

国内制冰设备行业的领跑者

雪人股份(002639)新股报告

报告关键点:

- 公司位居国内制冰设备行业市场综合占有率第一位,技术优势明显
- 制冰设备应用领域不断拓展,未来市场空间有望进一步扩大
- 预计上市首日价格区间为19.1-23.4元。

报告摘要:

- 公司主营业务以柴油机业务为主。公司主营业务为内燃机、发电机及发电机组的生产、销售,柴油机业务在主营收入中占比60%以上。内燃机业务为中速船用柴油机制及销售,产品包括6160系列(100-400马力)、6170、8170系列(350-800马力)、CW200系列(600-2400马力)中速柴油机、引进Man公司的27/38系列(2700-5000马力)、32/40系列(5000-7000马力的)和15KW到1250KW的柴油发电机组,CW200发动机由公司设立于重庆江津的分公司生产。160、170、200主要用于内河航运领域。
- 三季度行业增速处于底部,四季度环比回升。1-9月,公司实现营业收入17.87亿元,同比下降10.52%,净利润1.26亿元,同比下降4.7%。其中,第三季度实现收入、净利润分别为5亿元,4275万元,同比下降25.85%和26.9%。受船舶行业低迷影响,3季度下游需求出现负增长,公司船用柴油机产品订单减少,柴油机业务毛利率下降。从4季度开始订单量环比有一定回升。我们认为今年将是行业发展的低点,未来2-3年公司业绩将持续改善。
- 大功率中速机项目已实现部分产品交货。2008年,公司引进MAN公司全套技术研发生产27/38和32/40系列,项目设计产能300台/年,其中27/38系列柴油机100台,32/40系列柴油机200台,计划年增销售收入25.6亿,利润总额2.10亿,净利润1.57亿,该项目主要面向沿海中大型船舶,受国际新船订单变动的影响较大,目前项目处于小规模生产阶段。10月,公司32/40产品为浙江一家民营造船厂交付一台7缸的产品,意向订单逐步增多,未来有望在海监局、海事局等相关政府部门拿到订单取得突破。
- 170系列、CW200系列机型为公司目前的主力产品。2011年上半年,柴油机业务在主营收入中占比60%,其中,8170系列占比40%,CW200系列占比45%,6160系列占比10%,为潍柴动力代的高速机占比5%左右,传统的6160机型主要面对的原有客户,未来需求将逐步下滑。170机型2007年推出第一台产品,现有产能达到4000台左右;CW200项目的技改项目已经完成,规划产能4000台,目前能够满足市场的需求。
- 主导产品的市场竞争格局。6160系列产品公司市场占有率达到80-90%,8170系列主要由淄博柴油机和潍柴重机两家企业生产,淄柴选用了洋马的技术,产能4000-5000台左右,目前公司市场占有率达到55%;CW200系列主要有公司、石油济柴、淄柴和镇江中船设备公司生产,公司的市场占有率30%;32/38、32/40主要有公司、陕柴重工、杭州中高三家企业生产。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	199.6	266.0	322.5	455.7	596.0
Growth (%)	5.1%	33.3%	21.2%	41.3%	30.8%
净利润	70.4	80.0	93.2	121.4	169.4
Growth (%)	14.6%	13.7%	16.4%	30.3%	39.5%
毛利率 (%)	52.7%	46.8%	44.7%	42.5%	44.3%
净利润率 (%)	35.3%	30.1%	28.9%	26.6%	28.4%
每股收益(元)	0.59	0.67	0.58	0.76	1.06
每股净资产(元)	2.08	2.59	7.73	8.41	9.32
净资产收益率 (%)	28.2%	25.7%	7.5%	9.0%	11.4%
ROIC (%)	76.6%	40.3%	32.2%	30.2%	27.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

上市首日定价区间:

19.1-23.4元

报告日期: 2011-11-16

发行数据

总股本(万股)	12,000
发行数量(万股)	4,000
网下发行(万股)	800
网上发行(万股)	3,200
保荐机构	国都证券有限责任公司
发行日期	2011-11-18
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

林汝捷	40.92%
陈胜	12.58%
陈存忠	9.43%
赵建光	3.98%
林诚明	3.07%
陈亮	2.50%
上海科宝股权投资有限公司	2.40%
贾国彪	2.40%
李文军	2.40%

王书伟

021-68763578
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

wangsw@essence.com.cn
S1450511090004

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

正文目录

1. 公司专注于制冰设备制造及系统集成领域.....	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 公司股权结构	4
2. 制冰设备行业发展前景广阔	4
2.1. 制冰设备下游产业链不断延伸	4
2.2. 工业制冰设备受益于下游行业投资规模的不断增长.....	5
2.3. 消费升级拉动制冰设备市场需求.....	6
2.4. 制冰设备应用领域不断拓展提升未来行业景气度.....	7
2.4.1. 矿井降温：政策驱动需求爆发.....	7
2.4.2. 冰蓄能领域：节能降耗引领制冰设备需求蓄势待发.....	7
2.5. 技术创新及环保意识增强推进设备的更新需求.....	8
3. 行业竞争格局及公司优势	8
3.1. 国际市场竞争格局	8
3.2. 我国制冰设备制造行业竞争格局.....	9
3.3. 公司的竞争优势	9
4. 盈利能力分析	10
5. 募投项目：缓解产能发展瓶颈，助力进口替代进程加快.....	11
6. 盈利预测	12
7. 风险提示	12

图表目录

图 1 公司主营业务收入保持稳定增长	4
图 2 近三年公司主营毛利构成及增速	4
图 3 近三年来公司出口收入占比较高	4
图 4 出口销售业务毛利率高于内销产品	4
图 5 公司发行前股权结构	4
图 6 行业上下游产业链	5
图 7 制冰设备主要分类及应用领域	5
图表 8《蒙特利尔议定书》关于 HCFCs 淘汰时间表.....	8
图 9 近三年公司营业收入及利润平稳增长	10
图 10 近三年公司分行业的主营收入	10
图 11 2011 年上半年公司成本构成比例.....	10
图 12 公司分产品毛利率变动	11

表格目录

表 1 公司主要产品及用途	3
表 2 制冰设备下游行业投资增速	6
表 3 2010 年畜禽屠宰及肉制品加工行业增长情况.....	6
表 4 食品工业未来重点发展方向	6
表 5 2006-2009 年中资超市及主要外资超市新增门店情况.....	7
表 6 公司在国际上的主要竞争对手	8
表 7 公司在国内的主要竞争对手.....	9
表 9 公司募投项目	11
表 10 公司募投项目新增产能	11
表 11 可比公司估值水平	12

1. 公司专注于制冰设备制造及系统集成领域

1.1. 公司概况

- 公司系由原创建于 2000 年 3 月的长乐市雪人制冷设备有限公司整体改制变更而来，目前注册资本 1.2 亿元。公司拥有滨海、里仁 2 个工业园，是一家集工业及高端商用制冰设备、成套制冰系统的研发、设计、制造、销售、工程安装、售后服务于一体的高新技术企业。
- 公司主营业务为制冰、储冰、送冰设备及制冰系统的研发、生产和销售，以及冷水设备、冷冻、冷藏、空调、环保等制冷相关产品的设计、生产及销售。主要产品为制冰系统、片冰机、冷水机；管冰机、板冰机、块冰机、冰蓄能设备等其他制冰设备；自动储冰库、送冰系统、PU 保温冰库、螺旋空冷器等制冰系统辅助设备。在食品加工、商超物流、远洋捕捞等行业的冷链建设领域，包括水利水电、核电、建筑工程等行业在内的混凝土降温领域，矿井降温等人工环境领域，蓄能调峰等节能环保领域，以及精细化工行业反应釜降温、人工冰雪、食用冰、家用、制药医疗等领域广泛应用。

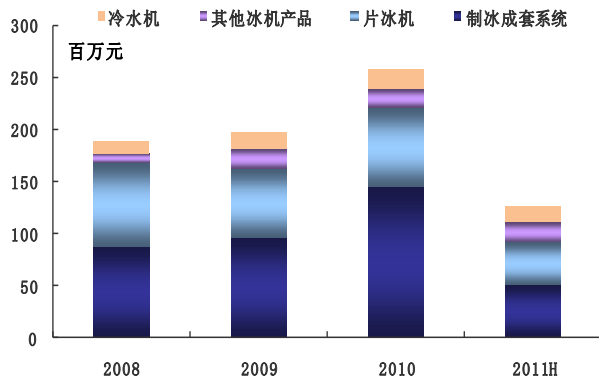
表 1 公司主要产品及用途

产品类别		主要用途
制冰系统		主要用于强化食品卫生、防脱脂、速冻预冷，水产品及农产品保鲜、远洋捕捞及冷链建设，矿井降温、防尘、工作面喷淋，水坝、核岛、高层及超高层建筑用混凝土的冷却控温，化工反应釜降温，冰蓄冷中央空调，食用冰生产，滑雪场造雪，冰雕制冰等
片冰机		以片冰机及相应的制冷系统、机械系统及电气系统组成制冰系统。片冰机可以直接作为产品销售，主要用于远洋捕捞、冷链物流、食品保鲜、商超陈列等用途
冷水机	降幕式冷水机	用于出水温度要求极低的（0.5℃~1℃）的系统及对水质卫生要求较高的系统等，如食品加工过程中的食品漂洗、降温用水，是发行人冷水机产品的主要品种
	沉浸式冷水机	用于出水温度要求极低（0.5℃~1℃）的冰水系统，如混凝土搅拌过程降温用冷水等
其他制冰设备	管冰机	主要用于食用、冷链物流、食品加工
	板冰机	用于工业降温、冷链物流及食用冰
	块冰机	用于港口、冷库等的冷链物流。用于冰雕
	冰蓄能设备	用于办公楼、体育馆、影剧院、音乐厅、计算机房、恒温化学品仓库、现代农业产业化种植工厂、制药车间、无菌实验室等的中央空调
制冰系统辅助设备	PU 保温冰库	用于制冰系统冰库用隔热板、食品保鲜，药品、茶叶、种子的保温、冷冻食品冷藏、食品、工业冷冻及超低温试验冷处理
	蒸发式冷凝器	用于制冷剂降温液化
	压冰机	用于将碎冰压成块状冰
	螺旋空冷器	矿井冰冷却降温系统换热装置

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

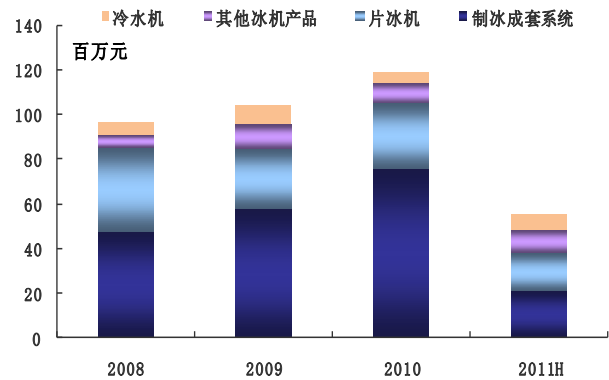
- 公司自创立以来，始终专注于制冰设备行业的发展，为客户提供专业化的系统解决方案。凭借领先的品牌、技术、质量、成本和研发优势、完善的营销网络以及高素质的管理团队，经过多年发展，公司现已成为中国最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一，在国内制冰设备行业的市场综合占有率名列第一，在工业制冰设备制造领域处于绝对的领先地位。
- 公司已成为在国际市场上与欧、美、日等国际优势品牌制冰设备供应商进行竞争的中国企业，在亚洲、南美洲、非洲、欧洲等市场占据相当规模的市场份额，主要产品出口到 30 余个国家和地区，SNOWKEY 品牌在国际市场已享有一定的知名度。
- 公司营业收入由主营业务收入和其他业务收入构成。其中，主营业务收入由制冰系统、片冰机、冷水机、其他制冰设备及制冰系统辅助设备的销售收入构成；其他业务收入主要为公司销售产品相关零配件的收入，占营业收入比例较小。
- 近三年来，公司主营业务收入逐年增加。2009、2010 及 2011 年上半年，主营业务收入分别同比增长 4.81%、30.65%、36.01%，其中，制冰系统和片冰机销售收入合计分别占主营业务收入的 88.99%、82.03%、85.40%和 72.62%，是公司的主导产品，也是公司收入和利润的主要来源。

图1 公司主营业务收入保持稳定增长



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

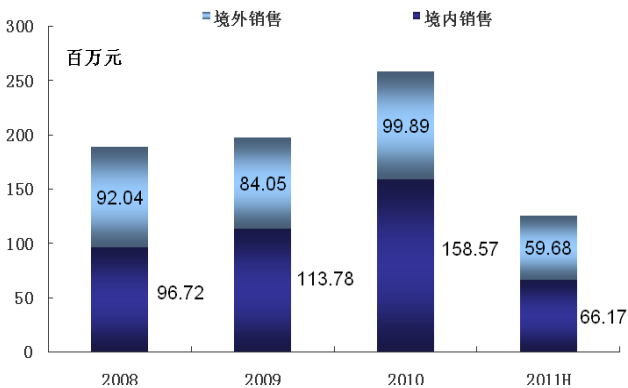
图2 近三年公司主营毛利构成及增速



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

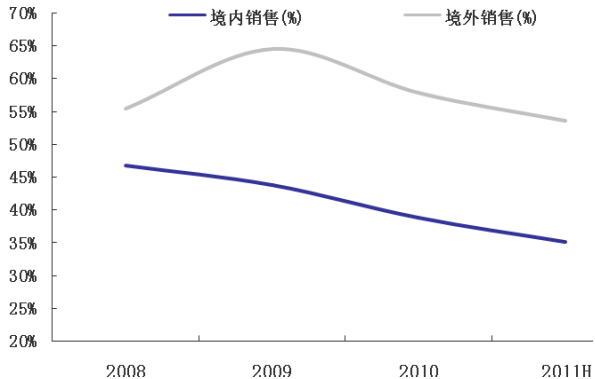
■ 2008年、2009年、2010年及2011年1-6月，公司产品出口主营业务收入分别为9,204.23万元、8,404.90万元、9,988.77万元及5,968.39万元，占主营业务收入比例分别为48.76%、42.49%、38.65%及47.42%，产品销往亚洲、非洲、欧洲、美洲等地区。

图3 近三年来公司出口收入占比较



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图4 出口销售业务毛利率高于内销产品

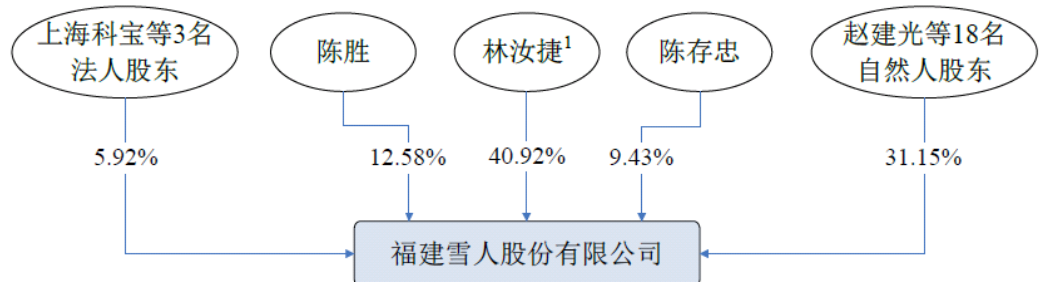


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

■ 此次发行前，林汝捷先生持有公司股份4,910.40万股，占已发行股份的40.92%，为公司的控股股东、实际控制人。此次公司拟发行4,000万股，占发行后总股本的25%，此次发行完成后，林汝捷先生持有公司30.69%的股份，仍为公司的控股股东及实际控制人。

图5 公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

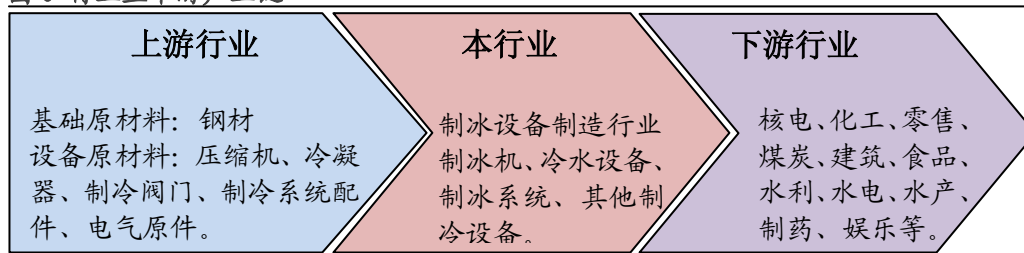
2. 制冰设备行业发展前景广阔

2.1. 制冰设备下游产业链不断延伸

■ 制冰系统是制冷系统、机械系统及电气系统等三大系统的系统设计集成，是实现

送水、制冰、储冰、送冰全程自动化的现代制冰设备。制冰机依靠具有适当沸点的制冷剂蒸发吸热的原理，吸收水的热量，完成制冰。

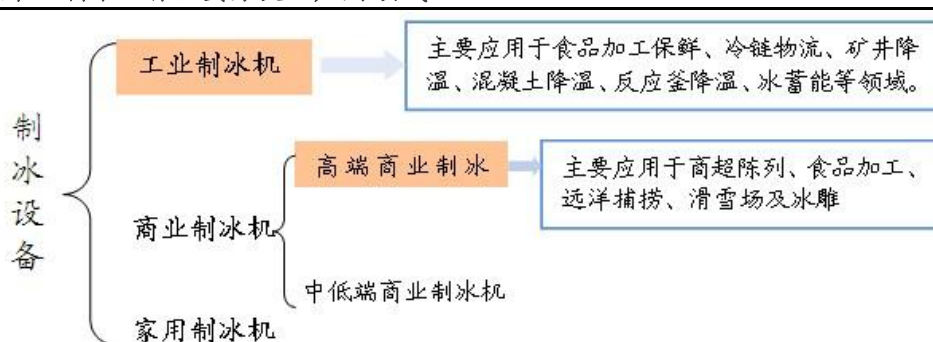
图 6 行业上下游产业链



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 制冰设备制造行业市场一般按用途分类，分为工业制冰机、商业制冰机及家用制冰机。其中商业制冰机又可按照终端用户和使用途径分为高端商业制冰机和中低端商业制冰机两类。公司主要涉足工业制冰机以及高端商业制冰机等技术相对较高的领域，中低产商业制冰机、家用制冰机产品相对技术含量较低，公司不涉及该领域。

图 7 制冰设备主要分类及应用领域



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 随着经济发展和技术进步，制冰技术及产品在国民经济中的应用范围不断扩展：在食品加工、商超物流、远洋捕捞等行业冷链建设领域，包括水利水电、核电、建筑工程等行业在内的混凝土降温领域，矿井降温等人工环境领域，蓄能调峰等节能环保领域、以及精细化工行业反应釜降温、人工冰雪、食用冰、家用、制药医疗等领域广泛应用。
- 据中国制冷学会不完全统计，2009 年全球市场工商业制冰机及制冰系统市场容量约为 170-200 亿元。2009 年，国内工商业制冰机市场总需求量超过 20 亿元，其中，工业用制冰机及系统需求量约为 12 亿元，商业制冰机需求量约为 8 亿元。随着食品加工、商超物流、降温节能、建筑化工、能源等领域投资增长，制冰设备的需求量预计在近年内仍将保持并超过 20% 增长率。预计 2010 年，国内工商制冰机市场总需求约 24 亿元，2011 年 28.8 亿元。

2.2. 工业制冰设备受益于下游行业投资规模的不断增长

- 受益于国家“十一五”期间固定资产投资持续增加、推进环境保护进程、鼓励节能减排改造、提高装备制造水平、发展食品商业物流等民生工程的战略规划，制冰设备制造行业获得了巨大的发展契机，2010 年我国全社会固定资产投资 278,140 亿元，比上年增长 23.8%，扣除价格因素，实际增长 19.5%，固定资产投资的持续增长加大了对工业制冰机设备的需求。
- “十二五”期间，制冰设备制造行业还将受益于国家大力发展环保节能，重点发展安全高效煤矿、积极发展水利水电和防灾减灾体系建设等政策，在未来的几年中，制冰设备制造行业市场仍将保持高速增长。
- 公司下游行业固定资产投资均大幅增加，制冷需求相应增加，大幅拉动原有市场的工业制冰机的需求；同时，其他行业的固定资产投资也有不同程度的提高，工艺要求提高带来的制冷需求增加也会对工业制冰机的需求起到较强的拉动作用。

表 2 制冰设备下游行业投资增速

下游行业	投资额 (亿元)	同比增长率
电力、燃气及水的生产和供应	14,535	7.3%
化学原料及化学制品制造业	6,863	14.8%
建筑业	2,332	48.6%
煤炭开采及洗选业	3,770	23.3%
水利、环境和公共设施管理业	22,261	24.5%
食品制造业	1,944	28.8%
批发零售业	5,216	16.2%
农副食品加工业	3,626	28.1%
农、林、牧、渔业	3,966	18.2%
交通运输、仓储和邮政业	27,820	19.5%
住宿和餐饮业	2,971	27.6%

数据来源: Wind, 招股说明书, 安信证券研究中心

2.3. 消费升级拉动制冰设备市场需求

- 近年来,我国食品卫生与加工保鲜问题越来越受到人们关注,随着人民生活水平的提高,对食品卫生的要求也越来越严格。特别是对食品加工企业,每一个生产环节工艺都有着严格的要求。冰冷加工成为畜禽屠宰及食品预冷、肉制品加工、水产品加工的主要手段。

表 3 2010 年畜禽屠宰及肉制品加工行业增长情况

行业名称	企业数量 (家)		资产规模 (亿元)		收入规模 (亿元)	
	家数	同比	资产总额	增速 (%)	销售收入	增速 (%)
畜禽屠宰加工企业	2237	161	1499.71	23.2%	3883.64	32.5%
肉制品及副产品加工	1817	197	1440.51	29.5%	2886.91	29.8%
总计	4054	358	2940.22	26.2%	6770.55	31.3%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

- 我国食品冷加工尚处于发展阶段,冷藏运输仍是薄弱环节,《食品工业“十一五”发展纲要》所制定的政策规划仍将较长期的持续,对未来制冰设备制造企业的发展提供了广阔的空间。

表 4 食品工业未来重点发展方向

项 目	重点开发方向
在超低温冷冻冷藏设备	远洋捕捞船用超低温急冻冷藏设备和冷链设备。
畜禽屠宰加工	牲畜真空采血、电刺激、畜禽热汽隧道式湿烫及连续自动去毛(羽)、多工位扒皮设备、滚揉机和高速灌肠机等肉类深加工设备,实现我国畜禽屠宰加工装备的成套化、国产化。
果蔬加工	果蔬预冷和配送设备、果蔬分级包装设备、净菜加工与储运设备、冷打浆设备、大型果汁浓缩设备、柑橘半果榨汁设备。

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

- 根据《中国制冰机行业研究》预计,近年来,随着屠宰、肉制品及水产品行业的稳步增长,以及国家对食品品质要求的提高,加快了行业对冰需求,促使了制冰机在屠宰、肉制品及水产品行业应用的发展。制冰制冷设备在食品加工行业的应用市场潜力巨大。
- 目前在超市行业中应用的制冰机主要为片冰机,主要用于超市行业里各大超市及卖场里的生鲜产品的保鲜,片冰机占地面积小,无土木工程,耗电低,产冰成本比传统用冰要节省 60%。水产品陈列的保鲜需求仅需一台(套)制冰机集中制冰,一个超市使用制冰机的数量不多,但每个超市基本上都需配备,因此,零售业对制冰机的需求主要来自于门店数扩张。我国超市近几年门店数量增长速度较快,对制冰设备制造行业具有很大的促进作用。

表 5 2006-2009 年中资超市及主要外资超市新增门店情况

超市	2006	2007	2008	2009	累计总数
中资超市	2142	4119	2815	4000	32000
欧尚	3	5	12	4	35
家乐福	22	19	17	18	157
沃尔玛	15	29	19	51	175
乐购	6	8	7	17	74
麦德龙	6	4	1	4	42
易初莲花	10	1	1		
大润发	7	16	16	20	123

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4. 制冰设备应用领域不断拓展提升未来行业景气度

- 我国制冰设备制造行业的潜在应用领域十分广泛, 未来制冰设备在如矿井降温、提高载冷环节能效、速溶饮品加工、冰蓄能技术、菌类养殖、制冰工厂建设、环保冷媒应用、提高生产线自动化、余冷利用等领域, 均有巨大的市场前景。
- 随着我国工业加工精度以及自动化水平不断提高, 可以预期未来制冰机在易腐食品冷链建设、煤炭化工、水利水电建设、海水淡化、冰蓄能技术、矿井降温的防热害等领域的应用发展前景以及市场空间将得到进一步扩大。

2.4.1. 矿井降温: 政策驱动需求爆发

- 在中国能源供给结构中处于重要战略地位, 煤炭是我国主要的能源消耗品种。2009 年在我国一次能源的消费中, 煤炭占比高达 70%, 预计到 2050 年煤炭在中国一次能源生产和消费结构中的比重仍将维持在 50% 左右。中国煤炭采掘一般采用矿井开采 (埋藏较深) 和露天开采 (埋藏较浅) 两种方式。有关数据显示, 我国露天采煤占比不到 5%, 矿井开采煤炭产量占 95% 以上。
- 截止 2008 年 7 月, 我国煤矿存在高温的矿井有 180 余对, 随着开采深度的不断增加, 高温热害影响着越来越多的矿井。煤矿深井降温技术正成为国内外矿井安全的一个重要领域。随着我国矿业开采深度不断加深, 矿井安全意识逐步提高, 及制冷技术的不断发展, 冰冷降温系统将成为我国矿井降温的主要手段之一。
- 国内目前急需要进行实施降温的矿井约 80 多家, 冰冷却矿井降温市场规模将可达 10-20 亿元, 这给制冰设备制造企业带来良好的发展前景。

2.4.2. 冰蓄能领域: 节能降耗引领制冰设备需求蓄势待发

- 我国的能源供应十分紧张, 特别是近年来随着现代工业的建设和人民生活水平的提高, 空调的用电需求量越来越大, 大中城市空调的用电量已占其高峰用电量的 40-50%, 使得电力系统峰谷负荷差加大, 电网效率下降, 局部电网不得不实行拉闸限电。
- 冰蓄能技术的直接产品就是冰蓄冷中央空调, 冰蓄冷中央空调正是利用夜间耗电制冰、白天融冰制冷的技术, 有效的起到了移峰填谷的作用, 直接支持了国家能源战略的实施。2007 年 12 月, 冰蓄能技术被列为《国务院能源政策白皮书》, 成为节能减排三大支撑技术之一; 2008 年 3 月被列为《国家级重点支持高新技术》。
- 国内冰蓄能技术近年迅猛发展, 截止到目前, 使用中央空调建筑物的蓄冷项目已经有 600 多个。但是, 相对于每年 3,000 亿-5,000 亿元中央空调市场来说, 冰蓄冷市场份额还很小。相关统计数据显示, 2009 年, 我国冰蓄冷空调市场需求量仅有 15 亿元左右。
- 根据《中国制冰机行业研究》, 目前我国每年新增的公共建筑面积约为 3 亿平方米, 中国“十二五”期间冰蓄能市场价值约为 2,000 亿-4,000 亿元。2011 年后冰蓄能行业将会呈现爆炸性增长。
- 以雪人股份为代表的制冰设备制造企业不断加大研发力度, 在冰蓄能技术、深地

表降温技术等方面取得了突破,扩大了制冰设备应用领域,而且这种应用范围的扩张随着行业技术水平和研发投入的提高仍将持续推进。其中,冰蓄能技术能够直接配合国家能源战略,起到电力能源移峰填谷的作用,属于制冰设备应用范围的一大延伸方向;冰降温技术是矿井降温防治热害、尘害领域一项重大技术革新,属于制冰设备应用范围的重要发展方向;另外,新兴流态冰机、冷冻干燥系统、真空制冰机等设备需求的出现,也将扩大制冰设备应用范围。

- 可见,我国工业制冰设备市场容量巨大,随着我国工业现代化程度的提高,制冰设备的应用范围也越来越广,制冰制冷需求逐步扩大,制冰系统的需求也将不断扩大。

2.5. 技术创新及环保意识增强推进设备的更新需求

- 随着全球气候变暖,大气臭氧层遭到越来越严重的破坏,人们越来越关注起产生的原因和防止措施,目前氟利昂制冷剂被人们认为是原因之一。《蒙特利尔议定书》及其修正案要求发展中国家于 2010 年停止生产和消费 CFCs,2030 年全部淘汰 HCFCs,使用 ODP 值为 0 的环保制冷剂。目前采用两种技术路线,一是采用天然工质制冷剂 (NH_3 , CO_2 , H_2O , ...);二是采用氟利昂类制冷剂 HFC (如 R134a、R404A、R507A、R407C、R410A、R417A、R422A 等)。

图表 8 《蒙特利尔议定书》关于 HCFCs 淘汰时间表

对比项目	1999 年		2007 年	
	发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家
基准年	1989 年	2015 年	—	2009 年与 2010 年
冻结年	1996 年	2016 年	—	2013 年
削减进度	2004 年削减 35%	—	2010 年削减 75%	2015 年削减 10%
	2010 年削减 65%		2015 年削减 90%	2020 年削减 35%
	2015 年削减 90%		2020~2030 年允许保留	2025 年削减 67.5%
	2020 年削减 99.5%		0.5%	2030~2040 年允许保留 2.5%
淘汰期限	2030 年	2040 年	2020 年	2030 年

数据来源:《制冷工业简报》,安信证券研究中心

- 环保制冷剂使用条件较高,由于不同的制冷剂具有不同的物理性质,为适应不同制冷剂,需要配置的制冷设备和系统也需要与其相适应。天然工质制冷剂 (NH_3 、 CO_2 等) 及对大气臭氧层无破坏作用的环保冷媒虽然在环保和热传导能力等方面具有一定的优势,但同时也存在应用方面的固有不利因素。
- 目前由于 R22 的 ODP 值仍大于 0,仅被列为过渡性物质,2030 年全面淘汰 HCFCs 之前,具有制冷(含制冰)需求的各个行业将面临设备更换甚至全面更新的局面,这为制冰设备制造企业提供了未来极为广阔的市场空间,但同时也对制冰设备制造企业就环保冷媒工业应用的研究能力提出了一定的要求。

3. 行业竞争格局及公司优势

3.1. 国际市场竞争格局

- 全球制冰机市场容量约为 170-200 亿元,主要市场份额掌握在进入市场较早的美国、德国、日本、意大利、法国等发达国家的品牌制冰设备制造企业手中。全球在制冰设备领域展开竞争的主要厂家为德国 KTI、美国 Manitowoc、意大利 Scotsman、日本 Iceman、日本 Hoshizaki、美国 NorthStar、法国 Geneglace、中国雪人股份等。

表 6 公司在国际上的主要竞争对手

竞争对手	主要产品	主要市场领域
德国 KTI	制冰机系统、储冰系统、耙冰系统	核电、混凝土等
美国 Manitowoc	方形冰制冰机、片型冰制冰机、块状冰制冰机、制冰机零部件	酒吧、教育机构、医疗机构、旅馆、餐厅、特殊用途、超市等
意大利 Scotsman	方形冰制冰机、片型冰制冰机、块状冰制冰机	酒吧、咖啡厅、酒店、快餐店、饭店、游轮、迪厅、便利店、超市、医院、水产业、食品加工业等
日本 Iceman	片冰机、板冰机、制冰系统、制冰设备	化工、建筑、食品加工、餐厅、旅馆、超市等
日本 HOSHIZAKI	制冰机、烹饪电解槽、膳食服务车	酒店、宾馆、旅馆、餐厅、超市等

美国 NorthStar	方形冰制冰机、角形冰制冰机、块状冰制冰机、储冰箱、雪花冰制冰机等	酒店、宾馆、旅馆、餐厅、超市、食用冰、食品加工、捕捞、面包、零售、建筑、化工、娱乐等
法国 Geneglace	工业制冰机、商业制冰机、及其各种零部件	化工、建筑、食品、工业、餐厅、娱乐场所等

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 我国制冰设备制造行业竞争格局

- 根据统计，我国目前制冰设备制造企业有 150 余家，按照生产规模、经营模式及产品种类划分，我国制冰设备制造企业基本分为以下三种类型：

第一类：制冰设备制造企业具有一定的核心技术、拥有自主品牌、具有自主知识产权，设计研发能力较强，具有一定出口规模，能够在国内外市场与国外先进制冰设备制造企业进行竞争，代表中国制冰机民族工业较高水平的企业，该类仅有包括雪人股份在内的少数几家企业。

第二类：制冰设备制造企业主要从事为其他大型制冷企业做 OEM 代工，不具有自主品牌及自主知识产权，该类企业数量较多，但规模普遍较小。

第三类：制冰设备制造企业不进行生产，仅外购其他冷源厂与其他制冰机厂商生产的设备进行简单集成。其中具有一定销售能力的企业能代理制冰机知名品牌。

表 7 公司在国内的主要竞争对手

竞争对手	主要产品	主要市场领域
马尼托瓦（中国）餐饮设备有限公司	制冰机、冷藏箱、饮料机、餐饮用制冷设备及其相关零部件	便利店、餐饮、酒店、超市、医疗机构、学校、酒吧、特殊场所等
思科茨曼制冰系统上海有限公司	方冰、圆冰、雪花冰、鳞型冰等制冰机、储冰箱	酒吧、咖啡厅、酒店、快餐店、饭店、油轮、迪厅、便利店、超市、医院、水产业、食品加工业
宁波格兰特制冷设备制造有限公司	商业制冰机、工业制冰机、自动化储冰系统	海洋渔业、食品加工、染料颜料、生物制药、科学实验等
冰人制冰系统设备（重庆）有限公司	片冰机、雪花冰制冰机、颗粒冰机、送冰系统、耙冰系统、制冰系统	渔业、屠宰及肉类初加工、冷冻食品加工设备、其他制冷设备、制冷空调设备
南通瑞友工贸有限公司	海水制冰机、壳管式制冰机、管冰机、片冰机、块冰机	水产品保鲜、远洋捕捞、肉类加工、化工冷却、水泥搅拌等
深圳市兄弟制冰系统有限公司	片冰机、管冰机、制冰系统	水产和肉食加工、家禽屠宰、皮革制造、超级市场、化工染料、矿井、混凝土建筑、医疗设备、远洋捕捞、人工滑雪场等

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 2009 年国内工商业制冰机市场总需求量超过 20 亿元，公司在国内制冰设备行业的市场综合占有率名列第一，2009 年及 2010 年国内市场占有率分别为 5.69% 及 6.61%。

3.3. 公司的竞争优势

- **技术优势：**公司自设立起，始终致力于工业及高端商业制冰机及制冰系统的研发、设计、制造和创新，拥有各式制冰设备的核心技术；并自行总结了多项国内先进的生产加工工艺。公司的核心技术达到国内领先、国际一流水平，已获得循环内刮式片冰机、板冰机制冷控制装置、管冰机制冷控制装置、立式海水流态冰机、直接接触式生成二元冰的方法等 57 项专利技术。
- 未来三年，公司将在洒水盘、水冰分离设备、管冰机进水装置、管冰机蒸发器等管冰机结构等方面持续研发，以促进制冰机提高成冰速率及传热效率水平；继续研究对环境保护作用更好的能够与 R717（氨）、R744（CO₂）等天然工质制冷剂完全匹配的制冰系统以及无制冷剂的真空制冰机，其中真空制冰机可以完全采用对水的临界状态的控制完成制冰，无需制冷剂，既不破坏大气，也不增加温室气体，ODP 值与 GWP 值均为 0，真正做到环保制冷。
- **质量管理优势：**公司建立了专业的检测环境，引进了先进的理化检测设备。同时，公司是国内为数不多的配备了压缩冷凝机组试验平台并获得了制冷设备产品生产许可证的制冰系统供应商之一。
- **品牌及销售网络优势：**目前，“SNOWKEY”品牌在国内制冰设备制造行业中已经具有了很高的品牌认可度，在国际市场上已与国外优势品牌制冰设备制造企业展

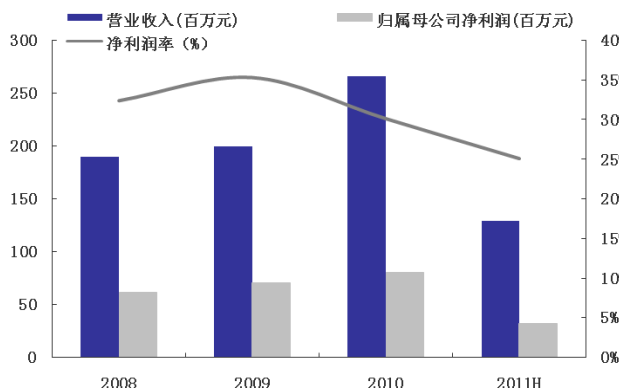
开竞争。公司的销售与服务网络建设比较完善，在重点销售地区设立了办事处或拥有优质经销商。公司产品出口到 30 多个国家及地区，在西亚、非洲、南美洲、大洋洲等出口地区设有国外销售与服务办事处。

- **规模及成本优势：**公司历经 10 余年发展，已成为国内规模最大的制冰设备制造企业，规模经济优势突出；公司建立了集约化采购管理系统，原材料采购成本及研发、设计、生产成本均处于行业内较低水平，具有较明显的成本优势和抗原材料价格波动风险的能力。

4. 盈利能力分析

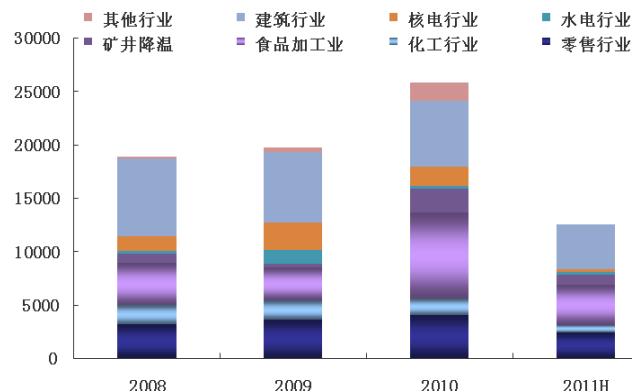
- 公司营业收入由主营业务收入和其他业务收入构成。其中，主营业务收入由制冰系统、片冰机、冷水机、其他制冰设备及制冰系统辅助设备的销售收入构成；其他业务收入主要为公司销售产品相关零配件的收入，占营业收入比例较小。2008 年度至 2011 年上半年，公司主营业务收入占营业收入的比重均在 97% 以上，因此，公司主营业务收入的持续增长是公司营业收入增长的最主要因素。

图 9 近三年公司营业收入及利润平稳增长



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

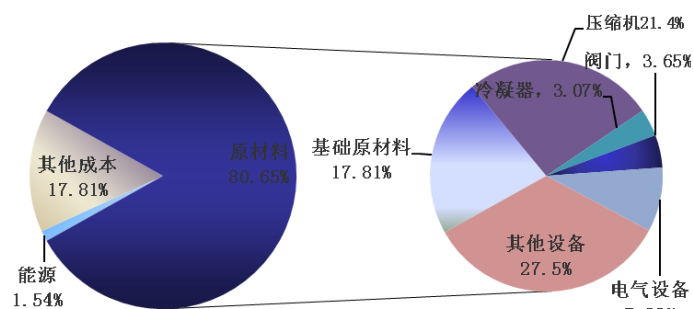
图 10 近三年公司分行业的主营收入



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

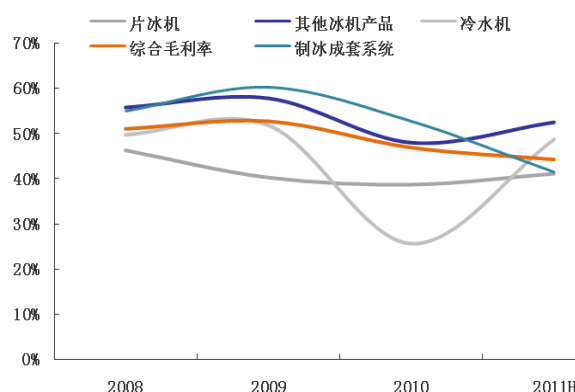
- 公司主营业务收入逐年增长，2009、2010 及 2011 上半年，公司主营业务收入增长率分别为 4.81%、30.65% 和 36.01%。净利润分别增长了 14.5%、13.7%。2010 年净利润增速远低于主营收入的增速主要是随着公司制冰系统产品销量的增加，公司销售的制冰系统配件增加，导致公司其他业务收入增幅显著，而其他业务收入毛利率相对较低。
- 从下游行业的需求结构来看，公司产品收入主要来自于食品加工业、建筑业及零售行业，2011 年上半年，来自三个行业的销售收入分别占公司主营收入的 29.85%、34.04%、18.94%。
- 从公司的成本构成结构来看，2011 年营业成本中，原材料占比达到 80.65%，其中，设备类的压缩机、阀门、冷凝器及其他设备占比分别为 21.4%、3.65%、3.07% 及 27.5%。钢材为主要的基础原材料占 17.81%。公司主要辅助设备为压缩机、冷凝器、阀件等冷源设备，主要采用外购的方式获得。

图 11 2011 年上半年公司成本构成比例



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 12 公司分产品毛利率变动



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 近三年及一期，公司的综合毛利率分别为 50.95%、52.61%、46.11%和 43.91%。公司综合毛利率处于较高水平。
- 公司内销毛利率呈小幅下降趋势，外销毛利率在 2009 年度大幅提高，2010 年和 2011 年上半年有所回落。在内外销毛利率变动的共同作用下，公司综合毛利率水平表现为 2009 年环比提高，2010 年和 2011 年 1-6 月环比下降。2010 年，公司综合毛利率下降主要是由内销制冰系统产品和内销片冰机产品毛利率下降导致的。2011 年上半年，公司综合毛利率下降主要是由内销制冰系统毛利率下降导致的。2010 年及 2011 年上半年，内销制冰系统和内销片冰机毛利率变动主要系受公司销售产品、客户结构有所变化所致。

5. 募投项目：缓解产能发展瓶颈，助力进口替代进程加快

- 公司此次拟公开发行 4000 万股，所募集资金主要投向高效节能制冰系统生产基地建设项目以及技术研发中心建设项目，两个项目合计总投资额为 4.3 亿元。
- 高效节能制冰系统生产基地建设项目总投资 38,000 万元，项目建设期为 2 年，第一年投资 17,175.5 万元，第二年投资 17,175.5 万元，项目将于 2012 年 7 月竣工，2012 年 11 月至 2012 年 12 月为项目试生产阶段，2013 年将正式投产。
- 技术研发中心建设项目总投资 5,000 万元，项目建设期为 2 年，第一年投资 2,500 万元，第二年投资 2,500 万元。

表 8 公司募投项目

序号	项目名称	总投资 万元	投资进展 (万元)		投资建 设期	内部收 益率	投资回 收期
			第一年	第二年			
1	高效节能制冰系统生产基地建设项目	38,000	17,175.5	17,175.5	2 年	28.47%	5.33 年
2	技术研发中心建设项目	5,000	2,500	2,500		-	-
合 计		43,000	19,675.5	19,675.5		-	-

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 项目达产后，将新增制冰机、冷水机产能 1573 台/套，蓄冰盘管 15 万冷吨小时，实现销售收入 4.04 亿元，实现利润总额 1.3 亿元。
- 技术研发中心建设将加强公司在环保冷媒、制冰机及其集成配件等方面的基础研究和新工艺、新产品的研究开发，提高产品附加值，增强企业的核心竞争力。公司已有一批具有市场前景的工艺技术成果，本项目建设将进一步推动这些科技成果的产业化，完成产品从研发到工业应用的转变，并产生良好的经济效益。

表 9 公司募投项目新增产能

序号	项目名称	原有产能	达产后 (万元)		
			新增产能	年销售收入	年利润总额
1	高效节能制冰系统生产基地建设项目	1,340 台/套	1,573 台/套	40,370	13,070.23

2	技术研发中心建设项目	-	-	-	-
合 计		1,340 台/套	1,573 台/套	40,370	13,070.23

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

6. 盈利预测

- 我们预计未来三年公司营业收入增长率为 21.2%、41.3%和 30.8%，净利润分别增长 16.4%、30.3%和 39.5%，实现 EPS 分别为 0.58、0.76 元和 1.06 元，三年净利润的复合增长率为 34.8%。
- 我们选取了与公司产品类型、业务模式、下游行业相类似的六家上市公司汉钟精机、丹甫股份、龙源技术、开山股份、盾安环境、双良节能等作为可比公司，2011 年对应的可比公司动态 PE 为 33 倍，我们认为给予公司 30-35 倍的 PE 较为合理，预计上市首日价格区间为 19.1-23.4 元。

表 10 可比公司估值水平

代码	名称	股价	EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
002158.SZ	汉钟精机	19.56	0.76	0.77	1.00	26	25	20
002366.SZ	丹甫股份	12.98	0.51	0.54	0.75	26	24	17
300105.SZ	龙源技术	58.85	1.43	1.18	1.87	41	50	32
300257.SZ	开山股份	67.60	1.90	2.25	3.31	36	30	20
002011.SZ	盾安环境	13.03	0.59	0.38	0.60	22	34	22
600481.SH	双良节能	10.81	0.29	0.34	0.54	38	32	20
合计		30.47	0.91	0.91	1.34	31	33	22

数据来源：Wind，安信证券研究中心

7. 风险提示

公司的主要风险有以下几点：

- **原材料价格波动风险。**公司生产经营所需的原材料主要是钢材，压缩机、制冷配件等，其中价格波动较大的原材料是钢材。近年来国际经济环境变动剧烈，钢材价格波动幅度较大且价格走势难以预测。由于从产品销售合同签订到钢材和压缩机采购可能存在一定的时间跨度，产品销售价格变动较原材料价格变动具有滞后性，因此，公司面临着原材料价格大幅波动带来的成本风险。
- **所得税政策风险。**根据相关规定，公司自获得高新技术企业认定后三年内（2008-2010 年），所得税享受 10% 的优惠，即所得税按 15% 比例征收。近三年一期，公司享受高新技术企业所得税优惠的金额分别占利润总额的 10.34%、10.01%、9.98% 及 11.15%。目前，公司的高新技术企业认定时限为 2010 年，如果公司不能维持较强的自主研发能力，不再符合高新技术企业认定条件，公司存在不能继续享受高新技术企业税收优惠政策的风险。
- **汇率变动风险。**2011 年上半年，公司产品出口主营业务收入 5,968.39 万元，占主营业务收入比例为 47.42%，产品销往亚洲、非洲、欧洲、美洲等地区，公司出口销售收入的结算币种主要为美元和欧元，汇率的变化给公司的营业利润带来一定影响。若人民币持续升值，将导致公司产品出口成本上升，减少成本优势，削弱公司外销产品竞争力，从而对公司的经营业绩产生一定的影响。
- **国际市场贸易壁垒风险。**目前公司海外经销商在世界各地分布的范围较广，现阶段贸易保护对公司的影响相对较小，但不排除制冰机进口地区制造贸易壁垒限制对我国制冰机或本公司产品的进口，这将对公司出口销售的未来增长形成较大阻力。
- **核心技术人员流失的风险。**制冰系统属于制冷系统、机械系统及电气系统三大系统的设计集成，从事制冰设备制造需同时掌握制冷、机械、电气三类技术的人才，

具有制冰蒸发器生产能力的制冰设备制造企业，还需要掌握车铣加工、焊接、应力消除等机加工工艺专业知识的人员。随着行业竞争势态的发展及行业内的人才争夺，公司可能面临核心技术人员流失的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-11-15		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	5.1%	33.3%	21.2%	41.3%	30.8%
减: 营业成本	199.6	266.0	322.5	455.7	596.0	营业利润增长率	10.2%	13.4%	19.7%	32.4%	37.9%
营业税费	94.5	141.4	178.3	262.0	332.2	净利润增长率	14.6%	13.7%	16.4%	30.3%	39.5%
销售费用	0.8	1.3	1.6	2.1	2.9	EBITDA 增长率	11.3%	20.2%	14.3%	33.0%	40.1%
管理费用	7.2	10.3	11.6	16.8	22.2	EBIT 增长率	9.3%	17.1%	13.7%	31.0%	39.0%
财务费用	15.4	19.0	22.6	32.6	42.3	NOPLAT 增长率	13.4%	17.9%	10.1%	28.8%	40.7%
资产减值损失	0.5	3.6	-1.3	-3.2	-2.8	投资资本增长率	124.2%	37.7%	37.1%	57.5%	36.7%
加: 公允价值变动收益	1.0	-0.4	1.1	1.7	1.0	净资产增长率	27.5%	24.6%	297.8%	8.8%	10.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	80.1	90.8	108.6	143.8	198.2	利润率					
加: 营业外净收支	2.5	3.1	1.0	-1.0	1.0	毛利率	52.7%	46.8%	44.7%	42.5%	44.3%
利润总额	82.6	93.9	109.6	142.8	199.2	营业利润率	40.1%	34.1%	33.7%	31.6%	33.3%
减: 所得税	12.2	13.8	16.4	21.4	29.9	净利润率	35.3%	30.1%	28.9%	26.6%	28.4%
净利润	70.4	80.0	93.2	121.4	169.4	EBITDA/营业收入	42.1%	37.9%	35.8%	33.7%	36.1%
资产负债表						EBIT/营业收入	40.4%	35.5%	33.3%	30.8%	32.8%
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
交易性金融资产	71.5	54.6	890.0	783.8	713.7	固定资产周转天数	91	103	104	108	130
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	145	161	193	202	212
应收票据	53.5	44.6	65.4	87.4	101.7	流动资产周转天数	396	329	791	910	708
预付款项	4.2	16.0	13.3	18.6	28.2	应收账款周转天数	87	66	63	61	57
存货	30.9	26.9	38.5	54.9	75.8	存货周转天数	95	125	149	139	144
其他流动资产	64.3	120.1	146.5	205.4	271.9	总资产周转天数	522	505	979	1,110	941
可供出售金融资产	0.0	0.2	0.3	0.6	0.9	投资资本周转天数	271	334	379	399	442
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	28.2%	25.7%	7.5%	9.0%	11.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	21.3%	19.3%	7.0%	8.2%	10.3%
固定资产	68.8	83.7	103.0	170.3	259.6	ROIC	76.6%	40.3%	32.2%	30.2%	27.0%
在建工程	33.8	35.5	45.3	117.2	160.3	费用率					
无形资产	2.7	32.4	30.3	28.4	26.6	销售费用率	3.6%	3.9%	3.6%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	0.9	0.9	5.9	5.9	5.9	管理费用率	7.7%	7.2%	7.0%	7.2%	7.1%
资产总额	330.5	414.9	1,338.6	1,472.4	1,644.7	财务费用率	0.3%	1.4%	-0.4%	-0.7%	-0.5%
短期债务	30.0	30.0	20.0	20.0	20.0	三费/营业收入	11.6%	12.4%	10.2%	10.1%	10.3%
应付账款	11.9	22.6	26.0	37.4	49.7	偿债能力					
应付票据	7.9	15.3	18.1	25.6	34.0	资产负债率	24.5%	25.1%	7.6%	8.6%	9.3%
其他流动负债	31.1	34.6	35.0	38.6	41.4	负债权益比	32.4%	33.4%	8.2%	9.4%	10.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.77	2.56	11.65	9.46	8.22
其他非流动负债	-	1.5	2.7	5.2	8.1	速动比率	1.98	1.39	10.17	7.77	6.34
负债总额	81.0	104.0	101.8	126.8	153.2	利息保障倍数	153.10	26.17	-82.94	-43.81	-69.08
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	120.0	120.0	160.0	160.0	160.0	DPS (元)	-	0.16	0.05	0.08	0.15
留存收益	129.6	190.9	1,076.8	1,185.6	1,331.4	分红比率	0.0%	23.4%	7.8%	10.4%	13.9%
股东权益	249.6	310.9	1,236.8	1,345.6	1,491.4	股息收益率					
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS (元)	0.59	0.67	0.58	0.76	1.06
加: 折旧和摊销	70.4	80.0	93.2	121.4	169.4	BVPS (元)	2.08	2.59	7.73	8.41	9.32
资产减值准备	3.4	6.7	8.1	12.9	19.5	PE (X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	1.0	-0.4	1.1	1.7	1.0	PB (X)	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	0.2	3.2	-1.3	-3.2	-2.8	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-	-	-	-	-	CAGR (%)	19.9%	28.4%	28.1%	27.1%	15.7%
经营活动产生现金流量	-45.7	-35.3	-49.5	-79.4	-86.4	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	29.3	52.9	51.4	53.2	100.6	ROIC/WACC	14.8	7.8	6.2	5.8	5.2
融资活动产生现金流量	-74.9	-51.2	-40.0	-150.1	-150.0	REP	-	-	-	-	-
融资产活动产生现金流量	-3.9	-20.8	824.0	-9.4	-20.6						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034