

中铁工业

600528

审慎增持 (维持)

业绩增长稳健，新签订单增速维持高位

2020年04月03日

市场数据

市场数据日期	2020-04-02
收盘价(元)	9.49
总股本(百万股)	2221.55
流通股本(百万股)	1837.75
总市值(百万元)	21082.52
流通市值(百万元)	17440.24
净资产(百万元)	17106.31
总资产(百万元)	38698.99
每股净资产	7.55

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20575	23764	26616	29544
同比增长(%)	15.0%	15.5%	12.0%	11.0%
净利润(百万元)	1627	1870	2196	2482
同比增长(%)	9.8%	15.0%	17.5%	13.0%
毛利率(%)	20.3%	20.4%	20.5%	20.5%
净利润率(%)	7.9%	7.9%	8.3%	8.4%
净资产收益率(%)	8.7%	9.6%	10.2%	10.3%
每股收益(元)	0.73	0.84	0.99	1.12
每股经营现金流(元)	0.64	0.06	0.77	0.64

相关报告

《中铁工业中报点评:业绩符合预期,盾构机订单高速增长》
2019-08-25

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

S0190520010001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

团队成员:石康、张亚滨、李博彦、黄艳、李雅哲

投资要点

- **公司发布 2019 年年报:** 公司实现营收 205.75 亿元,同比增长 14.96%;实现归母净利润 16.27 亿元,同比增长 9.84%;扣非后归母净利润 15.65 亿元,同比增长 11.89%;基本每股收益 0.73 元/股,同比增长 8.96%;经营活动产生的现金流量净额 14.24 亿元,同比增长 71.12%;加权平均净资产收益率 9.79%,同比增长 0.05 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数,向全体股东每 10 股派发现金红利 1.26 元(含税),送红股 0 股(含税),以资本公积金向全体股东每 10 股转增 0 股。
- **业绩稳健增长,盾构机增幅平稳。**按主要业务类别划分来看,2019 年专用工程机械装备及相关服务实现营业收入 66.57 亿元,同比增长 10.74%,其中隧道施工装备及相关服务业务随着盾构机市场保有量进一步增大,2019 年增幅平稳,实现营业收入 55.87 亿元,同比增长 10.24%;交通运输装备及相关服务业务实现营业收入 132.1 亿元,同比增长 17.6%,增速相对更高。
- **新签订单金额保持高位,交通运输装备增速显著。**2019 年公司完成新签合同额 358.56 亿元,较去年同期增长 16.26%。分业务板块来看:1)专用工程机械装备及相关服务业务实现新签合同额 112.47 亿元,同比增长 2.96%;其中,由于销售模式的转变以及盾构机市场保有量进一步上升,隧道施工装备及相关服务业务新签合同额 100.69 亿元,同比小幅增长 0.02%;2)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%
- **受益轨道交通投资高景气度,公司迎来发展新机遇。**当前我国铁路固定资产投资额持续高位运行,随着国家铁路网规模的不断扩大以及铁路基建投资主体的多元化,公司道岔产品将继续保持稳定的市场份额;受益于逆周期调节,城市轨交建设有望加速,公司隧道掘进机在城轨交通建设领域仍大有可为。
- **根据公司年报,2020 年公司计划实现新签合同额 400 亿元(+41 亿元/+11.56%),营业收入计划 230 亿元(+24 亿元/+11.79%),营业成本计划 184 亿元,从历年公司预期来看,基本超额完成业绩指标。**
- 我们调整盈利预测,预计公司 2020-2022 年净利润 18.70/21.96/24.82 亿元,对应 2020-2022 年 EPS 为 0.84/0.99/1.12 元,对应 PE 为 11.3/9.6/8.5 倍(2020/4/2),维持“审慎增持”评级。

风险提示:基建投资不及预期;城市轨交建设不及预期;技术研发进度不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

- 公司发布 2019 年年报：公司实现营收 205.75 亿元，同比增长 14.96%；实现归母净利润 16.27 亿元，同比增长 9.84%；扣非后归母净利润 15.65 亿元，同比增长 11.89%；基本每股收益 0.73 元/股，同比增长 8.96%；经营活动产生的现金流量净额 14.24 亿元，同比增长 71.12%；加权平均净资产收益率 9.79%，同比增长 0.05 个百分点。公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.26 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 0 股。

点评

- 业绩保持稳健增长，前五大客户销售额逐年增加

2019 年公司实现营业收入 205.75 亿元，同比增长 14.96%，较上年同期增长 26.77 亿元，营收稳步增长；实现归母净利润 16.27 亿元，同比增长 9.84%，扣非后归母净利润 15.65 亿元，同比增长 11.89%，增速稳中有升。

图 1、2017-2019 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2017-2019 公司归母净利润及同比增速

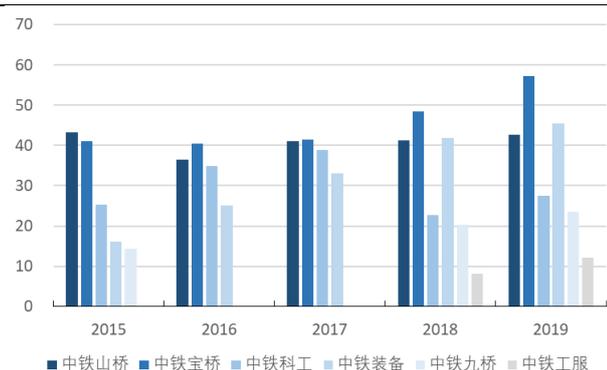


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从各子公司来看，2019 年中铁山桥（钢结构、道岔制造与安装）实现营业收入 42.64 亿元，同比增长 3.38%；中铁宝桥（钢结构、道岔制造与安装）实现营业收入 57.28 亿元，同比增长 18.15%；中铁科工（工程机械设备）实现营业收入 27.53 亿元，同比增长 21.29%；中铁装备（盾构制造与销售）实现营业收入 45.50 亿元，同比增长 8.62%；中铁九桥（钢结构制造与安装）实现营业收入 23.56 亿元，同比增长 15.88%；中铁工服（工程服务）实现营业收入 12.07 亿元，同比增长 50.14%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 3、2015-2019 各子公司营收情况 (亿元)



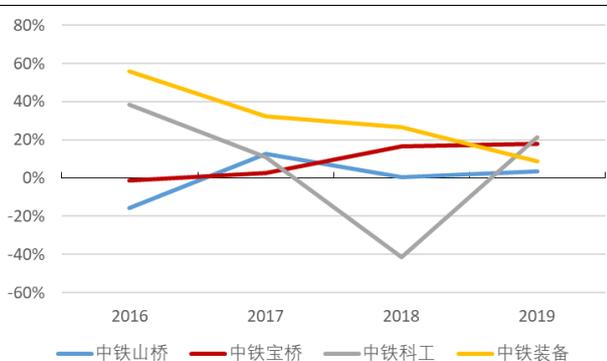
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2015-2019 各子公司归母净利润情况 (亿元)



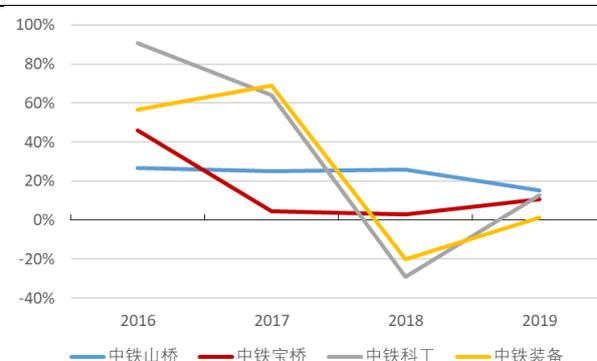
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2016-2019 各子公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

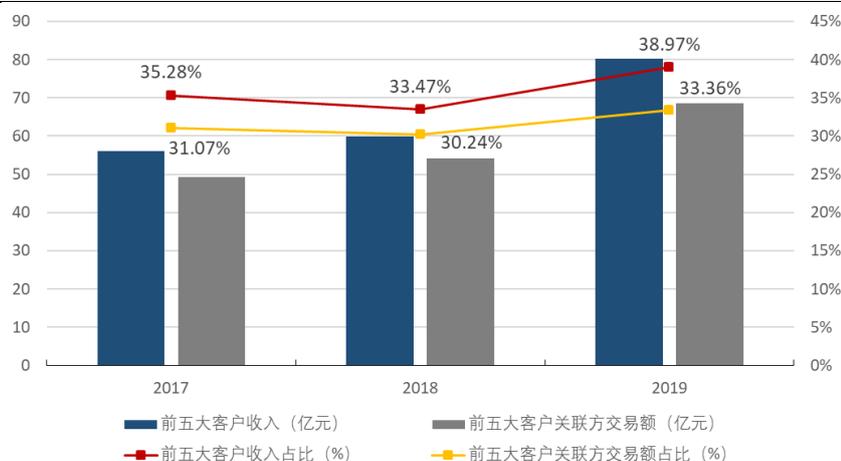
图 6、2016-2019 各子公司归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年公司前五大客户销售额 80.19 亿元, 占年度销售总额 38.97%; 其中前五大客户销售额中关联方销售额 68.65 亿元, 占年度销售总额 33.36%。

图 7、2017-2019 公司前五大客户收入占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

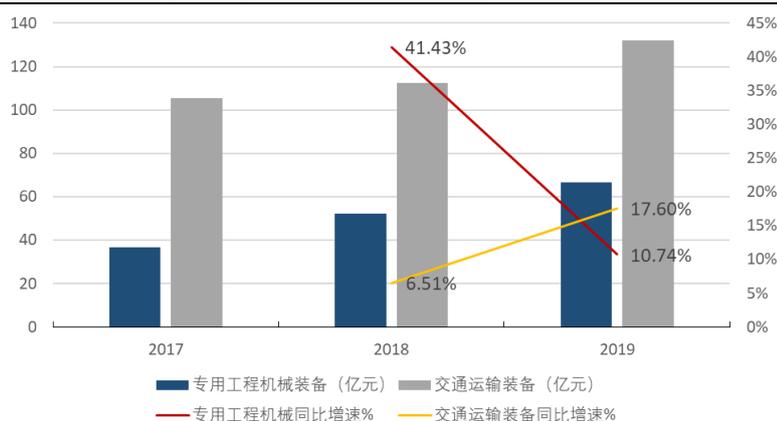
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

● 盾构机增幅平稳，总新签订单增速维持高位

按主要业务类别划分来看，2019 年专用工程机械装备及相关服务实现营业收入 66.57 亿元，同比增长 10.74%，其中：隧道施工装备及相关服务业务随着盾构机市场保有量进一步增大，2019 年增幅平稳，实现营业收入 55.87 亿元，同比增长 10.24%；工程施工机械业务公司通过与施工单位协作、签订战略合作协议等方式进一步开拓市场，2019 年实现收入 10.7 亿元，同比增长 13.41%。

2019 年交通运输装备及相关服务业务实现营业收入 132.1 亿元，同比增长 17.6%，其中：道岔业务营业收入 43.42 亿元，同比增长 3.46%，实现小幅增长；钢结构制造与安装业务受近年来国内高速公路及市政项目钢结构桥梁规划增多影响，实现营业收入 88.68 亿元，同比大幅增长 26.05%。

图 8、2017-2019 公司分业务板块营收及同比增速



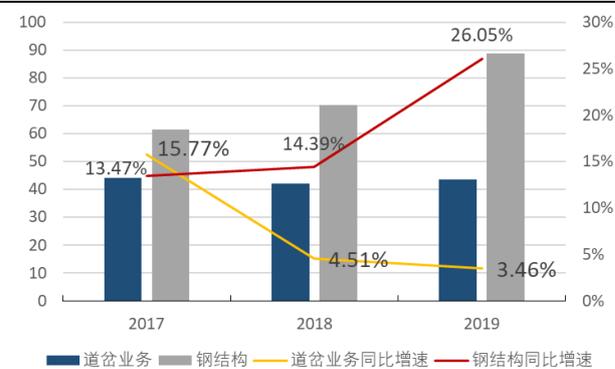
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2017-2019 专用工程机械拆分营收及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2017-2019 交通运输装备拆分营收及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2019 年公司完成新签合同额 358.56 亿元，较去年同期增长 16.26%。分业务板块来看：1) 专用工程机械装备及相关服务业务实现新签合同额 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%，主要原因是在城市轨道交通和市政建设领域，隧道掘进机市场呈现由新机销售为主向“新机+租赁”销售模式的变化，加之盾构机市场保有量进一步增大，公司新签订单与往年相比基本持平；工程施工机械业务实现新签合同额 11.78 亿元，同比增长 37.56%，主要原因为公司通过与施工单位协作、签订战略合作协议等方式进一步开拓市场，并受益于公路和铁路桥梁跨度增大、梁型加重，推动了公司研发的新型铺架设备等新产品的销售。

2) 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%，增长原因主要为 2019 年国家铁路建设投资规模较去年有所增长，尤其是高速道岔市场复苏，多条干线陆续开工并工期大幅提前；钢结构制造与安装业务实现新签合同额 169.48 亿元，同比增长 19.61%，增长原因为近年来国内高速公路及市政项目钢结构桥梁规划增多，市场体量明显增长，公司中标了深圳至中山跨江通道钢箱梁制造等较大大型重点项目。

表 1、2017-2019 公司新签订单金额（亿元）

分类	2017	2018	2019
总新签订单	250.4	308.4	358.56
YOY	23.70%	23.20%	16.26%
专用工程机械装备	85.29	109.2	112.47
YOY	—	28%	2.96%
其中：隧道施工装备	74.73	100.7	100.69
YOY	48.10%	34.70%	0.02%
其中：工程施工机械	10.56	8.6	11.78
YOY	16.50%	-18.90%	37.56%
交通运输装备	151.85	193.9	234.76
YOY	—	27.70%	21.10%
其中：道岔业务	52.78	52.2	65.28
YOY	基本持平	-1.20%	25.15%
其中：钢结构	99.07	141.7	169.48
YOY	39.20%	43%	19.61%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从各主要产品的产销率来看，2017-2019 年均处高位，主要原因在于公司主要产品均为定制产品，根据客户订单生产制造，除了隧道专用施工装备有少量库存外，其他产品主要是短期库存，随着项目的推进，库存会被消化。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 2、2017-2019 各主营产品产量及销量

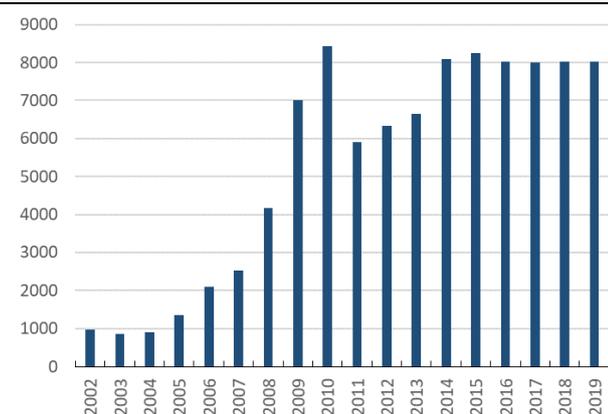
分类		2017		2018		2019	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
专用工程 机械装备	隧道施工装备	309 台	306 台	356 台	352 台	361 台	366 台
	其中：盾构机/TBM 新机	142 台	—	160 台	160 台	109 台	109 台
	其中：再制造	80 台	—	87 台	87 台	101 台	101 台
	累计制造工程机械	293 台	244 台	453 台	329 台	287 台	274 台
交通运输 装备	生产道岔	29533 组	25727 组	25964 组	19106 组	25314 组	24676 组
	累计制造钢梁钢结构	90.3 万吨	82.2 万吨	102.6 万吨	91.0 万吨	116.5 万吨	109.8 万吨

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 受益轨道交通投资高景气度，公司迎来发展新机遇

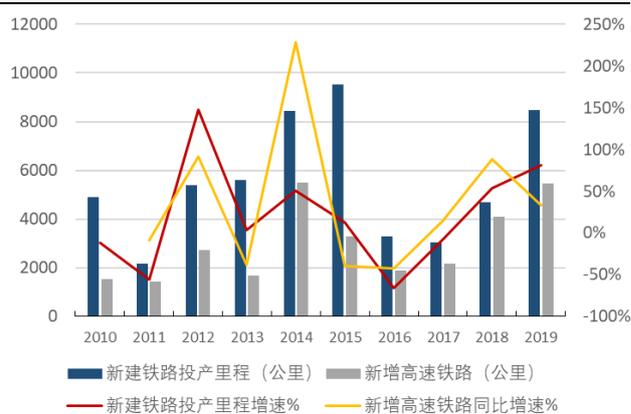
1) 道岔产品：2019 年国家铁路固定资产投资规模为 8029 亿元，较上年基本持平、略有增长。在铁路固定资产投资额持续高位运行下，2019 年多条铁路干线陆续开工，高速道岔招标增速较快，公司中标杭绍台（杭州-绍兴-台州）高铁、潍莱（潍坊-莱西）高铁等重大国内项目；海外业务紧跟中老（中国-老挝）铁路、中泰（中国-泰国）铁路、印尼雅万高铁等“一带一路”重点项目，道岔出口到泰国、马来西亚、印尼、韩国、菲律宾等多个国家。未来，随着国家铁路网规模的不断扩大以及铁路基建投资主体的多元化，公司道岔产品将继续保持稳定的市场份额。同时依托“一带一路”倡议的实施，公司有望进一步巩固和开拓海外市场，推动海外道岔市场实现稳定增长。

图 11、2002-2019 年铁路固定资产投资额（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2010-2019 年全国新建铁路投产里程及新增高铁里程



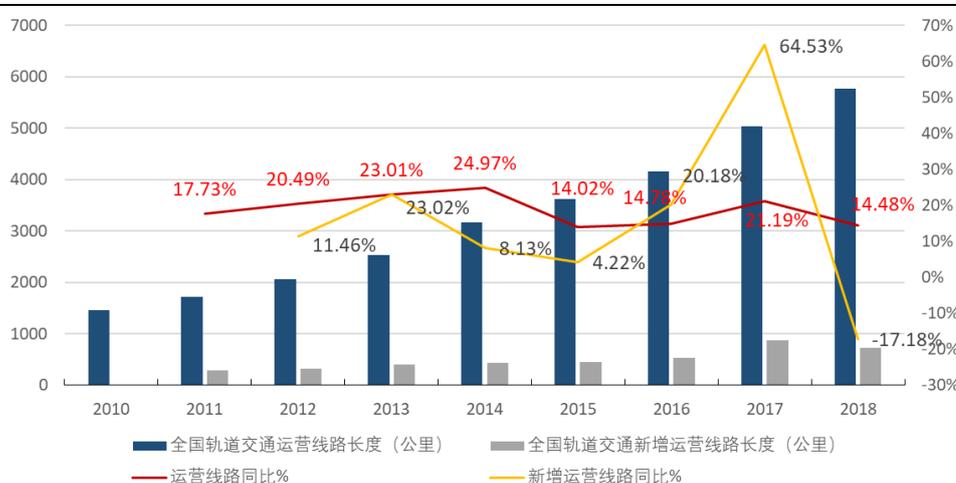
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 城轨市场：据中国城市轨道交通协会发布的数据，2019 年共有 32 座城市新增约 969 公里城市轨道交通线路里程，5 个城市新开通运营地铁；截至 2019 年底，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

国内共有 40 个城市开通轨道交通，运营线路总长度约 6730 公里。未来，北京、上海、广州等中心城市的城轨交通建设市场仍将保持较高强度；其中，截至 2019 年底，北京城轨交通运营里程已近 700 公里，根据《北京城市总体规划（2016 年-2035 年）》，2020 年全市轨道交通里程将提高到 1000 公里左右，到 2035 年将不低于 2500 公里；上海市城轨交通运营总里程在 2019 年末已达 673 公里，根据《上海市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023 年）》，上海市将在 2030 年实现城轨交通线网总长度 1642 公里，2035 年线网总长度增至 2200 公里；此外，广州提出了在 2023 年建成总长约 800 公里的轨交网络，重庆制定了“2022 年实现运营和在建里程‘850+’”的目标，因此，未来隧道掘进机在城轨交通建设领域仍大有可为。

图 13、2010-2018 年全国轨道交通运营线路长度及新增长度



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，近年来隧道掘进机的应用领域正在从传统的城轨领域逐步向铁路、水利水电、市政、综合管廊、能源等新兴领域不断扩展。在铁路建设市场领域，2020 年国家将推进川藏（四川-西藏）铁路等重点项目的规划建设，硬岩 TBM、大直径盾构以及隧道专用设备“极端装备”将会在复杂地质条件下得到更广泛应用。在水利水电市场领域，随着生态环境治理力度的不断加大，全国范围内调水及区域调水等大型水利水电工程正加大推进力度，将会给公司研制的盾构和 TBM 产品带来更多的需求。在市政、公路、综合管廊、海绵城市、地下空间综合开发等市场领域，大直径盾构、异形断面盾构和 TBM 的需求正在呈增长态势。

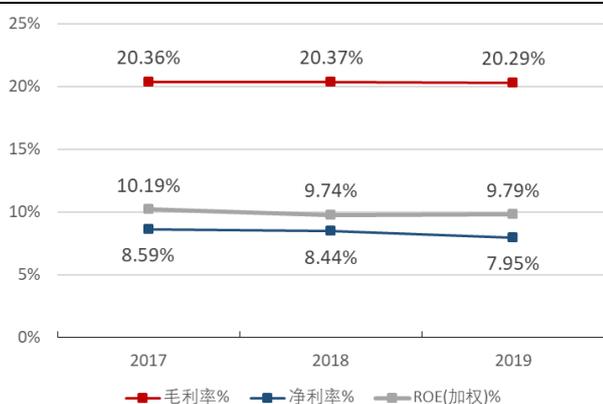
随着国家基础设施建设工程的施工技术不断升级、安全质量要求不断提升、劳动力成本不断上升、环境生态保护要求不断提高，以人工为主的隧道传统钻爆法作业方式受到挑战，“机械化换人、智能化减人”已成为业界共识；预计未来公司所生产的盾构、TBM、凿岩台车、悬臂掘进机、拱架安装机、混凝土湿喷台车、挖装机等设备将会在国内基建市场迎来发展新机遇。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

• 净利率略有下降，研发投入大幅增长

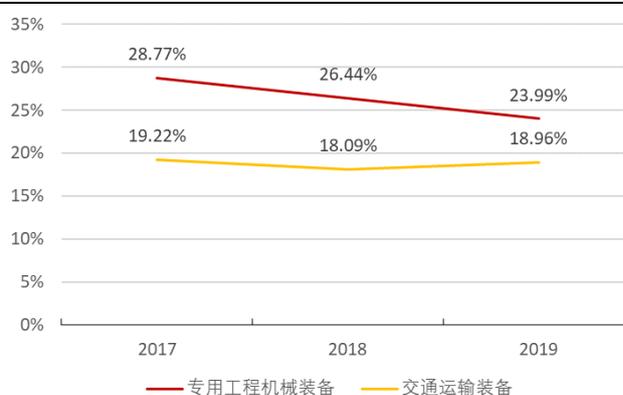
2019 年公司实现主营业务毛利率 20.21%，与上年同期基本持平。其中，1) 专用工程机械装备及相关服务毛利率为 23.99%，较上年同期降低 1.28 个百分点，主要原因是随 2019 年盾构机租赁业务发展，毛利率较低的盾构机转租业务规模扩大，导致毛利率同比下滑；2) 交通运输装备及相关服务业务毛利率为 18.96%，同比增长 0.87 个百分点，主要由于钢结构制造与安装业务收入随国内高速公路及市政项目钢结构桥梁规划增多而大幅增长，增幅 26.05%，毛利率较高的高速道岔客专产品本年销量增加所致。

图 14、2017-2019 公司毛利率、净利率、ROE (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2017-2019 公司分业务毛利率 (%)



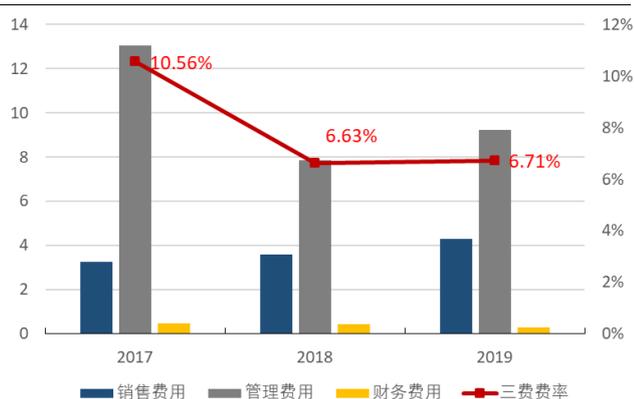
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年公司三费费用为 13.82 亿元，占总营收比例 6.71%，较去年同期小幅增长 0.08 个百分点。其中：2019 年实现销售费用 4.30 亿元，占总营收比例 2.09%，同比增长 0.08 个百分点，主要原因是公司加强了区域营销布局，营销投入力度持续加大所致；管理费用 9.23 亿元，占总营收比例 4.49%，同比增长 0.1 个百分点，主要原因是公司业务和管理架构拓展，管理成本增加；财务费用 0.29 亿元，占总营收比例 0.14%，较去年同期下降 0.09 个百分点，主要原因一是受新租赁准则影响，本年租赁负债利息费用增长；二是由于生产经营投入，年均货币资金存量同比减少，存款利息收入减少。

2017-2019 年公司研发支出持续增长，2019 年实现研发支出 10.20 亿元，占总营收比例 4.96%，较去年同期投入增加 1.77 亿元，增长 0.25 个百分点，主要原因是公司围绕现有产业技术升级和新产业孵化培育开展科研立项，进一步加大研发投入。

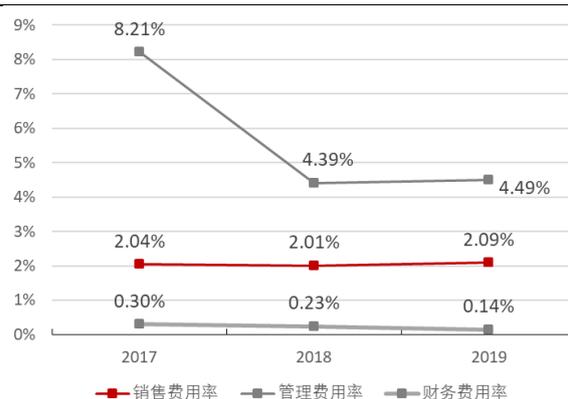
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 16、2017-2019 公司三费费用及费率（亿元）



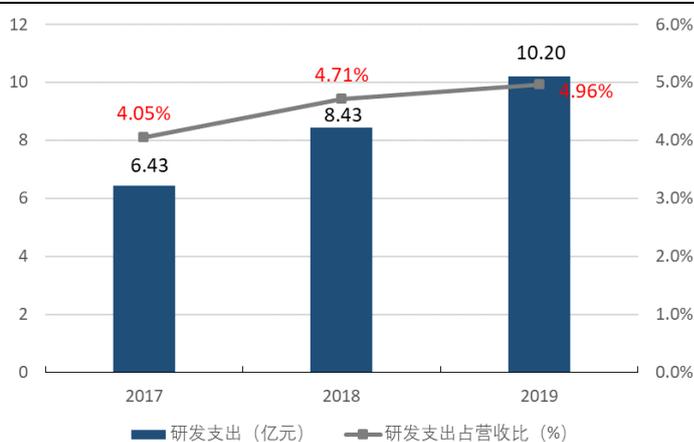
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、2017-2019 公司三费费用占营收比 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2017-2019 公司研发支出及增速（亿元）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

• 应收账款周转率持续好转，资产负债率逐渐下降

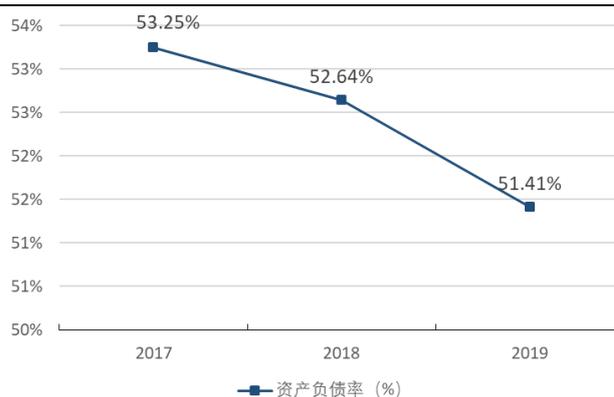
截至 2019 年末，公司应收账款余额 60.86 亿元，较去年同期下降 2.12 亿元，降幅比例为 3.37%。2017-2019 年，公司应收账款余额逐年显著下降，应收账款周转率持续改善，主要原因是公司加强回款力度、开展应收账款保理业务所致。2017-2019 年公司资产负债率持续下降，2019 年资产负债率为 51.41%，较去年同期下降 1.23 个百分点。

图 19、2017-2019 公司应收账款及周转率 (亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2017-2019 公司总资产负债率 (%)



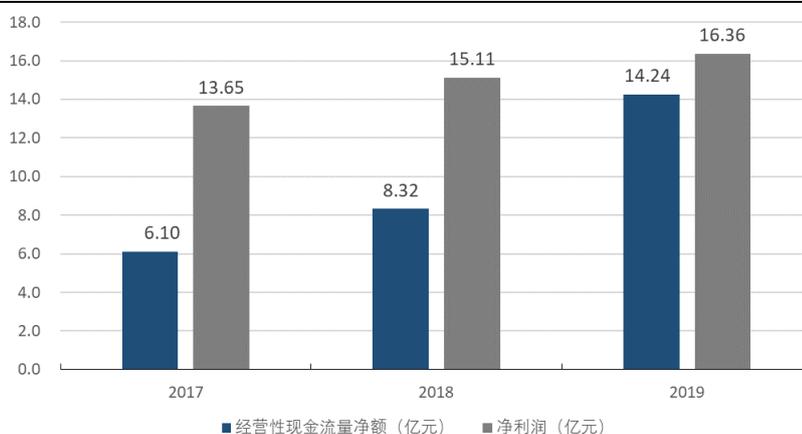
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 加大回款力度，经营性现金流持续好转

2017-2019 年公司经营性现金流持续改善, 2019 年经营性现金流量净额达到 14.24 亿元, 较去年同期 8.32 亿元大幅增长 71.15%。主要原因有以下几点: 一是公司加大回款力度, 并采取了应收账款保理等金融手段, 现金流状况较上年改善; 二是受国家政策影响, 增值税率下调, 2019 年公司支付的税金同比减少; 三是根据新租赁准则, 部分经营租赁付款列报于“支付的其他与筹资活动有关的现金”。

2019 年公司投资活动产生的现金流量净流出 10.16 亿元, 去年同期净流出 10.29 亿元, 整体资净流出与上年基本持平, 主要原因是公司继续对投资建设项目进行正常投入。筹资活动产生的现金流量净流入 9.57 亿元, 去年同期净流出 17.62 亿元, 主要原因有以下两点: 一是 2019 年公司发行永续期公司债券取得现金流入 14.6 亿元; 二是上年同期通过公司内部资金调控, 集中归还外部借款所致。

图 21、2017-2019 经营性现金流量净额与净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **估值与评级**

我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年净利润 18.70/21.96/24.82 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 0.84/0.99/1.12 元，对应 PE 为 11.3/9.6/8.5 倍(2020/4/2)，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示**

基建投资不及预期；城市轨交建设不及预期；技术研发进度不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	28052	31109	34377	38531
货币资金	6442	6042	6456	7765
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6086	7917	8620	9522
其他应收款	293	428	457	502
存货	12049	13129	14928	16595
非流动资产	10832	9364	9035	8547
可供出售金融资产	0	52	26	31
长期股权投资	1033	908	939	944
投资性房地产	94	98	96	96
固定资产	4773	4571	4176	3689
在建工程	642	321	161	80
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1421	1459	1497	1520
资产总计	38884	40473	43412	47078
流动负债	19071	20797	21951	23528
短期借款	25	1168	86	96
应付票据	3603	4121	4667	5156
应付账款	6549	8116	8887	9855
其他	8894	7393	8312	8421
非流动负债	919	-114	-509	-969
长期借款	125	-751	-1166	-1662
其他	793	637	657	693
负债合计	19990	20683	21442	22558
股本	2222	2222	2222	2222
资本公积	5368	5368	5368	5368
未分配利润	8605	10427	12366	14607
少数股东权益	300	325	351	379
股东权益合计	18894	19790	21970	24520
负债及权益合计	38884	40473	43412	47078

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1627	1870	2196	2482
折旧和摊销	535	601	626	640
资产减值准备	3	71	-3	26
无形资产摊销	72	72	72	72
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	52	-210	-259	-370
投资损失	-79	-50	-50	-50
少数股东损益	10	24	26	28
营运资金的变动	-1213	-2889	-588	-1259
经营活动产生现金流量	1424	128	1719	1429
投资活动产生现金流量	-1016	83	-46	-47
融资活动产生现金流量	957	-610	-1259	-72
现金净变动	1366	-400	413	1309
现金的期初余额	4682	6442	6042	6456
现金的期末余额	6048	6042	6456	7765

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20575	23764	26616	29544
营业成本	16401	18916	21160	23487
营业税金及附加	142	200	219	239
销售费用	430	492	550	612
管理费用	923	1047	1179	1309
财务费用	29	-210	-259	-370
资产减值损失	-3	-27	-36	-28
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	79	50	50	50
营业利润	1864	2195	2555	2885
营业外收入	8	10	11	10
营业外支出	9	40	27	29
利润总额	1863	2165	2539	2866
所得税	226	271	316	356
净利润	1636	1894	2222	2510
少数股东损益	10	24	26	28
归属母公司净利润	1627	1870	2196	2482
BPS(元)	0.73	0.84	0.99	1.12

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	15.0%	15.5%	12.0%	11.0%
营业利润增长率	6.9%	17.7%	16.4%	12.9%
净利润增长率	9.8%	15.0%	17.5%	13.0%
盈利能力				
毛利率	20.3%	20.4%	20.5%	20.5%
净利率	7.9%	7.9%	8.3%	8.4%
ROE	8.7%	9.6%	10.2%	10.3%
偿债能力				
资产负债率	51.4%	51.1%	49.4%	47.9%
流动比率	1.47	1.50	1.57	1.64
速动比率	0.83	0.86	0.88	0.92
营运能力				
资产周转率	56.5%	59.9%	63.5%	65.3%
应收帐款周转率	332.3%	337.8%	319.9%	324.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.73	0.84	0.99	1.12
每股经营现金	0.64	0.06	0.77	0.64
每股净资产	8.37	8.76	9.73	10.87
估值比率(倍)				
PE	13.0	11.3	9.6	8.5
PB	1.1	1.1	1.0	0.9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明