

# 中铁工业 (600528)

公司研究/深度报告

## 受益轨交新基建，低估值稳健发展

深度研究报告/建筑

2020年03月30日

### 报告摘要:

#### ● 核心逻辑：低估值高价值，发展环境持续向好

疫情过后基建托底经济，逆周期调节有望加码，中铁工业迎来了一个大有可为的历史机遇期。公司作为基建设备核心供应商，在盾构、道岔、钢结构上市场占有率及综合实力均处于国内龙头地位，逆周期调节政策将推动公司各业务的发展。同时，作为中国中铁下属工业装备平台，中铁工业目前估值处于低位，目前的PE为10.9倍，低于行业平均水平。

#### ● 疫情后逆周期调节加码，基建托底经济

疫情带来的短期冲击会高于非典时期，2020年是十三五计划的收官之年，保证经济平稳运行至关重要，投资会是稳增长的重要抓手，其中，投资以政府宽财政为主，财政的投入主要还是用在基建补短板。

#### ● 2020年公司核心业务有望发力，驱动业绩增长

(1) 公司是国内盾构机龙头，盾构机是地下工程机械之母，价值高易损耗，在轨交和地下管廊推进新增需求的情况下，公司盾构业务有望提升。

(2) 公司是道岔业务龙头，在铁路投资维持高位，普速铁路向高速、重载发展的情况下，公司依托中国中铁，拥有充足的产能和雄厚的技术能力，能够充分享受市场需求抬升的红利。

(3) 公司在大型桥梁钢结构的市场占有率超过60%，疫情展示了装备式钢结构建筑的优势，同时政策利于缓解基建企业现金流压力。

(4) 在新制式轨道交通方面，公司目前已完成样车研制。未来有望成为新的增长点。

#### ● 盈利预测与投资建议

预计公司2019~2021年实现的归母净利润分别为19.33、22.38、23.91亿元，每股收益分别为0.86、1.00、1.07元，对应的PE分别为10.9、9.4和8.8倍。

目前公司pe ttm仅13.35倍，而铁路设备板块平均pe ttm为34.62倍，作为中国中铁下属工业装备平台，中铁工业目前属于低估值高价值的股票。

#### ● 风险提示

铁路投资不及预期；行业竞争加剧。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,898	20,431	23,652	26,797
增长率(%)	12.7%	14.2%	15.8%	13.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,481	1,933	2,238	2,391
增长率(%)	10.6%	30.5%	15.8%	6.9%
每股收益(元)	0.67	0.86	1.00	1.07
PE(现价)	14.0	10.9	9.4	8.8
PB	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

首次评级

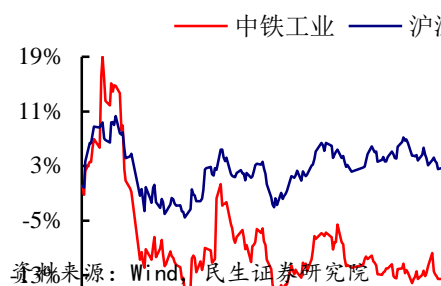
当前价格：9.75元

### 交易数据

2020-3-27

近12个月最高/最低(元)	14.01/9.2
总股本(百万股)	2,222
流通股本(百万股)	1,838
流通股比例(%)	82.72
总市值(亿元)	217
流通市值(亿元)	179

### 该股与沪深300走势比较



分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004

电话：010-85127653

邮箱：liuzhenyu@mszq.com

### 相关研究

- 1、《【民生机械】七大新基建领域支撑经济，再次强调看好轨交板块》2020.3.5
- 2、《【民生机械】疫情过后稳增长，看好轨交板块低估值标的》2020.2.12
- 3、《轨交行业系列报告之一：高铁投资维持高位，零部件、维保市场超千亿元》
- 4、《机械行业中央经济工作会议点评：逆周期推荐轨交，制造服务业看好智能制造》--2018.12.23

## 目录

一、核心逻辑：低估值高价值，发展环境持续向好 .....	3
二、疫情之后逆周期调节加码 .....	4
三、2020 年核心业务有望同时发力、驱动业绩增长 .....	5
(一) 盾构业务：公司市占率第一，受益轨交和地下管廊建设 .....	5
(二) 道岔业务：受益铁路成网等因素，“十三五”维持较高增长 .....	11
(三) 钢结构业务：疫情展示钢结构优势，基建资金支持力度加大利于企业现金流状况 .....	15
(四) 新业务：公司积极开拓多样化服务和产品线，长期盈利性强 .....	16
四、盈利预测 .....	18
五、风险提示 .....	18
插图目录 .....	20
表格目录 .....	20

## 一、核心逻辑：低估值高价值，发展环境持续向好

疫情过后基建托底经济，逆周期调节有望加码，基建中的轨道交通板块将是重点投入方向。这些都为中铁工业创造了一个大有可为的历史机遇期，可以预见，企业未来的发展环境必将持续向好。公司作为基建设备核心供应商，在盾构、道岔、钢结构上市场占有率及综合实力均处于国内龙头地位，将受益于逆周期调节政策。同时，中铁工业的新兴业务也将成为其主营业务的一大看点。

作为中国中铁下属工业装备平台，中铁工业目前属于低估值高价值的股票。申银万国一级行业机械设备的平均 PE(TTM) 为 42.36，铁路设备的平均 PE 为 34.62，而公司目前的 PE 为 13.35。

表1: 中铁工业相对估值与行业平均情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE (TTM)	市净率 PB (MRQ)	企业价值 (亿元)	企业价值/ 收入(倍)	企业价值 /EBITDA(倍)
601766.SH	中国中车	1,856.82	15.24	1.4	2,051.66	0.87	9.36
688009.SH	中国通号	742.35	19.64	1.95	697.43	1.64	13.84
688033.SH	天宜上佳	139.47	52.3	6.11	139.47	24.9	44.68
000008.SZ	神州高铁	91.77	26.22	1.27	104.75	3.74	19.8
000976.SZ	华铁股份	80.58	54.62	1.85	85.76	5.07	24.72
603680.SH	今创集团	80.13	20.08	1.98	106.88	2.9	20.85
603111.SH	康尼机电	64.07	-2.66	3.34	68.22	2.11	-40.51
688015.SH	交控科技	62.08	60.5	6.18	62.72	4.44	60.38
600495.SH	晋西车轴	48.09	112.45	1.51	48.09	3.55	68.94
000925.SZ	众合科技	45.78	65.42	1.93	66.9	2.61	16.49
002972.SZ	科安达	43.23	33.31	7.93	43.23	13.39	39.33
300351.SZ	永贵电器	31.77	-6.5	1.32	31.77	2.68	27.85
300594.SZ	朗进科技	27.72	31.76	3.49	28.22	5.58	28.08
603500.SH	祥和实业	23.83	23.62	2.73	23.83	6.47	24.43
	平均值	237.35	34.62	2.96	252.45	5.4	24.66
600528.SH	中铁工业	222.6	13.35	1.33	227.86	1.09	11.66

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 二、疫情之后逆周期调节加码

疫情带来的短期冲击会高于非典时期。2003年第二季度的GDP(不变价)当季同比增长速度为9.1%，较一季度下降了两个百分点，但这种不利影响很快过去，三季度增长率就恢复到10%，并且2003年全年GDP的增长率达10%。值得注意的是，2003年时中国经济正处于一个加速上升期，GDP增速从2000年(7.7%)一直上升到2007年(14.2%)。而2020年，中国经济增速已连续放缓了十年，经济下行压力较大。并且2003年第三产业占比为42%，2019年第三产业的占比为53.9%，而疫情对于第三产业的冲击显然会更大。

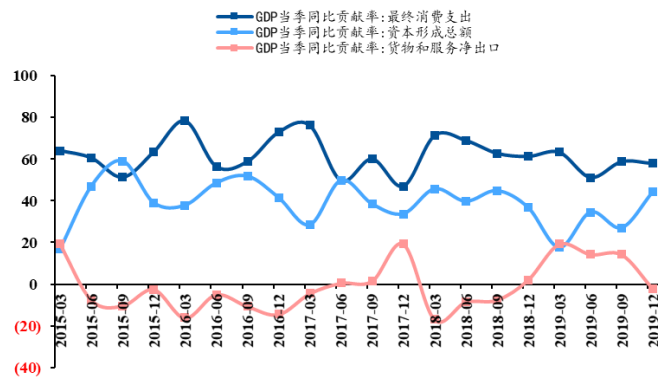
2020年是十三五计划的收官之年，保证经济平稳运行至关重要。尽管短期经济受到疫情的冲击，但是多项政策已明确，要确保如期完成全面建成小康社会目标。如今疫情形势逐渐明朗，一系列政策也在助力企业复工复产，加大对于中小企业的扶持力度。2月12日，中央政治局会议指出，要积极扩大内需、稳定外需。要聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目。

图1: GDP(不变价)当季同比增长速度(单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图2: 三驾马车对经济的贡献程度(单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

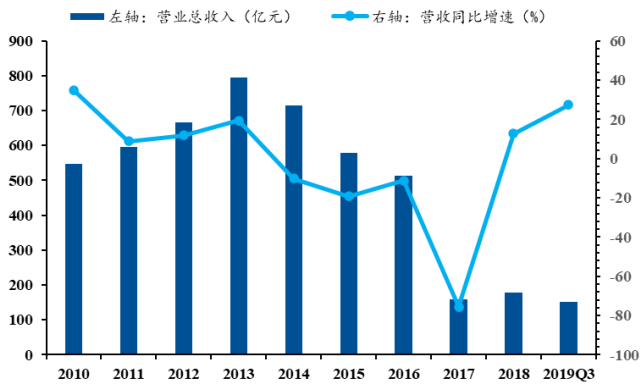
投资会是2020稳增长的重要抓手。从需求侧三驾马车来看，2019年消费、投资和出口三驾马车分别贡献了中国经济增长的57%、32%和11%。疫情直接冲击消费行业，今年春节期间影视、旅游、餐饮行业受到巨大打击，虽然在疫情控制住后消费会出现报复性反弹，但并不能覆盖和弥补春节消费。从出口的角度来说，贸易摩擦以来，进出口对于中国经济的拉动作用在逐步下滑。所以稳增长的重担会落在投资上。

投资以政府宽财政为主，财政的投入主要还是用在基建补短板。2月12日中央政治局会议提及的“扩大内需”是较强的财政放松的信号，疫情显示部分中心城市基建和民生建设明显不足，补短板力度较强，目前来看，财政对基础设施建设的支持力度开始加码。2月11日，财政部发布消息称，近期财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元。加上2019年11月提前下达的专项债务额度1万亿元，共提前下达2020年新增地方政府债务限额1.848万亿元。由于去年国务院提出“专项债不得用于土地储备和房地产相关领域”，预计今年专项债用于基础设施建设的比重会从往年的20%提升到60%~80%。同时，根据统计局发布的数据，2019年2月-11月的月度基建增速在2.5%-3.5%之间，处于历史低位，有较大上升空间。

### 三、2020 年核心业务有望同时发力、驱动业绩增长

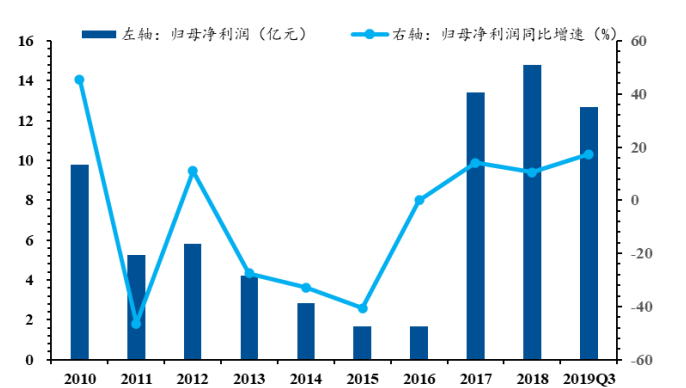
公司是目前亚洲最大、全球第二大隧道掘进机研发制造商，是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商，国内最大铁路专用施工设备制造商，也是世界领先的基础设施建设服务型装备制造制造商。其主要业务构成为盾构机、道岔业务和钢结构制造与安装业务。

图3: 中铁工业营收情况



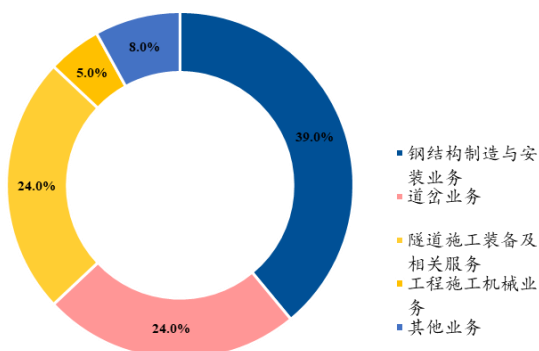
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 中铁工业净利润情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5: 中铁工业各业务占比 (2018 年年报)



资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

#### (一) 盾构业务: 公司市占率第一, 受益轨交和地下管廊建设

##### 1、盾构机: 地下工程机械之母, 价值量高易损耗

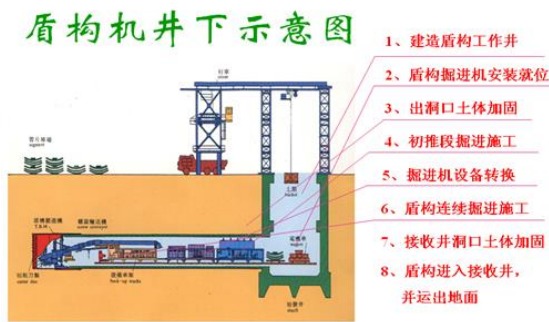
盾构机属于隧道掘进机械的核心设备, 被称为地下工程机械之母, 其角色类似于地面的“挖掘机”。始发明于 19 世纪初的英国, 主要应用于城市轨道交通、地下综合管廊、铁路及公路隧道和引水等各地下空间隧道工程, 其中地铁领域应用最广泛。按照横截面 $\phi$ 的大小, 分为超小型盾构 ( $\phi < 1m$ )、小型盾构 ( $1m \leq \phi \leq 3.5m$ )、中型盾构 ( $1m \leq \phi < 3.5m$ )、大型盾构 ( $3.5m \leq \phi < 6m$ )、超大型盾构 ( $6m \leq \phi < 14m$ )、特大型盾构 ( $\phi \geq 18m$ ) 六个种类。全球盾构机市场主要集中在美、日、欧等发达国家, 日本和德国处于世界领先水平, 主要生产厂家包括日本三菱重工和川崎重工、德国海瑞克公司、美国罗宾斯公司 (2016 年被北方重工收购 60% 股权)、法国法马通公司 (2007 年被北方重工收购) 等。

本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告 5

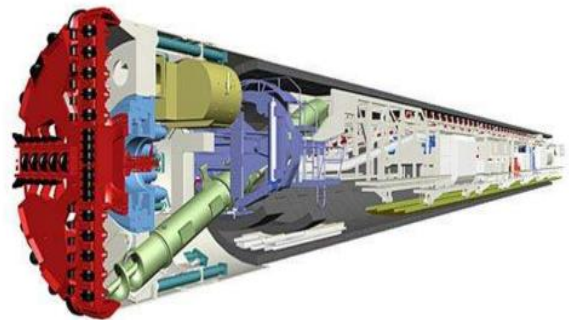
目前国内盾构机仍处于上升期，核心零部件依赖进口。国内盾构市场的发展分为三大阶段：起步阶段（20 世纪 60~80 年代初）；平稳发展阶段（20 世纪 80 年代中期~2000 年），期间上海市隧道工程公司成功设计了我国第一台土压平衡盾构掘进机；快速发展阶段（2005 年以后），我国盾构机行业经过长期不断发展，技术瓶颈不断突破，现阶段，行业在国际市场上处于先进地位。盾构机的国产化率达到 90% 以上，占据 2/3 以上的国际市场。但我国盾构机行业在核心零部件领域仍面临挑战，特别是在液压系统方面，国产化率低，对外依赖度高。

图6: 盾构机井下示意图



资料来源：地铁盾构网，民生证券研究院

图7: 盾构机内部构造图



资料来源：慧聪机械网，民生证券研究院

**盾构机特点：造价高、使用寿命较短。**盾构机施工条件的复杂性决定了其对设备的损耗程度非常大，区别于挖掘机和起重机等其它工程机械产品的重要特点是，盾构机造价高而使用寿命较短。一台国产盾构机的单价在 3000 万-5000 万元，进口盾构机的价格普遍在 5000 万元以上，一台硬岩掘进机更是要上亿元，而盾构机的设计寿命一般只有 10 到 15 公里之间（其主轴承的设计使用时间是 1~1.5 万小时），而在实际运行过程中，其平均使用寿命约 8~9 公里。因此，盾构机市场具有“易损耗”的消费品特性。

经过多年的发展，国产盾构机已具有较强的竞争力。目前国产盾构机已占据 90% 的国内市场份额，2/3 的国际市场。其中，2017 年和 2018 年，中铁装备的盾构机产销量都是世界第一。中铁工程装备集团有限公司通过技术创新突破了盾构机系统集成技术壁垒，创新发明了多项核心技术，市场占有率国内第一，世界第二，尤其是在收购了德国的维尔特公司硬岩掘进机知识产权后，成功占领了掘进机技术的制高点，成为世界三大掘进机生产商之一。

表2: 盾构机进出口情况

隧道掘进机	出口数量	出口金额	进口数量	进口金额
单位	台	万美元	台	万美元
2013-12	90	38689	30	8436
2014-12	59	21942	13	5116
2015-12	58	30390	11	3852
2016-12	66	24468	4	1342
2017-12	133	29694	5	180
2019-10	133	35655	21	2097

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司是盾构机龙头，并且积极推进盾构机新产品研发。在推出大直径硬岩掘进机、泥水盾构机的基础上，实现单双护盾式 TBM、超大直径盾构、多模式盾构、小微盾构和异形盾构等隧道掘进机产品的市场应用，增强对隧道掘进机行业的影响力、引领力和整合能力，多推出类似“彩云号”的精品盾构、超级大盾构、超大直径 TBM、异形盾构的品牌。

表3: 滨州银座 2011 年后业绩弹性最大

设备名称	设备图片	简介
复合盾构机		适用于多种岩层复合地质隧道开挖，主要用于城市地铁隧道建设现有产品适用范围为直径 4-12 米。
土压平衡盾构机		适用于软弱围岩隧道开挖，主要用于城市地铁隧道建设现有产品适用范围为直径 4-12 米。
泥水平衡盾构机		适用于含水量大的过江、跨海隧道施工，现主要用于公路、地铁、铁路工程，典型代表为下穿长江隧道工程以及规划中的渤海海峡、琼州海峡、台湾海峡跨海隧道工程。与土压平衡盾构外观相似，出渣方式和平衡方式不同。现有产品适用范围为 $\Phi 4m-\Phi 15m$ 。
矩形盾构顶管机		适用于矩形断面隧道开挖，主要用于城市交通下穿隧道建设和地下横通道建设现有产品最大断面为 10.42 米 $\times$ 7.57 米。
硬岩盾构机		在复合盾构机技术的基础上融合土压平衡盾构和硬岩掘进机技术优点满足我国特定地质条件下施工的高性价比的先进隧道掘进设备。在重庆地铁轨道交通六号线首次完成工业试验，并后续共计投入 9 台应用于重庆轨道交通建设现有产品适用范围为直径 4-12 米。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2、市场格局：市场集中度高，国产化率近 90%

目前，我国盾构机国产化率占 90% 左右，中铁工业排名第一，市占率达 40% 以上。我国从事盾构机生产的企业约 15 家，专业配套企业近百家，研发人员超过 1500 人。国产盾构机产能由 2012 年的 141 台套发展到 2017 年的 557 台套，年均增长率超过 30%。

表4: 盾构机国内市场竞争格局

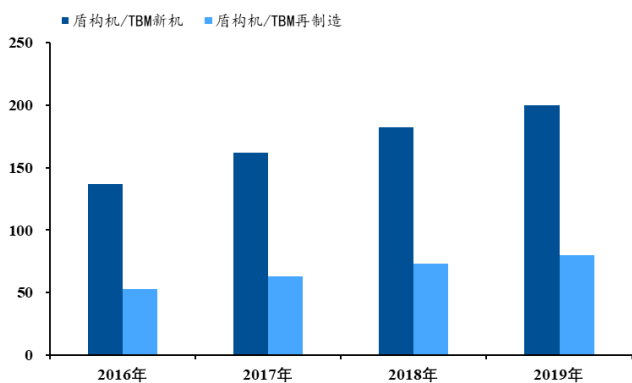
公司	主要看点	国内上市
中铁工业	排名第一，市占率达 40% 以上，2013 年收购德国维尔特	是
北方重工	有北方重工沈阳隧道掘进装备板块，2007 年收购法国法马通，2016 年收购罗宾斯 60% 股权，成为世界上盾构机技术种类最全的公司之一	否
上海隧道	行业最早，较强盾构维修改造能力	否
天业通联重工	引进日立造船、意大利塞利公司技术	否
中交天合机械	中国交建旗下子公司	是

资料来源：民生证券研究院整理

中铁工业的盾构机业务主要依托中铁装备，利润占公司总利润的 30% 左右。按照既有的地铁等城市轨道交通规划，预计十三五期间，盾构机业务年复合增长率保持在 20% 左右，到 2020 年盾构机的销量和市场规模有望翻一番。地下管廊的推进速度和地下管廊盾构施工的渗透率将为行业拓展增量空间，可能会为行业带来超预期的增量需求。

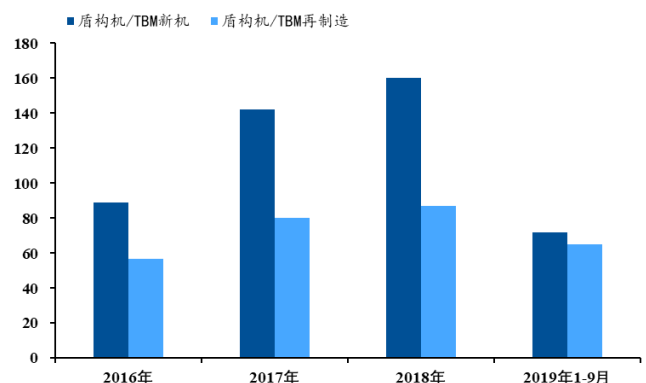
公司产能充足，盾构机业务增长较快。2019 年前三季度，公司盾构机新签订单 64.2 亿元，同比增长 32%。公司近期新增 2 个 TBM/盾构生产基地，6 条生产线，现拥有郑州、洛阳、武汉、厦门、成都、德阳和天津等 18 个 TBM/盾构生产基地，共有 56 条生产线，2019 年 TBM/盾构最大年产能约 280 台套，较 2018 年产能提高 12%。同时，公司建立了隧道掘进机租赁平台，截至 2018 年末共收录盾构机 400 余台，其中可随机调配的有 244 台，在行业内处于龙头地位。

图8: 中铁工业盾构机产能 (单位: 台)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9: 中铁工业盾构机产量 (单位: 台)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3、下游需求：整体稳步上升，轨交和地下管廊建设推动需求增长

### (1) 下游需求：技术进步驱动市场规模增长

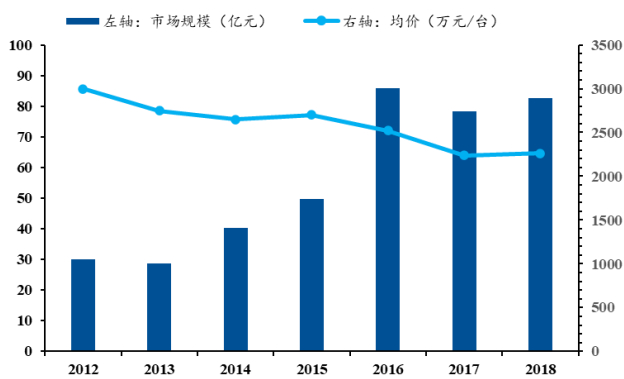
随着技术进步，盾构机价格下降将促进“机器换人”，释放更多市场规模。在劳动力价格上升，人口红利消失的背景下，以现代化、自动化的装备提升传统产业、推动技术红利替代人口红利，成为中国制造产业优化升级和经济持续增长的必然之选。目前国内每年贯通上千公里隧道，



大多采用人工挖掘，盾构机的效率和安全性远高于人工作业，每一公里隧道盾构需要 3 个多月，人工需要 25 个月。但是目前盾构法的成本为人工的 1.5 倍左右，随着盾构机的价格进一步下降，采用盾构机会是更为经济的作业方法，盾构机的市场规模有望得到进一步的释放。

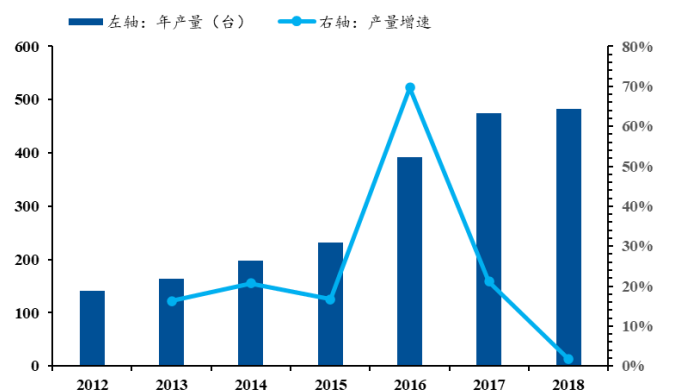
“十三五”期间，国内盾构机销量有了大幅提升。2016 年以来，大规模基建项目刺激了下游盾构机市场需求，国内盾构机迎来高速发展期，2016 年增速高达 70%。结合我国城市轨道交通建设的特点，以及下游大量的新增需求，预计“十四五”期间，盾构机销量会比“十三五”期间更上一层台阶。

图10: 2012-2018 年中国盾构机市场规模及均价



资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

图11: 2012-2018 年中国盾构机年产量及增速



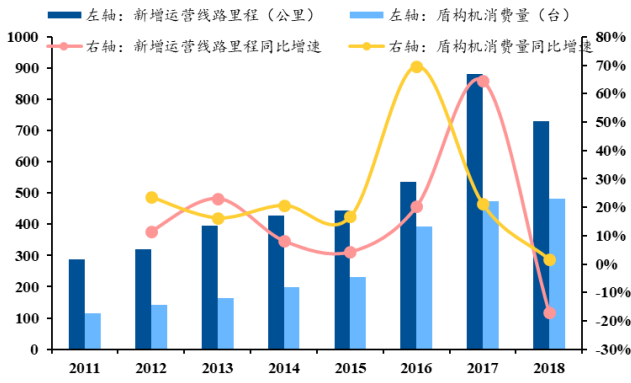
资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

## (2) 下游需求: “十三五”轨交用盾构需求翻番, 地下管廊用盾构是潜在增量

“十三五”期间国内新增轨交运营里程有望翻番，即轨交领域的盾构需求有望翻番。按照《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年全国城市轨道交通运营总里程预计达到 6000 公里。《盾构机的研究现状及发展前景》中有专家提出，地铁等轨道交通项目占盾构机市场需求的 80% 左右。通过研究“十二五”期间轨交运营里程与盾构机市场规模之间的关系，发现随着新增轨交运营里程的翻番，盾构机的销量也由 2011 年的 114 台，提高到 2015 年的 231 台，实现了翻番。因此，两者在增量上具有同向增长机制。

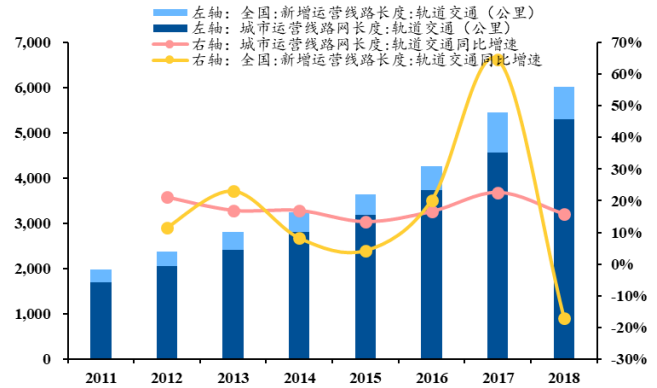
随着城镇化的推进和人口加速向中心城市集聚，最近几年，中国城市轨道交通呈现爆发式增长，城市轨道交通新增运营里程在 2016 年首次突破 500 公里之后，预计 2019 年首次突破 1000 公里，其中新一线城市成为增长主力。面临国内经济增速放缓压力，2020 年初疫情冲击下，稳增长宽财政将会带动基建投资，各地方政府也纷纷推出 2020 年轨交投资规划。预计到 2020 年，轨道交通全国总里程将超过 7000 公里，共 50 个城市投入建设规划中。

图12: 城市轨道交通里程与盾构机销量变化



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 智研咨询, 民生证券研究院整理

图13: 中国 2011-2018 城市轨交运营里程



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 民生证券研究院

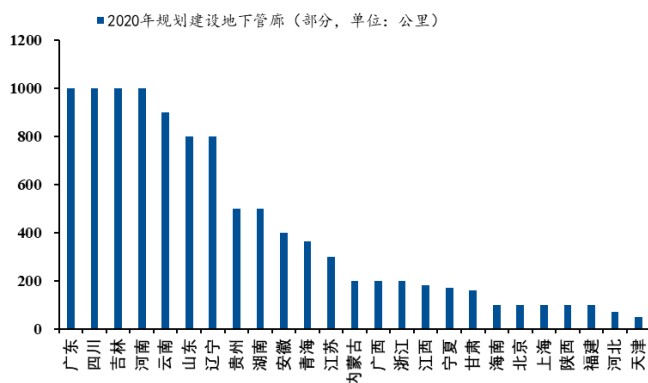
**综合管廊建设投资大, 外部性强。**作为国家“十三五”规划的重点民生工程, 综合管廊正外部性较强。地下综合管廊建设在完善城市功能、提升城市综合承载力方面发挥着重要作用, 是基建补短板的重要部分。综合管廊一公里建设成本在 8000 万——1.2 亿, 建成后的运维成本也高。综合管廊目前权属不明, 投融资渠道受限。综合管廊 PPP 项目利润很低, 大约 10%, 需要政府的补贴。

**综合管廊建设对经济拉动效应好。**地下管廊分为廊体和管线两部分, 据专家测算, 每公里廊体投资约 8000 万元, 管线大约 4000 万元, 总造价每公里 1.2 亿元。据此测算, 地下管廊建设可每年拉动投资 8400-9600 亿元左右, 如果再加上带动的钢材、水泥、机械设备等方面的间接投资, 对经济的拉动效应更为明显。例如, 1 米管廊大约需要 5.3 吨钢材, 若每年建设 8000 公里管廊, 则可产生 4000 多万吨的钢材需求量。

**综合管廊还有很大的投资空间。**根据住建部的估算, 城市新区, 各类园区、成片开发区域的新建道路需要同步建设综合管廊, 目前一年大概新建的这些道路有 1.5 万公里, 如果 20-30% 配建综合管廊, 仅这部分大概就有 4000 公里左右。另外, 老城区结合老旧小区改造、旧城改造、道路改造、河道的治理, 每年建设管廊里程大约在 3000-4000 公里, 因此, 乐观估计近几年新区加老城区可以建设综合管廊的量大概一年在 7000-8000 公里左右。对比国外, 在发达国家, 地下管廊建设已经存在了一个多世纪, 中国在这方面有较大的可以完善的空间。

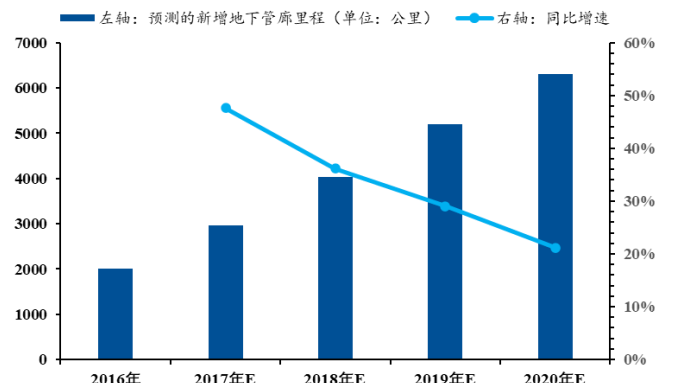
**2020 年是我国城市综合管廊建设关键之年。**2015 年我国已建成的地下管廊不足 100 公里, 2016 和 2017 年, 全国地下综合管廊固定资产投资完成额为 294.71 和 673.37 亿元。我国已累计开工建设城市地下综合管廊达到 2005 和 4700 公里。截至 2017 年底, 中国地下管廊工程形成廊体 2500 多公里, 在建管廊 150 多公里。根据国务院办公厅发布的《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》, 到 2020 年要建成一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营, 2019 年 11 月自然资源部发文称将切实推进包括地下空间在内的“多规合一”, 强化国土空间规划的统筹协调和刚性管控作用, 增加规划的整体性和系统性。这将有助于城市综合管廊建设的发展。

图14: 2020年各省规划综合管廊里程



资料来源: 民生证券研究院整理

图15: 预测的新增地下管廊里程



资料来源: 民生证券研究院整理

目前地下管廊建设方法以明挖现浇法为主, 盾构法造价高, 渗透率约 1%。综合管廊盾构法施工最大的劣势在于国内目前缺乏地下管廊用微型盾构设备, 由于技术问题, 较明挖现浇法施工, 其土建工程造价要高出一倍左右 (以沈阳市南运河段综合管廊为例)。因此, 目前盾构法建设地下管廊仅是局部配套性工程, 渗透率较低, 初步估算约 1% 左右 (考虑沈阳市南运河段综合管廊总长度 12.8km、武汉雄楚大道地下铺设高压线项目长度 4.3 km、部分配套性工程)。但是, 盾构法较明挖法最大的优势在于不受地面交通、河道、航运、潮汐、季节、气候等条件影响, 尤其适用于中央商务区、交通密集区及老旧城区改造。因此, 未来随着盾构技术的改良, 造价成本有望降低, 使得盾构参与综合管廊建设的渗透率增加。

## (二) 道岔业务: 受益铁路成网等因素, “十三五” 维持较高增长

### 1、道岔是转轨的核心部件

道岔是用于移动轨道以改变线路的核心部件, 是制约列车运行速度的关键要素之一, 事关转轨安全问题, 技术要求较高, 目前基本形成了普速、高速、重载道岔三大技术体系, 可用于铁路、地铁、轻轨和磁悬浮列车等领域。其中由普速向高速、重载铁路发展, 是行业的趋势, 更高的速度和载重量也对道岔提出了更高的使用要求; “铁路成网化” 趋势也提高了道岔的使用需求。从产业链来看, 道岔属于中游制造业, 产业链上游受钢材原材料价格影响, 下游应用包括中国铁路总公司及其所属地方铁路局等, 与国家铁路规划密切相关。

图16: 火车道岔



资料来源: 国家铁路局, 民生证券研究院整理

图17: 地铁道岔



资料来源: 国家铁路局, 民生证券研究院整理

## 2、道岔业务处于行业发展的成熟期，道岔市场趋于平稳

**新增市场需求仍将平稳增长。**在稳增长预期下，2020年仍然是铁路建设和发展的黄金机遇期，铁路及轨道交通建设投资仍将保持较快增长。根据《中长期铁路网规划》，“十三五”期间，新建铁路约2.9万公里，其中，高速铁路约1.1万公里。2019年，全国铁路行业固定资产投资完成8029亿元，投产新线8489公里，新建高速铁路5457公里。此外，国铁集团在新年的年度工作会议上透露了2020年全国铁路建设的目标——确保投产新线4000公里以上，其中高铁2000公里。据交通运输部表示，2020年铁路投资仍将达到8000亿元。

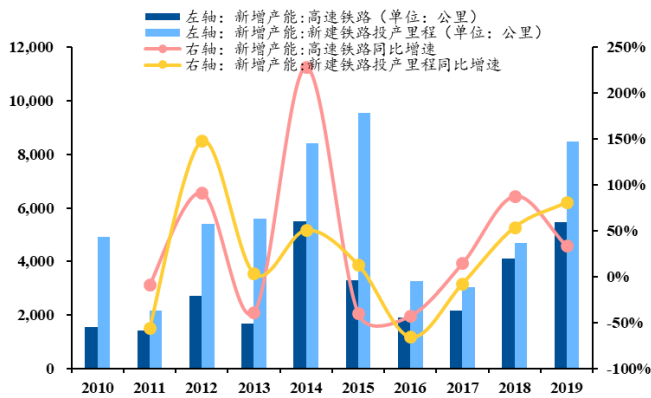
表5: 国家铁路建设保持较快增长

	计划投资	实际投资	计划投资新线	实际投资新线	计划投产高铁	实际投产高铁
2014年	6300亿元	8088亿元	6600公里以上	8427公里		5569公里
2015年		8238亿元		9531公里		3306公里
2016年	8000亿元	8015亿元		3281公里		
2017年	8000亿元	8010亿元	2100公里	3038公里		
2018年	7320亿元	8028亿元	4000公里	4683公里	3500公里	4100公里
2019年		8029亿元	6800公里	8489公里	3200公里	5474公里
2020年	8000亿元		4000公里以上		2000公里	

资料来源: 国铁集团历年年度工作会议, 民生证券研究院

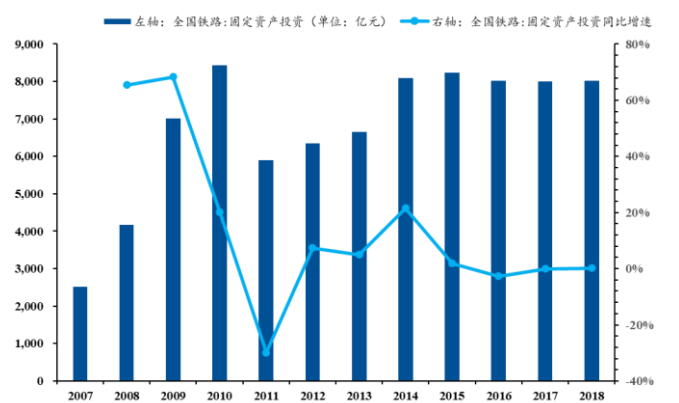
**假定存量更换需求维持稳定，辙叉每年需更换约5.5万个。**道岔的主要结构包括转辙器、辙叉、护轨及连接部分和岔枕。一般而言，道岔较为薄弱也是安全隐患最大的地方为尖轨和辙叉，这两个部分也是需要定期维修更换从而带来存量市场机会的部分。草根调研显示，全国一共有18个铁路局，共121个工务段，每个工务段每年更换约450多个辙叉，加上高速铁路和重载铁路的加速损耗，辙叉每年需更换约5.5万个，较为稳定。

图18: 新建铁路与高速公路里程与增长情况



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院整理

图19: 铁路固定资产投资完成额

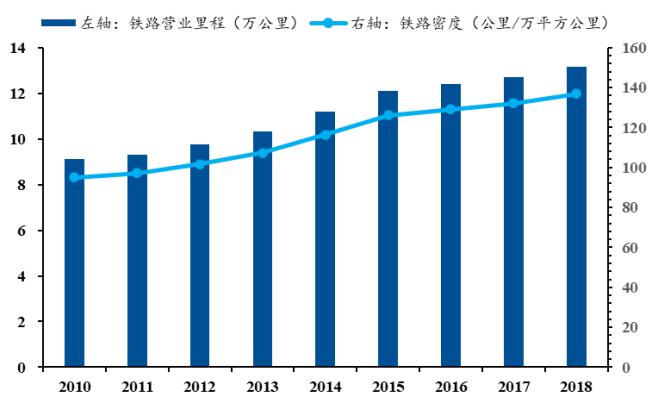


资料来源: Wind, 民生证券研究院整理

**普速向高速、重载发展, 增加道岔的更换需求。**在高速道岔(时速 250 公里、时速 350 公里)方面, 根据《中长期铁路网规划》, 到 2020 年, 铁路网规模达到 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里, 覆盖 80% 以上的大城市; 到 2025 年, 铁路网规模达到 17.5 万公里左右, 其中高速铁路 3.8 万公里左右, 高速铁路的占比持续提高将催生高速道岔的需求。目前国内使用了自主研发的客专线道岔、技术引进的 CN 道岔和 CZ 道岔三种类型, 分别是客专线系列(山桥、宝桥、中铁轨道生产)、CN 系列(新铁德奥生产)、CZ 系列(宝桥生产), 其中自主研发的客专线道岔占 70% 以上。

**重载铁路存在较大的发展空间。**重载铁路指满足以下三条中的至少两条: (1) 列车重量不小于 8000t; (2) 轴重达 27t 以上; (3) 在长度不小于 150km 线路上运量不低于 4000 万 t。世界重载运输首开国——美国 70% 的铁路为重载铁路, 列车平均牵引质量达到 9632t, 货物平均运距 1199 公里。通过发展重载技术, 美国 1980~2000 年间, 运行成本下降 60%, 线路维修成本下降 42%, 劳动生产率提高了 2.71 倍。而我国目前仅有大秦、朔黄、大包等铁路满足重载铁路的标准, 在更大的运量和轴重要求下, 重载铁路及重载道岔将迎来发展机遇。

图20: 铁路成网增加道岔需求



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院整理

图21: 中长期铁路规划图



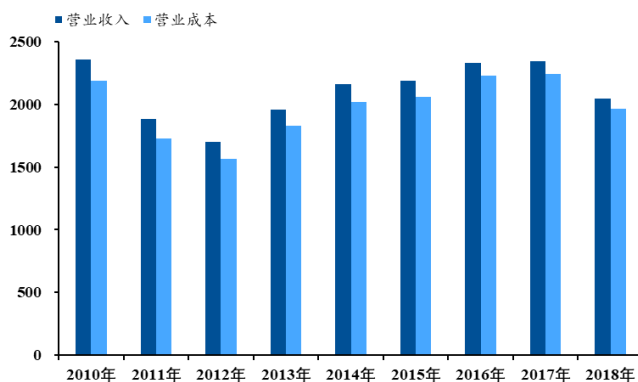
资料来源: 国家发改委网站, 民生证券研究院整理

### 3、依托中国中铁, 产能充足, 技术雄厚

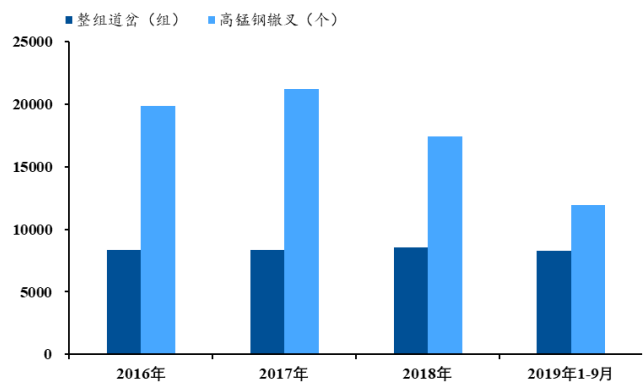
依托中国中铁, 具备较强的铁路资源优势。中铁工业实际控制人中国中铁是中国乃至全球最

大的多功能综合型建设集团之一，公司基建建设业务涉及铁路、公路、市政、房建、城市轨道交通等工程领域，拥有铁路工程施工总承包特级等多类中国基建建设领域等级最高的资质。重组完成后，中铁工业为中国中铁基建建设提供架桥机、盾构等施工设备和道岔、轨枕等工程所需零部件。中国中铁 2016-2018 年度铁路基建收入分别为：2331.17 亿元、2345.57 亿元和 20458.35 亿元，铁路建设设备和零部件需求巨大。

**公司技术领先，市占率第一。**公司是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商，也是我国目前唯一获准生产高锰钢焊接辙叉的研发制造企业，在技术壁垒较高的高速道岔（250km/h 以上）业务市场占有率约 65%，重载道岔市场占有率 50% 以上，推动了我国铁路的每一次大提速；城轨交通业务领域市场占有率约为 60%-70%。

**图22: 中国中铁铁路业务情况 (单位: 亿元)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院整理

**图23: 中铁工业道岔和高锰钢辙叉产量**


资料来源: Wind, 民生证券研究院整理

**道岔与辙叉产能充足，能够应对不断增长的市场需求。**在道岔业务领域，公司拥有山海关、宝鸡、南京等 5 个生产基地，拥有先进的 AT 轨自动压型生产线、垫板自动焊接生产线、日本 V 法造型生产线、酯硬化水玻璃砂生产线、以及全球最先进的道岔闪光焊机，具备年生产铁路道岔 2 万组、高锰钢辙叉 4 万个的产能。公司在高速道岔市场占有率约为 65%，重载道岔市场占有率达 50% 以上，道岔产品在城轨交通业务领域市场占有率约为 60%~70%。

**具有高速铁路道岔、重载铁路道岔的核心技术优势。**拥有高速铁路大号码无缝道岔设计、研发，以及高架站无缝道岔设计的关键技术和高速铁路道岔的设计、制造、组装和铺设等成套技术。公司率先研制了世界上长度最长、结构最复杂、速度最高、技术最先进的时速 350 公里 62 号高速道岔，支撑了我国高速铁路发展，研制了多种（20 吨、30 吨）轴重重载道岔，开发了深圳龙华新区有轨电车道岔、北京磁悬浮 S1 线磁悬浮道岔、上海高速磁悬浮道岔、重庆跨座式单轨道岔等系列新产品，成为国内重载铁路、城市轨道交通道岔的主要供应商。

表6: 部分高速、重载铁路道岔产品

示意图	产品亮点
	<p><b>时速 350 公里客运专线高速道岔</b></p> <p>我国第一组时速 350 公里客运专线铁路钢轨 62 号可动心轨单开道岔。</p> <p>我国最大号码道岔，全长 201 米，应用于京沪高速铁路、哈大等客运专线，直向通过速度 350km/h，侧向通过速度 220km/h。</p> <p>主要技术特点：按照跨区间无缝线路设计，采用了 56 米长尖轨轨顶通长成型铣削等一系列尖端技术工艺。</p>
	<p><b>时速 350 公里高速道岔</b></p> <p>广泛应用于我国高速铁路新线建设。</p> <p>主要技术特点为：在平面线型、结构设计、理论研究、电务转换及系统集成等方面取得较大技术突破，实现了高速列车过岔时的平稳、舒适运行。</p>
	<p><b>重载道岔</b></p> <p>广泛应用于我国大秦线、朔黄铁路、神朔铁路、山西中南部通道、张唐等重载线路；</p> <p>主要技术特点为：采用合金钢轨件、尖轨加厚技术、爆炸预硬化、嵌入式高锰钢辙叉，新型扣件等新材料、新技术、新结构。</p>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### （三）钢结构业务：疫情展示钢结构优势，基建资金支持力度加大利于企业现金流状况

根据本次抗击疫情中装配式建筑展现的节省人工、节约工时、节能环保等优点，未来装配式钢结构子板块在政策驱动下有望加速推广。在钢结构制造与安装业务领域，公司拥有山海关、宝鸡、扬州、南京等 9 个生产拼装基地，拥有先进的 U 肋板半龙门焊接系统、U 肋板组装定位焊接系统、横隔板单元机器人焊接系统、埋弧焊专机焊接系统、焊接机器人等先进生产加工技术，具备年生产钢结构 100 万吨以上的产能。公司在大型钢结构桥梁的市场占有率超过 60%，行业地位显著。

图24: 桥梁钢结构



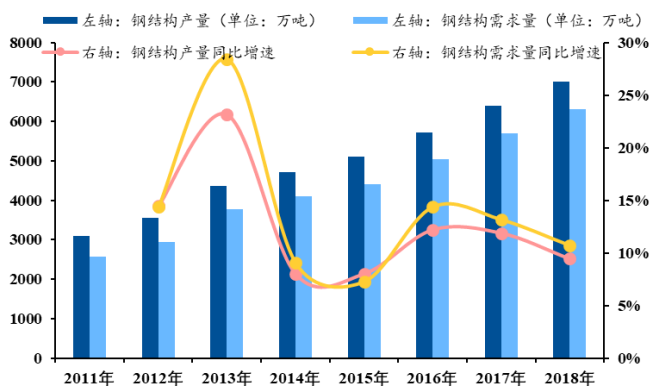
资料来源：搜狐新闻，民生证券研究院

图25: 装配式建筑助建雷神山医院

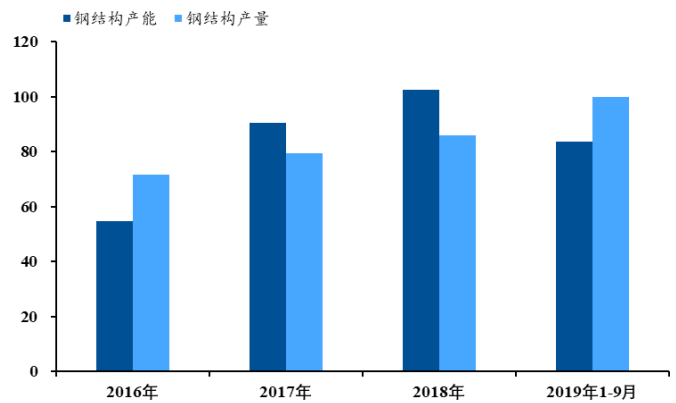


资料来源：搜狐新闻，民生证券研究院

钢结构产品占用现金流较多，交货周期较长，政策缓解基建企业现金流压力。一般来说，公司的钢结构项目交付周期在 9 到 18 个月，对于重大项目，交付周期在 1 年至 2 年，重量每超过 0.5 万吨，交付周期延长 3 个月。对现金流的占用成为钢结构业务发展的一个因素。今年财政部提前下达新增地方债务限额助力基建，截止目前，根据已公告信息披露文件的 8095 亿元专项债情况统计，其中投入基建领域约 4740 亿元，占比达 58.55%，与去年相比提升了 34%，本周的再融资新规松绑，也有利于降低企业融资成本、改善基建资金来源。

**图26: 中国钢结构行业总量及变化**


资料来源: 华经产业研究院, 民生证券研究院

**图27: 中铁工业钢结构产能和产量 (单位: 万吨)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

据不完全统计，目前国内从事钢结构制造业务的上市公司包括杭萧钢构、精工钢构、东南网架、光正集团、鸿路钢构、富煌钢构以及中铁工业旗下的中铁山桥、中铁宝桥和中国科工。其中不同钢结构公司间的规模、产品结构、业务模式等方面的差异，会导致其毛利率存在差异。公司在桥梁钢领域占有 65% 的市场份额，整体毛利率要低于行业平均水平，除此之外，在建筑钢和市政钢等领域也有布局。

**表7: 2019年Q3钢结构行业主要指标对比**

公司	主营业务产品	营业收入 (亿元)	销售毛利率	市盈率 (TTM)
光正集团	建筑钢结构 (屋墙面、承重)	9.90	38.71	81.20
富煌钢构	钢结构产品	28.06	13.53	21.41
东南网架	高层网架重钢	63.95	11.55	25.92
鸿路钢构	钢结构 (电力设备、建筑、水泥)	76.41	13.27	14.02
精工钢构	钢结构 (商业中心、体育馆等建筑)	73.07	15.46	16.92
杭萧钢构	建筑钢结构 (商业中心)	45.10	18.60	19.17
	平均值	49.41	18.52	29.77
中铁工业		151.68	20.45	12.74

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (四) 新业务: 公司积极开拓多样化服务和产品线, 长期盈利性强

### 1、新型轨道交通车辆: 完成样车研制

公司目前已完成磁浮和跨座式单轨的样车研制。中铁工业开 2017 年始布局新制式轨道交通产业，打造新型轨交产品“新时代号”，包括跨坐式、磁悬浮、悬挂式三种新制式轨道交通车辆。



2019 年一季度中铁工业在徐州成立中铁磁浮发展公司推动新制式轨道交通项目落地；2019 年 7 月 8 日，首台“新时代号”时速 70 公里空中轨道列车（悬挂式单轨）顺利下线，预计年内将在武汉试跑；2019 年 11 月 13 日，中铁工业“新时代号”时速 200 公里中速磁浮列车在深圳高交会亮相。

图28: 中铁工业“新时代号”新一代中低速磁浮列车



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

图29: 中铁工业“新时代号”空中轨道列车



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

## 2、环保业务：成立子公司进军环保业务

公司将以 2018 年新成立的中铁环境作为环境治理领域的投资和装备研发平台，以“环境装备+环保服务+智慧环保”为主线，推动环保设施设备投资建设；以新术、新工艺、新装备和咨询服务为突破，带动典型项目投资建设运营；以典型环境项目投资建设和运营，撬动环保新技术研发和环境装备制造。加快公司在土壤修复、水体治理的新技术开发、新型环保设备研制，以及相应环保工程的咨询服务、投资建设、运营维保等的新型产业培育。

## 四、盈利预测

2019 年公司新签合同大幅增加。2019 年度,公司新签合同额 358.56 亿元,同比增长 16.26%。专用工程机械装备及相关服务业务新签合同额 112.47 亿元,同比增长 2.96%;其中,隧道施工装备及相关服务业务新签合同额 100.69 亿元,同比增长 0.02%;工程施工机械业务新签合同额 11.78 亿元,同比增长 37.56%。交通运输装备及相关服务业务新签合同额 234.76 亿元,同比增长 21.1%;其中,道岔业务新签合同额 65.28 亿元,同比增长 25.15%;钢结构制造与安装业务新签合同额 169.48 亿元,同比增长 19.61%。

表8: 中铁工业 2019 年四季度新签订单情况

业务范畴	合同名称	合同金额 (万元)
专用工程机械装备及相关服务	悬臂掘进机设备销售合同	6,660
	水平运输设备采购合同	3,700
道岔业务	新建川南城际铁路内江至自贡至泸州线甲供物资道岔(CNWX-01)合同	8,559
	商合杭铁路、郑阜铁路备料合同	4,396
交通运输装备及相关服务	川南城际铁路自贡至宜宾线临港长江大桥站前工程 CN-7 标钢箱梁、钢锚梁、结合梁钢梁制造合同	54,928
	京雄高速白沟河钢箱梁制造合同	35,720
	合计	113,963

资料来源:公司公告,民生证券研究院

综合考虑公司各项业务发展和新签合同情况,对公司各业务营业收入预测如下:

表9: 公司各业务营业收入预测 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	158.84	178.98	204.31	236.52	267.97
工程设备和零部件构造	142.28	164.41	188.75	220.35	249.96
专用工程机械装备及相关服务	36.82	52.08	52.13	56.79	64.42
隧道施工装备及相关服务	28.49	42.65	42.69	46.53	52.76
工程施工机械业务	8.33	9.43	12.97	15.53	17.61
交通运输装备及相关服务	105.46	112.33	136.61	163.55	185.53
道岔业务	43.96	41.97	52.46	62.81	71.24
钢结构制造与安装业务	61.5	70.36	84.15	100.75	114.28
其他业务	16.56	14.57	15.57	16.40	18.01

资料来源:公司公告,民生证券研究院

我们预计,公司 2019~2021 年营业收入分别为 204.31 亿元、236.52 亿元、267.97 亿元,归母净利润分别为 19.33、22.38、23.91 亿元,每股收益分别为 0.86、1.00、1.07 元,对应的 PE 分别为 10.9、9.4 和 8.8 倍。

## 五、风险提示

铁路固定资产投资低于预期;行业竞争风险加剧

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	17,898	20,431	23,652	26,797
营业成本	14,252	16,345	18,922	21,438
营业税金及附加	185	190	227	261
销售费用	359	413	477	541
管理费用	786	1,288	1,265	1,561
研发费用	815	465	808	763
<b>EBIT</b>	1,501	1,730	1,954	2,234
财务费用	42	(91)	(80)	(104)
资产减值损失	131	0	0	0
投资收益	226	203	214	209
<b>营业利润</b>	1,744	2,108	2,353	2,641
营业外收支	(9)	0	0	0
<b>利润总额</b>	1,735	2,132	2,366	2,650
所得税	224	273	305	340
净利润	1,511	1,859	2,062	2,310
<b>归属于母公司净利润</b>	1,481	1,859	2,062	2,310
<b>EBITDA</b>	1,958	2,401	2,685	3,141
<b>资产负债表 (百万元)</b>	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5040	2055	6526	841
应收账款及票据	6530	8565	9272	10869
预付款项	1685	1852	2191	2455
存货	9713	13843	11248	18414
其他流动资产	807	807	807	807
<b>流动资产合计</b>	24731	30059	31429	35923
长期股权投资	841	1043	1258	1466
固定资产	4561	5960	6924	8106
无形资产	1440	2074	2485	2989
<b>非流动资产合计</b>	9157	11339	12389	13649
<b>资产合计</b>	33888	41398	43818	49572
短期借款	21	0	0	0
应付账款及票据	9474	11235	12792	14614
其他流动负债	7717	11628	10429	12051
<b>流动负债合计</b>	17212	22863	23221	26665
长期借款	110	110	110	110
其他长期负债	235	235	235	235
<b>非流动负债合计</b>	628	628	628	628
<b>负债合计</b>	17839	23191	23550	26993
股本	2222	2222	2222	2222
少数股东权益	323	323	323	323
<b>股东权益合计</b>	16048	17907	19969	22279
<b>负债和股东权益合计</b>	33888	41398	43818	49572

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	12.7%	14.2%	15.8%	13.3%
EBIT 增长率	2.7%	15.3%	13.0%	14.3%
净利润增长率	10.6%	25.5%	10.9%	12.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率	8.3%	9.1%	8.7%	8.6%
总资产收益率 ROA	4.4%	4.5%	4.7%	4.7%
净资产收益率 ROE	9.4%	10.6%	10.5%	10.5%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.7	0.9	0.7
现金比率	0.3	0.1	0.3	0.0
资产负债率	0.5	0.6	0.5	0.5
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	131.4	191.2	161.3	176.2
存货周转天数	218.0	259.4	238.7	249.1
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.7	0.8	0.9	1.0
每股净资产	7.1	7.9	8.8	9.9
每股经营现金流	0.4	(0.3)	2.7	(1.7)
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	14.6	11.7	10.5	9.4
PB	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.1	7.0	4.4	5.4
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	1,511	1,859	2,062	2,310
折旧和摊销	572	671	731	907
营运资金变动	(1,036)	(2,940)	3,459	(6,734)
<b>经营活动现金流</b>	832	(637)	6,024	(3,735)
资本开支	1,084	2,327	1,553	1,949
投资	(111)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1,029)	(2,327)	(1,553)	(1,949)
股权募资	142	0	0	0
债务募资	(633)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(1,762)	(22)	0	0
<b>现金净流量</b>	(1,958)	(2,985)	4,471	(5,685)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

图 1: GDP (不变价) 当季同比增长速度 (单位: %)	4
图 2: 三驾马车对经济的贡献程度 (单位: %)	4
图 3: 中铁工业营收情况	5
图 4: 中铁工业净利润情况	5
图 5: 中铁工业各业务占比 (2018 年年报)	5
图 6: 盾构机井下示意图	6
图 7: 盾构机内部构造图	6
图 8: 中铁工业盾构机产能 (单位: 台)	8
图 9: 中铁工业盾构机产量 (单位: 台)	8
图 10: 2012-2018 年中国盾构机市场规模及均价	9
图 11: 2012-2018 年中国盾构机年产量及增速	9
图 12: 城市轨道交通里程与盾构机销量变化	10
图 13: 中国 2011-2018 城市轨交运营里程	10
图 14: 2020 年各省规划综合管廊里程	11
图 15: 预测的新增地下管廊里程	11
图 16: 火车道岔	12
图 17: 地铁道岔	12
图 18: 新建铁路与高速公路里程与增长情况	13
图 19: 铁路固定资产投资完成额	13
图 20: 铁路成网增加道岔需求	13
图 21: 中长期铁路规划图	13
图 22: 中国中铁铁路业务情况 (单位: 亿元)	14
图 23: 中铁工业道岔和高锰钢辙叉产量	14
图 24: 桥梁钢结构	15
图 25: 装配式建筑助建雷神山医院	15
图 26: 中国钢结构行业总量及变化	16
图 27: 中铁工业钢结构产能和产量 (单位: 万吨)	16
图 28: 中铁工业“新时代号”新一代中低速磁浮列车	17
图 29: 中铁工业“新时代号”空中轨道列车	17

## 表格目录

表 1: 中铁工业相对估值与行业平均情况	3
表 2: 盾构机进出口情况	6
表 3: 滨州银座 2011 年后业绩弹性最大	7
表 4: 盾构机国内市场竞争格局	8
表 5: 国家铁路建设保持较快增长	12
表 6: 部分高速、重载铁路道岔产品	15
表 7: 2019 年 Q3 钢结构行业主要指标对比	16
表 8: 中铁工业 2019 年四季度新签订单情况	18
表 9: 公司各业务营业收入预测 (单位: 亿元)	18
公司财务报表数据预测汇总	19

## 分析师简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。