

核心业务即将同时发力，打造国际基建设备巨头

——中铁工业首次覆盖报告

首次覆盖报告

◆ 首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 17.45 元

预计未来三年公司核心业务盾构机、道岔、钢结构桥梁将同时发力，中长期公司有望成为国际基建设备及产品巨头和新型轨交装备核心供应商。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.57、0.75 和 0.94 元，同比增长 27.5%、30.8%和 25.8%，复合增速约 28%。参考可比公司估值、结合 PE 和 PB 估值法、并考虑公司有望成国际基建设备及产品巨头等，给予公司 2018 年 23.58 倍 PE，目标价 17.45 元，首次覆盖给予“强烈推荐评级”。

◆ 铁路道岔业务或受益于铁路通车里程再次爆发

新建铁路里程越长、站点数量越多、铁路网越密集等，道岔需求越高、且一般与下年度铁路通车里程正相关。我们统计了约 200 条铁路建设计划，预计 2016-2020 年新增铁路通车里程 3110、3063、4703、9163 和 10354 公里、复合增速 50%，对应车站数量依次为 179、89、227、380 和 460 座、复合增速 73%。道岔业务毛利占公司总毛利比重接近一半，预计未来两年公司道岔业务将受益于铁路通车里程再次爆发，是公司利润增长的主要动力。

◆ 国内和海外拉动钢结构桥梁业务加速、盾构机维持高增长依然可期

受益于海外市场增量订单和国内政策鼓励增加钢结构桥梁占比，预计 2017 年公司新签钢结构桥梁订单约 100 亿元、同比增长约 28%，预计未来两年该业务收入增速将加速至 18%和 17%。我们计算 2017H1 末公司盾构机业务在手订单约 43.71 亿元、较 2016 年底增长约 70%。国内盾构机市场在地铁、水利工程、地下综合管廊和出口等因素拉动下，高景气度依然会持续，公司作为国内盾构机双寡头之一将继续受益、高增长依然可期。

◆ 公司有望成为国际基建设备及产品巨头和新型轨交装备核心供应商

核心业务铁路道岔可出口至全球 20 多个国家、盾构已实现海外销售 25 台、钢结构桥梁屡获海外标志性项目，道岔、盾构机和钢结构桥梁均是国内第一、且具备全球竞争力实力的产品，具备持续扩大海外市场能力，或成为全球基建设备巨头。全方位战略合作研制的新型轨道交通产品有望在 2018 年前底出样车、2019 年车辆定型达产，或成为新型轨交装备核心供应商。

◆ 风险提示：订单交付跨年度的风险和原材料价格波动的风险等

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12485	13,649	15,561	18,752	22,323
增长率(%)	2.0	9.3	14.0	20.5	19.0
净利润(百万元)	750.5	994	1,268	1,658	2,086
增长率(%)	16.0	32.4	27.5	30.8	25.8
毛利率(%)	18.8	20.1	20.7	21.9	22.9
净利率(%)	6.0	7.3	8.1	8.8	9.3
ROE(%)	10.1	12.0	8.7	10.2	11.3
EPS(摊薄/元)	0.34	0.45	0.57	0.75	0.94
P/E(倍)	31.29	23.6	18.5	14.2	11.3
P/B(倍)	3.16	2.9	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所；注：2015-2016 年数据更新为与现有资产同口径比较

强烈推荐 (首次评级)

分析师

郭泰 (执业证书编号：S0280518010004)

010-83561000

guotai@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.02.23

收盘价(元)：	10.57
总股本(亿股)：	22.22
总市值(亿元)：	234.82
近 3 月换手率：	42.72%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.33	-17.74	-51.63
绝对	-16.44	-18.5	-34.42

相关研报

投资要件

关键假设

1. 未来三年国内新增铁路通车里程、车站数量复合增速约 50%和约 74%；
2. 国内直辖市、省会城市和单列市城市轨道交通建设按照规划完成；
3. 借助中国“一带一路”战略，公司核心产品能够实现出口量的提升；

我们区别于市场的观点

1. 本篇报告提出了未来三年公司道岔、盾构机、钢结构桥梁三块核心业务将同时发力。区别于市场观点，我们认为未来三年道岔业务才是驱动公司业绩增长的主要动力，隧道掘进设备及服务业务（盾构机）将持续高增长、钢结构桥梁在海外订单驱动下将加速。

2. 区别于市场关注国内铁路和城市轨道交通建设，我们认为公司三大核心业务道岔、盾构机和钢结构桥梁均是国内第一、且具备全球竞争力实力的产品，很可能在中国“一带一路”战略引导下，持续扩大海外市场，有成为全球基建设备巨头的潜力。

3. 市场普遍认为和担忧国家铁路和城市轨道交通建设在十三五之后将下降，从而影响公司业绩增长的持续性。但我们认为，一方面十四五铁路和城轨建设规划存在超市场预期可能、且公司核心产品具备持续扩大海外市场的能力，另一方面公司全方位战略合作研制的新型轨道交通产品有望成为公司新的业绩增长点。

股价上涨的催化因素

我们认为，公司股价上涨的驱动力来自于短期业绩超预期和对中长期业绩持续增长，以及认可公司核心产品全球竞争实力带来的估值提升。从公司新签订单增速和结构变化来看，预计公司短期业绩超预期的可能性有提升；新型轨道交通产品的定型与量产将支撑中长期业绩增长的持续性；持续扩展海外市场或新签海外订单增速提升将增强公司产品全球竞争力的认可度。

估值和目标价格

预计未来三年公司核心业务道岔、盾构机、钢结构桥梁将同时发力，中长期公司有望成为国际基建设备及产品巨头和新型轨交装备核心供应商。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.57、0.75 和 0.94 元，同比增长 27.5%、30.8%和 25.8%，复合增速约 28%。参考可比公司估值、结合 PE 和 PB 估值法、并考虑公司有望成国际基建设备及产品巨头和新型轨交装备的核心供应商等，给予公司 2018 年 23.58 倍 PE，目标价 17.45 元，首次覆盖给予“强烈推荐评级”。

投资风险

订单交付跨年度的风险、原材料价格波动的风险和海外市场扩展的不确定

目 录

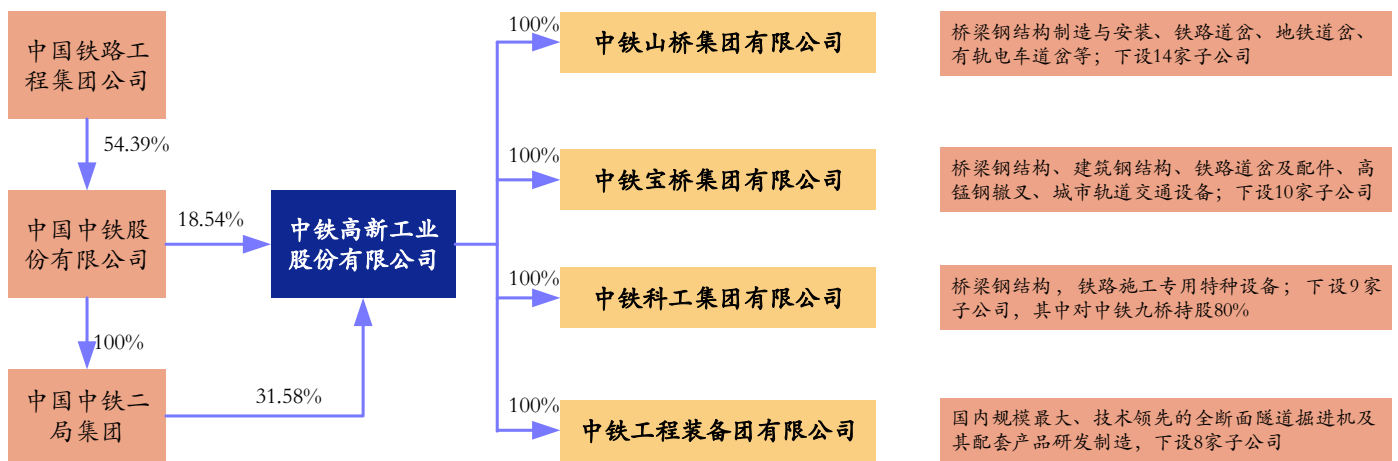
1、 基建设备及产品核心供应商，预计 17 年业绩增 28%.....	4
1.1、 2017 年 1 月 5 日完成与原中铁二局的资产置换.....	4
1.2、 资产置换完成后成为基建设备及产品核心供应商.....	4
1.3、 预计 17 年归母净利润增 28%，Q4 业绩迅猛回升.....	4
2、 2018 年核心业务有望同时发力、驱动业绩加速增长.....	5
2.1、 盾构机双寡头格局稳固，持续高增长依然可期.....	5
2.1.1、 国内企业已成盾构机行业主流，双寡头格局将比较稳固.....	5
2.1.2、 地铁建设、新应用领域和一带一路支撑盾构机需求增长.....	5
2.1.3、 中铁装备：盾构机寡头之一，2018 年将继续快速成长.....	7
2.2、 铁路道岔业务或受益于铁路通车里程再次爆发.....	8
2.2.1、 中铁两桥铁路道岔：中国“道岔故乡”，产能非常充足.....	8
2.2.2、 预计 2018-2020 年新增铁路通车里程复合增长约 50%.....	9
2.2.3、 道岔受益通车里程、车站数量爆发，推动利润加速增长.....	10
2.3、 国内政策驱动与海外扩展拉动钢结构业务加速.....	12
2.3.1、 预计至 2020 年中国钢结构用量约 1 亿吨、复合增速约 20%.....	12
2.3.2、 钢结构桥梁行业的三叉戟：中铁山桥、中铁宝桥和中铁九桥.....	13
2.3.3、 2017H1 钢结构订单增长 34%，预计年底在手订单非常充足.....	14
3、 中铁工业的核心业务具备持续开拓国际市场的能力.....	15
3.1、 盾构龙头借“一带一路”扩展国际市场.....	15
3.2、 桥梁钢结构摇篮，屡次斩获国际大单.....	15
3.3、 执铁路道岔牛耳，优质产品畅销全球.....	16
4、 打造国际基建设备巨头、致力于发展新型轨交产品.....	17
4.1、 国内第一扩展海外，打造国际基建装备巨头.....	17
4.2、 全方位战略合作，致力于发展新型轨交产品.....	18
5、 盈利预测与投资建议.....	19
5.1、 预计 2018-2019 年道岔业务加速是业绩增长的主要动力.....	19
5.2、 预计 2018-2019 年盾构机依旧高增长，钢结构桥梁加速.....	20
5.3、 行业景气向上驱动收入加速，强烈推荐、目标价 17.4 元.....	20
6、 风险提示.....	23
6.1、 订单交付跨年度的风险.....	23
6.2、 原材料价格波动的风险.....	23
6.3、 海外市场扩展的不确定.....	23
附：财务预测摘要.....	24
图表目录.....	25

1、基建设备及产品核心供应商，预计 17 年业绩增 28%

1.1、2017 年 1 月 5 日完成与原中铁二局的资产置换

2017 年 1 月 5 日中铁工业完成与原中铁二局资产置出和现有资产置入的资产过户手续，1 月 24 日变更公司名称为“中铁高新工业股份有限公司”，置入资产（现有资产）为中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工和中铁装备，均为全资子公司。

资产置换完成后中铁工业股权关系及子公司情况



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

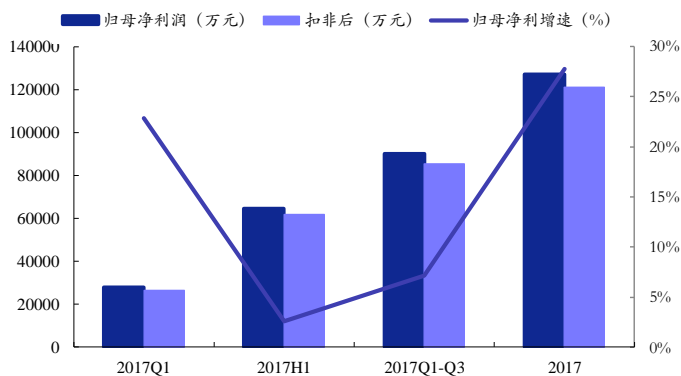
1.2、资产置换完成后成为基建设备及产品核心供应商

资产置换完成后，中铁工业主营业务为铁路道岔、钢结构制造与安装、隧道施工设备及服务、工程施工机械设备等及服务，成为基建设备和产品的核心供应商，是制造业企业、并非工程承包的建筑企业，且核心产品可出口至全球。

1.3、预计 17 年归母净利润增 28%，Q4 业绩迅猛回升

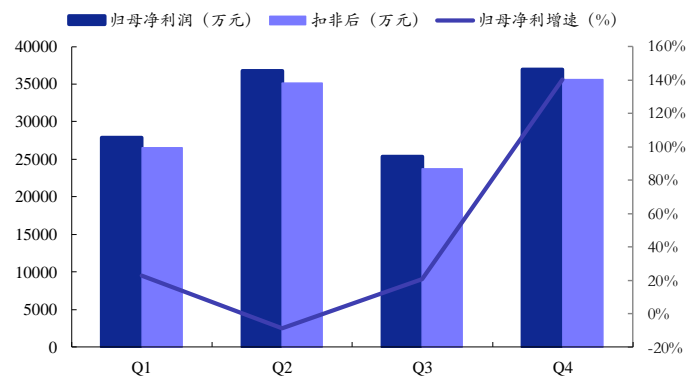
公司预计 2017 年归母净利润约 12.7 亿元、同口径比较增长约 28%，扣非后 12.1 亿元，超过中国中铁承诺的扣非后归母净利润 11.24 亿元。逐季分析，2017H2 中铁业绩增速开始回升，同口径资产比较，全年归母净利润增速 27.8% 高于 2017H1 的 2.6% 和 2017Q1-Q3 的 7.2%，其中 Q4 单季度归母净利润同比增长 140%。

中铁工业 2017H2 业绩增速回升



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2017Q4 中铁工业业绩迅猛增长



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2、2018 年核心业务有望同时发力、驱动业绩加速增长

2.1、盾构机双寡头格局稳固，持续高增长依然可期

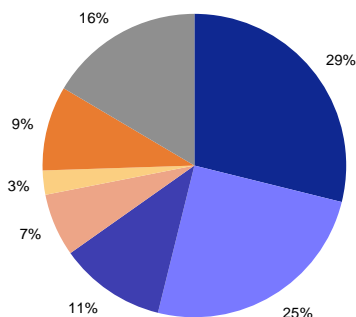
2.1.1、国内企业已成盾构机行业主流，双寡头格局将比较稳固

国内企业已打破垄断，掌握盾构机完全自主知识产权。盾构机是用于隧道掘进的专用工程机械，用于地铁建设、铁路和公路隧道、油气管道、城市综合管廊、水利水电、煤巷道施工和国防工程等。2007 年之前国内盾构机主要是海瑞克、小松等德国、日本、美国的外资企业的垄断市场。近年来中铁装备、铁建重工依托两大铁路基建集团迅速扩大国内市场份额。特别是 2013 年中铁装备承担的“盾构装备自主设计制造关键技术及产业化”科研项目荣获国家科技进步一等奖，真正意义上突破了国外隧道掘进机关键技术的壁垒。2017 年中铁装备（全断面隧道掘进机）被工信部、中国工业经济联合会认定为国家第二批制造业单项冠军示范企业。

国内盾构机市场形成以“两铁”为主的双寡头格局。铁建重工和中铁装备分别于 2006 年底和 2009 年底组建成立，均依托国家 863、973 项目攻坚和分别背靠中国中铁和中国铁建集团，通过自主创新与研发突破了国外企业在国内盾构机市场的垄断。根据中国工程机械协会统计数据，2013 年之后至今，中铁装备和铁建重工盾构机销量合计占比持续超过 50%，形成了国内盾构机双寡头的格局。2016 年中铁工业和铁建重工在盾构市场按照销量的市场份额分别为 29% 和 25%，此外辽宁三三为 11%、中交天和约 7%，国内企业市场份额占比已超过 70%。

2016 年中铁装备和铁建重工市场占比超 50%

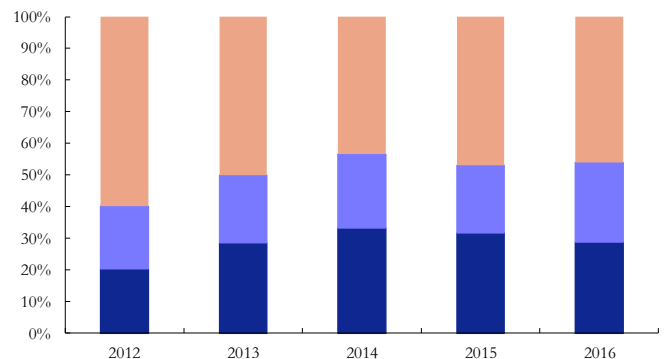
■ 中铁装备 ■ 铁建重工 ■ 辽宁三三 ■ 中交天和 ■ 小松中国 ■ 海瑞克（合计） ■ 其他



资料来源：中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

2014-2016 年两铁盾构机市场率合计超过 50%

■ 其他企业 ■ 铁建重工 ■ 中铁装备



资料来源：中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

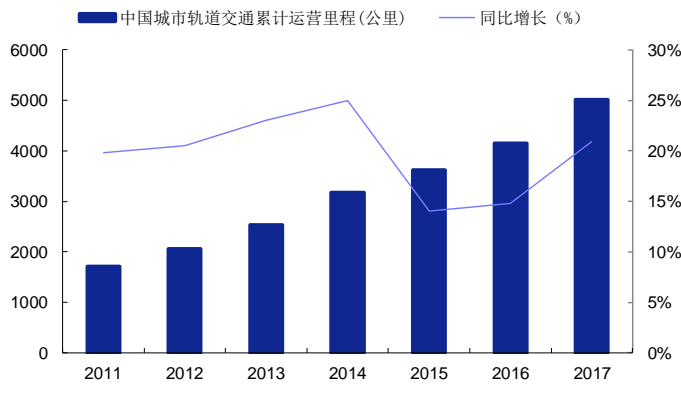
预计“两铁”双寡头格局将比较稳固。中国盾构机市场的发展得益于城市轨道交通的加速建设，70%-80%的盾构机应用在城市地铁建设中。而中国城轨建设项目主要由中国中铁和中国铁建承接，以中国中铁为例 2016 年新签城轨工程订单 2523 亿元、同比增长 79%，2017H1 新签订单 1137 亿元、同比增长 44.2%，市场率约为 50%。考虑到中铁装备和铁建重工分别背靠中国中铁和中国铁建集团，且均掌握自主知识产权和创新研发实力，预计国内盾构机双寡头格局将比较稳固。

2.1.2、地铁建设、新应用领域和一带一路支撑盾构机需求增长

2017H1 中国城轨在建里程 5770 公里，2018-2019 年仍是建设高峰期。根据中国城市轨道交通协会统计，截止 2017 年底城轨运营里程增加至 5022 公里、同比增长 20.9%，增速高于 2016 年的 14.78%。2017 年城轨新增运营里程 869 公里、同比增长 62.5%，其中新增地铁运营里程 713 公里、占新增总里程的 82.07%，占比虽低于 2016 年的 95.5%，但高于 2015 年的 66.7%，依然维持较高的占比。截

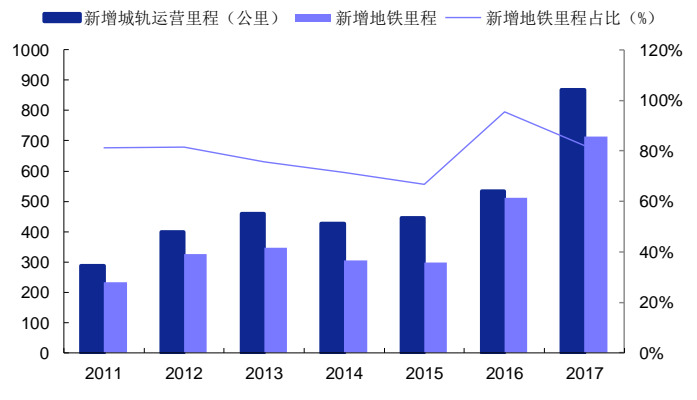
止2017H1中国城轨在建里程5770公里,较2015年底增加1255公里或增长27.8%。按照城市轨道交通建设规划约5年左右的时间分布,我们认为2018-2019年仍然是城轨建设的高峰期。

2017年底中国城轨运营里程超过5000公里



资料来源:中国城市轨道交通协会、新时代证券研究所

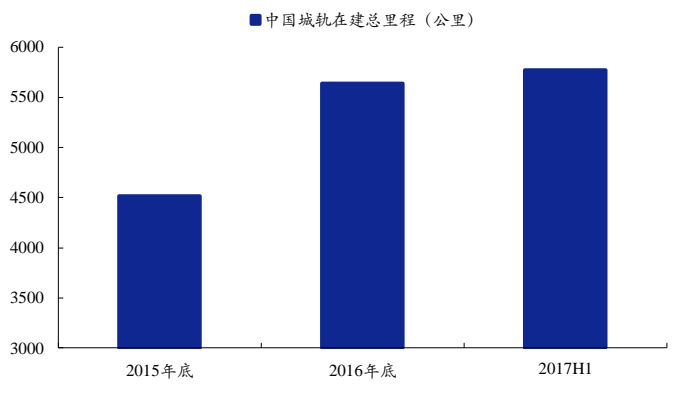
中国新增城轨运营里程中地铁占比最大



资料来源:中国城市轨道交通协会、新时代证券研究所

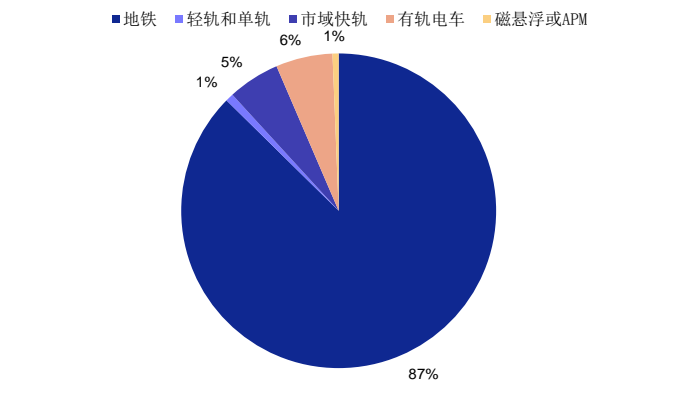
在建城轨中地铁占比87%和地铁建设新工艺将支撑盾构机需求增长。根据中国城市轨道交通协会,2016年底在建城轨总里程5637公里,其中在建地铁总里程4925公里、占比87%,在建里程高于2016年底中国累计地铁运营总里程的3619公里。此外,中国地铁建设逐步出现新工艺,例如深圳地铁将首次采用双模盾构修建区间隧道,采用双模盾构机;2017年深圳地铁6号线已开始使用直径6.5米的“韶山十六号”双护盾TBM,较之前地铁建设使用直径6米的盾构机有较大的不同。因为盾构机的非标设计特性,在建城轨中地铁里程依然较高和地铁建设的新工艺仍将支撑盾构机需求增长。

2017H1中国城轨在建总里程超过5700公里



资料来源:中国城市轨道交通协会、新时代证券研究所

2016年底中国城轨在建里程中地铁占比87%



资料来源:中国城市轨道交通协会、新时代证券研究所

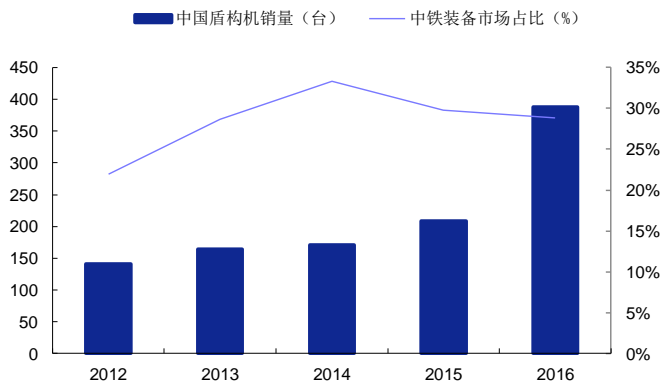
地下综合管廊建设、水利工程等和一带一路项目是盾构机新增应用领域和市场。为解决反复开挖的“马路拉链”等问题,2015年8月国务院办公厅发布《关于推荐城市地下综合管廊建设的指导意见》提出到2020年建成一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营。2017年3月李克强总理在政府工作报告指出,统筹城市地上地下建设,再开工建设城市地下综合管廊2000公里以上。2016年中铁工业下属中铁装备已提出开发地下空间的创新性解决方案,例如矩形盾构下穿隧道工法开创了过街隧道施工不再“开膛破肚”的新模式,业界首创地下停车场/综合管廊组合式盾构施工工法,并可拓展应用于海绵城市雨洪调蓄枢纽等大型地下空间项目。2017年12月,中铁工业与浙江交投深化合作暨中铁装备与浙江经投签约将成立合资公司,主要从事全断面隧道掘进机(各类型盾构类、TBM)和再制造,地

下空间开发投资等。此外，中国企业在一带一路沿线国家承接的基建项目颇多，或将是中国企业生产盾构机应用的新市场。

2.1.3、 中铁装备：盾构机寡头之一，2018 年将继续快速增长

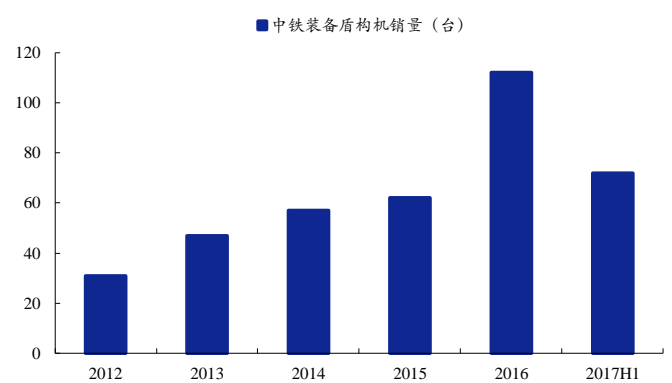
2012-2016 年中国盾构机销量复合增速约 29%。根据工程机械工业协会统计，受益于中国地铁和工程项目建设，中国的盾构机企业销售量得到了迅猛的发展，销量由 2012 年的 141 台增加到 2016 年的 388 台、复合增速 28.8%，2016 年销售规模约 170 亿元。

2012-2016 年中国盾构机销量持续增长



资料来源：中国工程机械工业协会、新时代证券研究所

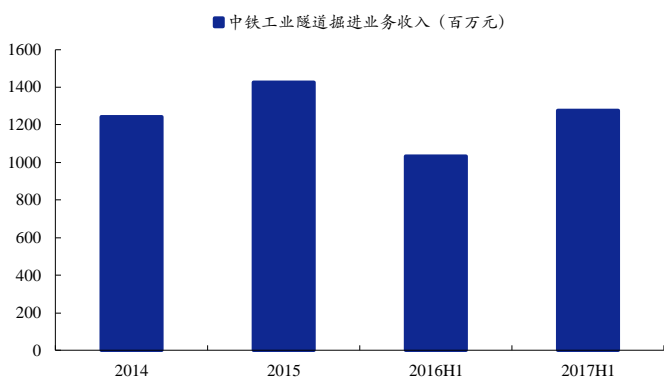
2012-2017H1 中铁装备盾构机销量持续增长



资料来源：中国工程机械工业协会、中铁工业、新时代证券研究所

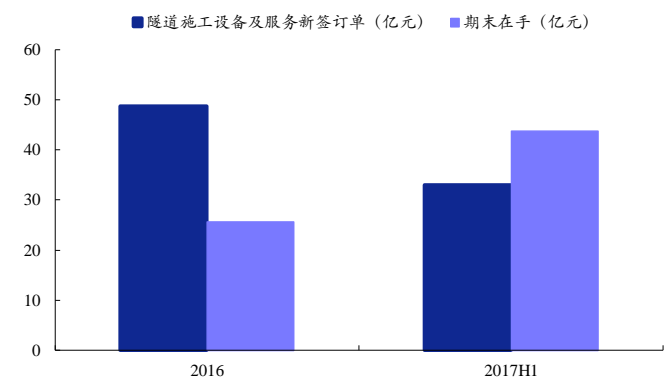
中铁装备盾构机寡头之一，市占率连续多年保持第一。中铁装备始终坚持将装备制造与工法推广高度融合，在业内保持了“最懂施工的装备制造”和“最会制造的综合服务商”这一核心竞争力。根据工程机械工业协会统计，2012-2016 年中铁装备盾构机销量为 31、47、57、62 和 112 台，复合增速 38%。2017H1 中铁工业销售盾构机 72 台、实现收入 12.77 亿元、同比增长 23.5%。目前中铁工业盾构机具备年产能 230 台以上，已为不同的客户成功量身定做了 530 余台盾构设备，累计安全顺利掘进隧道将近 1000 公里，市场占有率连续五年保持国内第一。

2017H1 中铁工业隧道掘进业务收入增长 23.5%



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2017H1 中铁工业隧道设备在手订单快速增长



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

在手订单充足，预计 2018 年将持续快速增长。2017H1 中铁工业隧道施工设备新签订单 33.05 亿元、同比增长 58%。我们预计 2017H1 末在手订单 43.7 亿元，较 2016 年底增长约 70%。我们认为，中铁工业隧道掘进设备（盾构机）业务充足的在手订单和新应用领域扩展将确保 2018 年及以后继续快速增长。

近年来中铁工业盾构机应用新领域列举

应用时间	项目名称	掘进长度	盾构机类型
2018年	兰州水源地项目输水主隧洞	12.23公里	中铁双护盾全断面硬岩隧道掘进机 (TBM)
2018年	大瑞铁路高黎贡山项目	--	敞开式岩石掘进机 (TBM)
2017年	蒙华铁路白城项目	3.06公里	大断面马蹄形盾构机
2015-2017年	吉林引松供水工程	23公里	全断面敞开式岩石隧道掘进机
2016年	京沈客专望京隧道项目	--	首台大直径泥水盾构机
2016年	黎巴嫩贝鲁特引水工程	--	硬岩掘进机
2017年	盾构法施工的地下停车场试验项目	--	矩形盾构机
2016年	越南水电工程项目	--	再制造的 TBM
2016年	成都地下人行通道项目	56米	矩形盾构式顶掘机
2016年	太原铁路枢纽西南环项目	--	土压平衡盾构机

资料来源：中铁装备、新时代证券研究所

2.2、铁路道岔业务或受益于铁路通车里程再次爆发

2.2.1、中铁两桥铁路道岔：中国“道岔故乡”，产能非常充足

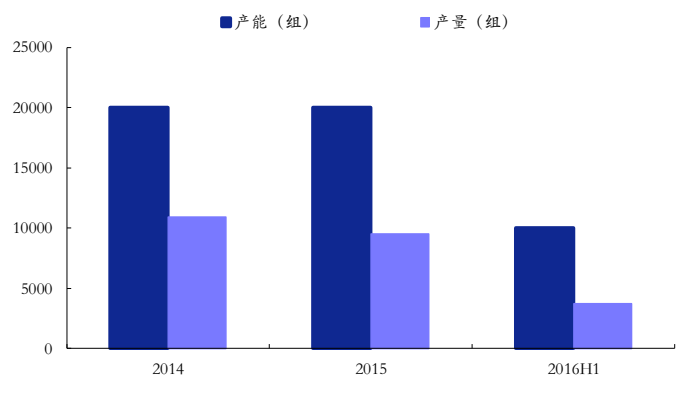
中铁山桥和中铁宝桥：中国铁路“道岔故乡”。中铁工业下属中铁宝桥和中铁山桥是中国最早研制提速道岔、高速道岔和重载道岔的企业，山桥和宝桥在时速160公里、200公里、250公里、350公里道岔产品均取得CRCC认证。2017年5月，蒙华铁路用60kg/m道岔在中铁山桥通过首组道岔验收、预计将批量生产。山桥和宝桥参与了中国铁路六次提速、高速铁路道岔及重载道岔等研制，且在提速道岔和高速铁路道岔研制方面执业界牛耳，是中国铁路道岔故乡。

中铁宝桥时速250公里60kg/m高速单开道岔



资料来源：中铁宝桥、新时代证券研究所

中铁工业铁路道岔业务产能非常充足



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

铁路道岔交付具有季节性等特点。铁路道岔是机车车辆实现轨道转换的重要连接设备，大量应用于铁路线路交汇点、铁路车站、编组站等。中铁工业道岔产品客户为中国铁路总公司及其下属的各铁路局、各省、市轨道交通建设和运营公司、地铁公司、交通建设管理局等，用于新建铁路及已运营铁路维修改造。一般道岔产品在铁路通车前1年至2年开始招标，企业生产交付期为4个月至1年以上，道岔产品根据运营线路时速不同具有定制化特性，且单项产品价格差异也较大，交付主要在二季度和三季度。

铁路道岔产品的行业特性

序号	特性	核心内容
1	定制化	根据不同型号和不同定制化配置要求的差异
2	单价差异大	单项产品售价从 10 万元至 400 万元不等
3	需求季节性	需求的旺季主要集中在二、三季度

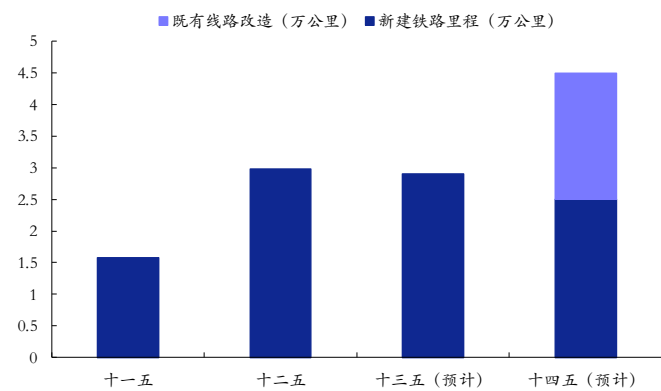
资料来源：中铁工业、新时代证券研究

中铁工业道岔业务可年产 2 万组、产能非常充足。中铁山桥和宝桥，道岔及辙叉业务中两公司产能均为年产各类道岔 1 万组，合计为两万组。2014-2015 年中铁山桥和中铁宝桥合计生产各类道岔 10938 组和 9496 组，2016H1 合计生产 3759 组，与总产能两万组相比，现有产能非常充足。

2.2.2、预计 2018-2020 年新增铁路通车里程复合增长约 50%

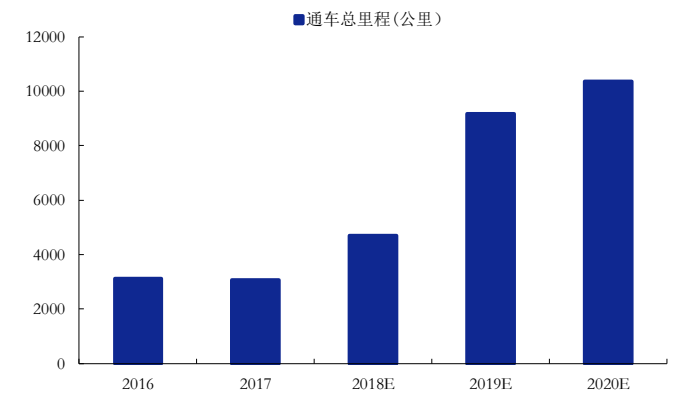
十三五规划新增铁路通车里程 2.9 万公里。根据国家铁路局数据，2015 年中国铁路运营里程 12.1 万公里，超过十二五目标 12 万公里。铁路十三五规划，至 2020 年铁路运营总里程达到 15 万公里、其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，即 2016-2020 年新增铁路运营里程 2.9 万公里。铁路中长期发展规划，至 2025 年中国铁路网规模达到约 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里，即新增铁路里程 2.5 万公里；普速铁路网规模达到约 13.1 万公里，并规划实施既有有线扩能改造约 2 万公里；按此计算十四五期间新增铁路和既有线路改造里程合计达到 4.5 万公里。

十三五规划新建铁路通车里程 2.9 万公里



资料来源：铁路中长期发展规划、铁路十三五规划、新时代证券研究所

预计 2018-2020 年铁路通车里程将持续增长

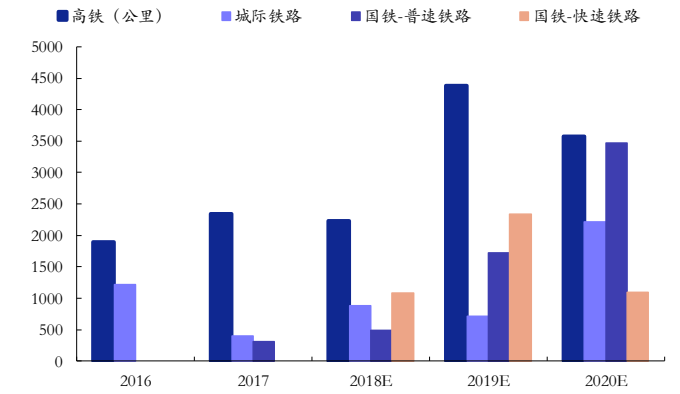


资料来源：国家铁路局、新时代证券研究所

预计 2018-2020 年新增铁路通车里程复合增速约 50%。我们根据铁路中长期发展规划、铁路十三五规划和国家铁路新开工项目等数据，梳理了约 200 条已通车和在建铁路项目数据，2016-2017 年新增通车里程分别为 3110 和 3063 公里，与国家铁路局公布的 3281 和 3038 比较接近。按我们的统计，2018-2020 年将依次新增铁路里程 4703、9163 和 10354 公里、复合增速约 50%，即十三五期间新增铁路里程 3.04 万公里，略高于国家规划的 2.9 万公里。

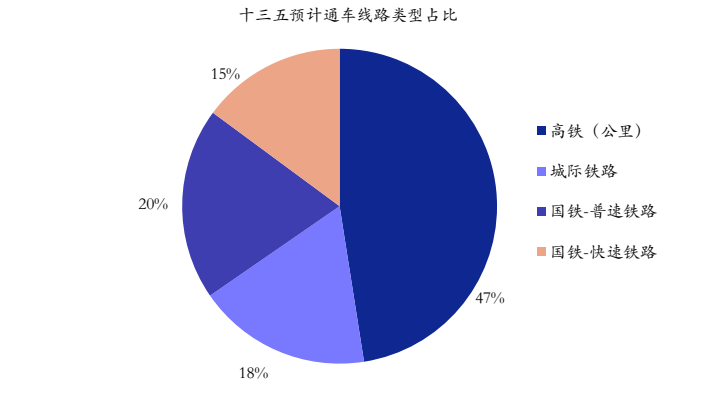
普速铁路和快速铁路拉动 2018-2020 年新增铁路通车里程快速增长。根据我们的统计，2019 年是高铁通车里程的高峰、预计为 4386 公里，实际上 2018-2020 年快速铁路预计通车 1089、2340 和 1094 公里、城际铁路通车 885、715 和 2211 公里、普速铁路通车 495、1722 和 3467 公里，预计 2018-2020 年普速铁路和快速铁路累计通车 5684 和 4524 公里，合计 10208 公里、占 2018-2020 预计通车里程的 42%。根据我们统计数据，十三五期间新增通车里程中高铁占 47%、城际铁路占 18%、普速铁路占 20%、快速铁路占 15%。

预计 2018-2020 年新增快速铁路占比提升



资料来源：新时代证券研究所

十三五铁路新增通车里程中高铁和城际占比高

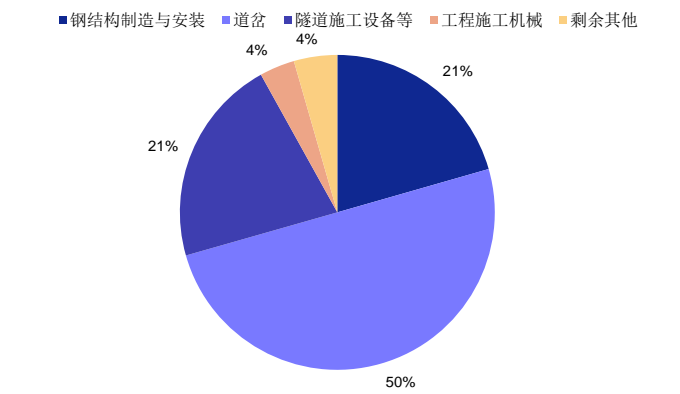


资料来源：新时代证券研究所

2.2.3、道岔受益通车里程、车站数量爆发，推动利润加速增长

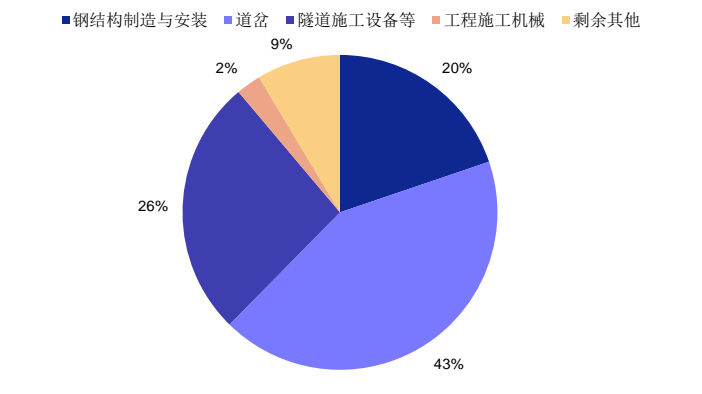
铁路道岔业务毛利占中铁工业毛利总额约 45%。因为中铁宝桥和中铁山桥均同时从事钢结构桥梁和铁路道岔业务，从近年来中铁工业各业务毛利占比情况分析，道岔业务对公司毛利的贡献非常关键，2015 年道岔业务毛利占公司总毛利的 50%、2017H1 占 43%。未来道岔业务收入如能实现加速增长，结合盾构机业务持续高增，很可能将推动公司毛利加速增长。

2015 年中铁工业各业务毛利占比



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2017H1 中铁工业各业务毛利占比

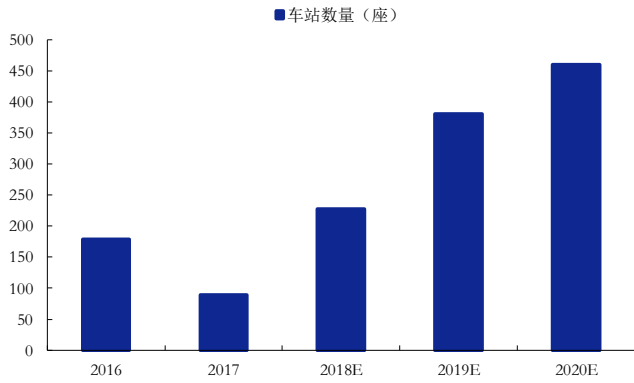


资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

道岔需求与下年度铁路通车里程正相关，但非线性相关。铁路道岔应用于铁路线路交汇点、铁路车站、编组站等。通常情况下，道岔需求与新建铁路线路里程、站点数量、线路所在区域铁路网密度等有关，里程越长、站点数量越多、铁路网越密集和铁路局增加既有线路改造量，道岔需求越高。此外，道岔安装与铁路铺轨基本同时进行或处于铺轨中后期。因此道岔需求一般反映下年度通车里程的需求，与下年度铁路通车里程正相关，但不是绝对的线性相关。

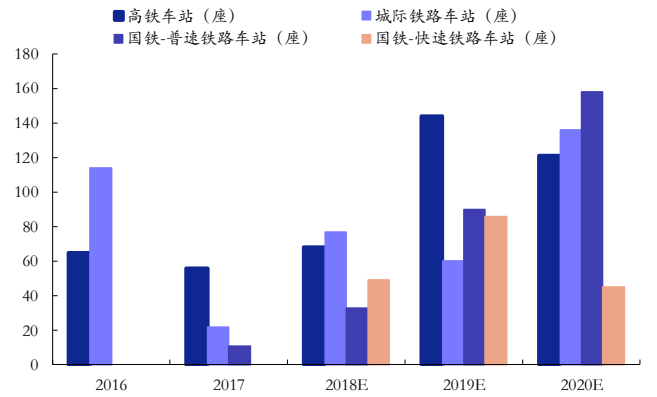
预计 2018-2020 年新增铁路线路对应铁路车站数量将爆发增长。铁路道岔需求与铁路通车里程正相关，但很难确定正相关的系数，为此我们统计了 2016-2020 年铁路车站数量，因为不论既有车站改造、还是新建车站，一旦有新线路车辆进站，必然需要增加铁路道岔的需求。按照我们统计 2016-2020 年新增铁路通车里程对应的车站数量依次为 179、89、227、380 和 460 座，2018-2020 年复合增速为 73%；从线路类型对应的铁路车站分析，高铁站数量依次为 65、56、68、144 和 121 座，城际铁路车站为 114、22、77、60 和 136 座。

预计 2018-2020 年新增通车对应车站数量增长



资料来源：新时代证券研究所

预计 2018-2020 年各类车站数据均实现增长



资料来源：新时代证券研究所

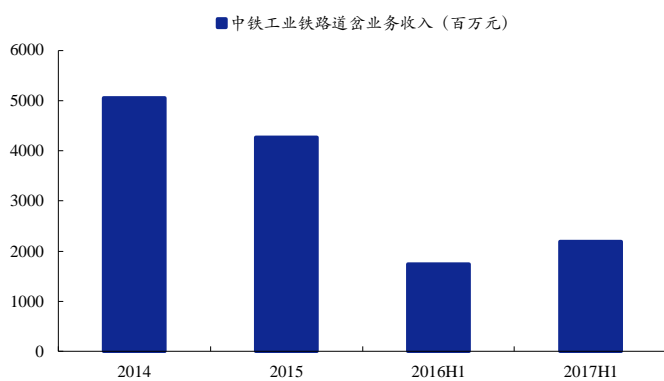
铁路道岔数量需求与铁路里程关系举例

企业	线路	设计时速 (公里/小时)	里程 (公里)	道岔 (组)	组/百公里
中铁宝桥	宝兰高铁	250	401	50	12.47
中铁宝桥	西成高铁	250	658	96	14.59
中铁山桥	柬埔寨北线铁路	---	385	46	11.95
铁建重工	沪杭高铁	350	416.6	54	12.96
---	合肥至南京	250	166	49	29.52

资料来源：中铁宝桥、中铁山桥、铁建重工、新时代证券研究所

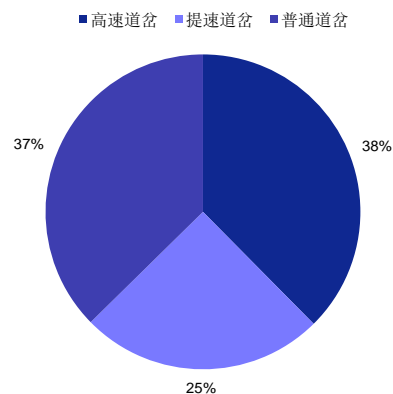
道岔望受益于 2018-2020 年铁路通车里程和车站数量快速增长。 中铁工业下属中铁山桥、中铁宝桥道岔产品资质和系列最为全面，且仍在不断创新出新产品、例如用于蒙华铁路的重载道岔和新型城轨道岔，是国内道岔领域的绝对龙头。我们预计 2018-2020 年国内铁路通车里程复合增速约 50%、铁路车站数复合增速 73%，新增通车里程增速大幅好于 2016-2017 年的 -65.6% 和 -7.4%，铁路道岔需求与铁路通车里程正相关，公司道岔业务望受益于未来 3 年铁路通车里程复合增长 50% 和城轨建设高峰。此外，铁路道岔业务毛利占公司总毛利的比重约 45%，道岔业务收入加速增长对推动毛利增长的边际贡献大，从而望推动净利润加速增长。

2017H1 中铁工业铁路道岔业务已转为增长



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2014-2016H1 中铁山桥道岔产品累计销售占比



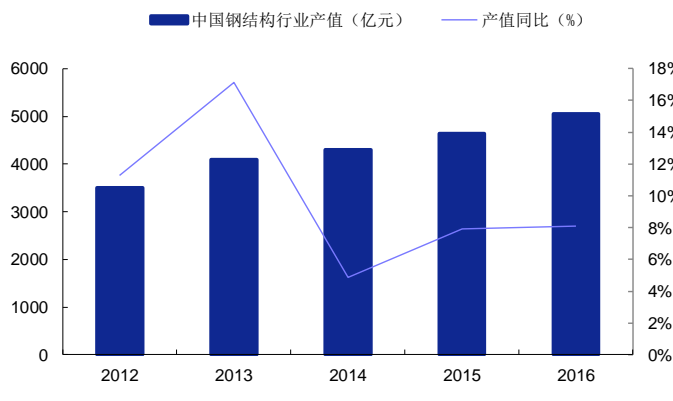
资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2.3、国内政策驱动与海外扩展拉动钢结构业务加速

2.3.1、预计至2020年中国钢结构用量约1亿吨、复合增速约20%

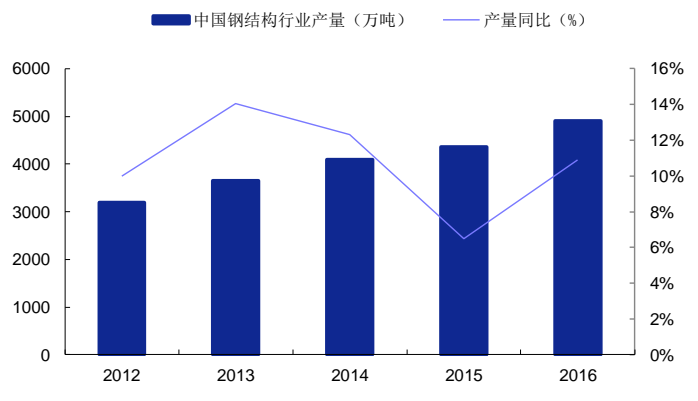
近年来中国钢结构产值和产量均维持较好的增长。根据上海市金属结构行业协会统计,2012-2016年中国钢结构产值由3500亿元增至5050亿元、复合增速9.6%,产量由3200万吨增至4900万吨、复合增速11.24%。结合国家统计局数据,2016年钢结构占粗钢产量的比重为6.06%、较2012年提升约1.6个百分点。

近年来中国钢结构行业产值持续增长



资料来源:上海市金属结构行业协会,新时代证券研究所

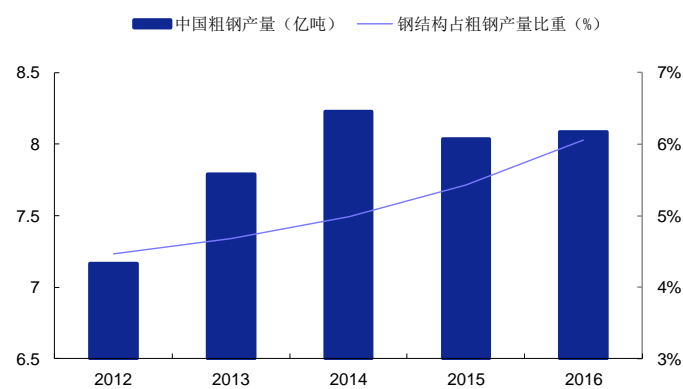
近年来中国钢结构行业产量保持增长



资料来源:上海市金属结构行业协会,新时代证券研究所

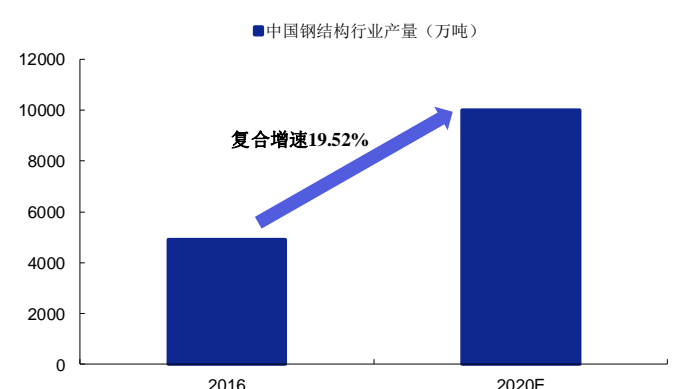
预计2017-2020年中国钢结构用量复合增速约20%。中国钢结构协会会长岳清瑞提出:钢结构行业“十三五”整体发展规划中,重点发展的领域涉及建筑钢结构、桥梁钢结构、能源钢结构、军工钢结构等。2017中国钢结构发展高峰论坛:受益于“一带一路”建设快速发展,中国钢结构正在逐步实现“走出去”,力争到2020年钢结构用钢量由目前的5000万吨增加到1亿吨以上,占建筑用钢比重超过25%,钢结构出口达到1000万吨。若按照2020年钢结构产量为1亿吨计算,2017-2020年中国钢结构产量复合增速为19.52%。

近年来建筑钢架构占粗钢产量比重持续提升



资料来源:国家统计局,上海市金属结构行业协会,新时代证券研究所

预计中国钢结构产量将维持较快的增长



资料来源:中国钢结构协会,新时代证券研究所

中国钢结构桥梁占比较低,十三五有望持续提升。2016年7月交通运输部发布《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》,决定推进钢箱梁、钢桁梁、钢混组合梁等公路钢结构桥梁建设。2017年中国钢结构发展高峰论坛:与发达国家相比,中国钢结构及组合结构桥梁的应用比例不高,特别是在中小跨径桥梁中,钢结构及组合结构桥梁占比不足1%。此外高峰论坛还提出,大跨径桥梁优先选用钢结构或组合结构体系,量大面广的中小跨径桥梁优先选用组合结构体系,力争到2020

年中国新建桥梁中钢结构及组合结构桥梁占比不低于 10%。

中国支持发展建筑钢结构的政策

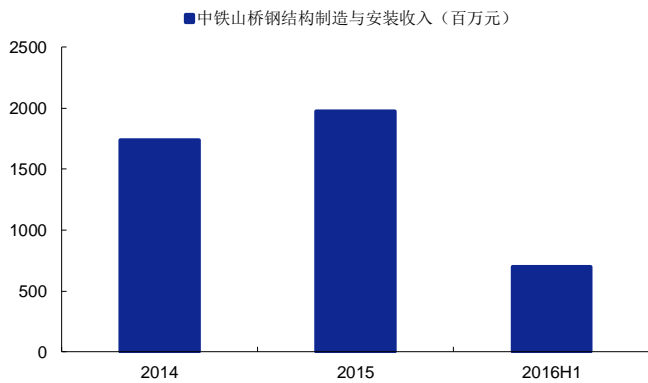
时间	部委	文件	核心内容
2016 年 7 月	交通运输部	关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见	至十三五末公路行业钢结构桥梁设计、制造、施工、养护技术成熟，技术标准体系完备；新建大跨、特大跨径桥梁以钢结构为主，新改建其他桥梁钢结构比例明显提高
2016 年 9 月	国务院办公厅	关于大力发展装配式建筑的指导意见	力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 的目标

资料来源：国务院办公厅，交通运输部，新时代证券研究所

2.3.2、钢结构桥梁行业的三叉戟：中铁山桥、中铁宝桥和中铁九桥

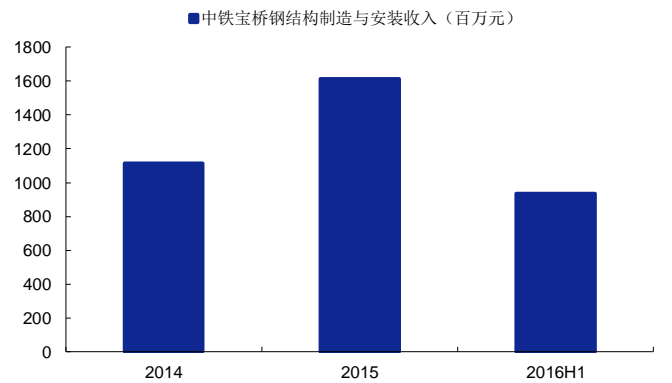
中国钢结构行业企业众多，中铁工业的三桥在钢结构桥梁企业中实力出众。根据中国钢结构协会统计，钢结构行业有 1 万多家公司，拥有钢结构制造企业资质的单位共 375 家，但多数为年产 1 万吨以下的中小企业，年产 10 万吨以上的企业仅 50 多家。在钢结构桥梁企业中，竞争实力较强的中铁山桥、中铁宝桥、武船重工、武桥重工、振华重工组成第一梯队，并占据市场主要份额；中铁九桥、中铁武桥和中泰桥梁等组成第二梯队。根据上海钢结构行业协会，2016 年会员单位中年产值 5 亿元以上的钢结构企业仅 19 家。中铁工业下属中铁山桥、中铁宝桥和中铁九桥（中铁科工）近年来收入规模均超过 10 亿元，合计产能 60 万吨、且产能利用率较高，在国内钢结构行业和钢结构桥梁企业中均是实力出众的企业。

中铁山桥钢结构制造与安装业务收入



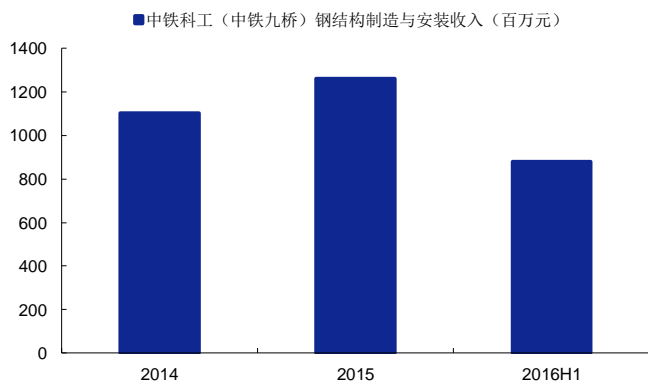
资料来源：中铁工业公告，新时代证券研究所

中铁宝桥钢结构制造与安装业务收入



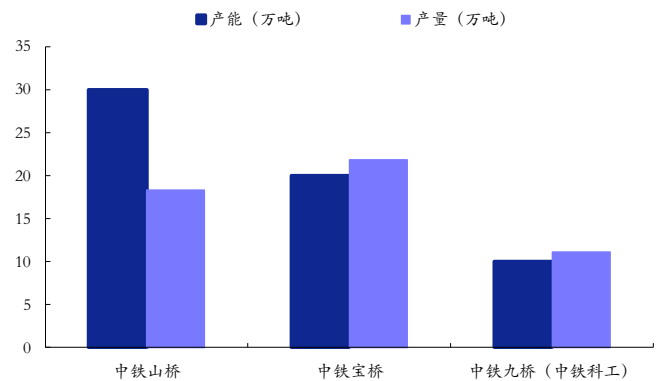
资料来源：中铁工业公告，新时代证券研究所

中铁九桥钢结构制造与安装业务收入



资料来源：中铁工业公告，新时代证券研究所

2015 年中铁工业钢结构桥梁合计产能 60 万吨



资料来源：中铁工业公告，新时代证券研究所

“三桥”均有及其辉煌的钢结构桥梁业绩。中铁工业钢结构桥梁业务有山海关、宝鸡、九江、扬州、如皋、南京、中山和汕头 8 大基地，特大型桥梁钢结构在国内占据绝对领先的市场份额，累计交付钢结构桥梁超过 5000 座，实现 53 跨长江、30 跨黄河、20 跨海湾的辉煌业绩，即使全球著名钢结构桥梁中都能看到中铁工业“三桥”的诸多身影，例如纽约韦拉扎诺大桥、孟加拉帕德玛大桥、港珠澳大桥、南京大胜关长江大桥、中马友谊大桥、德国瓦德瑙桥、挪威哈罗格兰德悬索桥、苏格兰福斯新桥（昆斯费里大桥）等。

中铁九桥承制的钢结构桥梁主要业绩分布

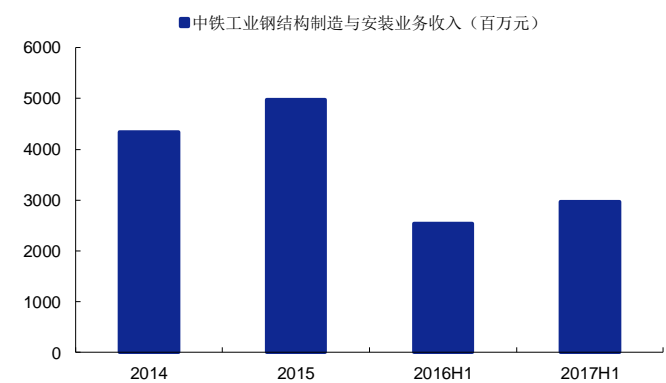


资料来源：中铁九桥，新时代证券研究所

2.3.3、2017H1 钢结构订单增长 34%，预计年底在手订单非常充足

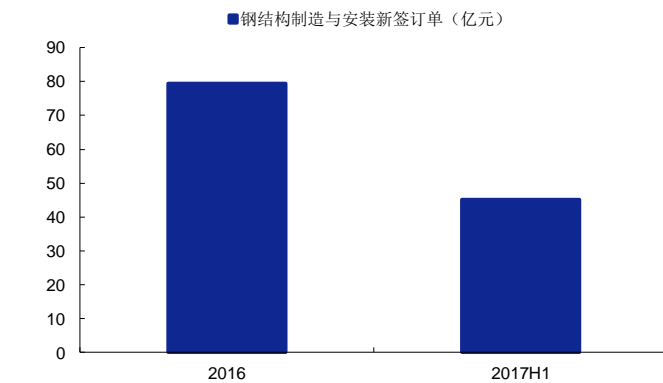
近年来中铁工业钢结构业务收入呈增长趋势。受益于 2016 年 7 月交通运输部发布的《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》和海外钢结构桥梁业务的积极扩展，2016 年中铁工业钢结构业务新签订单 79.41 亿元。2017H1 新签订单 45.24 亿元、同比增长 34.09%，收入 29.74 亿元、增长 17.13%、快于 2015 年的 14.6%。

中铁工业钢结构制造业务收入呈增长趋势



资料来源：中铁工业公告，新时代证券研究所

2017H1 钢结构业务新签订单超过 45 亿元



资料来源：中铁工业公告，新时代证券研究所

目前中铁工业钢结构桥梁业务在手订单可能非常充足。2016 年底中铁工业新签钢结构制造与安装业务在手订单 79.41 亿元，2017H1 新签订单 45.24 亿元、同比增长 34.09%，2017H2 已公告的钢结构桥梁订单合计 19.38 亿元。考虑到 2017H1 公司实现钢结构业务收入仅 29.74 亿元和“三桥合计”钢结构产能 60 万吨，预计 2017 年底，中铁工业钢结构制造与安装业务在手订单可能非常充足。

3、 中铁工业的核心业务具备持续开拓国际市场的能力

3.1、 盾构龙头借“一带一路”扩展国际市场

成功收购德国维尔特，形成双品牌战略。2014 年中铁装备收购德国维尔特公司硬岩掘进机及竖井钻机知识产权后，成为全球能够独立生产硬岩掘进机(TBM)、并具有自主知识产权的三大企业之一。2016 年 8 月，中铁装备维尔特联合商标在欧盟、新加坡成功注册，至此形成双品牌战略。

近年来中铁装备海外盾构机订单收获颇丰。2015 年在中国“一带一路”、“走出去”等政策红利的带动下，中铁装备与沿线多国签订了包括土压平衡盾构、顶管机、硬岩 TBM 等产品在内的销售合同，总金额接近 5 亿元。截止 2017H1，中铁装备已有 25 台盾构设备出口马来西亚、新加坡、黎巴嫩、以色列、印度、伊朗、意大利等 9 个国家，并在新加坡、马来西亚等地设立了海外服务中心。

中铁工业盾构机出口国家及应用项目列举

国家	应用领域	盾构机类型
以色列	轻轨项目	土压平衡盾构机
黎巴嫩	供水项目	硬岩 TBM
新加坡	地铁项目	矩形盾构
越南	水电站项目	国外 TBM 整机再制造
印度	新德里地铁	中铁 51 号掘进
意大利		岩石掘进机 (TBM)
马来西亚	地铁项目	复合型土压平衡盾构机

资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

中铁装备致力于成为国际领先的隧道及地下空间工程综合服务商。我们认为，中铁装备在收购维尔特之后成为具备硬岩掘进机完全自主知识产权企业之一，是盾构机业内“最懂施工的装备制造”和“最会制造的综合服务商”。中铁装备-维尔特双品牌战略、具备自主知识产权和最懂施工工艺等有利于中铁装备盾构机继续扩大“一带一路”沿线国家、甚至欧洲市场份额。十三五期间，中铁装备将致力于成为国际领先的隧道及地下空间工程综合服务商，持续扩展国际盾构机市场。

3.2、 桥梁钢结构摇篮，屡次斩获国际大单

山桥和宝桥历史悠久，政策支持钢结构出口。中铁工业下属中铁山桥成立于 1894 年，山桥是中国第一家钢结构制造企业、制造出中国第一孔钢桥；宝桥前身是始建于 1960 年代的铁道部宝鸡桥梁厂，桥梁钢结构生产规模、工艺装备和产品质量达到国际先进水平，并畅销北美、南美、欧盟、非洲、西亚、东南亚等国家和地区；中铁科工下属中铁九桥前身是中铁大桥局集团第七工程有限公司。

“三桥”已斩获诸多海外著名钢结构桥梁项目。山桥、宝桥和九桥桥梁钢结构产品不仅占据了国内主要的市场份额，也成功进入海外 15 个国家或地区，尤其是欧美发达国家。即使全球著名钢结构桥梁中都能看到中铁工业“三桥”的诸多身影，例如纽约韦拉扎诺大桥、孟加拉帕德玛大桥、中马友谊大桥、德国瓦德瑙桥、挪威哈罗格兰德悬索桥、苏格兰福斯新桥（昆斯费里大桥）等。2017 中国钢结构发展高峰论坛：受益于“一带一路”建设快速发展，中国钢结构正在逐步实现“走出去”，力争到 2020 年钢结构出口达到 1000 万吨。

中铁工业交付的美国纽约韦拉扎诺海峡大桥



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

中铁工业交付的德国莱茵河大桥



资料来源：中铁山桥、新时代证券研究所

2017 年中铁工业斩获欧美钢结构桥梁订单 3.92 亿元。2017 年以来中铁工业“三桥”在海外项目有较大的突破，中铁宝桥再次获得美国钢结构协会认证（AISC），并与美国著名建筑承包商联合体成功签约美国加州快速干线隧道钢结构管片项目，合同金额 1.09 亿元。除美国市场外，继英国市场后，2017 年中铁工业继续获得德国、瑞典、挪威哈罗格兰德悬索桥钢箱梁制造订单，实现了桥梁钢结构产品全球化布局新业态。根据中铁工业 2017 年以来公告的订单统计，钢结构桥梁订单合计 23.3 亿元，其中海外订单 3.92 亿元。

2017 年中铁工业钢结构桥梁业务重大合同

公告时间	项目名称	合同金额（万元）
2017/5/23	湖北省嘉鱼长江公路大桥钢箱梁、钢锚梁制造	24932
2017/5/23	南部滨海大道西延伸线工程（四标段）钢结构厂内加工制作等	14282
2017/7/29	连镇铁路五峰山大桥钢梁制安合同	32619
2017/7/29	钢箱梁加工制造合同（武汉青山长江大桥）	24656
2017/8/31	南京长江第五大桥工程钢结构制造项目 B1 标段	53930
2017/10/27	东雷高速公路项目 TJ2 合同段叠合梁制造、运输及安装合同	12939
2018/1/11	南洞庭（胜天）大桥钢箱梁制造合同	16353
2018/1/11	延崇高速河北段 GQ1 合同项目部钢梁制造安装合同	14137
国内小计		193848
2017/5/23	美国加州湾快速隧道钢管片项目	10883
2018/1/11	德国莱茵河大桥主桥钢箱梁的制造合作协议	20809
2018/1/11	瑞典斯鲁森桥项目钢结构制造的供货合同	7479
国外小计		39171
国内外总计		233019

资料来源：中铁工业公告，新时代证券研究所

3.3、执铁路道岔牛耳，优质产品畅销全球

中铁山桥、中铁宝桥执铁路高速和提速道岔业界牛耳。中铁工业下属中铁山桥和中铁宝桥，不仅生产出了中国第一组铁路道岔，而且在提速道岔和高速铁路道岔研制方面执业界牛耳，尤其是高铁道岔，达到了“国内领先、世界一流”的水平。中铁工业率先成功研制出国内首组拥有自主知识产权的 250km/h 客运专 60kg/m 钢轨 18 号单开无砟道岔，以及具有世界先进水平的时速 350 公里 62 号高速道岔。

道岔产品丰富，全球最具竞争力的铁路道岔制造企业。中铁工业先后研制出高速系列、重载系列、地铁系列、新制式轨道交通系列上千种道岔产品，是国内道岔

产品种类最多、规格型号最全、覆盖领域最广的企业。近年来，中铁工业研制并生产了蒙西至华中重载铁路道岔、温州市域地铁道岔、上海等多个城市地铁道岔、印尼 DDT 项目道岔、巴基斯坦道岔、香港大维修道岔、蒙古物流园道岔等共计 30 余项道岔新品种及跨座式单轨、磁悬浮轨道、悬挂式空列、跨座式旅游轻轨等四大新制式轨道交道岔共计 18 种，是全球最具竞争力的道岔产品制造企业。

中铁工业下属中铁宝桥和中铁山桥道岔产品出口列举

公司	出口国家	铁路项目	产品类型	出口数量(组)
中铁宝桥	南非		重载道岔	1000+
中铁宝桥	泰国	既有旧型道岔改造	外分式复式交分道岔	
中铁宝桥	委内瑞拉	北部铁路项目	单开道岔	
中铁宝桥	印度尼西亚	铁路项目		500
中铁宝桥	马来西亚	东海岸道岔项目		
中铁宝桥	美国和韩国		辙叉	4000
中铁山桥	新西兰	既有铁路改造和更换	菱形道岔	5 年供货合同

资料来源：国资委网站、中铁宝桥、中铁山桥、新时代证券研究所

道岔产品出口全球 20 多个国家，具备持续开闸能力。中铁工业下属中铁山桥和中铁宝桥作为全球最具竞争力的铁路道岔制造企业，过往道岔产品销售至 5 大洲的 20 多个国家。2007 年 5 月中铁山桥与奥钢联 VAE (奥地利) 和奥钢联 BWG (德国) 三大股东共同投资组建新铁德奥公司，其中山桥持股 50%，是中国唯一一家引进德国技术，制造高速客运专线道岔的专业化公司。根据轨道交通网统计，截止 2017 年底中国高铁海外项目里程超过 4200 公里 (不含中欧班列)，其中 2017 年后通车里程 2837 公里。我们认为，中铁工业下属中铁山桥和中铁宝桥凭借在道岔领域的领先技术、新铁德奥的合资背景，借助国家“一带一路”战略，具备持续开闸海外新建铁路项目道岔和既有铁路改造所需道岔的能力。

2017 年后通车的中国高铁海外项目梳理

线路名称	站点	里程 (公里)	设计速度 (km/h)	开工年份	通车年份
印尼雅万高铁	雅加达-万隆	150	250-300	2016	2019
中老铁路	云南玉溪—老挝首都万象	509	160	2016	2021
中泰铁路	曼谷-罗勇府	867	250	2017	2025
马来西亚南部铁路	金马士-新山	191	160	2016	2020
莫斯科-喀山高铁	莫斯科-喀山-北京	770	400	2015	/
匈塞铁路	匈牙利首都布达佩斯-塞尔维亚首都贝尔格莱德	350	200	2015	2020
合计		2837			

资料来源：轨道交通网、百度百科、新时代证券研究所

4、打造国际基建设备巨头、致力于发展新型轨交产品

4.1、国内第一扩展海外，打造国际基建装备巨头

中铁工业三大核心业务，实力均处于国内第一。中铁工业下属中铁山桥、宝桥和九桥的钢结构桥梁产品先后 20 次跨越海洋、53 次跨越长江、30 次跨越黄河，并为海外 15 个国家制造了 24 座钢桥梁，国内市占率达 60%；山桥和宝桥参与了国内历次铁路大提速，是中国目前唯一获准生产高锰钢焊接辙叉的研发企业，其普

速道岔、高速道岔和重载道岔国内市占率超 60%。中铁装备盾构机及掘进产品连续 5 年在国内企业的市占率排名第一，并研发出具有自主知识产权的世界最大矩形盾构机、全断面岩石掘进机（TBM）、世界最小直径 TBM、世界首台马蹄形盾构等产品，综合实力和市占率居“国内第一、世界第二”。

借“一带一路”扩展海外市场，打造国际基建设备巨头。近年来随着中国“一带一路”战略的推进，中国企业在海外项目数量和金额大幅增长，2016 年中国中铁、中国铁建和中国交建新签海外项目金额合计 4162 亿元、同比增长 44.3%。我们认为，近年来中铁工业海外订单的签订证明，中铁工业钢结构桥梁、道岔和盾构机三大核心业务在十三五期间有望受益于“一带一路”战略扩展海外市场，从而打造国际基建设备及产品的巨头。

4.2、全方位战略合作，致力于发展新型轨交产品

联合地方与集团资源打造新型轨道交通产品。自 2017 年 1 月资产置换完成后，中铁工业积极寻求、探索与地方资源和中国中铁集团资源的合作，截止 2018 年 2 月签订了一系列合作协议。合作着重于新型轨道交通领域，例如跨座式单轨、磁悬浮、悬挂式交通的综合研发；并依托掘进机设备和创新工法优势，推进地下停车场、地下综合管廊、地下快速路、地下商业区等开发。

中铁工业 2017 年以来签订的合作协议及主要内容

时间	合作协议主要内容
2017 年 3 月	中铁工业拟参与发起设立无锡中铁城轨装备有限公司
2017 年 8 月	中铁工业拟联合西安投资控股、中国建筑、陕西建工、西安地铁共同投资《西安地下空间投资产业基金管理有限公司》，重点投向西安市轨道交通建设、地下空间开发与利用、轨道交通装备制造业。
2017 年 9 月	中铁工业与常州天晟新材料签约合资协议，正式合作开展跨座式单轨、磁悬浮、悬挂式轨道交通等新型轨道交通车辆（“新时代号”列车）的研发制造。
2018 年 1 月	中铁工业与中铁六院签订战略合作协议，加强在 PPP、新制式轨道交通、及海外项目的利益协同与合作
2018 年 1 月	中铁工业与中铁城投签订战略合作框架协议，在公路、铁路、城市轨道交通、城市综合开发等领域合作
2018 年 1 月	中铁工业子公司中铁磁浮与徐工集团合资意向协议签约仪式，在新产业、新领域，特别是磁浮领域开展广泛合作

资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

新型轨道交通产品有望成为公司新的业绩增长点。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》中，强调要推进新型城市轨道交通装备研发及产业化。新型轨道交通具有造价低、占地少等优点，适合中型城市主干线轨道交通以及大型城市地铁主干线的延伸补充线路，并适用于海滨城市、山地城市以及大型景区的旅游轨道交通。2017 年 7 月 28 日，中铁工业子公司中铁科工集团参建的华中首条有轨电车——武汉经济技术开发区现代有轨电车车都 T1 线正式通车。2018 年 1 月上旬，中铁工业召开“新制式轨道交通项目进展汇报会”和“悬挂式与磁浮式轨道交通项目启动会”，会议计划：2018 年底前出样车、并力争 2019 年车辆定型达产。我们认为，公司新型轨道交通车辆产品的定型与量产有望为中铁工业 2019 年后的业绩增长提供增量贡献。

武汉经开区现代有轨电车车都 T1 线



资料来源：百度、新时代证券研究所

中车四方悬挂式空轨试验线



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

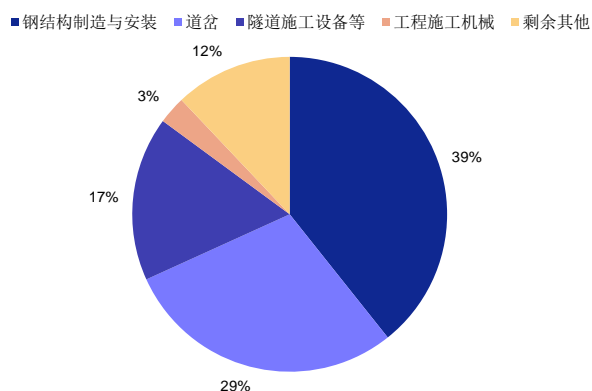
5、盈利预测与投资建议

5.1、预计 2018-2019 年道岔业务加速是业绩增长的主要动力

预计 2018-2019 年道岔业务收入复合增速约 26.5%。一般新建铁路，在通车前 1 年到 2 年开始对道岔产品招标，因此道岔需求与下年度铁路通车里程正相关，但非线性相关，道岔需求相关的核心因素为通车里程、车站数量、编组站、铁路网密度等。我们之前统计，2018-2020 年新建铁路通车里程复合增速约 50%、相对应车站数量复合增速为 73%。结合中铁工业 2014 年道岔收入超过 50 亿元和充足的 2 万组产能，谨慎预计 2018、2019 年公司道岔业务收入增速依次为 28% 和 25%。

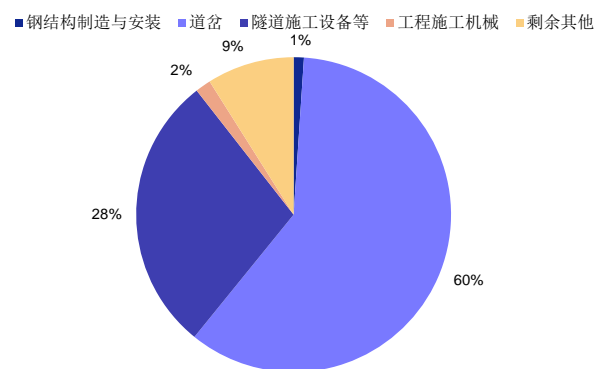
道岔业务为中铁工业贡献利润总额超过 50%。以 2017H1 为例，道岔业务收入占营业总收入的 29%、贡献毛利占总毛利的 43%，道岔业务实现利润占中铁工业利润总额的约 60%、高于 2016H1 的 49%。由此分析，道岔业务能够加速才是公司业绩增长最重要的核心驱动力。

2017H1 道岔业务收入占营业收入的 29%



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2017H1 道岔贡献利润占利润总额约 60%



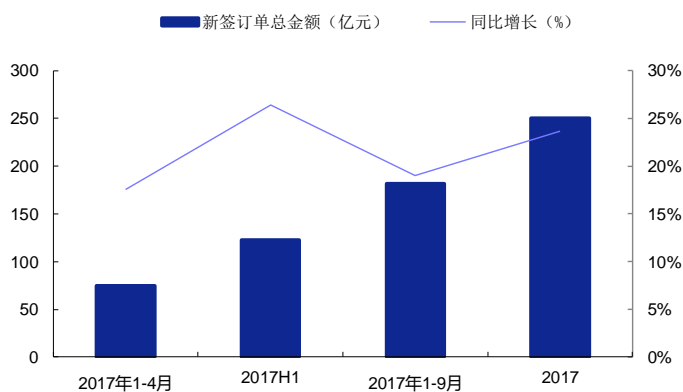
资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

未来两年道岔业务加速是公司业绩增长的主要动力。中铁山桥（持有新铁德奥 50% 股权）、中铁宝桥普速道岔、高速道岔和重载道岔国内市占率超 60%，并且能够实现远销全球 20 多个国家。未来两年中铁工业道岔业务将受益于铁路通车里程的加速增长，道岔业务仍将是驱动公司业绩继续增长的主要动力。

5.2、预计 2018-2019 年盾构机依旧高增长，钢结构桥梁加速

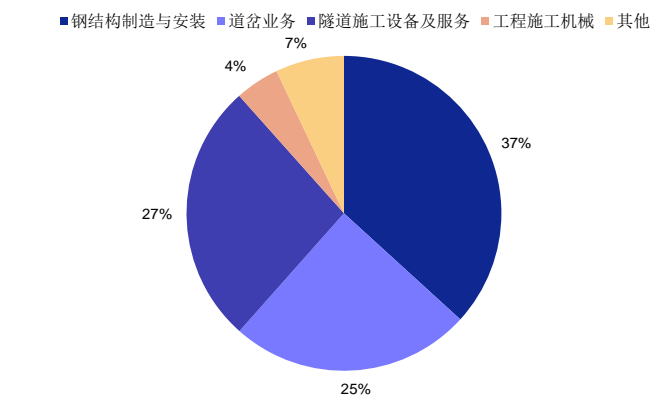
2017 年公司新签订单增长 24%，预计年底在手订单同比增长约 28%。2017 年公司新签订单 250.66 亿元、同比增长 23.81%，增速好于 2017 前三季度的 19%。我们预计 2017 年中铁工业实现收入 155.61 亿元、同比增长约 14%，结合 2016 年底公司在手订单为 140.38 亿元，我们预计 2017 年底公司在手订单约 180.43 亿元、同比增长 28.53%。

2017 年中铁工业新签订单金额增长 23.8%



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

2017H1 新签订单中盾构机占比提升至 27%



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

盾构机订单高增长、景气度持续和收入确认周期驱动未来两年依旧高增长。

2017H1 公司隧道施工设备及服务业务（盾构机）新签订单 33.05 亿元、同比增长 58.02%，占新签订单总金额的比重提升至 27%、高出当期收入占比 17%约 10 个百分点。我们计算 2017H1 末公司盾构机业务在手订单约 43.71 亿元、较 2016 年底增长约 70%，在手订单增速高于收入增速的主要原因是盾构机需要试掘进 300 米才确认收入。如前文分析，国内盾构机市场在地铁、水利工程、地下综合管廊和出口等因素拉动下，高景气度依然会持续，作为国内盾构机领域双寡头的中铁装备仍将继续受益。我们预计，2018-2019 年中铁工业隧道施工设备及服务业务收入增速依次为 35%和 30%。

海外市场拉动钢结构桥梁订单高增长，未来两年收入有望维持约 18%的增速。

受益于海外市场增量订单和国内政策鼓励增加钢结构桥梁占比，2017H1 公司新签钢结构桥梁订单 45.24 亿元、同比增长 34.09%、占总订单的比重为 37%，同期实现收入 29.74 亿元、同比增长 17.13%，预计期末在手订单约 90 亿元。预计 2017 年公司新签钢结构桥梁订单约 99.5 亿元、同比增长约 28%。因为钢结构桥梁订单交付与桥梁工程建设进度相关、甚至会跨年度，我们预计 2018-2019 年中铁工业钢结构桥梁业务收入增速依次为 18%和 17%。

5.3、行业景气向上驱动收入加速，强烈推荐、目标价 17.4 元

三块核心业务同时加速，驱动收入及业绩继续回升。如前文分析，2018-2019 年公司三大核心业务：道岔受益于铁路通车里程和车站数量爆发增长，钢结构桥梁受益于国内政策鼓励支持和海外市场拉动，国内地铁建设、水利工程、公铁路隧道建设等和海外出口依然将支撑盾构机业务维持较高增速，三大核心业务未来两年有望同时加速增长。我们预计 2017-2019 年公司营业收入依次为 155.61、187.52 和 223.23 亿元、同比依次增长 13.8%、20.5%和 19.05%，整体毛利率依次为 20.66%、21.9%、22.93%，收入加速增长和毛利率提升将驱动公司净利润增速继续回升。

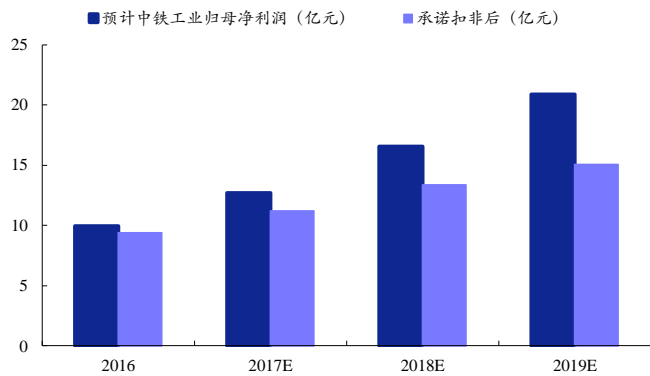
2017-2019 年中铁工业各业务板块收入增速及毛利率预测

	2014	2015	2016H1	2016E	2017H1	2017E	2018E	2019E
钢结构制造与安装								
业务收入 (百万元)	4346.68	4981.48	2538.98	5380.00	2973.78	6079.40	7173.69	8393.22
收入增速 (%)		14.60%		8.00%	17.13%	13.00%	18.00%	17.00%
毛利率 (%)	13.34%	9.71%	11.22%	12.00%	10.04%	11.50%	11.00%	11.50%
道岔								
业务收入 (百万元)	5058.63	4266.63	1736.52	3839.97	2188.38	4492.76	5750.74	7188.42
收入增速 (%)		-15.66%		-10.00%	26.02%	17.00%	28.00%	25.00%
毛利率 (%)	24.03%	27.60%	31.41%	30.50%	29.35%	30.00%	30.50%	30.00%
隧道施工设备及其相关服务								
业务收入 (百万元)	1240.96	1425.10	1034.36	2308.66	1277.32	3047.43	4114.03	5348.24
收入增速 (%)		14.84%		62.00%	23.49%	32.00%	35.00%	30.00%
毛利率 (%)	27.14%	35.27%	34.12%	33.00%	31.26%	32.00%	33.00%	33.00%
工程施工机械								
业务收入 (百万元)	363.99	483.32	195.45	541.32	215.27	606.28	666.90	766.94
收入增速 (%)		32.78%		12.00%	10.14%	12.00%	10.00%	15.00%
毛利率 (%)	19.15%	17.57%	15.02%	16.50%	17.88%	18.00%	18.00%	18.00%
设备租赁								
业务收入 (百万元)	49.23	59.76	40.86	68.73	48.81	89.35	125.08	187.63
收入增速 (%)		21.39%		15.00%	19.45%	30.00%	40.00%	50.00%
毛利率 (%)	29.89%	39.94%	24.24%	30.00%	47.00%	40.00%	40.00%	40.00%
基建建设								
业务收入 (百万元)	540.63	686.02	471.32	720.32	560.53	756.34	529.44	105.89
收入增速 (%)		26.89%		5.00%	18.93%	5.00%	-30.00%	-80.00%
毛利率 (%)	5.95%	5.95%	-0.81%	3.00%	1.79%	3.00%	3.00%	3.00%
其他								
业务收入 (百万元)	618.18	741.89	502.06	816.07	303.41	489.64	391.72	332.96
收入增速 (%)		20.01%		10.00%	-39.57%	-40.00%	-20.00%	-15.00%
毛利率 (%)	5.45%	5.42%	-0.65%	5.00%	31.84%	5.00%	5.00%	5.00%
营业总收入 (百万元)	12218.30	12485.15	6519.56	13675.07	7567.50	15561.20	18751.60	22323.29
收入增速 (%)		2.18%		9.53%	16.07%	13.79%	20.50%	19.05%
毛利率 (%)	18.68%	18.85%	18.64%	20.12%	19.93%	20.66%	21.90%	22.93%

资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

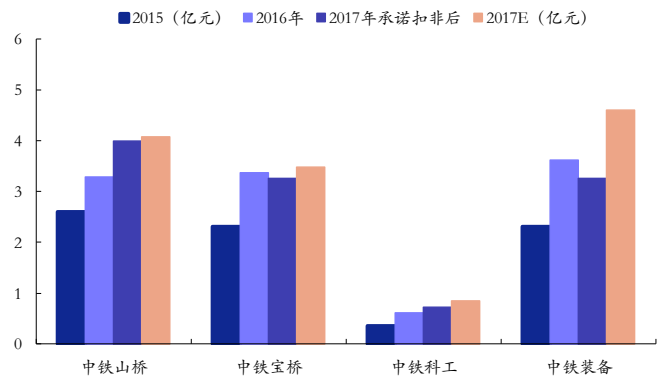
2017 年中铁工业扣非后业绩高出承诺业绩约 0.9 亿元。中国中铁曾承诺 2017-2019 年置入资产 (4 个子分公司) 扣非后归母净利润合计为 11.24、13.34 和 15.05 亿元。中铁工业预计, 2017 年实现扣非后归母净利润约 12.1 亿元、同比增长约 29%, 扣非后业绩高出承诺业绩约 0.86 亿元。我们分析, 2017 年中铁工业增量归母净利润主要由中铁山桥和中铁装备贡献。

预计 2017-2019 年公司归母净利润持续增长



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

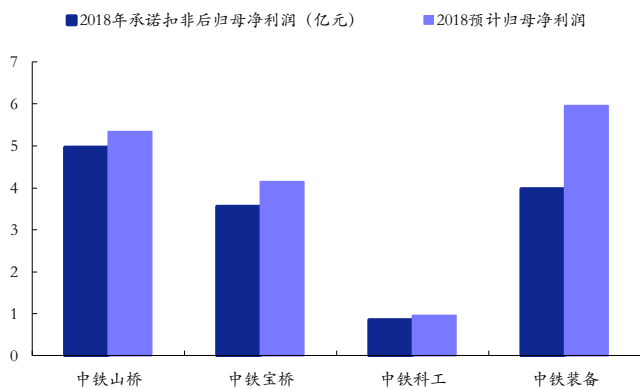
预计 2017 年各子公司完成业绩承诺



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

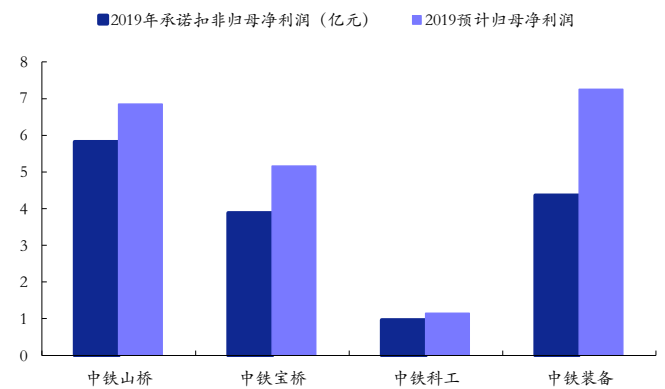
预计 2017-2019 年中铁工业归母净利润业绩复合增速约 28%。我们预计，2017-2019 年中铁工业归母净利润依次为 12.68、16.58 和 20.86 亿元，同比依次增长 27.5%、30.8%和 25.8%，复合增速约 28%。预计 2018-2019 年归母净利润增量将由生产道岔的山桥和宝桥、以及盾构机寡头中铁装备合力贡献。

预计 2018 年子公司有望超额完成业绩承诺



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

预计 2019 年子公司有望超额完成业绩承诺



资料来源：中铁工业、新时代证券研究所

首次覆盖给予“强烈推荐评级”和目标价 17.45 元。目前，A 股上市公司中与中铁工业三块核心业务可比的上市公司有中国中车、三一重工、徐工机械、杭萧钢构、振华重工和晋亿实业等。按照 WIND (2018 年 2 月 25 日) 一致盈利预测，上述公司对应 2017-2018 年算术平均 PE 依次为 36.4 倍和 25.8 倍、对应 PB 依次为 2.5 倍和 2.1 倍。

PE 估值法：考虑公司市值较大且预计 2017-2019 年归母净利润复合增速约 28%，参考可比公司平均 PE，给予公司 2018 年 25.8 倍 PE，对应股价 19.11 元。

PB 估值法：我们预计中铁工业 2018 年每股净资产为 7.40 元，参考可比公司 2018 年平均 PB，给予公司 2018 年 2.1 倍 PB，对应股价 15.79 元。

综合两种估值方法：给予公司“强烈推荐评级”和目标价 17.45 元。

可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS(元)				PE			PB		市值 (亿元)
		2018/2/25	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2017 (LF)	2018E		
601766.SH	中国中车	10.42	0.41	0.40	0.47	25.41	26.05	22.17	2.54	2.32	2796.3	
600031.SH	三一重工	8.58	0.03	0.29	0.44	286.00	29.59	19.50	2.61	2.34	661.0	
000425.SZ	徐工机械	4.19	0.03	0.14	0.21	139.67	29.93	19.95	1.23	1.30	293.6	
600477.SH	杭萧钢构	9.01	0.43	0.54	0.71	20.95	16.69	12.69	4.67	3.07	123.8	
600320.SH	振华重工	5.39	0.05	0.07	0.12	107.80	77.00	44.92	1.59	1.52	204.1	
601002.SH	晋亿实业	8.22	0.09	0.21	0.23	91.33	39.14	35.74	2.65	2.25	65.2	
算术平均						111.9	36.4	25.8	2.5	2.1		
600528.SH	中铁工业	10.57	0.45	0.57	0.74	23.49	18.54	14.28	1.50	1.43	234.8	

资料来源：中铁工业来自新时代证券研究所预测，其他可比公司数据为 WIND 一致预期

6、风险提示

6.1、订单交付跨年度的风险

公司道岔、钢结构桥梁和盾构机主要应用在铁路、公路和地铁隧道和桥梁等基础设施建设领域。虽然近年来国家加大基础设施建设的投入力度和规划，但基建项目受资金、地质条件和天气等原因，建设工期较长。公司除盾构机、基建施工机械虽不受下游建设工期影响，但占收入比重较高的道岔和钢结构桥梁产品交付均受下游基建项目工期影响，存在新签订单交付跨年度而收入确认滞后的风险。

6.2、原材料价格波动的风险

道岔、钢结构桥梁产品占公司收入的比重较高，预计 2018-2019 年仍将持续该格局。根据中铁工业资产置换方案，2015 年主营道岔和钢结构桥梁的山桥和宝桥，钢材占主营业务成本的比重分别为 19.68% 和 26.14%。但 2016 年以来，钢材价格的上涨对公司道岔和钢结构桥梁业务的毛利率构成压力，若公司不能通过价格谈判、外协加工、协约批量采购等化解钢材价格上涨的影响，将会影响公司毛利率水平。

6.3、海外市场扩展的不确定

近年来公司响应国家“一带一路”及中国制造“走出去”的政策方针，盾构机、道岔、钢结构桥梁均实现海外销售。但国外市场的政治、经济环境存在一定不稳定性，可能会对公司海外市场开拓和发展造成不确定性因素。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	14287	16489	25188	26675	32769	营业收入	12485	13649	15561	18752	22323
现金	2542	3133	7957	7601	9507	营业成本	10139	10905	12347	14645	17204
应收账款	5363	6217	7616	8690	10721	营业税金及附加	143	135	146	176	210
其他应收款	641	379	837	596	1130	营业费用	278	314	342	431	525
预付账款	643	874	923	1201	1352	管理费用	939	1065	1338	1688	2020
存货	4913	5771	7577	8429	9680	财务费用	124	136	8	-61	-12
其他流动资产	186	115	278	159	379	资产减值损失	58	48	31	56	67
非流动资产	6839	7562	7992	8737	9542	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	345	529	664	809	969	投资净收益	98	100	138	147	162
固定资产	3655	4008	4371	5021	5686	营业利润	890	1146	1485	1963	2472
无形资产	991	1050	1135	1183	1244	营业外收入	46	50	48	49	48
其他非流动资产	1847	1975	1822	1724	1643	营业外支出	38	40	39	40	39
资产总计	21127	24051	33180	35412	42311	利润总额	898	1156	1494	1973	2481
流动负债	13197	15352	18077	18615	23400	所得税	143	156	205	286	360
短期借款	1580	2241	1900	1850	4100	净利润	755	1000	1289	1687	2121
应付账款	5246	5987	7361	6587	7176	少数股东损益	5	5	22	29	35
其他流动负债	6372	7123	8816	10178	12124	归属母公司净利润	751	994	1268	1658	2086
非流动负债	419	483	294	302	294	EBITDA	1344	1641	1910	2394	3034
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.34	0.45	0.57	0.75	0.94
其他非流动负债	419	483	294	302	294						
负债合计	13616	15835	18372	18917	23695						
少数股东权益	86	92	114	143	178	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	2222	2222	2222	2222	2222	成长能力					
资本公积	5302	5302	10605	10605	10605	营业收入(%)	2.0	9.3	14.0	20.5	19.0
留存收益	#REF!	0	1289	2976	5098	营业利润(%)	20.9	28.7	29.7	32.2	25.9
归属母公司股东权益	7425	8216	14694	16353	18439	归属于母公司净利润(%)	16.0	32.4	27.5	30.8	25.8
负债和股东权益	21127	24051	33180	35412	42311	获利能力					
						毛利率(%)	18.8	20.1	20.7	21.9	22.9
						净利率(%)	6.0	7.3	8.1	8.8	9.3
						ROE(%)	10.1	12.0	8.7	10.2	11.3
						ROIC(%)	8.2	9.5	7.5	8.7	9.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.4	65.8	55.4	53.4	56.0
						净负债比率(%)	-8.7	(8.9)	(40.7)	(34.7)	-28.9
						流动比率	1.1	1.1	1.4	1.4	1.4
						速动比率	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	2.1	1.9	1.9	2.1	2.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.34	0.45	0.57	0.75	0.94
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.66	0.42	0.32	0.40
						每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.70	6.66	7.40	8.34
						估值比率					
						P/E	31.29	23.62	18.53	14.16	11.26
						P/B	3.16	2.86	1.59	1.43	1.27
						EV/EBITDA	17.20	14.1	9.3	7.6	6.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

注：2015-2016年数据更新为与现有资产同口径比较

图表目录

图表 1: 资产置换完成后中铁工业股权关系及子公司情况	4
图表 2: 中铁工业 2017H2 业绩增速回升	4
图表 3: 2017Q4 中铁工业业绩迅猛增长	4
图表 4: 2016 年中铁装备和铁建重工市场占比超 50%	5
图表 5: 2014-2016 年两铁盾构机市场率合计超过 50%	5
图表 6: 2017 年底中国城轨运营里程超过 5000 公里	6
图表 7: 中国新增城轨运营里程中地铁占比最大	6
图表 8: 2017H1 中国城轨在建总里程超过 5700 公里	6
图表 9: 2016 年底中国城轨在建里程中地铁占比 87%	6
图表 10: 2012-2016 年中国盾构机销量持续增长	7
图表 11: 2012-2017H1 中铁装备盾构机销量持续增长	7
图表 12: 2017H1 中铁工业隧道掘进业务收入增长 23.5%	7
图表 13: 2017H1 中铁工业隧道设备在手订单快速增长	7
图表 14: 近年来中铁工业盾构机应用新领域列举	8
图表 15: 中铁宝桥时速 250 公里 60kg/m 高速单开道岔	8
图表 16: 中铁工业铁路道岔业务产能非常充足	8
图表 17: 铁路道岔产品的行业特性	9
图表 18: 十三五规划新建铁路通车里程 2.9 万公里	9
图表 19: 预计 2018-2020 年铁路通车里程将持续增长	9
图表 20: 预计 2018-2020 年新增快速铁路占比提升	10
图表 21: 十三五铁路新增通车里程中高铁和城际占比高	10
图表 22: 2015 年中铁工业各业务毛利占比	10
图表 23: 2017H1 中铁工业各业务毛利占比	10
图表 24: 预计 2018-2020 年新增通车对应车站数量增长	11
图表 25: 预计 2018-2020 年各类车站数据均实现增长	11
图表 26: 铁路道岔数量需求与铁路里程关系举例	11
图表 27: 2017H1 中铁工业铁路道岔业务已转为增长	11
图表 28: 2014-2016H1 中铁山桥道岔产品累计销售占比	11
图表 29: 近年来中国钢结构行业产值持续增长	12
图表 30: 近年来中国钢结构行业产量保持增长	12
图表 31: 近年来建筑钢架占粗钢产量比重持续提升	12
图表 32: 预计中国钢结构产量将维持较快的增长	12
图表 34: 中铁山桥钢结构制造与安装业务收入	13
图表 35: 中铁宝桥钢结构制造与安装业务收入	13
图表 36: 中铁九桥钢结构制造与安装业务收入	13
图表 37: 2015 年中铁工业钢结构桥梁合计产能 60 万吨	13
图表 38: 中铁九桥承制的钢结构桥梁主要业绩分布	14
图表 39: 中铁工业钢结构制造业务收入呈增长趋势	14
图表 40: 2017H1 钢结构业务新签订单超过 45 亿元	14
图表 41: 中铁工业盾构机出口国家及应用项目列举	15
图表 42: 中铁工业交付的美国纽约韦拉扎诺海峡大桥	16
图表 43: 中铁工业交付的德国莱茵河大桥	16
图表 44: 2017 年中铁工业钢结构桥梁业务重大合同	16
图表 45: 中铁工业下属中铁宝桥和中铁山桥道岔产品出口列举	17

图表 46: 2017 年后通车的中国高铁海外项目梳理	17
图表 47: 中铁工业 2017 年以来签订的合作协议及主要内容	18
图表 48: 武汉经开区现代有轨电车车都 T1 线	19
图表 49: 中车四方悬挂式空轨试验线	19
图表 50: 2017H1 道岔业务收入占营业收入的 29%	19
图表 51: 2017H1 道岔贡献利润占利润总额约 60%	19
图表 52: 2017 年中铁工业新签订单金额增长 23.8%	20
图表 53: 2017H1 新签订单中盾构机占比提升至 27%	20
图表 54: 2017-2019 年中铁工业各业务板块收入增速及毛利率预测	21
图表 55: 预计 2017-2019 年公司归母净利持续增长	22
图表 56: 预计 2017 年各子公司完成业绩承诺	22
图表 57: 预计 2018 年子公司有望超额完成业绩承诺	22
图表 58: 预计 2019 年子公司有望超额完成业绩承诺	22
图表 59: 可比公司估值比较	23

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验5年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>