荐，目前，国外特别是欧美国家对一些化学品的运输已经强制规定必须使用罐式集装箱运输，这也使得一些出口型化工企业更加关注罐式集装箱的运输。由于环保意识的普遍提高，主要发达国家和部分发展中国家相继制定了严格的环境保护条例，罐式集装箱将凭借其固有的环保特点提高其在化工等相关行业物流运输中的比重。

4. **国家相关政策的支持**

为促进罐式集装箱在中国的普及和发展，国务院及相关部门已相继出台一系列政策。随着国家对安全和环保重视力度的加强，越来越多的要求、标准、规范和规章将大力推动罐式集装箱在国内的应用。

表格 4. 罐式集装箱行业相关支持政策

序号	文件名称	相关政策	发文单位
1	《物流业调整和振兴规划》	明确物流业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等的复合型服务产业，是国民经济的重要组成部分。	国务院
2	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	将综合交通运输类“集装箱多式联运系统建设”列为鼓励类产业。	国家发改委
3	《海洋工程装备产业创新发展战略(2011-2020)》	罐式集装箱作为海洋工程装备之一，将得到扶持和发展。	发改委、科技、工信、商务部等
4	《道路危险货物运输管理规定》	鼓励使用罐式集装箱替代槽罐车等运输危险货物。	交通部
5	《关于开展河南省多式联运示范工程的通知》	宣布开展省级多式联运示范工程，在常压液体危险货物运输中推广使用罐式集装箱，及河南省高速公路对运输国际标准集装箱车辆实施车辆通行费优惠等三项政策，强力支持河南多式联运发展。	河南省交通运输厅

资料来源：公司公告，Wind 资讯，网络资料整理，川财证券研究所

5. 下游市场较快增长

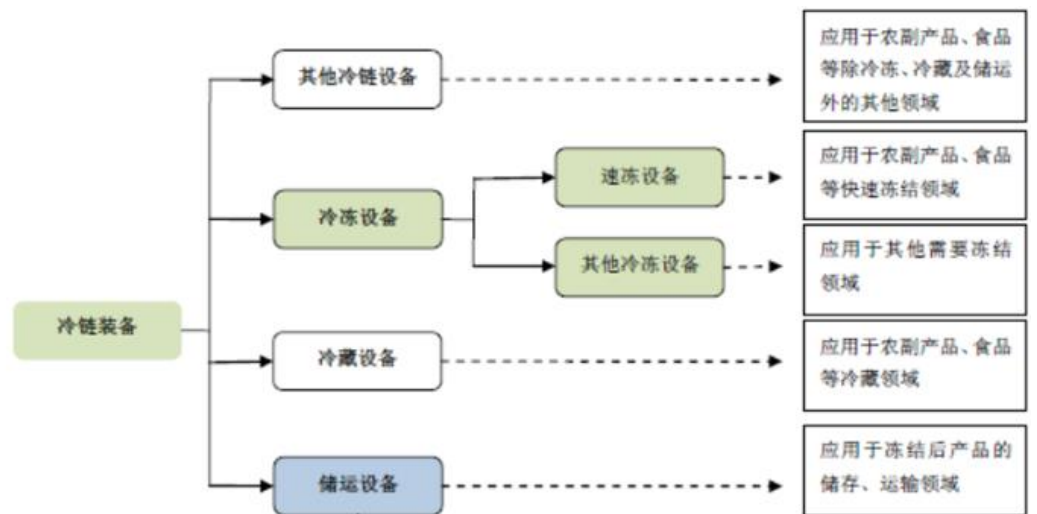
随着世界和区域经济一体化进程的持续推进，能源、化工和食品饮料等行业的国际和地区贸易将稳步增长，相关物流需求也将相应增长。另外，随着下游化工、食品饮料等行业的发展及其对远程运输要求的提高，罐式集装箱的市场需求将会逐渐释放。国内领先企业将通过技术和产品创新和定制生产持续满足罐式集装箱行业不断发展的定制化需要。

2.4 冷链装备业务

2.4.1. 业务基本情况和主要产品

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。冷冻设备主要产品包括速冻设备、普通冻结设备、制冰设备和冷藏、冷冻柜以及其他冷冻设备。冷冻设备行业是冷链装备产业链中的一个重要环节，除冷冻设备外，冷链装备还包括冷藏、储运及其他等设备。

图 16： 冷链装备行业基本分类



资料来源：Wind 资讯，公司招股说明书，川财证券研究所

四方冷链专注于冷冻设备中的速冻设备子行业。速冻设备是冷冻设备中技术含量和价值量较高，需求快速增长的细分子行业。它采用低温急冻技术迅速冻结农副产品和食品等，使得其中心温度迅速降低到零下三十摄氏度一下，而且其保存和运输整个过程都要在零下十八摄氏度条件下连贯进行。由于食品在零度以下所含的水分就开始凝结成冰晶，而冰晶越小，食品解冻后的口感就越好，这也是速冻食品质量判断的重要依据。而冰晶生成的大小主要有冷冻的冻速决定，速度越快，冰晶越小。所以，速冻设备被广发应用于农副产品、食品的生产、加工、贮藏等环节。

公司主要产品包括隧道式速冻装置、螺旋式速冻装置、平板式速冻装置等冻结设备、制冰系列设备、食品和水产品加工生产线、大中型组合冷库、成套制冷机组，提供冷冻配套加工成套设备等。

表格 5. 速冻设备技术和产品分类

冻结方式	技术类别	应用范围
空气循环式	隧道式	适用各类产品
	螺旋式	适用多种产品，水产肉禽、面点、烘培冰淇淋、各类单体、小包装食品
	液化化	适用颗粒、条状、片状等柔软水产品和果蔬产品
接触式	平板	适用块状、片状食品
	搁架	适用各种水产品、肉制品、果蔬类、米面类
喷淋式	液体氮气或二氧化碳深冷	适用珍贵水产品、珍稀菌种、扁平状肉禽
浸渍式	沉浸式	适用大型鱼类、屠体、外包装食品

资料来源：Wind 资讯，网络资料整理，川财证券研究所

2.4.2. 下游主要应用和客户

速冻设备主要应用于农副产品、食品等生产、加工和储藏领域，主要应用的是农副食品生产加工和船舶捕鱼行业。近年来，随着冷冻技术尤其是速冻技术的发展，冷冻设备的下游市场逐渐延伸到其他工业领域，包括但不限于医药、化工、建筑施工、国防军工等行业。

公司速冻设备的当前主要定位是满足农副产品及食品冻结保鲜的需求，直接客户主要是食品加工厂或配套加工能力的冷库，公司下游直接客户主要在速冻食品行业。随着国内消费者购买力的上升，政府大力的支持和引导，以及速冻食品企业产品渗透率逐渐提升，目前已经成为中国食品行业颇具发展潜力和竞争力的领域。

公司的主要客户有：正大集团（CP）、双汇集团、临沂新程金锣肉制品集团有限公司、山东美佳集团、湛江国联水产开发股份有限公司、郑州三全食品股份有限公司、郑州思念食品有限公司、山东龙大肉食品股份有限公司、东莞百嘉宜食品有限公司、巴黎贝甜（Paris Bagutte）、福建安井食品股份有限公司、周黑鸭国际控股有限公司、绝味食品股份有限公司、江苏淮安苏食肉品有限公司、太平洋恩利食品有限公司（Pacific Andes）等国内外各类农副产品、食品行业龙头企业。

2.4.3. 行业竞争对手和公司竞争地位：

■ 产品分析和竞争特点

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

冷冻设备行业特点：

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。

从领域上看，国内冷冻设备行业企业主要集中于某一细分领域，产品结构单一，产业链整合能力较弱，不能满足冷链物流快速发展对冷链装备的多元化需求，行业领先企业对冷链装备产业链整合能力有待提高。

从产品层次上看，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。

速冻设备行业竞争格局：

对比产品技术和质量，国外高端速冻设备产品制造精度高，产品开发好，但市场价格高，品种单一，与国内产品相比竞争力较低，在国内市场销量很少。国内中高端速冻设备相比国外产品，同样可满足客户需求的产品价格仅为国外同类产品的二分之一左右；此外国内速冻设备产品种类广泛，售后服务完善，可根据客户需求量身涉及产品方案。国内低端产品则价格低廉，但产品质量和配套服务都难以得到保障，且为了控制成本以标准化产品为主，制造技术没有研发和创新，产品同质化严重替代性很强，竞争很激烈。

国内中高端速冻设备作为非标产品，技术含量高，资金需求量大，企业进入中高端速冻设备行业的壁垒较高，导致行业呈现明显的两级分化竞争态势。中高端产品制造企业数量稀少，市场集中度高，国内形成规模的速冻设备厂家约有十几家，大约占据了国内速冻设备市场总规模（价值量）的60%左右，低端产品制造企业数量众多，产品质量参差不齐，规模小竞争激烈，产品销售收入占市场总规模的比重较低。总体来看，国内速冻设备生产企业明显分为两个竞争群体。

■ 竞争对手情况和公司竞争地位

从产品层次上来看，目前全球速冻设备生产厂商可分三个层次。

第一层次为国外品牌，如瑞典 Frigoscandia、加拿大 AeroFreezer、以及冰岛 Marel。国外高端速冻设备产品制造精密度高，产品开发较好，主要专注于高端市场，但市场价格高、品种单一，在国内的市场销量较少。

表格 6. 速冻设备国外主要生产厂商

品牌	国别	上市	专注技术类别			技术 水平	售价	占有率	销售 网络	产品	品牌
			螺旋	隧道	平板						
Frigoscandia	瑞典	是	是	是		领先	高	高	全球	解决方案	历史悠久
Aero	加拿大	是	是	是		强	高	高	全球	解决方案	历史悠久
Marel	冰岛	是	是	是	是	领先	高	低	全球	解决方案	历史悠久
DSI	丹麦	否			是	领先	高	低	欧洲	专注平板	历史悠久
其他小型	加拿大/ 美国	否	是	是		低	低	较高	全球	成本低	历史悠久

资料来源：Wind 资讯，网络资料整理，川财证券研究所

第二层次为国内质量和技术方面领先的品牌，国内重点品牌有：烟台冰轮（冰轮环境）、南通四方（四方冷链）、大连冰山菱设（大冷股份）、福建雪人（雪人股份）、山东奥维、天津七星、上虞专用等。第二层次品牌主要专注于中高端品牌、价格有巨大优势，可根据客户需求量身设计产品方案。

从地域来看，国内主要速冻设备生产企业的数量约数十家，主要分布在江浙地区（南通四方、上虞专用、上虞康隆）、河南（千年冷冻）、山东（烟台冰轮环境、山东奥维）、天津（天津七星）及辽宁（大连冰山菱设）、和华南（深圳德捷力、广州极速制冷、福建雪人）等地。国内速冻设备出口企业主要有南通四方冷链、烟台冰轮环境和大连股份的子公司冰山菱设等。

第三个层次为国内其他中小型速冻设备企业，产品较为低端，市场竞争力较弱，企业规模也相对较小。

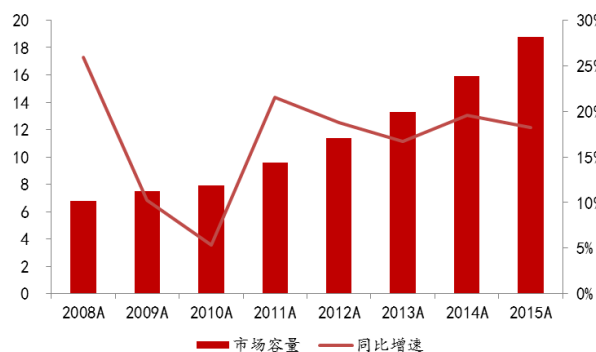
表格 7. 速冻设备国内主要生产厂商

品牌	国别	上市	专注技术类别			技术 水平	售价	占有率	销售 网络	产品	品牌
			螺旋	隧道	平板						
四方冷链	南通	是	是	是	是	强	中高	高	全国	解决方案	强
冰山菱设	大连	是	是			强	中高	较高	全国	解决方案	强
烟台冰轮	烟台	是				强	中高	较高	全国	解决方案	强
福建雪人	福州	是				强	中高	较高	全国	解决方案	强
山东奥威	烟台			是		较强	中高	一般	全国	解决方案	一般
天津七星	天津			是		较强	中高	一般	全国	解决方案	一般
上虞专用	浙江					较强	中高	一般	全国	解决方案	一般
上虞康隆	浙江		是			一般	中低	一般	全国	核心设备	一般
德捷力	深圳			是		一般	中低	一般	全国	核心设备	一般

资料来源: Wind 资讯, 网络资料整理, 川财证券研究所

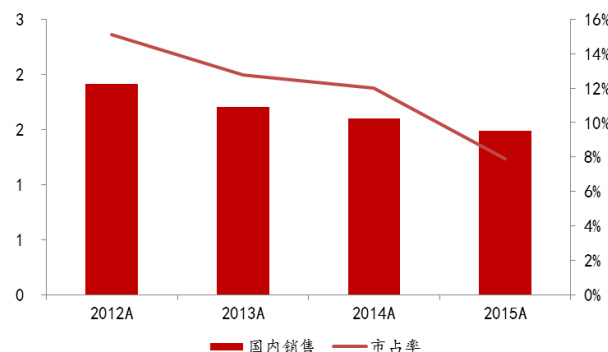
在传统制冷行业激烈的竞争环境下, 速冻产业在中国冷冻食品发展的带动下被认定为制冷行业中增长较快的部分, 是制冷业中处于上升期的朝阳产业。根据中商产业研究院的数据, 2015 年速冻设备市场容量大约 18.8 亿, 同比增速约为 18.24%。

图 17: 速冻设备市场容量 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 网络资料整理, 川财证券研究所

图 18: 国内销售额 (亿元) 及市场占有率



资料来源: 中商产业研究院, 网络资料整理, 川财证券研究所

2.4.4. 行业进入壁垒和公司的护城河

1. 行业竞争格局壁垒

根据中商产业研究院的统计，2015年速冻设备市场容量大约18.8亿，国内前十家左右的生产商大约占据速冻设备市场70%的份额。在国内中高端速冻设备市场已经是一个寡头竞争格局的市场，从营业收入规模上，四方冷链排名第一，在国内市场中具有较大的知名度和影响力，也是国内三家主要出口商之一。

2. 中高端产品以非标为主，需要较高的产品设计和定制生产能力

客户对冷冻设备的功能、性能等需求呈现出较大的差异性，所需产品多为非标准化产品，个性化需求明显，行业生产、销售呈现出其特有模式。在生产方面，冷冻设备客户的定制化采购决定了冷冻设备生产企业的生产组织呈现“以销定产、以产定购”的特点。冷冻设备生产企业根据客户的需求进行产品设计，并根据订单制定生产计划，进行原材料采购，进而组织生产。在销售方面，冷冻设备行业内企业主要采用直接销售的模式。行业内企业通过直接与客户接触，了解并针对性的分析其潜在需求，以获取订单，然后对其直接销售产品。

3. 行业竞争以某一细分领域为基础，积极向产业链上下游延伸

冷冻设备企业主要通过产业链拓展提升规模效应，增强竞争优势。随着国家对冷链物流行业及装备制造业发展的重视和支持，行业内在技术研发、客户资源、营销网络、规模化生产能力、经营管理水平等方面具有优势的部分企业开始以冷冻设备制造为依托，充分利用现有技术储备、客户资源、品牌影响力等有利因素积极向冷链装备行业内其他子行业延伸。未来同时覆盖冷冻、冷藏、储运等多个产业链环节的企业将通过协同效应而获得更加显著的竞争优势。

冷冻设备包括速冻设备、普通冻结设备、制冰设备和冷藏、冷冻柜等其他冷冻设备，目前冷冻设备生产企业由于市场进入时间和产品专注程度的不同而主要在细分领域展开竞争。四方冷链就是速冻设备细分子行业的龙头，主要深耕速冻设备并专注于食品行业应用。

4. 冷冻设备并不是简单的金属加工，而是智能化机电综合设备

冷冻设备总体属于技术含量较高的行业，其研发与生产过程涉及制冷、焊接、低温材料应用、流体、自动控制等多领域技术，对生产企业的技术储

备、研发能力、工艺水平、质量控制等都有较高的要求。冷冻设备行业的技术水平主要体现在两个方面：一是产品工艺设计方面，中高端的冷冻设备为非标准化产品，生产企业需要根据客户的个性化要求进行单独设计，设计过程需要具备强大的人才队伍、先进的设计手段、丰富的行业经验，设计水平的高低决定着产品的成本和质量；二是设备生产制造方面，速冻设备的生产过程涉及制冷、钣金加工、焊接、金属切削加工、液压、气动、电气自动化等多种技术，且生产过程需要通过信息系统进行自动化控制与协调，任何一个环节的失误都可能会直接影响整套设备的质量和性能。

而且冷冻设备的发展趋势是不断利用新的结构设计和生产工艺，逐步提高设备本身自动化、智能化程度、产品兼容性和单位时间处理能力等。持续的技术开发和产品升级是行业稳定发展的重要基础，设备技术甚至直接影响速冻产品的质量以及下游消费者对速冻食品接受程度。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。

5. 速冻设备向大功率、高能效、占地面积小和智能化的方向发展

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。

未来随着高效节能、大容量、智能化冷冻设备产品需求的快速增长，技术创新能力强、工艺设计水平高、产品更新换代快的公司将取得竞争优势，并获得更高的产品附加值和经营利润，四方冷链正是这样的公司。

2.4.5. 速冻食品符合消费升级趋势，未来设备市场空间巨大稳步增长

1. 速冻食品行业市场受益消费升级，市场空间巨大，需求稳步增长

1) 基本定义

速冻食品是指将原料进行适当的前处理，在 -30°C 以下和极短的时间内(15 min 以内)急速冷冻，使其品温在 30 min 内迅速通过 $-1\sim-11^{\circ}\text{C}$ 的温度范围(又称最大冰晶生成带)，食品冻结后的结晶粒子小于 $100\mu\text{m}$ ，再经过包装，在 -18°C 以下的连贯低温条件下贮藏和运输的低温食品。简单解冻、加热或烹调后即可食用。

速冻食品始于 1928 年的美国，它以新鲜的农产品为原料，经过清洗烹调等处理程序之后，在零下三十三摄氏度的低温下迅速冻结，其保存和运输整个过程都要在零下十八摄氏度的条件下连贯进行。食品在零度以下所含的水分就开始凝结成冰晶，速冻食品的冰晶越小，经过解冻之后的口感就越好，因此这是判断速冻食品质量的重要依据。而冰晶生成的大小则是由冷冻的速度决定的，速度越快，冰晶越小。

2) 分类和增速

根据国家统计局数据，2015 年我国速冻食品行业静态收入规模达 816 亿，增速为 15% 左右，增速领先于其他食品饮料行业。当前我国速冻食品**品类渗透率已达 60%**，意味着速冻食品行业未来仍然拥有巨大的增长空间。

速冻食品品类繁多，主要包括速冻米面食品、速冻果蔬类食品、速冻肉类食品、速冻水产品、速冻方便调理食品等。可分四大类：水产速冻食品、农产速冻食品、畜产速冻食品、调理类速冻食品，其中调理类速冻食品包括火锅料制品、速冻米面制品等。

中国冷冻水产速冻食品生产主要分布在广东省、辽宁省、浙江省、福建省和山东省；农产速冻食品，特别是速冻果蔬产品主要以出口为主；肉制速冻食品生产主要聚集在禽畜肉类比较发达的山东，四川等地区；调理类速冻食品则是发展最迅速的品类，其中速冻米面制品生产主要集中于河南及附近区域，以三全、思念等厂家为代表，且以内销为主。尽管中国经济发展呈放缓态势，但速冻食品与民生日常生活关系紧密，受宏观经济影响相对较小。

3) 受益于消费升级，市场空间巨大，增速平稳

随着中国经济的发展，城镇化率的提升，居民收入快速增长，国内消费者购买力的提升，生活质量显著改善，加之生活节奏的加快，消费者对瓜果、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，对既美味又便利的速冻食品需求不断提高。

首先，城镇居民消费水平和消费观念的提升，我国民众逐渐从价格和形式上接受了速冻食品，尤其是速冻半成品。另外，我国经济的高速增长也加快了城市的生活节奏，随着超市和大容量冰箱在城市中的普及，速冻食品更容易购买，而且尤其适应年轻人的生活规律。而城市食品消费习惯已悄

然从传统的家庭操作型消费转向熟食、便利和个性化消费，并促进了速冻食品行业产品渗透率逐渐提高。

其次，以大型连锁超市带动起来的零售业在过去十年中蓬勃发展，也加速了冷冻产品快速流通，沃尔玛和家乐福等企业的扩张为速冻产品提供了更安全合理的冷链物流和冷冻展示，对速冻食品起到了强有力的拉动作用。

最后，随着生鲜电商、农村电商的发展、国内自贸区试点扩大、进口生鲜品类和数量的大幅提升，以及中央厨房的发展在不同程度上加快了冷链物流（制冷设备）市场的发展。

未来几年，随着中国人均收入的提升、城镇化率的提高、生活节奏的日益加快，方便、快捷、健康、营养丰富是城市人口对饮食的基本要求，速冻食品将越来越多被接受为日常饮食的一部分，中国对速冻食品消费需求将逐渐接近发达国家的水平。随着中国冷链配送系统的不断完善与发展，速冻食品在我国的销售范围也将更加广泛。所以长期看，速冻食品市场空间巨大，短期看，市场规模稳步增长。

2. 国家对食品安全的重视不断加强，相关产业政策支持力度大

根据国家发改委发布的《农产品冷链物流发展规划》，我国将努力提高果蔬、肉类、水产品等食品及农副产品的冷链流通率和冷藏运输率，加快节能环保的各项新型冷链物流技术的研发与引进，重点加强各种高性能冷冻设备、储运设备的发展，大力发展冷链物流行业。

冷链物流作为一种新兴的产业，涉及冷冻食品的生产、储藏、运输等多个环节，国家一直大力支持速冻设备、冷藏集装箱等冷链装备制造业的发展，而冷链物流的逐步产业化对冷冻设备行业的持续、稳定发展构成有力拉动。

表格 8. 冷链装备行业历年主要政策支持

序号	文件名称	相关政策	发文单位	发文时间
1	《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020年)》	重点发展鲜活农产品保鲜与物流配送及相应的冷链运输系统技术等农产品精深加工与现代储运技术,并将其列入重点领域及其优先发展主题。	国务院	2006年
2	《农产品冷链物流发展规划》	重点加强高性能冷却、冷冻设备,冷链物流监控追溯系统、温控设施及移动式冷却装置、节能环保的冷链运输工具等冷链物流装备的研发与推广。	国家发改委	2010年
3	《产业结构调整指导目录(2011年本)》	将制冷空调设备及关键零件制造列为鼓励类行业。	国家发改委	2011年
4	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2011年度)》	冷链物流设备、多项物流信息化技术首次被明确列入优先发展的高技术产业化重点领域。	发改委、科技、工信、商务部等	2011年
5	《制冷设备产品生产许可证实施细则》	规定了企业生产制冷设备产品应执行的产品标准、生产设备、检测设备和出厂检验项目等。	国家质检总局	2011年
6	《农产品加工业“十二五”发展规划》	将冷冻米面、果蔬冷链物流系统、肉制品冷链物流技术列为重点发展方向;鼓励企业建设冷链设施。	农业部	2011年
7	《食品工业“十二五”发展规划》	重点发展流态化速冻、双螺旋速冻以及高效制冰等装备。	国家发改委、工信部	2011年
8	《关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》	对龙头企业带动农户与农民专业合作社进行产地农产品初加工的设施建设和设备购置给予扶持;支持龙头企业改善农产品贮藏、加工、运输和配送等冷链设施与设备。	国务院	2012年
9	《国务院办公厅关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	鼓励外贸综合服务企业提供跨境电子商务企业通关、物流、仓储、融资等全方位服务。支持企业建立全球物流供应链和境外物流服务体系。	国务院办公厅	2015
10	《农产品冷链流通监控平台建设规范》	规定了农产品冷链流通监控平台建设的基本要求和内容。	财政部、商务部	2017
11	《关于进一步加强疫苗流通和预防接种管理工作的意见》	疫苗生产企业可采取“干线运输+区域仓储+区域配送”的分段接力方式配送疫苗,干线运输可委托专业冷链运输企业,区域仓储和区域配送可委托具备冷链储运条件的配送企业。	国务院办公厅	2017
12	《城乡高效配送专项行动计划(2017-2020年)》	农产品主产区乡镇重点建设具有农产品集聚、产地预冷、加工配送等功能的公共冷链设施,从产地高点发展冷链物流网络。	商务部、公安部、交通运输部、国家邮政局、供销合作总社	2017

资料来源:公司公告, Wind 资讯, 网络资料整理, 川财证券研究所

三、公司近年重大资本运作

3.1 股权激励：2014 年限制性股票激励计划

3.1.1. 股权激励实施的关键流程和节点

公司 2017 年 2 月 21 日公告限制性股票激励计划草案，本次采取一次授予分期解锁的方案，2017 年 3 月 15 日授予 365 人限制性股票，2017 年 4 月 26 日限制性股票激励计划授予完成。

表格 9. 2017 年股权激励实施的关键时间节点和内容

重要节点	时间	对应公告
股权激励草案	2017/2/21	限制性股票激励计划（草案）
股权激励授予	2017/3/15	无
首期限限制性股票激励计划首次授予登记完成	2017/4/26	关于限制性股票激励计划授予结果的公告

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

3.1.2. 股权激励方案的主要内容

公司于 2017 年 4 月 26 日，以 15.91 元/股的价格，将 3446250 股（占公司本次定向发行前总股本 20680 万股的 1.67%）授予了实施计划时在公司任职的高管 6 人和中层管理人员和核心技术（业务）人员 347 人。

表格 10.2017 年股权激励方案具体内容

关键要素	主要内容
标的股票来源和数量	拟向激励对象授予的限制性股票总量为 414.63 万股，约占本激励计划签署时公司股本总额 2.06 亿股的 2.00%。其中：首次授予 344.63 万股，约占计划签署时公司总股本的 1.67%，预留 70.00 万股，约占计划签署时公司总股本的 0.34%，占本次授予限制性股票总量的 16.88%。本激励计划的股票来源为公司向激励对象定向发行公司股票。
解锁期	计划授予的限制性股票自授予完成之日起满 12 个月后，满足解锁条件的，激励对象可以在未来 48 个月内按 30%、30%、40%的比例分三期解锁。预留限制性股票自授予完成之日起满 12 个月后，满足解锁条件的，激励对象可以在未来 36 个月内按 50%、50%的比例分两期解锁。
授予价格	计划授予的限制性股票授予价格为 15.91 元/股，授予价格为草案公告前一个交易日收盘价格 31.53 元/股的 50.46%，且不低于本计划草案公布前 1 个交易日及前 20 个交易日公司股票交易均价 50% 的较高者。
授予人	高管 6 人和中层管理人员和核心技术（业务）人员 350 人。楼晓华，董事，副总经理，3 万股；钱洪，董事，3 万股；杨新华，董事，7500 股；杨燕超，董事，2 万股；史锦才，副总经理，2.5 万股；朱国建，副总经理，2.5 万股；其他：中层管理人员和核心技术（业务）人员：330.88 万股。
解锁条件	限制性股票解锁的公司业绩条件为：以 2016 年净利润为基数，2017 年、2018 年、2019 年的各年度实现的净利润较 2016 年相比，增长比例分别不低于 10%、20%、30%。

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

2018 年 2 月 8 日公司以 11.08 元的授予价格向 10 名激励对象授予 57.50 万股限制性股票，2017 年第一期股权激励方案的预留限制性股票全部授予完成。

3.2 2016 年 IPO 关键指标和募投项目

3.2.1. IPO 发行关键指标和内容

公司 2016 年 5 月 19 日由广发证券保荐发行上市，首发市盈率 18.99 倍。

表格 11.2016 年 IPO 关键项目和内容

关键项目	具体内容
发行股份总数	合计 5170 万股，网下最终发行数量为 517 万股，网上最终发行数量为 4,653 万股。
发行价格	10.19 元/股。
发行市盈率	18.99 倍。
发行前每股净资产	4.62 元/股（以 2015 年 12 月 31 日经审计的归属于母公司股东的净资产值全面摊薄计算）。
发行市净率	1.78 倍（按照每股发行价除以发行后每股净资产）。
募集资金	5.27 万元，扣除发行费用后 4.65 万元。

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

3.2.2. IPO 募投项目情况分析

公司 IPO 募集资金投资项目主要投向冷链装备扩产项目、罐式集装箱扩产项目、冷链装备技术中心和补充 12,000 万元流动资金四个项目。

表格 12.2016 年 IPO 募投项目主要情况

序号	项目名称	投资总额（亿元）
1	冷链装备扩产项目	1.81
2	罐式集装箱扩产项目	1.33
3	冷链装备技术中心	0.31
4	补充 12,000 万元流动资金项目	1.20

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

公司 IPO 募投产能未来两年的逐步达产以及装备技术中心的技术储备和研发设计能力是支撑公司持续成长的关键。

冷链装备扩产项目和罐式集装箱扩产项目将迅速扩大主营产品生产能力，专注市场顺周期恢复的重大时机，有效发挥公司技术优势与市场优势抢占市场，巩固公司在行业中的优势地位；

冷链装备技术中心项目将提高公司研究成果转化能力，能够根据市场需求快速开发新产品并推广，完善公司的产品线和业务链条，抢先占领市场先机，推动公司的可持续发展。

表格 13. 扩产项目和关键内容

项目	项目	现产能	工期	达产产能
冷链装备扩产项目	速冻设备	400	2	620
	冷藏集装箱	0	2	2200
罐式集装箱扩产项目	罐式集装箱	4000	1	7300

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 盈利预测与估值比较

4.1.1. 盈利预测

公司发展势头良好，营收稳定增长。公司主要产品是罐式集装箱和速冻设备，2016年总营业收入6.76亿，综合毛利率31.9%，其中罐式集装箱4.27亿和冷冻设备2.15亿，毛利率分别为27.0%和37.5%；毛利共2.15亿：罐箱、速冻设备和其他业务分别为1.15亿、8100万和2000万；净利润1.24亿，净利率15.7%。

2017年1-3季度单季度，公司实现营业收入2.06、2.34和2.53亿，实现净利润4021、2896和4722万，对应EPS0.19、0.14和0.23元。2017年前三季度累计实现收入6.92亿，同比增长47.23%；综合毛利率33%，同比提高了1.8个百分点；归属母公司净利润1.16亿，同比增长41.51%。

盈利预测假设：

收入：公司罐箱业务处于周期性恢复前期，而且新兴国家市场为以后的增长提供了广阔的空间，但考虑到2017年的高基数和出于谨慎，我们预测假设2018-2019年特种集装箱业务的收入增速为38.45%和36.52%。速冻设备直接受益于国内消费升级趋势，长期看市场空间巨大，短期看市场规模稳步增长，成长性明显。但考虑到需要冷链物流体系整体配合和出于谨慎，我们预测假设罐箱业务2018-2019年的收入增速为38.24%和28.75%。

毛利率：考虑到IPO募投项目转固带来的折旧影响和出于谨慎态度，我们预测假设2017-2019年特种集装箱业务毛利率为29.77%、29.00%和29.84%，速冻设备业务毛利率为36.32%、37.20%和36.19%，综合毛利率为32.79%，32.31%和32.30%。

盈利预测结论：

我们预计2017-2019年，公司可实现营业收入9.65、13.23和17.62亿元，以2016年为基数未来三年复合增长38%；归属母公司净利润1.69、2.37和3.08亿元，以2016年为基数未来三年复合增长35%，以2017年为基数未来2年复合增长35%。总股本2.10亿股，对应EPS0.82、1.15和1.49元。

表格 14. 公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	特种集装箱	567	473	427	632	875	1195
	同比增收		-16.49%	-9.87%	48.20%	38.45%	36.52%
	速冻设备	233	237	215	299	413	532
	同比增收		1.66%	-9.24%	39.05%	38.24%	28.75%
	其他业务	26	27	34	34	34	34
	同比增收		3.82%	26.33%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	特种集装箱	23.42%	24.11%	26.98%	29.77%	29.00%	29.84%
	速冻设备	36.29%	34.97%	37.53%	36.32%	37.20%	36.19%
	其他业务	59.83%	52.02%	57.91%	57.91%	57.91%	57.91%

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所

4.1.2. 估值比较

2018 年 03 月 09 日，股价 22.20 元，对应市值 46.67 亿元。2017-2019 年 PE 约为 27、19 和 15 倍，最新 PB 为 3.32 倍；

表格 15. 可比公司估值

序号	代码	公司	股价 /元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	最新	2017Q3 年化
	002158.SZ	汉钟精机	12.47	66	66	0.31	0.34	0.41	39.73	36.24	30.62	3.36	9.11%
冷链装备	000811.SZ	冰轮环境	7.51	49	21	0.46	0.49	0.55	16.30	15.37	13.74	1.83	11.75%
	002639.SZ	雪人股份	7.68	52	24	0.05	0.10	0.18	156.62	78.37	43.34	2.27	0.64%
	000530.SZ	大冷股份	5.17	39	197	0.21	0.28	0.36	24.77	18.33	14.46	1.31	5.84%
	小计	算术平均							59.36	37.08	25.54	2.19	6.84%
		几何平均							39.81	29.91	22.66	2.07	4.47%
集装箱	0716.HK	圣狮货柜	1.52	30		-0.02	0.00	0.00				0.98	0.00%
	000039.SZ	中集集团	19.18	437	36	0.18	0.88	1.16	21.75	16.55	1.87	1.87	5.83%
	小计	算术平均							21.75	16.55	1.43	1.43	
		几何平均							21.75	16.55	1.36	1.36	

资料来源：公司公告，Wind 资讯，川财证券研究所，数据更新于 2018/3/09

4.2 投资逻辑和观点

4.2.1. 特种集装箱和速冻设备业务兼具顺周期恢复和成长两个逻辑

罐箱行业下游主要是油品、化学品和食品饮料行业，需求主要在国外，世界贸易航运市场的特点使得罐箱制造行业具有一定的周期性，市场贸易航运市场通常周期较长，且2016年刚从底部走出。所以，短期看罐箱市场周期性恢复的趋势确定，空间巨大，且正处于顺周期恢复的初期。但随着新兴市场现代化物流体系的建立以及对环保和安全要求的提高，新兴市场广大的新增需求给行业打开的广阔的成长空间。所以，罐箱市场长期看市场空间巨大，成长性明显。

目前国内速冻设备行业下游主要是速冻食品行业，随着中国人均收入的提升、城镇化率的提高、生活节奏的日益加快以及对食品安全的重视，速冻食品将越来越日常化，在食品消费中的渗透率将不断提升。而近些年生鲜电商、农村电商的发展、国内自贸区试点扩大以及中央厨房的发展，使得生鲜、预调制食品品类和数量的消费大幅提升，极大的推动了冷链物流（制冷设备）市场的发展，而速冻则是最源头的基本需求。所以速冻设备直接受益于国内消费升级趋势，长期看市场空间巨大，短期看市场规模稳步增长，成长性明显。

4.2.2. 两块业务护城河高，行业竞争格局、运行特点以及公司定位和产品结构使得公司可以持续享受较高毛利率

公司两块业务市场竞争格局较优，都位于国内第一梯队，在国内市场竞争优势明确，而且业务进入壁垒和公司护城河都比较高。而两块业务需求的多样化和不断快速发展使得创新驱动和定制生产成为业务的基本竞争模式。我们认为公司产品结构不断优化，产能利用率也能维持高位，应当享受较高毛利率，且持续性较强。

4.2.3. 分部来看，公司市值低于合理区间，安全边际大

按照2018年预测毛利结构，罐箱和速冻设备占比分别为59%和36%，对应归属母公司净利润为1.42和0.86亿元。参考可比公司估值，罐箱业务给予PE 17倍（中集），速冻设备业务给予PE 23倍，对应市值24.14和19.78亿，合计是43.92亿市值。如果以2016年为基数，罐箱和速冻设备毛利复合增速为45.79%和33.64%，以PEG为1来衡量，对应市值65.94和29.34亿，合计是95.28亿。

我们认为公司合理市值区间：44（市场平均）亿-95（PEG）亿，目前处在区间下边缘。公司市值低于合理区间的下限，反映了保守的预期，我们认为存在较明显的低估，具有比较大的安全边际。我们首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

公司两块业务后续订单低于预期；

募投项目投产低于预期；

毛利率超预期下行；

原材料价格挤压毛利率；

汇兑损益超预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1340	1251	1615	1895	营业收入	676	965	1323	1762
现金	870	1248	1110	1249	营业成本	460	649	896	1193
应收账款	82	0	93	121	营业税金及附加	5	8	11	14
其他应收款	2	0	4	5	营业费用	25	37	53	70
预付账款	17	0	32	38	管理费用	57	106	132	176
存货	364	0	371	476	财务费用	-11	-30	-44	-49
其他流动资产	5	3	5	6	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	201	220	231	244	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	114	113	109	104	营业利润	140	195	275	356
无形资产	75	90	107	124	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	12	17	16	16	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1542	1471	1847	2138	利润总额	144	195	275	356
流动负债	231	27	216	271	所得税	19	26	37	48
短期借款	0	0	0	0	净利润	124	169	237	308
应付账款	32	0	31	39	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	199	27	186	233	归属母公司净利润	124	169	237	308
非流动负债	0	2	1	1	EBITDA	147	172	238	315
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.82	1.15	1.49
其他非流动负债	0	2	1	1					
负债合计	231	29	218	273	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	207	207	207	207	成长能力				
资本公积	486	486	486	486	营业收入	-8.4%	42.9%	37.0%	33.2%
留存收益	613	749	936	1173	营业利润	7.0%	39.4%	40.8%	29.8%
归属母公司股东权益	1310	1442	1629	1866	归属于母公司净利润	-1.0%	35.5%	40.8%	29.8%
负债和股东权益	1542	1471	1847	2138	获利能力				
					毛利率(%)	31.9%	32.8%	32.3%	32.3%
					净利率(%)	4.6%	18.4%	17.5%	17.9%
					ROE(%)	9.5%	11.7%	14.6%	16.5%
					ROIC(%)	25.1%	75.9%	38.9%	43.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	15.0%	2.0%	11.8%	12.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.80	45.95	7.46	6.98
					速动比率	4.22	45.95	5.75	5.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.64	0.80	0.88
					应收账款周转率	7	22	27	16
					应付账款周转率	18.76	40.94	58.29	34.39
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.82	1.15	1.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.94	-0.55	0.87
					每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.97	7.88	9.02
					估值比率				
					P/E	36.89	27.23	19.34	14.90
					P/B	3.50	3.18	2.82	2.46
					EV/EBITDA	26	22	16	12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	134	402	-114	180
净利润	124	169	237	308
折旧摊销	18	7	7	7
财务费用	-11	-30	-44	-49
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-3	270	-319	-87
其他经营现金流	6	-14	3	0
投资活动现金流	-16	-16	-18	-19
资本支出	47	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	31	-16	-18	-19
筹资活动现金流	469	-7	-7	-22
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	52	0	0	0
资本公积增加	417	0	0	0
其他筹资现金流	0	-7	-7	-22
现金净增加额	594	378	-139	139

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001