

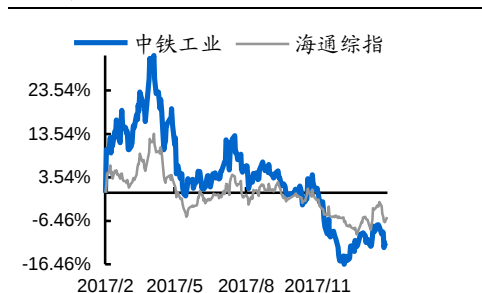
投资评级 **买入** 首次覆盖

股票数据

6个月内目标价(元)	14.00
02月07日收盘价(元)	11.16
52周股价波动(元)	10.46-18.53
总股本/流通A股(百万股)	2222/1459
总市值/流通市值(百万元)	24793/16285

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	147.7	19.5	15.9
市净率	2.6	1.7	1.5
市销率	0.48	1.52	1.26
EV/EBITDA	28.5	14.1	9.6
分红率(%)	—	—	—

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.9	-4.0	-20.0
相对涨幅(%)	-8.8	-6.0	-19.9

资料来源：海通证券研究所

分析师：余炜超

Tel: (021) 23219816

Email: swc11480@htsec.com

证书: S0850517010001

分析师：杨震

Tel: (021) 23154124

Email: yz10334@htsec.com

证书: S0850517070009

分析师：耿耘

Tel: (021) 23219814

Email: gy10234@htsec.com

证书: S0850516090002

分析师：沈伟杰

Tel: (021) 23219963

Email: swj11496@htsec.com

证书: S0850517020001

国内基建高端装备龙头企业，长期受益交通强国战略

投资要点：

- **事件：**公司于2018年1月29日发布2017年业绩预告，实现归母净利润12.70亿元，置入资产口径同比增加27.77%；实现扣非后归母净利润12.10亿元，较置入资产口径同比增加28.84%。2017年公司完成了承诺业绩，并实现了业绩较为快速的增长。
- **我国基础设施建设升级发展，高端装备龙头持续受益。**近年来我国轨交、桥梁等基础设施取得了快速和显著的发展，为道岔、钢梁、盾构、铁路桥梁施工设备的快速发展带来了机遇。十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，同时提出加快建设交通强国。我们预计未来政策仍将引导持续引导高质量基建（如城市轨道交通、城市管廊、高铁、引水隧道、钢结构桥梁等）的发展，也将带来装备需求的升级。高端装备龙头企业凭借长时间研发积累的技术和经验优势，将有望更多的市场份额和品牌溢价。
- **城市轨道交通、水利工程、城市综合管廊持续发展，带动盾构机需求持续上升。**近年来我国盾构机行业发展迅速，根据机械工业协会统计16年全断面隧道掘进机销量达388台，销量同比增长86.5%。而17年全国城市轨道交通仍旧保持快速发展，我们预计未来开工量仍将保持稳定；同时发改委发布的《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》、《水利改革发展“十三五”规划》也明确支持城市管廊和水利工程的不断发展。根据协会数据，16年中铁工业盾构市占率约达30%，占据行业龙头地位，在行业景气向上的背景下仍将保持较快增长。根据公司17年半年报，隧道施工设备及相关服务收入同比增长25.96%，新签订单同比增长58.02%，预计18年公司盾构板块仍将保持较高业绩增长。
- **18年铁路景气向上，公司道岔业务有望保持稳定增长。**根据铁总工作会议，2018年我国铁路固定资产投资将达7320亿元，高铁开通里程达3500公里，行业景气度稳定向上。而根据中长期铁路网规划及交通基础设施重大工程建设三年行动计划，我国铁路开工仍将稳定发展。而公司子公司中铁山桥和中铁宝桥是行业内龙头，有望实现稳定发展。
- **钢结构桥梁政策持续发酵，公司钢结构业务持续高增长。**16年交通部发布《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》，研究决定推进公路钢结构桥梁建设。公司是钢梁钢结构行业龙头，近年来受益行业政策持续发展，业务板块取得较高增速，根据17年上半年财报，公司钢结构制造与安装业务新签合同额45.24亿元，同比增长34.09%。而发达国家桥梁钢结构占比约达30%，而2015年底我国公路钢结构桥梁占比不足1%。随着我国经济发展水平提升及钢材产能的条件满足，我国公路钢结构桥梁占比有较大的提升空间，公司钢结构板块直接受益。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57787.44	51241.57	16263.15	19615.34	22033.24
(+/-)YoY(%)	-19.19%	-11.33%	-68.26%	20.61%	12.33%
净利润(百万元)	167.88	167.86	1270.81	1557.06	1824.28
(+/-)YoY(%)	-40.65%	-0.01%	657.04%	22.52%	17.16%
全面摊薄EPS(元)	0.08	0.08	0.57	0.70	0.82
毛利率(%)	7.07%	5.53%	19.83%	20.35%	20.92%
净资产收益率(%)	2.72%	2.69%	8.48%	9.42%	9.94%

资料来源：公司年报（2015-2016），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润；2015-2016年财务报表为资产置换前上市公司业绩

进军新式轨道交通车辆行业，有望形成新增长点。近年来城市轨道交通发展迅速，根据《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，新型城市轨道交通装备研发及产业化仍将持续推进。与地铁相比，跨座式单轨等新制式轨道交通具有更好的经济效益，据测算其土建造价和建设周期不到地铁的一半，可以适配更多城市的财政和人口要求，具有广泛的应用前景。公司于2017年11月公告将与常州天晟新材合资设立轨道交通装备公司，对新型轨道交通产业进行布局，将研发跨座式单轨、磁悬浮、悬挂式轨道交通等新制式轨道交通车辆，并预计将于2018年制造出样车。在国家大力支持新型轨道交通产业发展的背景下，公司有望依托中国中铁集团在轨道交通产业链较为完善的优势，进一步开拓车辆端市场，形成新的业绩增长点。

行业持续向好，业绩承诺及订单提供较高安全边际。公司业务涉及铁路桥梁修建、城市轨道交通等高质量交通建设，并且凭借多年技术积累享有龙头地位。从政策的支持和行业发展方向看，我们认为公司的行业下游仍然保持高景气。而根据公司公告，公司承诺18、19年分别完成净利润13.34和15.05亿，以最新收盘价及承诺业绩估算18年PE约18.59倍，处于机械行业中等偏下水平。而根据公司18年1月公布的合同公告，2017年公司累计新签合同金额250.4亿，较16年同口径增长23.7%，将进一步支持公司18年业绩的持续增长。

盈利预测：综合考虑公司的订单、行业发展趋势以及公司为持久发展的准备，我们预计公司未来三年仍将取得良好的发展，预计2017-2019年实现归母净利润12.71、15.57、18.24亿，EPS分别为0.57、0.70、0.82元。结合可比公司估值，给予2018年20倍PE，目标价14.00，给予买入评级。

风险提示：铁路和城轨的发展不及预期；公司订单交付不及预期；毛利率波动影响部分业务板块盈利；公司新制式车辆的研发和推出不及预期；公司研发投入或导致短期费用成本增加。

目 录

1. 公司是中国中铁旗下高端装备资产	6
2. 公司是基建高端装备领域的龙头企业	7
2.1 城市交通及城市建设带动盾构机发展	7
2.2 公司是国内盾构机龙头企业，对标世界龙头发展空间巨大	9
2.3 钢结构桥梁发展有望再提速	11
2.4 进军新式轨道交通车辆行业	12
3. 盈利预测	15
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	中铁宝桥 2014 至 2016、17 年上半年业绩	6
图 2	中铁山桥 2014 至 2016、17 年上半年业绩	6
图 3	中铁科工 2014 至 2016、17 年上半年业绩	7
图 4	中铁装备 2014 至 2016、17 年上半年业绩	7
图 5	2011-2016 年全断面隧道掘进机销售台数统计图	7
图 6	2016 年各类型全断面隧道掘进机占比图	7
图 7	我国城轨投资情况	8
图 8	城轨运营里程迅速增长	8
图 9	综合管廊示意图	8
图 10	暗挖盾构法综合管廊	8
图 11	按照应用领域分类的市场份额	10
图 12	全球主要生产商的市场份额（sale）	10
图 13	我国盾构机市场主要企业情况	10
图 14	海瑞克收入稳健	11
图 15	中铁装备与海瑞克的销售额对比	11
图 16	2011-2015 年全球盾构机供需态势分析图	11
图 17	2015 年全球盾构机市场区域分布图	11
图 18	混凝土桥	12
图 19	采用钢箱梁的港珠澳大桥	12
图 20	2017 年末各制式运营里程占比	12
图 21	2017 年各制式城轨运营里程占比变化情况（%）	12
图 22	苏州高新区现代有轨电车	13
图 23	重庆单轨系统	13

表目录

表 1	重组交易方案.....	6
表 2	置换入资产对应的优势领域、业绩承诺情况.....	7
表 3	国家层面关于城市管廊的部分政策	9
表 4	近年来部分 TBM 应用案例	9
表 5	城市轨道交通系统制式主要分类和适用情况对比	13
表 6	单轨交通在世界多个国家得到应用（2016 年）	14
表 7	主营业务收入预测及主要假设	16
表 8	可比上市公司估值（2018/02/07）	16

1. 公司是中国中铁旗下高端装备资产

公司是中国中铁旗下装备资产，通过资产置换实现上市。2015年12月，中国中铁通过资产置换，将二局有限100%股权置换入旗下制造业资产中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工和中铁装备100%股权。至2017年初，资产置换已全部完成，上市公司简称由中铁二局变更为中铁工业。

表 1 重组交易方案

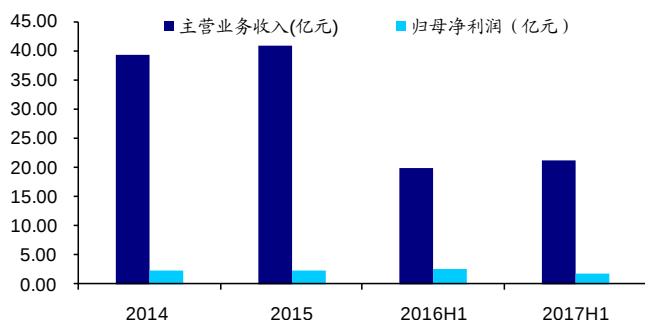
	资产名称	账面价值 (亿元)	评估价值 (亿元)	评估增值 (亿元)
置入资产	中铁山桥 100%股权	28.46	40.04	11.58
	中铁宝桥 100%股权	29.96	38.51	8.55
	中铁科工 100%股权	5.78	8.92	3.14
	中铁装备 100%股权	8.02	29.41	21.39
	合计	72.21	116.88	44.67
置出资产	二局有限	59.91	72.28	12.38

	发行对象	价格 (元/股)	股份数 (亿股)	金额 (亿元)
发行股份 (差额)	中国中铁	11.62	3.84	44.60
募集配套资金	8 家投资者	15.85	3.79	60.00

资料来源：重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金报告书，海通证券研究所

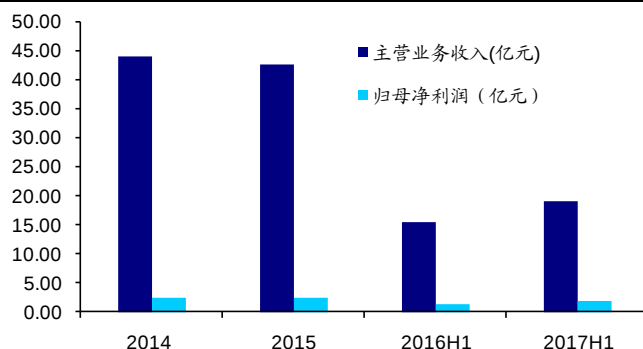
四大子公司覆盖基建高端装备。 中铁工业其主要部分由四大子公司构成：中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工和中铁装备。中铁工业整合后的业务范围涵盖了桥梁钢结构、铁路道岔、盾构机、TBM、异形盾构机及大型施工机械以及中低速磁悬浮跨座式单轨的研发设计、制造安装，能够为铁路、公路、市政、水利、城市轨道交通等与工程施工相关的领域提供服务，与轨交发展紧密相关。主要业务覆盖可以归纳为四大板块：钢结构、道岔、隧道掘进机、铁路施工机械及专业设备。

图1 中铁宝桥 2014 至 2016、17 年上半年业绩



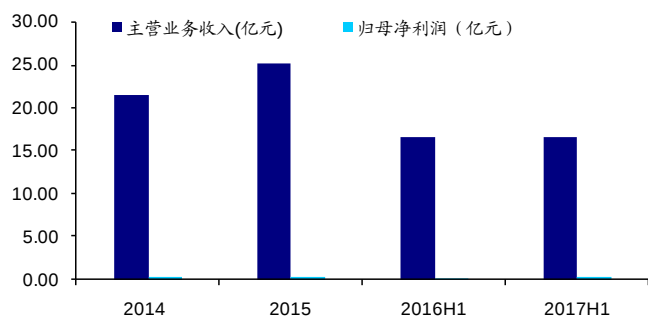
资料来源：重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，海通证券研究所

图2 中铁山桥 2014 至 2016、17 年上半年业绩



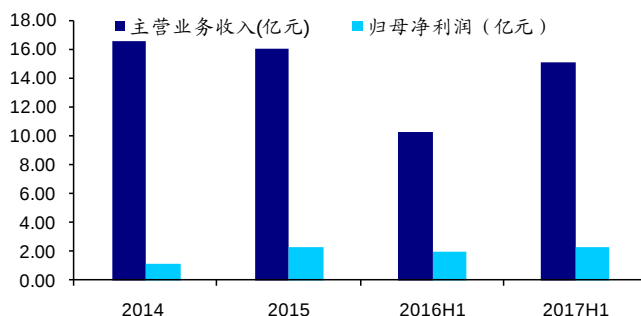
资料来源：重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，海通证券研究所

图3 中铁科工 2014 至 2016、17 年上半年业绩



资料来源：重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，海通证券研究所

图4 中铁装备 2014 至 2016、17 年上半年业绩



资料来源：重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，海通证券研究所

表 2 置换入资产对应的优势领域、业绩承诺情况

项目	优势领域	2017 年 承诺净利润（万元）	2018 年 承诺净利润（万元）	2019 年 承诺净利润（万元）
中铁山桥	道岔产品、建筑钢结构和桥梁工业制造领域	39897.53	49623.77	58280.40
中铁宝桥	道岔产品、建筑钢结构和桥梁工业制造领域	32572.37	35640.35	38835.64
中铁科工	工程施工机械、钢结构制造和安装、隧道掘进设备制造领域、基建建设	7268.03	8470.94	9737.83
中铁装备	钢结构制造、盾构及隧道掘进设备的设计、研发、制造、组装调试、维修改造、租赁、技术咨询、整机及配件销售和制造领域	32634.95	39708.50	43673.27

资料来源：重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，海通证券研究所

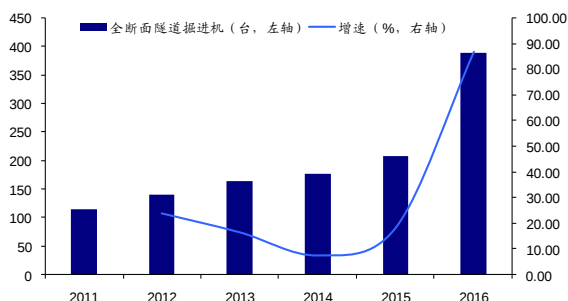
注：中铁科工置换入后将不再进行基建建设相关领域的业务。

2. 公司是基建高端装备领域的龙头企业

2.1 城市交通及城市建设带动盾构机发展

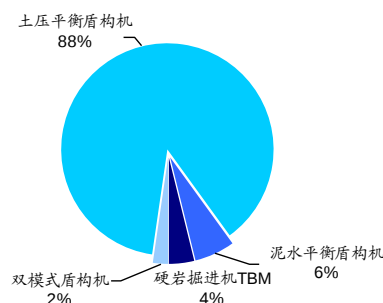
盾构机可广泛应用于城市和交通建设，增长迅速。近年来我国城市地铁修建保持旺盛景气度，公路铁路隧道，水利工程隧道、越江隧道、电站排水洞、城市地下综合管线隧道的建设也开始快速发展。而随着国内盾构机企业实力增强，随着一带一路及周边发展中国家的基建发展，我国盾构机走出去的趋势更加明显。

图5 2011-2016 年全断面隧道掘进机销售台数统计图



资料来源：中国工程机械工业协会，海通证券研究所

图6 2016 年各类型全断面隧道掘进机占比图

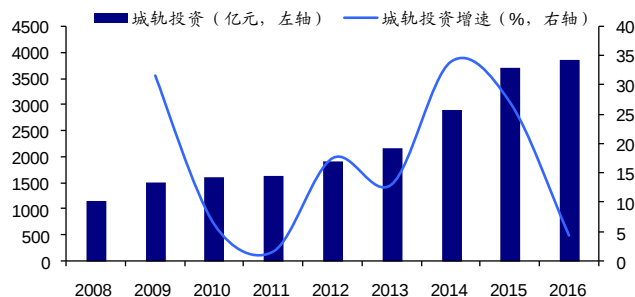


资料来源：中国隧道网，海通证券研究所

近年来我国城市轨道交通快速发展。近年来在国家对城市轨道交通的支持，以及地方经济水平提升带来的交通需求提升的背景下，我国城市轨道交通发展迅速。根据《中国交通运输发展》白皮书以及中国城市轨道交通协会，“十三五”期间，我国要建设现代

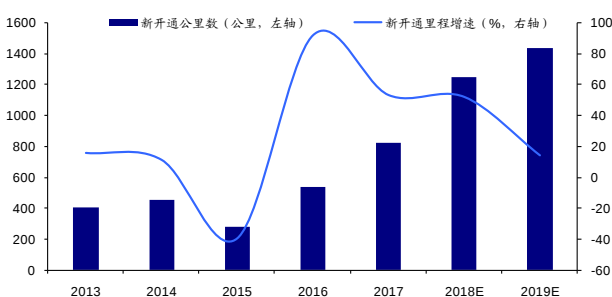
高效的城际城市轨道交通；建设城市群中心城市间、中心城市与周边节点城市间 1-2 小时交通圈，打造城市群中心城市与周边重要城镇间 1 小时通勤都市圈；在城镇化地区大力发展城际铁路、市域（郊）铁路，形成多层次轨道交通骨干网络。而《“十三五”城轨交通发展形势报告》则指出，在“十三五”期间，城轨交通将出现更大规模的发展态势。一是建设城市和运营城市有望翻番。全国已有 100 个左右城市提出了城轨交通发展规划和设想，除在建 40 个城市外，其余大多将在“十三五”进入建设行列；同时还有众多虽未规划但可能也会建设城轨的城市。报告指出，“十三五”在建城市可能达到 80 个以上，运营城市超过 50 个，比“十二五”翻一番。

图7 我国城轨投资情况



资料来源：中国城市轨道交通协会，海通证券研究所

图8 城轨运营里程迅速增长



资料来源：中国城市轨道交通协会，海通证券研究所

城轨（尤其是地铁）的快速发展对快速、高效、交通影响小的修建方式和装备提出需求。地铁的修建主要有明挖法和暗挖法，其中暗挖法不需要挖开地面，对交通和环境影响更小，而暗挖法中的浅埋暗挖法和盾构法应用最为广泛。盾构法使用盾构机在地下掘进，在防止软基开挖面崩塌或保持开挖面稳定的同时，在机内安全地进行隧洞的开挖和衬砌作业。其优点是有不影响地面交通，又可减少对附近居民的噪声和振动影响；且盾构推进、出土、拼装衬砌等主要工序循环进行，施工易于管理，施工人员也比较少；施工不受风雨等气候条件的影响等，故在我国地铁修建中广泛应用。

城市地下管廊的高效建设带来盾构机需求。城市地下综合管廊是将电力、通讯，燃气、供热、给排水等各种工程管线集于一体，建于城市地下用于铺设市政公用管线的市政公用设施。相对于过去传统的城市公共线路管道铺设，综合管廊有利于解决反复开挖路面、架空线网密集、管线事故频发等问题，具有节约城市用地、方便管理养护、降低路面翻修维修费用、减少腐蚀延长寿命、结构坚固等优点。国家于2014年发布《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》，并于2015年发布《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》，明确支持城市管廊的不断发展。2015年共有69个城市启动地下综合管廊建设项目约1300公里，总投资约880亿元，10个城市被加入试点名单。2016年，国务院《政府工作报告》提出要开工建设城市地下综合管廊2000公里以上，实际开工2005公里，新加入15个试点城市。而根据我们统计，各省市十三五阶段，到2020年规划里程约1.36万公里，将进一步提高对盾构机的需求。

图9 综合管廊示意图



资料来源：百度百科：综合管廊词条，海通证券研究所

图10 暗挖盾构法综合管廊



资料来源：城市地下市政综合管廊施工方法初步探讨与分析，海通证券研究所

表 3 国家层面关于城市管廊的部分政策

时间	政策
2014 年 6 月	国务院下发《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》
2015 年 4 月	2015 年中央财政支持综合管廊试点城市名单公布，10 城市入选
2015 年 5 月	新版国家标准《城市综合管廊工程技术规范》发布
2015 年 8 月	国务院下发《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》
2016 年 3 月	《政府工作报告》提出 16 年开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上

资料来源：国务院，住建部，中国政府网，海通证券研究所

盾构机在越江、山岭、水利工程隧道的应用潜力巨大。在我国城镇化及路网建设的推动下，跨江跨山岭及水利工程的隧道将保持稳定发展。而随着国家对施工安全的重视、人力成本的提升，未来基建将持续保持机械化趋势，炸药及人工挖掘的应用或将进一步压缩。同时根据我国水利改革发展“十三五规划”，我国将加快完善水利基础设施网络，实施一批重点水源和重大引水调水工程，加快抗旱水源工程建设；提高城市防洪排涝能力，推进海绵城市完善综合管廊等。过去十几年来，硬岩盾构机在隧道工程领域的应用的案例不断增加，而随着近年来国内盾构机水平的提升，预计未来国内盾构机在大型隧道项目的应用将进一步增加。

表 4 近年来部分 TBM 应用案例

年份	TBM 类型	直径	应用工程	研制单位
2015 年	敞开式	7.93m	引松供水工程	中铁装备、铁建重工
2016 年	双护盾	5.47m	兰州水源地工程	中铁装备、铁建重工
2016 年	敞开式	3.5m	黎巴嫩大贝鲁特引水工程	中铁装备
2017 年	双护盾	开挖直径 6.5m	深圳地铁 10 号线	中铁装备
2017 年	双护盾	开挖直径 5.56m	伊朗西南部引水工程	铁建重工

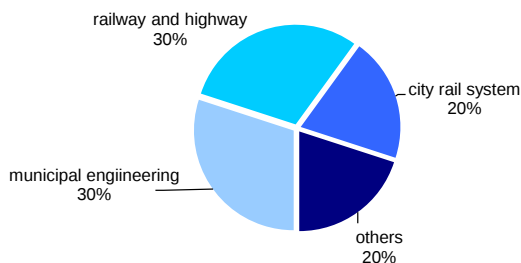
资料来源：《中国 TBM 施工技术进展、挑战及对策 杜立杰》，海通证券研究所

2.2 公司是国内盾构机龙头企业，对标世界龙头发展空间巨大

盾构机技术起源于欧美、日本，国产盾构机发展迅速。盾构机的基本构想开始于 19 世纪初的欧洲，到 60、70 年代，盾构法开始真正进入机械化发展阶段。直到进入 20 世纪 60 年代，日本市场的打开帮助盾构的发展在技术上出现了飞跃式的提升，海外盾构机技术基本成熟。我国自 20 世纪 50 年代开始研发制造盾构，21 世纪初期，国家地铁和水利工程建设带来大量新的需求，国内引入大量德国、美国、日本的技术和装备。在 2010 年之前，德国海瑞克、日本三菱、小松、德国维尔特、美国罗宾斯、加拿大罗浮特等在我国盾构机市场处于垄断地位，其市场占有率约达 70%。2007 年铁建重工成立，2007 年北方重工收购德国维尔特旗下子公司法国 NFM 公司 70% 的股权，2009 年中铁隧道装备成立，中国本土企业的发展带来了 2010 年以后国产品牌和产品的迅速崛起，根据第一工程机械网数据，中国品牌盾构装备(含 TBM)市场占有率已经达到 80% 以上，体现了国产盾构机的技术飞跃。

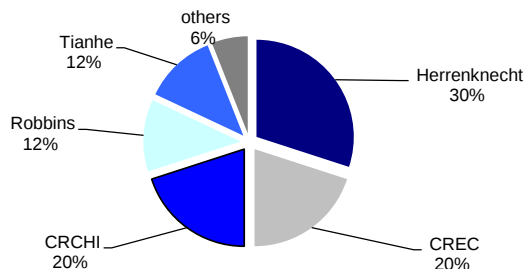
盾构机行业壁垒和市场集中度较高。因为建设资本，技术攻坚和人才积累形成较高的行业壁垒，隧道掘进机市场竞争相对集中。从使用的角度来说，国际上的盾构机使用主要集中在铁路、城市工程、城轨、其他等领域，其中前两大市场就平分占有约 60% 的市场份额，城轨和其他则平分剩下的四成。隧道掘进机的市场以国家来看，主要是美国市场、中国市场、日本和德国市场为主。在隧道掘进机领域，全球的主要生产商有 herrenknecht、CREC、CRCHI、robbins、tianhe，按照销售量分，在 2016 年其前三名大概的市场份额分别约为 30%、20%、20%，其中 CREC 和 CRCHI 都是我国拥有自

主知识产权的大型国企。在国内市场隧道掘进机制造领域主要呈现出三足鼎立的格局，（1）规模较大的企业包括，拥有自主知识产权的国内企业，例如中铁装备、铁建重工；（2）技术上存在一定优势的外企，例如德国海瑞克、日本小松；（3）有本土优势的合资企业，例如中交天和、辽宁三三。这三个类别企业基本上占有了主要的隧道掘进机制造市场。

图11 按照应用领域分类的市场份额


资料来源：2017-2021
证券研究所

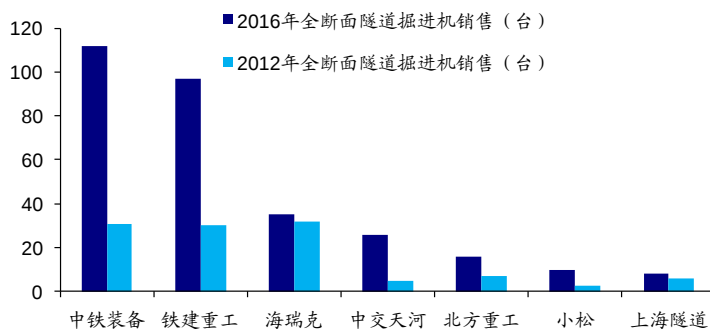
ountries (TBM) Market Report: 海通

图12 全球主要生产商的市场份额 (sale)


资料来源：2017-2021
证券研究所

Countries (TBM) Market Report: 海通

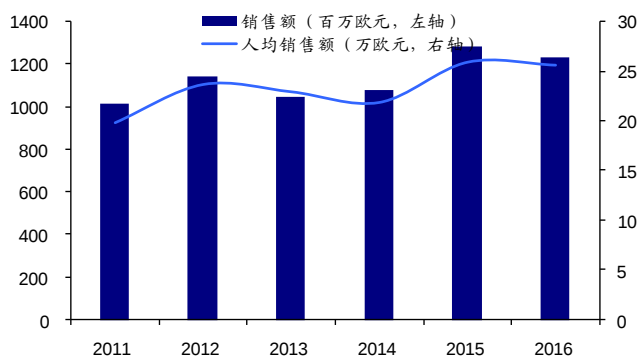
中铁工业盾构子公司中铁装备是国内规模最大，世界规模第二大的隧道掘进机制造商。公司在隧道掘进机及其配套设备的产品研发，产品制造和技术服务上具有核心竞争力，先后承担多个国家级计划项目，包括2002年“863”计划和2015年“973”计划。先后研制出国内首台“硬岩盾构”、8m级岩石掘进机（TBM）、世界首创的超大断面矩形盾构顶管机、世界首台超大断面马蹄形盾构，公司收购了德国维尔特公司硬岩掘进机及竖井钻机知识产权和品牌使用权，成为世界上能独立生产硬岩掘进机（TBM）并具有自主知识产权的企业之一，整体技术达到世界先进水平。截至2017年上半年，公司生产的隧道掘进机累计掘进里程高达807公里，国内市场占有率连续五年位居第一。

图13 我国盾构机市场主要企业情况


资料来源：工程机械工业协会，海通证券研究所

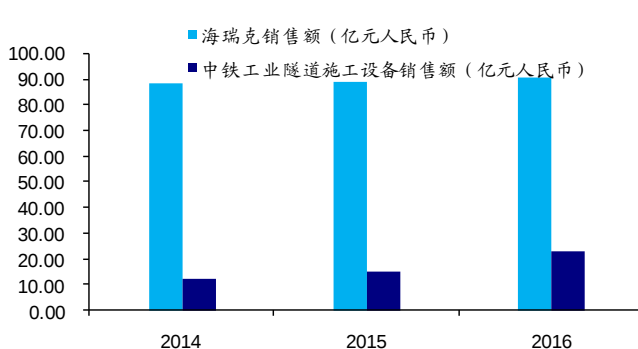
对比世界盾构机龙头海瑞克，公司仍有很大发展空间。德国的海瑞克是目前世界隧道掘进机行业龙头，其提供多样式盾构机产品，并向顾客提供全套的服务和技术方案，实现市场的全覆盖。根据海瑞克官网，海瑞克2016年营业收入达12.08亿欧元，而中铁工业隧道施工装备业务板块2016年收入约22.88亿，不及海瑞克收入的三分之一。而近年国内盾构技术发展较快，根据中国证券报报道，中铁装备也累计向马来西亚、新加坡、黎巴嫩等13个国家和地区出口31台盾构设备，充分证明了公司产品的国际接受程度。随着一带一路在海外基建带动，以及公司盾构机维修制造及服务收入的提升，公司的盾构业务板块仍有很大发展空间。

图14 海瑞克收入稳健



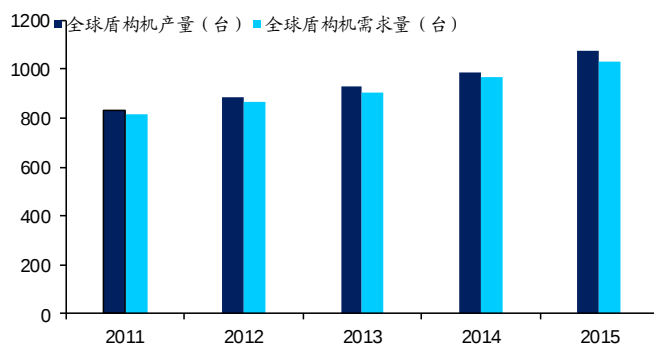
资料来源：海瑞克官网，海通证券研究所

图15 中铁装备与海瑞克的销售对比



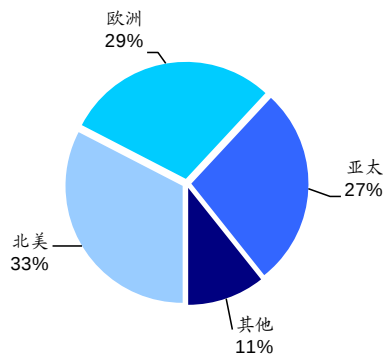
资料来源：Wind，海瑞克官网，海通证券研究所

图16 2011-2015 年全球盾构机供需态势分析图



资料来源：智研咨询，海通证券研究所

图17 2015 年全球盾构机市场区域分布图



资料来源：智研咨询，海通证券研究所

2.3 钢结构桥梁发展有望再提速

我国钢结构桥梁占比较低，未来发展空间巨大。混凝土和钢材是现代桥梁工程结构两大最主要的材料，两者各具优势：混凝土结构取材方便、造价相对较低、施工工艺成熟；钢结构自重轻、材质均匀、质量稳定、易于工厂化制造、装配化施工、便于回收利用。在发达国家桥梁钢结构占比约达 30%，如法国、日本、美国等国家的钢结构桥梁占比分别为 85%、41%和 35%。我国受经济社会发展水平和钢材产能制约，钢结构桥梁主要用于特大跨径桥梁，截止 2015 年底，我国公路钢结构桥梁占比不足 1%。在我国交通建设从量到质的升级、钢铁行业供给侧改革的背景下，我国公路钢结构桥梁的占比有望快速提升，未来发展空间巨大。

国家政策鼓励钢结构桥梁，行业发展即将进入快车道。交通部于 2016 年发布《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》，研究决定推进公路钢结构桥梁(包括钢箱梁、钢桁梁、钢混组合梁等桥梁，下同)建设，从工程可行性研究阶段开始，综合考虑桥梁建设成本、安全耐久、管理养护等方面的因素，加强对混凝土桥梁和钢结构桥梁方案进行比选论证，鼓励择优选用钢结构桥梁。目标到“十三五”时期末，公路行业钢结构桥梁设计、制造、施工、养护技术成熟，技术标准体系完备，专业化队伍和技术装备满足钢结构桥梁建设养护需要。新建大跨、特大跨径桥梁以钢结构为主，新改建其他桥梁钢结构比例明显提高。

图18 混凝土桥



资料来源：百度百科：预应力混凝土桥词条，海通证券研究所

图19 采用钢箱梁的港珠澳大桥



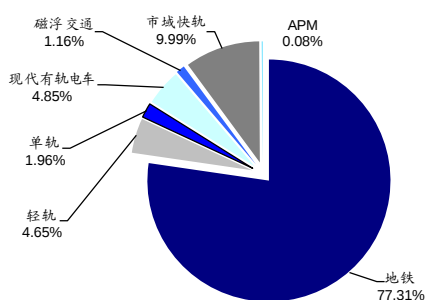
资料来源：百度百科：港珠澳大桥词条，海通证券研究所

公司是国内钢结构龙头企业，受益桥梁钢结构的发展。公司子公司中铁山桥和中铁宝桥具有深厚的历史，是我国钢梁钢结构、铁路道岔领域的领头羊，处于行业内第一梯队。从中长期看，以铁路、公路建设为主的交通基础设施建设的发展将带动桥梁建设的发展，同时拉动与桥梁建设高度相关的桥梁钢结构工程行业的进步，将持续推升公司钢结构板块业务收入。从短期看，根据公司财报，2017年上半年公司钢结构制造与安装业务实现营业收入29.74亿元，同比增长14.76%；而新签合同额45.24亿元，同比增长34.09%，预计公司钢结构收入仍将保持较快的增长。

2.4 进军新式轨道交通车辆行业

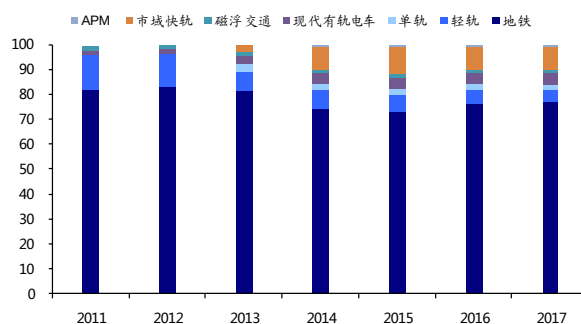
城市轨道交通多制式协同快速发展。除地铁外，城市轨道交通还包含轻轨、有轨电车等其他制式，随着城市轨道交通的快速发展保持稳定的增长。国务院在2016年底出台的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》强调要推进新型城市轨道交通装备研发及产业化。新型轨道交通是我国轨道交通发展的新方向和着力点，市场前景极为广阔。

图20 2017年末各制式运营里程占比



资料来源：中国城市轨道交通协会，海通证券研究所

图21 2017年各制式城轨运营里程占比变化情况（%）



资料来源：中国城市轨道交通协会，海通证券研究所

图22 苏州高新区现代有轨电车



资料来源：《中小城市发展中低运量城市轨道交通系统制式选择研究》，海通证券研究所

图23 重庆单轨系统



资料来源：《中小城市发展中低运量城市轨道交通系统制式选择研究》，海通证券研究所

在人口与财政匹配要求下，有轨电车、轻轨、单轨等制式有望在三四线城市获得更多应用。在众多城轨制式中，地铁具有更长的修建周期和更高的修建成本，建造过程主要包括5个流程，平均耗时3-6年，花费约10亿元/公里。而轻轨、有轨电车等制式具有工期相对短、造价便宜的优势，在可以满足地理和出行客流量需求的情况下，也具有较大吸引力。从近期包头地铁叫停事件看，政府也在引导地方城市根据人口和财政情况选择更为轻便的轨交制式，预计三四线城市内有轨电车、轻轨、单轨将获得更快增长。

表5 城市轨道交通系统制式主要分类和适用情况对比

系统分类	概念	特征	优缺点及适用地区
地铁	采用钢轮钢轨体系，1435mm标准轨距，主要在大城市地下隧道中运行，有条件时也可在地面或高架桥上运行	高运量，客运能力为4.5万-7.0万人次/h，大运量的客运能力为2.5万-5.0万人次/h，平均运行速度大于35km/h；最高行车速度不小于80km/h	优点:运量大、能耗低、技术成熟。 缺点:噪声大、造价高。 适用地区:特大、大城市中心区域
轻轨	采用钢轮钢轨体系，1435mm标准轨距，主要在城市街道路面或高架桥上运行，线路采用地面专用轨道或高架轨道，在繁华街区，也可进入地下或与地铁接轨	中运量，客运能力1.0万-3.0万人次/h，平均运行速度为25-35km/h；最高行车速度不小于60km/h	优点:能耗低、技术成熟。 缺点:振动噪声大。 适用地区:大、中城市
单轨	车辆与特制轨道梁组合成一体运行的中运量轨道系统，轨道梁既是车辆的承重结构，也是车辆的导向轨道，包括跨座式和悬挂式两种	中运量，跨座式客运能力1.0万-3.0万人次/h、平均运行速度为30-35km/h；悬挂式客运能力为0.8万-1.25万人次/h，平均运行速度大于20km/h；最高行车速度不小于80km/h	优点:噪声低、爬坡能力强、转弯半径小。 缺点:胶轮易老化。 适用地区:大、中城市，专用线路
有轨电车	分为单箱或铰接式有轨电车和导轨式胶轮有轨电车两类，运量低，适用于地面(独立路权)、街面混行或高架。按运行模式分为混合车道、半封闭专用车道(优先信号)、全封闭专用车道(平道口立交)	低运量，单箱或铰接式有轨电车客运能力为0.6万-1.0万人次/h，平均运行速度为15-25km/h；导轨式胶轮电车客运能力小于1.0万人次/h，最高运行速度70km/h	优点:介于轨道交通和公交之间，布线灵活，造价低。 缺点:噪声大，运量与路权关系大。 适用地区:中、小城市，专用线路
磁浮	利用电导磁力悬浮技术使列车悬浮运行，采用直线电机驱动，主要在高架桥上运行，特殊地段也可在地面或地下隧道中运行。按照运行速度可分为高速磁浮和中低速磁浮两类	中运量，客运能力1.5万-3.0万人次/h，高速磁浮列车最高行车速度约500km/h，中低速最高行车速度100km/h	优点:噪声低，爬坡能力强，转弯半径小，可实现全自动和无人驾驶。 缺点:胶轮易老化。 适用地区:城市机场专用线或客流相对集中的点对点线路
自动导向轨道	采用特制胶轮车辆在专用轨道上运行的旅客运输系统，列车沿着特制的导向装置行驶，可实现全自动化管理和无人驾驶，线路可采用地下隧道或高架桥形式	中运量，客运能力为1.0万-3.0万人次/h，平均运行速度大于25km/h	优点:爬坡能力强、转弯半径小、振动噪声低、综合造价低。 缺点:能耗略高，车辆造价较高。 适用地区:大、中城市，大城市开发区，山地城市，江河城市或旅游区
市域快速轨道	适用于城市区域内重大经济区之间中长距离的客运交通。主要在地面或高架桥上运行，必要时也可采用隧道，采用钢轮钢轨体系时，轨距应为1435mm	大运量，客运量可达20万-45万人次/d，运行速度可达120km/h	优点:能耗低、技术成熟。 缺点:振动噪声大。 适用地区:城市长距离郊区

资料来源：《城市轨道交通制式分类及适用性》，海通证券研究所

跨座式单轨是经济性较强的新制式轨交。跨座式单轨是车辆采用橡胶车轮骑跨在梁轨合一的单根轨道梁上行驶的轨道交通工具，具有独立的路权，相比于有轨电车，其与地面交通工具互不干扰，且具有良好的观景效果。从经济效果上看，跨座式单轨线路设

置灵活拆迁量较小，其土建造价约为地铁造价的三分之一到二分之一；地下车站和区间环控设备较少，故运营成本低；轨道梁采用工厂标准化生产，建设周期 2-3 年为地铁的一半。

跨座式单轨已经获得较为广泛的应用。单轴跨座式单轨属于中型车辆，以庞巴迪和 SCOMI 为主要代表，已经运用于新加坡吉隆坡、美国拉斯维加斯、巴西圣保罗等城市。双轴跨座式单轨分大中小型号，以日立、长客为代表，主要运用于日本东京大阪、韩国大邱、阿联酋迪拜等城市，目前也应用在国内重庆轨交 2、3 号线。在我国除了重庆的单轨外，比亚迪的云轨项目也分别于 2016 年 10 月、2017 年 9 月在深圳坪山和宁夏银川通车。随着城市的发展和城轨多制式的协同发展，预计更多的城市会涉及单轨类项目。

表 6 单轨交通在世界多个国家得到应用（2016 年）

序号	国家	名称	开通年份	线路长度 (km)	最高时速 (km/h)	主要系统设计和生产服务商
1	德国	伍珀塔尔单轨	1901	13.3	60	德国土木工程师 Eugen Langen 设计
2	美国	迪士尼乐园单轨	1959	4		Mark I、Mark II（德国 Alweg、WDI） Mark III、Mark IV（WDI） Mark VII（WDI、加拿大庞巴迪）
3	美国	西雅图单轨	1962	1.54	72	德国 Alweg
4	日本	羽田机场单轨	1964	17.8	80	日本日立
5	日本	世博园单轨	1970	4.3	50	日本日立
6	日本	湘南单轨	1970	6.6	75	日本三菱重工
7	美国	迪士尼世界单轨	1971	23.6	89	Mark IV（WDI、马丁·玛丽埃塔） Mark VI（WDI、加拿大庞巴迪）
8	德国	工业大学单轨	1984	3	65	德国西门子
9	日本	北九州单轨	1985	8.8	65	日本日立
10	日本	千叶都市单轨	1988	15.5	75	日本三菱重工
11	澳大利亚	悉尼单轨	1988	3.6	60	瑞士 Von Roll
12	日本	大阪单轨	1990	28	70	日本日立
13	美国	纽瓦克单轨	1996	4.8	60	瑞士 Von Roll 德国 Adtranz
14	美国	杰克逊维尔单轨	1997	4	56	加拿大庞巴迪
15	日本	多摩单轨	1998	16	60	日本日立
16	德国	杜塞尔多夫机场单轨	2002	2.5	50	德国西门子
17	日本	冲绳单轨	2003	13.1	60	日本日立
18	马来西亚	吉隆坡单轨	2003	8.6	60	日本日立、马来西亚史格米
19	美国	拉斯维加斯单轨	2004	6.3	80	加拿大庞巴迪
20	中国	单轨 2 号线	2005	31.36	80	日本日立
21	俄罗斯	莫斯科单轨	2005	4.7	60	意大利 Intamin 公司、莫斯科热力技术学院
22	新加坡	圣淘沙单轨	2007	2.1	60	日本日立
23	阿联酋	朱美拉棕榈岛单轨	2009	5.4	70	日本日立
24	中国	单轨 3 号线	2011	67.09	80	日本日立
25	巴西	单轨 15 号线	2014	2.9	80	加拿大庞巴迪
26	印度	孟买单轨	2014	8.93	80	马来西亚史格米
27	韩国	大邱单轨 3 号线	2015	24	70	日本日立
28	中国	比亚迪跨坐式单轨	2016	4.4	60	中国比亚迪
29	中国	成都悬挂式单轨	2016	1.4	60	中唐空铁
30	巴西	圣保罗单轨 17 号线	在建	24		马来西亚史格米
31	伊朗	库姆单轨	在建	6.8		意大利 SpA
32	沙特	利雅得单轨	在建	3.6		加拿大庞巴迪
33	俄罗斯	Krasnogorsk 单轨	在建	1		俄罗斯 Morton

资料来源：轨道城市，海通证券研究所

公司进军轨交车辆市场，进一步发挥集团全产业链优势。公司于2017年9月公告与常州国家高新技术产业开发区管理委员会签署《合作协议》，拟在新型轨道交通产业研发、制造、投资、服务建立合作关系，合作总投资规模约15亿元人民币；2017年11月公司公告将与常州天晟新材合资设立轨道交通装备公司，对新型轨道交通产业进行布局，将研发跨座式单轨、磁悬浮、悬挂式轨道交通等新制式轨道交通车辆，并预计将于2018年制造出样车。在国家大力支持新型轨道交通产业发展的背景下，公司有望依托中国中铁集团在轨道交通产业链较为完善的优势，进一步开拓车辆端市场，为客户提供新制式轨交一揽子的综合解决方案。同时凭借着公司在盾构等高端装备上的制造基础，以及中国较为完善和自主化的轨交零部件供应体系，我们认为公司有能力进入新制式车辆市场。

3. 盈利预测

我国基础设施建设升级发展，预计未来装备领域仍将持续发展。近年来我国轨交、桥梁等基础设施取得了快速和显著的发展，为道岔、钢梁、盾构、铁路桥梁施工设备的快速发展带来了机遇。十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”。而面向未来，我们认为基础设施将在更新的层面上为经济发展服务，如城市综合管廊的修建、山岭引水隧道使用盾构挖掘、钢结构桥梁比例提升、新制式轨交的发展，将更加兼具效率与成本。与此同时一带一路国家、海外新兴市场的经济发展也将拉动基建的发展，在国内产业链完善、施工经验丰富的情况下，我国设备厂商也有望进一步走出国门开拓海外市场，为国内龙头企业走向世界龙头提供广阔的机遇。

行业持续向好，订单及业绩承诺提供较高安全边际。根据铁总工作会议，预计2018年全国固定资产投资达7320亿，开通铁路超过4000公里，行业景气度持续向好；我们预计城轨修建和车辆的多制式发展仍将保持景气。根据公司公告，公司承诺18、19年分别完成净利润13.34和15.05亿，以18年承诺业绩估算PE约18.59倍，处于机械行业中等偏下水平。而根据公司18年1月11日公布的合同公告，2017年公司累计新签合同金额250.4亿，较16年同口径增长23.7%。从公司订单的增幅看，我们预计18年公司的收入仍将保持较快增长。我们根据行业情况，假设道岔增速稳定，钢梁钢结构获得20%以上的增速，盾构机收入增速超过40%，受盾构机高毛利率影响，公司的整体利润增速有望超过收入增速。

盈利预测：综合考虑公司的订单、行业发展趋势以及公司为持久发展的准备，我们预计公司未来三年仍将取得良好的发展，预计2017-2019年实现归母净利润12.71、15.57、18.24亿，EPS分别为0.57、0.70、0.82元。结合可比公司估值，给予2018年20倍PE，目标价14.00，给予买入评级。

风险提示：受铁总和地方债务影响，铁路和城轨的里程开通水平可能不及预期；若开工放缓或大机型产品较多，则公司订单交付可能不及预期；原材料价格的窄幅波动将影响毛利率水平；公司新制式车辆的研发和推出不及预期；公司在新型盾构、钢梁、轨交车辆上的研发投入或导致短期费用成本增加。

表 7 主营业务收入预测及主要假设

	2016	2017E	2018E	2019E
分产品销售收入 (亿元)				
道岔	37.80	41.20	43.26	44.56
钢结构制造与安装	54.39	65.27	81.59	89.74
隧道施工设备及相关服务	22.88	32.03	46.45	60.38
工程施工机械	5.89	9.13	9.86	10.65
其他	15.53	15.00	15.00	15.00
合计主营业务收入	136.49	162.63	196.15	220.33
分产品销售增长率 (%)				
道岔		9.00	5.00	3.00
钢结构制造与安装		20.00	25.00	10.00
隧道施工设备及相关服务		40.00	45.00	30.00
工程施工机械		55.00	8.00	8.00
其他		-3.40	0.00	0.00
主营业务收入同比增长率 (%)	9.32	19.15	20.61	12.33

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 表内 2016 年的收入是为公司 2016 年财报披露的置换进入资产的收入

表 8 可比上市公司估值 (2018/02/07)

	晋亿实业	中国中车	华铁股份	鼎汉技术
总市值 (亿元)	65.00	3014.35	122.71	49.50
预估 2017 年归母净利润 (亿元)	1.66	113.70	4.39	1.09
2017 年 PE (倍)	39.16	26.51	27.93	45.46
预估 2018 年归母净利润 (亿元)	1.85	135.35	5.61	2.50
2018 年 PE (倍)	35.14	22.27	21.86	19.77

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 17、18 年归母净利润来自 wind 一致估计

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	51241.57	16263.15	19615.34	22033.24
每股收益	0.08	0.57	0.70	0.82	营业成本	48407.82	13038.79	15623.39	17423.31
每股净资产	4.28	6.74	7.44	8.27	毛利率%	5.53%	19.83%	20.35%	20.92%
每股经营现金流	0.94	5.59	1.52	1.59	营业税金及附加	430.89	149.78	178.50	200.50
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.84%	0.92%	0.91%	0.91%
价值评估（倍）					营业费用	98.46	315.51	380.54	427.44
P/E	147.69	19.51	15.92	13.59	营业费用率%	0.19%	1.94%	1.94%	1.94%
P/B	2.61	1.65	1.50	1.35	管理费用	1325.40	1414.89	1745.76	1971.98
P/S	0.48	1.52	1.26	1.13	管理费用率%	2.59%	8.70%	8.90%	8.95%
EV/EBITDA	28.45	14.11	9.64	6.95	EBIT	979.01	1344.17	1687.14	2010.02
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	779.89	53.97	47.40	21.41
盈利能力指标（%）					财务费用率%	1.52%	0.33%	0.24%	0.10%
毛利率	5.53%	19.83%	20.35%	20.92%	资产减值损失	332.29	30.00	20.00	20.00
净利润率	0.08%	7.98%	8.11%	8.48%	投资收益	182.04	130.00	130.00	120.00
净资产收益率	2.69%	8.48%	9.42%	9.94%	营业利润	48.86	1390.20	1749.74	2088.60
资产回报率	0.30%	3.71%	4.38%	5.06%	营业外收支	58.99	95.00	70.00	50.00
投资回报率	2.13%	9.07%	12.79%	17.06%	利润总额	107.85	1485.20	1819.74	2138.60
盈利增长（%）					EBITDA	1313.31	1674.79	2139.46	2520.34
营业收入增长率	-11.33%	-68.26%	20.61%	12.33%	所得税	65.12	187.14	229.29	269.46
EBIT 增长率	-7.23%	37.30%	25.52%	19.14%	有效所得税率%	60.38%	12.60%	12.60%	12.60%
净利润增长率	143.99%	2938.18%	22.52%	17.52%	少数股东损益	-125.14	27.26	33.40	44.86
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	167.86	1270.81	1557.06	1824.28
资产负债率	88.5%	55.8%	52.9%	48.4%	扣除非经常性损益净利润	19.36	1215.04	1529.27	1825.44
流动比率	1.17	1.27	1.35	1.49					
速动比率	0.58	0.83	0.88	0.97	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金比率	0.42	1.19	2.21	22.92	货币资金	5029.07	7400.00	7600.00	7600.00
经营效率指标					应收款项	15372.89	7129.05	7523.69	7847.46
应收帐款周转天数	110.68	160.00	140.00	130.00	存货	13600.06	6965.93	7276.65	7160.26
存货周转天数	106.35	195.00	170.00	150.00	其它流动资产	334.20	334.20	334.20	334.20
总资产周转率	0.91	0.37	0.62	0.68	流动资产合计	51564.04	23814.78	25065.37	25547.47
固定资产周转率	29.52	5.73	4.95	5.42	长期股权投资	236.45	573.83	573.83	573.83
					固定资产	1763.00	4248.22	4798.22	5408.22
					在建工程	0.00	332.16	282.16	232.16
					无形资产	63.79	1178.57	1178.57	1178.57
					非流动资产合计	4582.39	7259.43	7307.11	7356.79
					资产总计	56146.43	31074.21	32372.48	32904.26
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	短期借款	9681.00	6142.55	3337.12	231.59
净利润	42.73	1298.07	1590.45	1869.14	应付账款	16976.15	6072.86	7276.65	8114.96
折旧摊销	334.30	330.62	452.32	510.32	预收账款	3225.41	3252.63	3923.07	4406.65
营运资金变动	343.27	10705.65	1462.65	1286.07	其它流动负债	3.12	30.00	30.00	30.00
经营活动现金流	1368.19	12419.14	3372.82	3536.94	流动负债合计	44079.38	18794.71	18502.53	17165.17
固定资产投资	0.00	-2485.22	-550.00	-610.00	长期借款	5523.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0.00	-1114.78	0.00	0.00	其它长期负债	59.46	310.00	310.00	310.00
资本支出	160.14	2832.84	450.00	530.00	非流动负债合计	5582.46	310.00	310.00	310.00
投资活动现金流	91.96	-3253.61	-320.00	-410.00	负债总计	49661.83	19104.71	18812.53	17475.17
债务变化	-971.20	-11147.26	-2805.42	-3105.53	实收资本	1459.20	2221.55	2221.55	2221.55
股票发行	101.75	4467.09	0.00	0.00	普通股股东权益	6242.83	14980.73	16537.78	18362.06
融资活动现金流	-1969.87	-6794.59	-2852.82	-3126.94	少数股东权益	241.77	169.03	202.43	247.29
现金净流量	-509.72	2370.94	200.00	0.00	负债和所有者权益合计	56146.43	31074.21	32372.48	32904.26
公司自由现金流	1258.28	8482.72	2909.53	3013.14					
股权自由现金流	913.16	4998.38	178.57	1.29					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 07 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

注：因公司 17 年完成资产置换，16 年财报未披露完整的置入资产口径的资产负债表。我们以交易卖出全部置出资产、同时交易买入全部置入资产的逻辑搭建模型，则 17 年现金流量表各分项仅用于体现这种模型逻辑下的变化，不代表置入资产口径下的年内现金流情况。

信息披露

分析师声明

余炜超 机械行业
杨震 机械行业
耿耘 机械行业
沈伟杰 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：徐工机械,天鹄股份,五洋停车,康尼机电,浙江鼎力,快克股份,中金环境,长荣股份,郑煤机,华铁股份,轴研科技,豪迈科技,鼎汉技术,诺力股份,美亚光电,正业科技,联得装备,黄河旋风,金卡智能,劲胜智能,田中精机,上海机电,东方精工,华东重机,中集集团,杭氧股份,陕鼓动力,大冷股份,巨星科技,新宏泰

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级			
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;			
	股票投资评级	类别	评级	说明
			买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
减持			个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	
卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。			
2. 投资建议的评级标准		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
				行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
			中性	
			减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。				

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。