

非金属扣件行业标杆，城际轨道再添机遇

——祥和实业(603500)公司首次覆盖报告

报告要点:

● 公司为轨道非金属扣件的行业标杆，多维发展增强业绩弹性

公司深耕高铁扣件领域近15年，主营业务为轨道扣件非金属部件和电子元器件配件，其中非金属扣件收入占比70%。公司曾参与扣件非金属部件研发任务和行业标准的起草工作，是该领域的行业标杆，目前已配套国内全部高铁扣件集成供应商，市场份额保持在13%-16%。2019年子公司富适扣成立，开拓城市轨道交通扣件全套系统，公司凭借多年的技术、地域等优势，有望深度受益于城市轨道交通建设、业绩弹性较大。2020H1受疫情影响，扣件产品的交货和收入确认均有所延后，三季度起公司业绩有望大幅好转。

● 高铁建设踏上新征程，公司非金属扣件深度收益

扣件行业直接受益于轨道交通建设，其中非金属部分是保证轨道精度和平顺性的核心部件。20年8月国铁集团发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，规划了我国铁路建设新蓝图，至2035年，高铁营运里程数将达7万公里。据此我们测算，20-22年高铁扣件总需求约3126.3、3364.8、3507.5万组；对应的非金属部分市场规模为20.4、21.5、21.9亿元。公司在高铁扣件非金属领域的市场份额稳定，非金属扣件业务有望持续受益。

● 进军城轨交通扣件整套系统，国内外齐发展

公司全资子公司富适扣立足浙江省，致力于开拓浙江都市圈的城际轨道交通业务。截至20年8月，富适扣连续中标4个城际轨道交通项目，业务范围从非金属扣件扩大为成套系统供应。据浙江城际轨道规划，多个项目将在2021年集中通车，因而近一两年也成为扣件需求的高峰期。我们预计20-22年浙江省城际轨道新增扣件需求为126.2、89.8、78.9万组；对应的扣件系统市场规模达2.31、1.61、1.39亿元。公司在浙江具有地域优势，可获较大市场份额，将深度受益。富适扣作为海外扣件联合体FSCR（高铁扣件主要研发制造单位联合成立）的销售平台，正积极布局海外业务，目前已获吉隆坡轻轨全线订单，金额约2200万人民币，未来成长空间巨大。

● 投资建议与盈利预测

考虑到子公司富适扣拓展城际轨道及海外扣件业务，预计20-22年公司营收分别为3.03/4.48/6.21亿元，归母净利润分别为0.81/1.45/1.95亿元，EPS分别为0.46/0.82/1.1元，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

基建项目进展不及预期；城际轨道建设不及预期；海外疫情影响业务拓展和产品交付。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	340	336	303	448	621
收入同比(%)	13	-1	-10	48	38
归母净利润(百万元)	82	89	81	145	195
归母净利润同比(%)	6	8	-8	78	34
ROE(%)	9.8	9.9	8.8	14.1	17.0
每股收益(元)	0.47	0.50	0.46	0.82	1.10
市盈率(P/E)	22.34	27.75	30.34	17.04	12.67

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

买入|首次推荐

当前价/目标价: 13.99元/20.5元

目标期限: 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 25.98 / 10.93

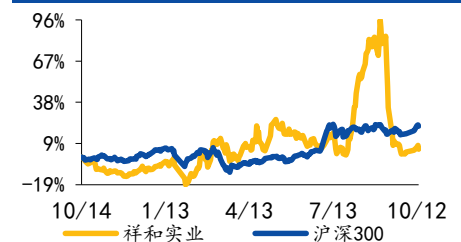
A股流通股(百万股): 176.40

A股总股本(百万股): 176.40

流通市值(百万元): 2467.84

总市值(百万元): 2467.84

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司为轨道非金属扣件的行业标杆.....	4
1.1 发源于浙江，深耕高铁轨道扣件领域.....	4
1.2 业绩稳定增长，轨道扣件产品毛利率高.....	6
1.3 直接受益于轨交建设，十年应用验证可靠性.....	8
2. 铁路交通新征程，高铁扣件深度收益.....	10
2.1 建设新时代交通强国，铁路先行.....	10
2.2 与高铁扣件集成商全面配套，公司深度受益于铁路建设.....	13
3. 富适扣进驻城际轨道，立足浙江放眼海外.....	15
3.1 轨交“三网融合”，城际轨交建设进入快速路.....	15
3.2 富适扣借力联合体强势进军城轨及海外扣件业务.....	18
3.2.1 富适扣跨入扣件系统集成商行列，发轫于浙江本土城际轨道.....	19
3.2.2 拿下吉隆坡全线订单首战告捷，海外市场广阔.....	21
4. 盈利预测.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	4
图 3：公司 2020H1 营收 7881 万元.....	6
图 4：公司 2020H1 归母净利润 1571 万元.....	6
图 5：轨道扣件为公司主要营收来源（单位：百万元）.....	6
图 6：2020H1 营收中轨道扣件占比 73%.....	6
图 7：公司毛利率在同行业中较高.....	7
图 8：公司 2020H1 净利率为 19.69%.....	7
图 9：轨道扣件产品毛利率整体高于电子元器件产品.....	7
图 10：2019 年公司应收账款周转率为 1.72.....	7
图 11：2019 年公司存货周转率为 3.35.....	7
图 12：轨道扣件示意图.....	8
图 13：扣件零部件上下游.....	8
图 14：2016-2019 年 9 月高铁扣件招投标市场份额.....	9
图 15：2016-2019 年 9 月重载扣件招投标市场份额.....	9
图 16：历年公司产品应用的工程案例.....	9
图 17：政策加速传递链条，从上至下打通轨道交通建设.....	10
图 18：20 年底全国铁路营业总里程预计达 14.6 万公里.....	11
图 19：20 年 8 至 12 月高铁通车里程预计达 3000 公里.....	11
图 20：全国铁路固定资产投资.....	11
图 21：新建铁路及高速铁路投产里程.....	11
图 22：扣件铺设示意图.....	11

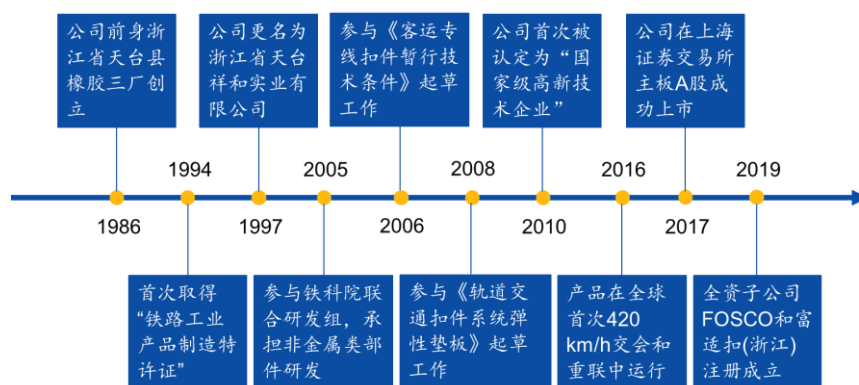
图 23: 高铁配套扣件需求预测	12
图 24: 扣件非金属部分市场规模预测	12
图 25: 中原利达及前五大客户收入占比	14
图 26: 2020 年以来公司产品获得 CRCC 认证	14
图 27: 轨道扣件营业收入及同比	14
图 28: 2020H1 轨道扣件毛利率达 55.49%	14
图 29: 公司非金属扣件收入预测	14
图 30: 2019 年中国城镇化率达 60.6%	15
图 31: 典型的轨道上都市圈（大巴黎都市圈：网状+放射状）	15
图 32: 19 年全国市域轨道营业里程达 754.6 公里（单位：公里）	16
图 33: 各省市历年新增市域铁路里程（单位：公里）	16
图 34: 城际线轨道扣件需求预测	18
图 35: 城际线轨道扣件市场规模预测	18
图 36: 设立 FOSCO 新加坡和富适扣浙江布局海外及城际轨道业务	18
图 37: 浙江省城际、市域铁路通车里程及新增扣件预测	21
图 38: 浙江省城际、市域铁路扣件系统市场规模预测	21
图 39: 公司海外收入及同比	21
图 40: 富适扣与多家国内外公司达成合作	21
图 41: 富适扣有多款扣件系统在研发测试中	22
图 42: 祥和实业上市以来 PE-Band	23
表 1: 公司扣件零部件及应用扣件系统示例	5
表 2: 7 家主要轨道扣件集成商的供货商	8
表 3: 非金属部件供应商与系统集成商配套情况	13
表 4: 轨道交通网络层次一览表	16
表 5: 城际铁路与市域铁路规划里程	17
表 6: 富适扣连续在城际轨道交通项目上中标	19
表 7: 浙江省城际、市域铁路在建和规划路线	20
表 8: 可比公司估值	22

1. 公司为轨道非金属扣件的行业标杆

1.1 发源于浙江，深耕高铁轨道扣件领域

公司是轨道扣件行业的高新技术企业，位于浙江省天台县。主营业务为轨道扣件非金属部件和电子元器件配件的研发、生产和销售。05年在铁科院高铁轨道扣件项目中承担扣件非金属部件研发任务，并参与轨道扣件系统行业标准的起草工作，06年中标甬台温高速铁路扣件工程后正式进入高铁扣件领域，至今深耕该领域近15年。目前已配套供货国内全部六家高铁轨道扣件集成供应商。2019年，公司成立全资子公司富适扣，进入城市轨道交通领域的同时，逐步拓展海外业务。

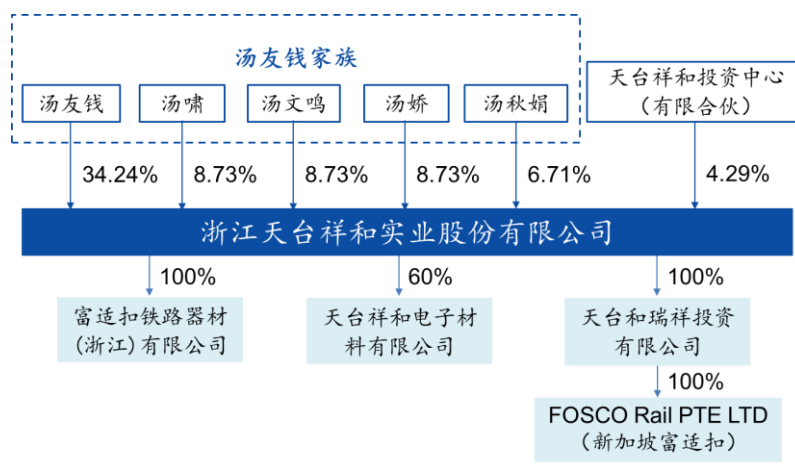
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

已实施股份回购，将用于股权激励。截至2020年中报，汤友钱先生持有公司34.24%的股份。实际控制人为汤友钱家族，合计持股67.14%。20年5月，公司发布股份回购公告，将在未来12个月以内以自有资金方式回购公司股份，拟用于股权激励，回购规模为0.5至1亿元。截至9月15日，公司累计回购股份176.4万股，占公司总股本的1%，已支付的资金总额2727.78万元。

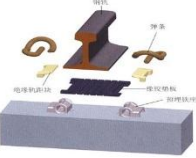
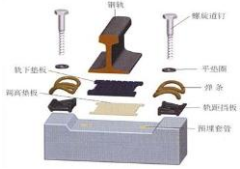

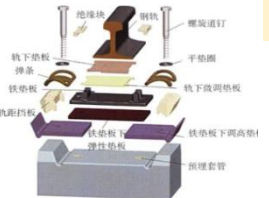
图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，国元证券研究中心（截至2020年9月4日）

公司在轨道扣件非金属部件领域的产品主要包括：轨下垫板、轨距挡板、弹性垫板等，已经运用于弹条Ⅳ型、弹条Ⅴ型、WJ-7型和WJ-8型等多款我国自主研发的高速铁路轨道扣件系统。子公司富适扣已研发出多种可适用于高铁、普铁、城市轨道交通等不同场景、不同线路要求的轨道扣件系统，进一步拓展公司的业务范围。

表 1：公司扣件零部件及应用扣件系统示例

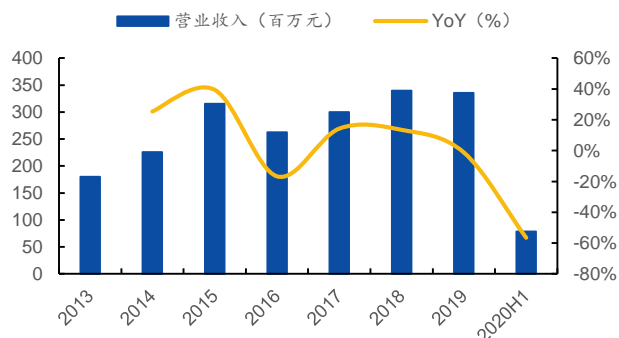
系统类型	结构图	应用轨道类型	可满足的运营要求	公司生产的零部件
弹条Ⅳ型扣件系统		有砟轨道	250km/h 客运专线	绝缘轨距块
		无轨距	(兼顾货运)及	橡胶垫板
		无螺栓	350km/h 客运专线	
		无铁垫板		
弹条Ⅴ型扣件系统		有砟轨道	250km/h 客运专线	轨下垫板
		有轨距	(兼顾货运)及	调高垫板
		有螺栓	350km/h 客运专线	轨距挡板
		有铁垫板		预埋套管
WJ7 型扣件系统		无砟轨道	250km/h 客运专线	绝缘缓冲垫板
		无轨距	(兼顾货运)及	预埋套管
		有螺栓	350km/h 客运专线	绝缘块
		有铁垫板		轨下垫板
WJ8 型扣件系统		无砟轨道	250km/h 客运专线	轨下调高垫板
			(兼顾货运)及	铁垫板下调高垫板
				绝缘块
				轨下垫板
		有轨距	350km/h 客运专线	轨距挡板
				铁垫板下弹性垫板
				轨下微调垫板
				铁垫板下调高垫板
		有螺栓		预埋套管

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.2 业绩稳定增长，轨道扣件产品毛利率高

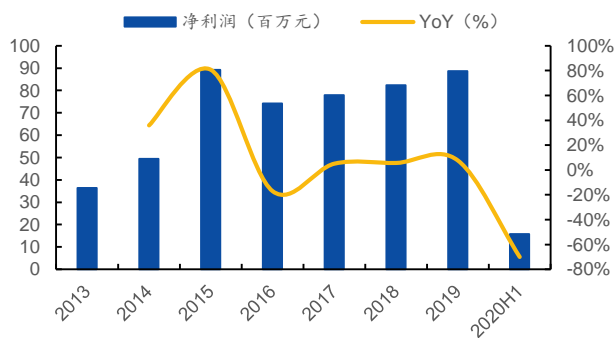
2019 年公司实现营收 3.36 亿元，2013 至 2019 年复合增长率 10.91%。2019 年归母净利润 8868 万元，6 年复合增长率 16.03%，均保持稳定增长。2020H1 公司营收 7881 万元，同比下降 56.64%，归母净利润 1571 万元，同比下降 69.93%，主要是由于疫情导致轨道扣件业务受施工项目复工进度及物流等的影响，交货期、收入确认期均出现延后，预计三季度公司业绩大幅好转。

图 3：公司 2020H1 营收 7881 万元



资料来源：Wind，国元证券研究中心

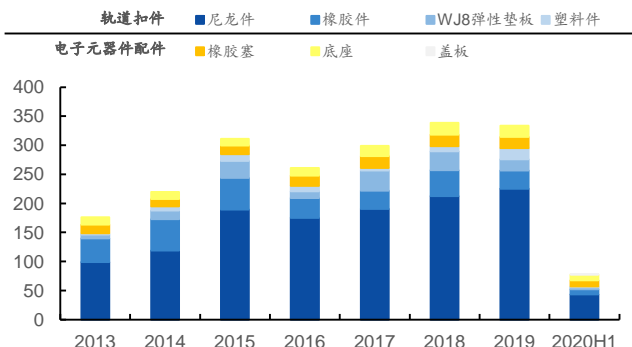
图 4：公司 2020H1 归母净利润 1571 万元



资料来源：Wind，国元证券研究中心

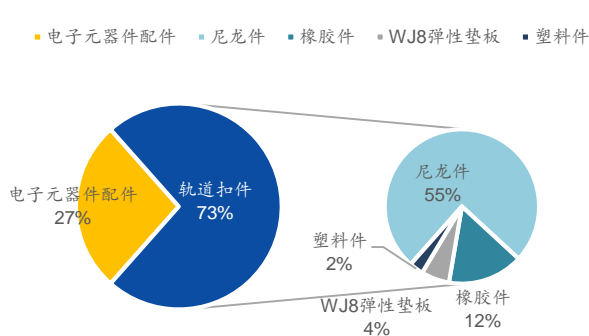
轨道扣件营收占比常年超 70%，为公司主要营收来源。2020H1 受疫情影响，轨道扣件零部件（尼龙件、橡胶件、WJ8 弹性垫板、塑料件）收入确认期延后，营收 5718 万元，收入占比同比下降 17.5pct 至 72.6%，而电器元器件配件（橡胶塞、底座、盖板）营收 2107 万元，占比达 26.7%。

图 5：轨道扣件为公司主要营收来源（单位：百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

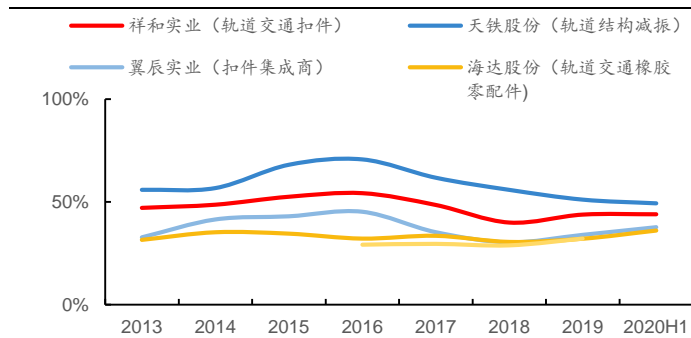
图 6：2020H1 营收中轨道扣件占比 73%



资料来源：Wind，国元证券研究中心

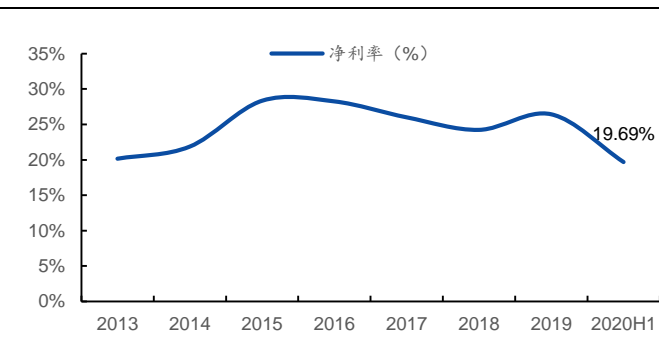
综合毛利率较高，优于大部分同行业公司。2020H1，公司毛利率 43.19%，同比下降 1.58pct，净利率 19.69%，同比下降 9.05pct。由于轨道扣件行业存在业务规模、供应资质等方面的准入壁垒，参与的企业数量有限，因此公司保持了较高的毛利率和净利率。相较于行业中的其他公司，公司毛利率也名列前茅。

图 7：公司毛利率在同行业中较高



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

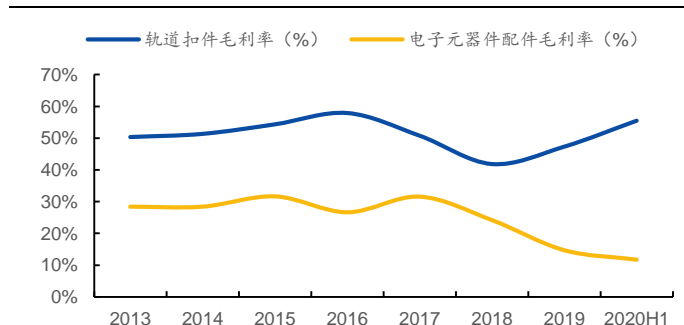
图 8：公司 2020H1 净利率为 19.69%



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

轨道扣件产品毛利率高于电子元器件配件产品。2020H1 轨道扣件产品的毛利率 55.49%，较去年同期增长 6.96pct，实现逆势上涨；电子元器件配件毛利率 11.71%，较上年同期下降 4.38pct。

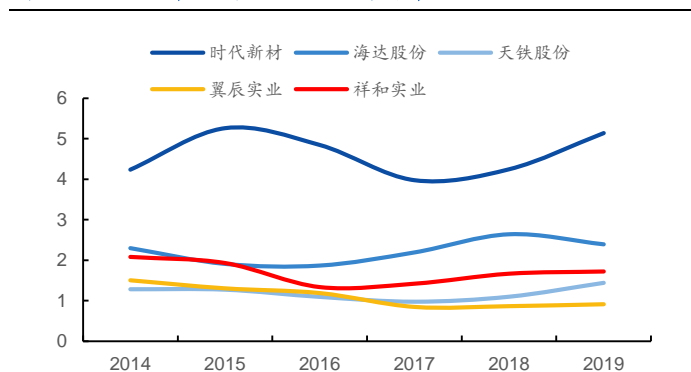
图 9：轨道扣件产品毛利率整体高于电子元器件配件产品



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

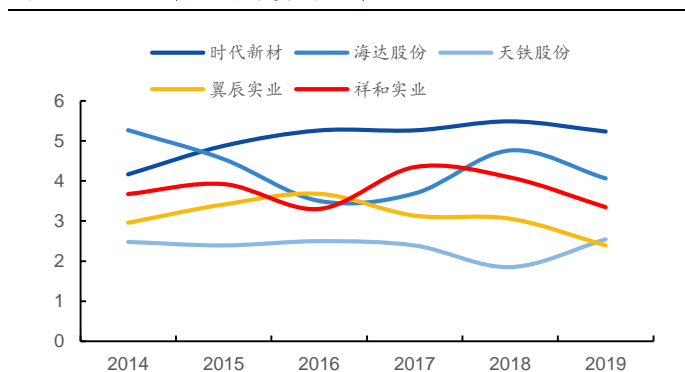
公司营运能力在行业中处于较优水平。2019 年，公司应收账款周转率为 1.72，存货周转率为 3.35。在可比公司中，公司这两项指标均优于经营范围相似的天铁股份和翼辰实业。而时代新材和海达股份由于对轨道扣件业务依赖程度较低，应收账款周转率和存货周转率高于祥和实业。

图 10：2019 年公司应收账款周转率为 1.72



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 11：2019 年公司存货周转率为 3.35



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1.3 直接受益于轨交建设，十年应用验证可靠性

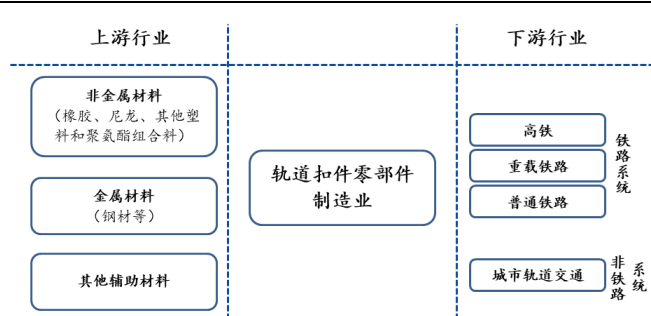
轨道扣件是将轨道上的钢轨和轨枕联结的零件，其作用是将钢轨固定在轨枕上，给整个轨道结构提供弹性，同时起到绝缘作用。轨道扣件系统主要由金属部件和非金属部件两部分组成，其中，轨道扣件非金属部件是保证轨道精度和平顺性的核心部件，对总体扣件的绝缘性能和使用寿命起决定性作用，主要由尼龙、橡胶、塑料等材料制成。

图 12：轨道扣件示意图



资料来源：网络图片，国元证券研究中心

图 13：扣件零部件上下游



资料来源：祥和实业招股说明书，国元证券研究中心

轨道扣件产品须通过 CRCC（中铁认证检验中心）产品认证才可使用，受认证企业稳定性强。高铁扣件集成商在申请 CRCC 认证时，需要向 CRCC 报备扣件系统各零部件供应商的名称，若需要更换供应商，会面临所需时间长、成本高、风险大等问题，从完成 CRCC 认证到实现供货的周期需要约 5 年左右，前期还需大额投入，因此轨道扣件集成供应商一般不会寻求新的零部件制造商。

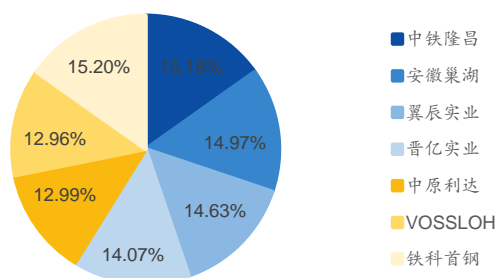
表 2：7 家主要轨道扣件集成商的供货方

轨道扣件集成供应商	企业性质	非金属部件主要供货商
VOSSLOH	德资	自产
中原利达	内资	祥和实业、时代新材（弹性体）
中铁隆昌	内资	祥和实业、时代新材、武威橡胶制品厂
晋亿实业	台资	自产、祥和实业
安徽巢湖	内资	海达股份、天津天拓、祥和实业、时代新材
铁科首钢	内资	宜宾普什、铁科翼辰、天津天拓、祥和实业
河北翼辰	内资	铁科翼辰、唐山康华、祥和实业、时代新材

资料来源：祥和实业招股说明书，国元证券研究中心

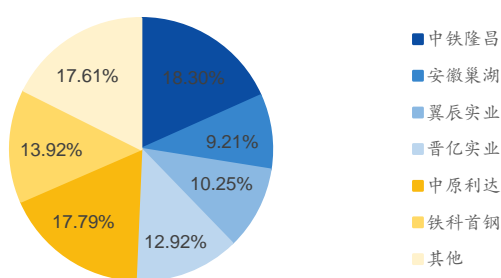
高铁扣件竞争格局稳定。目前国内高铁扣件行业的主要参与者为 7 家规模较大的轨道扣件联合体，即扣件系统集成商，根据系统集成商统计的 2016 至 2019 年 9 月高铁扣件及重载扣件的招投标数据，七家供应商的市场份额均在 12%-18% 之间不等，格局较为稳定。通过长期的协作，目前联合体内各家企业之间已经建立了较为紧密和稳定的互利合作关系，行业外单个零部件制造企业很难进入现有联合体体系内。

图 14: 2016-2019 年 9 月高铁扣件招投标市场份额



资料来源: 铁科首钢招股说明书, 国元证券研究中心

图 15: 2016-2019 年 9 月重载扣件招投标市场份额



资料来源: 铁科首钢招股说明书, 国元证券研究中心

公司产品遍布全国, 十年应用验证可靠性。公司自 2006 年成功中标甬台温、福厦高速铁路扣件工程以来, 截至目前, 产品已经在哈大客运专线、石武客运专线、沪昆客运专线、晋豫鲁重载铁路和张唐重载铁路等 40 多项国家重点铁路工程使用或供货。最早供应于甬台温客运专线的产品已应用十年以上, 目前使用状态良好, 满足了列车运行安全性、舒适性和可靠性的要求。

图 16: 历年公司产品应用的工程案例



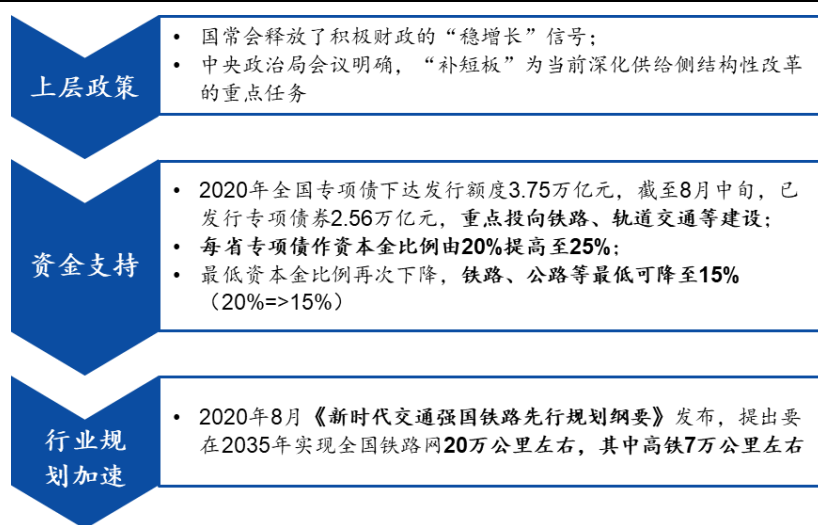
资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

2. 铁路交通新征程，高铁扣件深度收益

2.1 建设新时代交通强国，铁路先行

政策加速交通建设传递链条，资金充分支持轨交建设。2018 年下半年，国家从上层财政政策到资金支持，再到行业落地，从上至下打通轨交建设的传递链条。2020 年财政部下达专项债券额度 3.75 万亿元，截至 8 月 16 日，新增地方政府专项债券发行 2.56 万亿元，发行完成度 68.2%，其中近三成用于交通领域基础设施建设。此外铁路、公路等项目的最低资本金比例下调、专项债作项目资本金比例上调等政策利好共同作用，也为轨道交通建设提供充足的资金支持。

图 17：政策加速传递链条，从上至下打通轨道交通建设

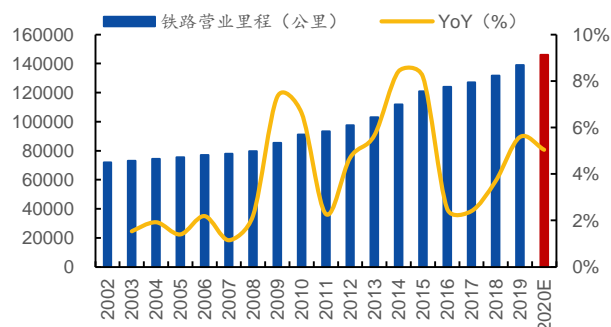


资料来源：公开资料整理，智研咨询，国元证券研究中心

据国铁集团统计，截至 20 年 7 月底，全国铁路营业里程达到 14.14 万公里，其中高铁 3.6 万公里，受疫情影响高铁新增通车里程仅 1000 公里。5 月中旬交通运输部表示，预计到 20 年底，全国铁路营业总里程将达到 14.6 万公里，其中高铁大约 3.9 万公里。下半年有望进入集中通车状态，8 至 12 月预计新增高铁通车达 3000 公里。

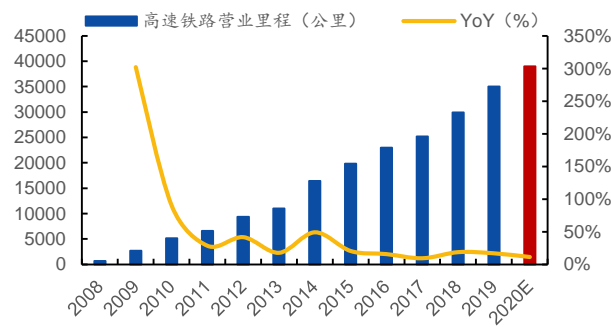
交通新纲要来临，高铁建设踏上新征程。2020 年 8 月，国铁集团正式发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，以系统化顶层设计文件的形式明确了中国铁路未来 30 年的发展蓝图，要在 2035 年实现铁路网 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右，实现 20 万人口以上城市铁路覆盖，50 万人口以上城市高铁通达。

图 18: 20 年底全国铁路营业总里程预计达 14.6 万公里



资料来源: Wind, 国铁集团, 国元证券研究中心

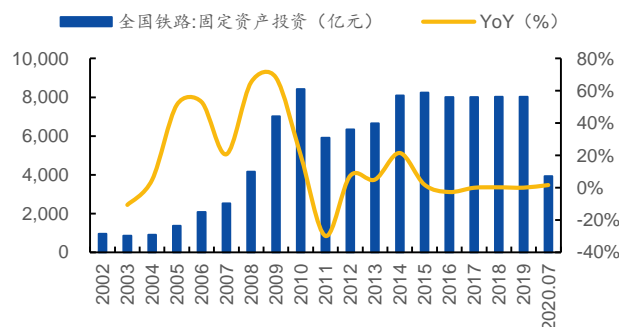
图 19: 20 年 8 至 12 月高铁通车里程预计达 3000 公里



资料来源: Wind, 国铁集团, 国元证券研究中心

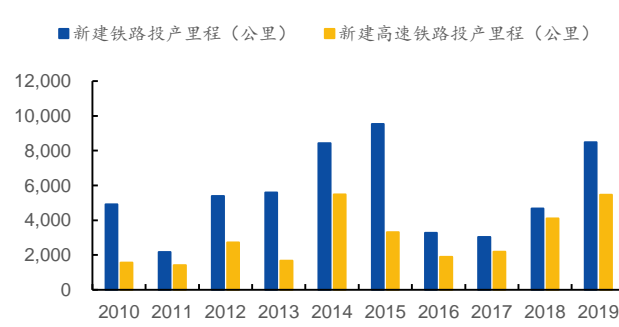
下半年铁路投资有望加速，未来两年迎来通车高峰。截至 2020 年 7 月，全国铁路固定资产投资完成 3930 亿元，同比增长 1.6%，随着项目资本金逐步到位，下半年铁路投资有望加速增长。2019 年铁路投产新线达 8489 公里，其中高速铁路新增投产里程 5474 公里，达到近年来的最高值，预计 2020~2022 年将迎来通车高峰。

图 20: 全国铁路固定资产投资



资料来源: Wind, 国家铁路局, 国元证券研究中心

图 21: 新建铁路及高速铁路投产里程



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

通常铁路线路为双向两条铁轨，按照枕间距 0.6 米，每根轨枕配备两套扣件的建设标准测算，每新投产线路 1 公里，新增扣件需求 0.67 万套，并且扣件需求早于通车时间 1-2 年；此外，轨道扣件使用寿命为 10-15 年，需要定期替换确保系统的安全及效率，因此未来轨道扣件存在更新改造的需求。

图 22: 扣件铺设示意图

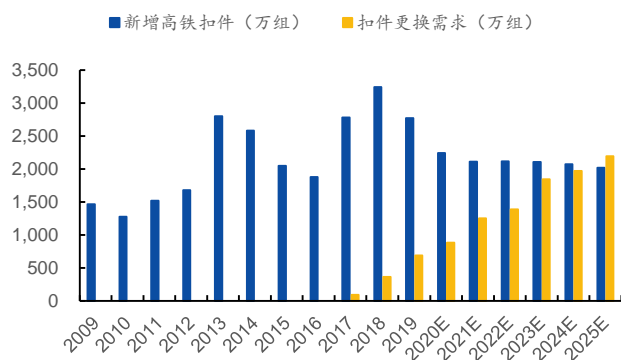


资料来源: 网络图片, 国元证券研究中心

由此预计,2020-2022 年新增高铁扣件的需求分别为 2241.7、2111.1、2119.8 万组;按照 10-15 年的更换周期,存量的高铁扣件在 2018 年及以后迎来更换潮,预计 2020-2022 年更换高铁扣件的需求分别为 884.5、1253.7、1387.8 万组;合计扣件需求为 3126.3、3364.8、3507.5 万组。

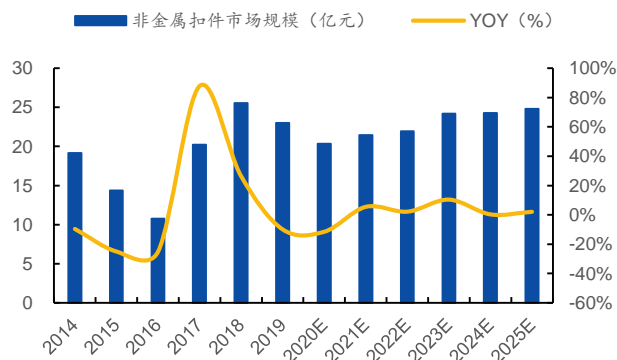
从扣件类型来说,正在从弹条 IV 型、弹条 V 型(应用于有砟轨道)向 WJ-8 型(应用于无砟轨道)过渡。根据《铁路技术管理规程》高速铁路部分规定,设计运行速度达到 300km/h 及以上的铁路可采用无砟轨道,随着铁路工程的不断提速,无砟轨道的占比也会逐渐增大。从公司披露的中原利达中标的高铁扣件订单也可看出,系统单价从 2014 年 180 元上涨到 2017 年的 240 元,WJ 系列正逐渐替代弹条系列扣件(WJ 系列单价高于弹条系列)。因此以现在主流的 WJ7、WJ8 扣件系统中非金属扣件的平均价值计算,未来 2020-2022 年的非金属扣件市场规模分别为 20.4、21.5、21.9 亿元。

图 23: 高铁配套扣件需求预测



资料来源: 国元证券研究中心估计

图 24: 扣件非金属部分市场规模预测



资料来源: 国元证券研究中心估计

2.2 与高铁扣件集成商全面配套，公司深度受益于铁路建设

公司与国内 6 家集成商均完成配套认证。目前除德资的福斯罗可实现完全自产外，公司与其他 6 家主要供应商均完成配套认证，并实现销售。在系统集成商中原利达的 CRCC 认证证书中，公司为其弹条 IV 型、弹条 V 型、WJ7 型扣件系统非金属部件的唯一供应商。

表 3：非金属部件供应商与系统集成商配套情况

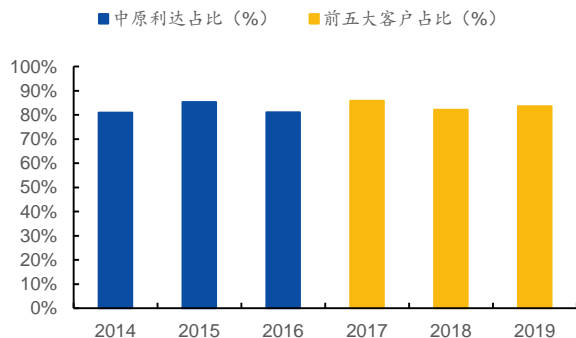
非金属部件 供应商	细分产品	系统集成商					
		中原利达	铁科首钢	翼辰实业	巢湖制造	中铁隆昌	晋亿实业
祥和实业	尼龙	✓	✓	✓			✓
	橡胶	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	塑料	✓		✓		✓	
	弹性体	✓					
铁科翼辰	尼龙		✓	✓			
	橡胶		✓	✓			
	塑料		✓	✓			
	弹性体		✓	✓	✓		
时代新材	尼龙						
	橡胶						
	塑料						
	弹性体	✓		✓	✓	✓	

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

深度绑定中原利达，产品质量过硬。2014 至 2016 年集成商中原利达在公司收入中的占比达 80%以上，2017 至 2019 年前五大客户占比也达 82%以上，用户高度集中且稳定。自中原利达 2006 年成立以来，十年多来其所中标的铁路扣件项目的非金属部件主要由公司提供，应收账款收回时间均在一年以内，保持着良好的合作关系。除了中原利达外，公司还拓展了其他 5 家扣件集成商，均已形成合作。

铁路认证齐全，19 年实现高铁扣件维修项目的单独投标。公司已通过普铁、客货共线扣件全部认证，参与普铁、客货共线共计 12 家集成供应商的集成配套，其中 5 家通过试验，并拿到 CRCC 证书，目前已做好进一步拓展普铁、客货共线业务的前期准备。2019 年，公司单独通过招投标，取得中铁南宁局弹条 V 型挡板供货资格，成为公司自主参与高铁轨道扣件维修养护业务招投标的基石。

图 25：中原利达及前五大客户收入占比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

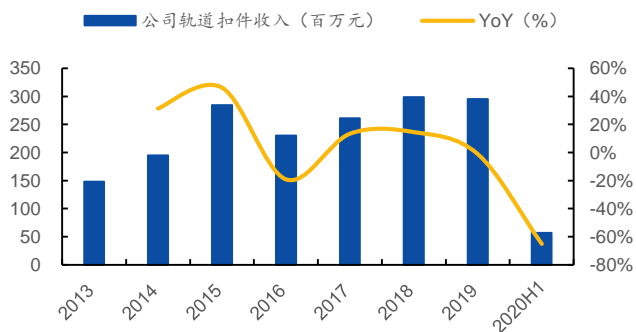
图 26：2020 年以来公司产品获得 CRCC 认证

用途	认证产品
城市轨道交通	轨下橡胶垫板
	挡板座
	护轨扣件用轨下垫板
重载铁路扣件	绝缘轨距块
	弹性件产品

资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

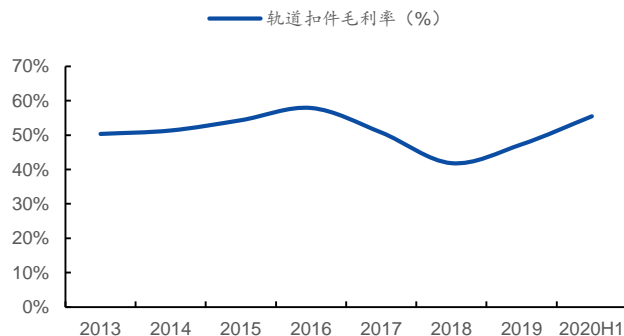
2019 年轨道扣件收入 2.95 亿元，2020H1 受疫情影响，轨道扣件的施工项目进度及收入确认期延后，收入仅 5718 万元，同比下降 56.64%。扣件毛利率一直保持较高水平，2020H1 实现毛利率 55.49%，同比增长 6.96pct。

图 27：轨道扣件营业收入及同比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

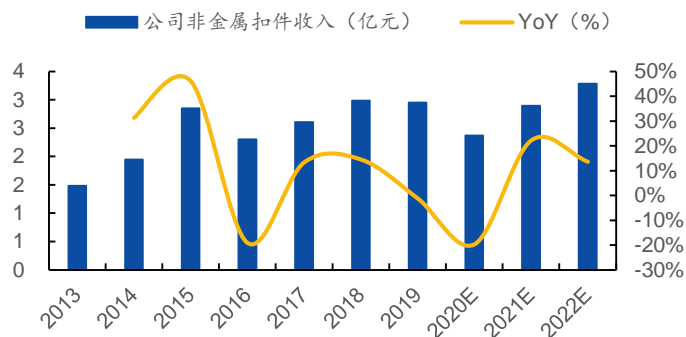
图 28：2020H1 轨道扣件毛利率达 55.49%



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

以公司历史的市占率以及上述预测的高铁扣件非金属部分的市场空间计算，预计 2020-2022 年公司高铁扣件收入将达 2.37、2.89、3.29 亿元。

图 29：公司非金属扣件收入预测



资料来源：国元证券研究中心估计

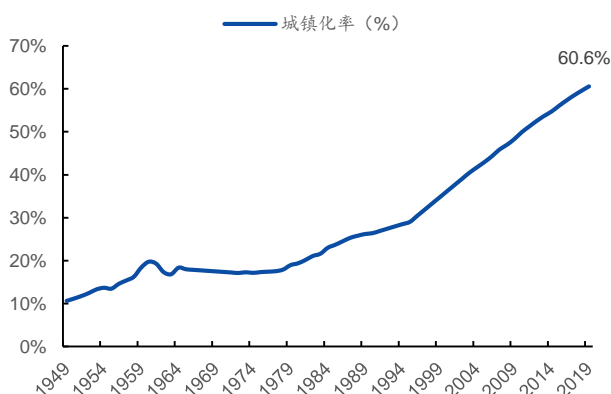
3. 富适扣进驻城际轨道，立足浙江放眼海外

3.1 轨交“三网融合”，城际轨交建设进入快速路

城镇化的根本在于人口流动，轨道交通是推进器。2019 年中国城镇化率达 60.6%，较 10 年前已提升 10.7pct。而根据世界银行公开的 2019 年全球主要国家的城镇人口比例来看，美、英、韩等发达国家均超 80%，其主要城市的城轨密度（首尔 0.87 公里/平方公里；纽约 0.54 公里/平方公里；伦敦 0.29 公里/平方公里）也远高于我国城市（最高为上海 0.12 公里/平方公里）¹，因此我国仍需持续建设轨道交通，以推进城镇化进程。《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》已出台，要求进一步推动缩小城镇间的时间与空间距离，加大轨道交通建设是重要途径之一。

轨道上的都市圈正式成为国家战略。2019 年 2 月，国家发改委发布《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，自此都市圈正式成为国家战略。意见提出，要畅通都市圈公路网、打造轨道上的都市圈。为在重要的核心城市和周边节点城市间实现 1 小时内的交通圈，以高铁、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通为代表的综合交通体系，正在逐步发展成为城市群之间和城市群内部的骨干运输方式。

图 30：2019 年中国城镇化率达 60.6%



资料来源：城市轨道交通协会，国元证券研究中心

图 31：典型的轨道上都市圈（大巴黎都市圈：网状+放射状）



资料来源：rapt，国元证券研究中心

城际铁路与市域铁路的定义：

根据国家铁路局于 2015 年批准发布的《城际铁路设计规范》中的定义，城际铁路是指专门服务于相邻城市间或城市群，旅客列车设计速度 200km/h 及以下的快速、便捷、高密度客运专线铁路；

市域（郊）铁路又称为通勤铁路，指的是大都市市域范围内的客运轨道交通系统，服务于城市与郊区、中心城市与卫星城、重点城镇间等，设计速度为 100~160 公里/小时。

¹ 国内外城市的城轨里程数据来源：《2019 年世界城市轨道交通运营统计与分析》，韩宝明

在 2017 年上海发布的《城市总体规划（2017-2035 年）》中，对于城际线、市区线、局域线等 3 个层次的轨道交通做出规定，将城际铁路、市域铁路、轨道快线划归为城际线的系统模式，共同服务于主城区与新城及周边城镇、新城之间的快速路发展。城际线速度从速度上来说，显著高于市区线及局域线，平均站距则介于地铁与轻轨之间。

表 4：轨道交通网络层次一览表

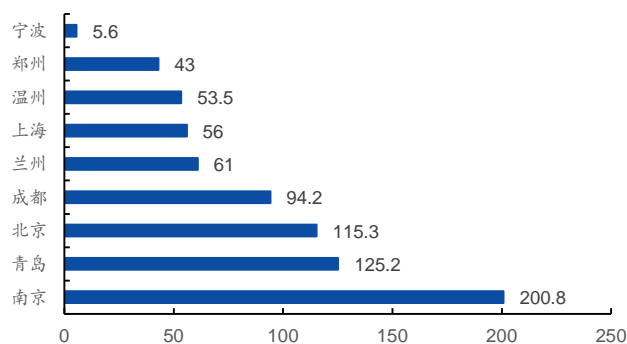
系统模式	功能定位	设计速度 (公里/小时)	平均站距 (公里)	设计运能 (万人/小时)
城际线	城际铁路 /市域铁路 /轨道快线	100-250	3.0-20.0	≥1.0
市区线	地铁	80	1.0-2.0	2.5-7.0
	轻轨	60-80	1.0-3.0	1.0-3.0
局域线	现代有轨电车、 胶轮系统	-	0.5-0.8	0.5-1.5

资料来源：《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，国元证券研究中心

市域城轨、市域快轨、城际铁路“三网融合”，为城际轨道交通的发展打开空间。2020 年 3 月中国城轨协会发布《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，计划将在 2035 年实现“三网融合”跨线运营，将市域城轨、市域快轨和城际铁路网无缝相接、统一调度，组成全国范围内完整的轨道交通网络。因此下一阶段，城际线的轨道交通有望成为我国重点建设的基础设施领域。

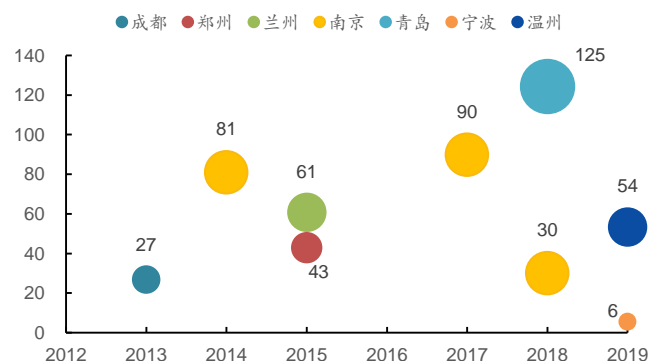
市域轨道建设显著加速。截至 2019 年底，我国共有 9 个城市开通市域轨道，投入运营里程 754.6 公里，2013-2019 年新增通车里程 515.2 公里，2018-2019 年市域轨道新增里程明显加快，合计新增里程达 213.6 公里，占总里程比例近 1/3。

图 32：19 年全国市域轨道运营里程达 754.6 公里（单位：公里）



资料来源：城市轨道交通协会，国元证券研究中心

图 33：各省市历年新增市域铁路里程（单位：公里）



资料来源：城市轨道交通协会，国元证券研究中心（不完全统计）

根据各省市都市圈城市规划批复文件及城轨协会的统计年报披露，城际铁路的近远期规划已近 1.2 万公里，涉及包括京津冀、长三角、粤港澳大湾区在内的八个城市群；截止 2019 年底，在建的市域铁路 489.4 公里，规划总里程达 751.9 公里。

表 5：城际铁路与市域铁路规划里程

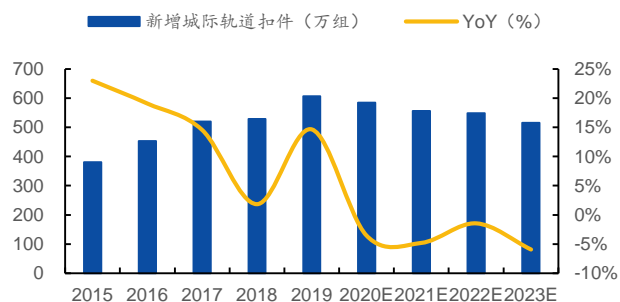
城市群	都市圈城际铁路规划
京津冀	至 2020 年，9 个工程项目在建，总里程约 1100 公里；规划期内新建 24 条 3450 公里的城际铁路网
	江苏省都市圈近期规划建设南京至淮安、南京至宣城等城际铁路项目，江苏省内总里程约 980 公里
长三角	浙江省都市圈城市群建设城际铁路，包括 23 条线路、总里程 1413 公里
	安徽省合肥、芜湖、马鞍山等 11 个市，建设期限为 2015—2020 年，总里程 310 公里
粤港澳大湾区	珠三角地区共规划广州-珠海、广州-佛山等 15 条城际轨道交通，合计里程约 1430 公里
成渝城市群	2015-2020 年成渝地区将实施 8 个城际项目，总里程 1008 公里
哈长城市群	至 2020 年哈长地区城际铁路运营里程约 1600 公里，新建和改扩建国家高速公路约 1120 公里
中原城市群	城际轨道交通线网最终长度将超过 1000 公里，2020 年规划达到 495.2 公里
北部湾城市群	近期规划建设南宁-横县-玉林、南宁-崇左城际铁路，总里程 325 公里
关中平原城市群	建设阎良-西咸机场（58 公里）、西安-韩城（218 公里）、西安-法门寺（新建 173 公里）等城际铁路
合计规划里程	11965 公里

2019 年市域铁路规划							
在建规模统计				规划规模统计			
城市	里程数 (公里)	城市	里程数 (公里)	城市	里程数 (公里)	城市	里程数 (公里)
重庆	28	宁波	21.6	北京	126.1	大连	42.8
武汉	33			上海	130.8	郑州	42.4
郑州	42.4			武汉	42.8	杭州	60.7
杭州	58.6			长春	28.2	宁波	23.9
青岛	188.7			温州	104.6	青岛	60.7
温州	117.1			贵阳	60.9	重庆	28
合计总规划里程	751.9	公里					

资料来源：世界轨道交通资讯网，历年城市轨道交通度统计和分析报告，国元证券研究中心

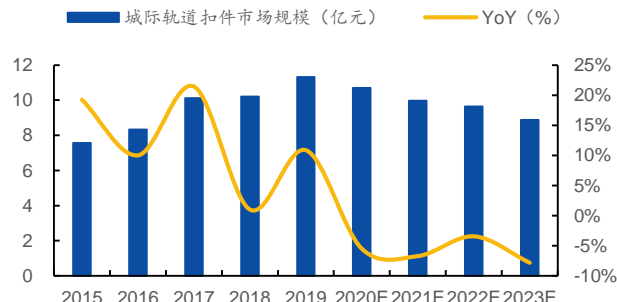
由于城际轨道交通特别是城际铁路、市域铁路正逐步向高铁标准发展，因此城际线轨道的扣件系统多采用 WJ 系列。根据规划通车里程以及 WJ 系列扣件成套系统均价计算，2020-2022 年我国城际线轨道扣件需求分别为 585、556.8、548.6 万组，成套扣件系统市场规模 10.7、10、9.6 亿元。

图 34：城际线轨道扣件需求预测



资料来源：国元证券研究中心估计

图 35：城际线轨道扣件市场规模预测



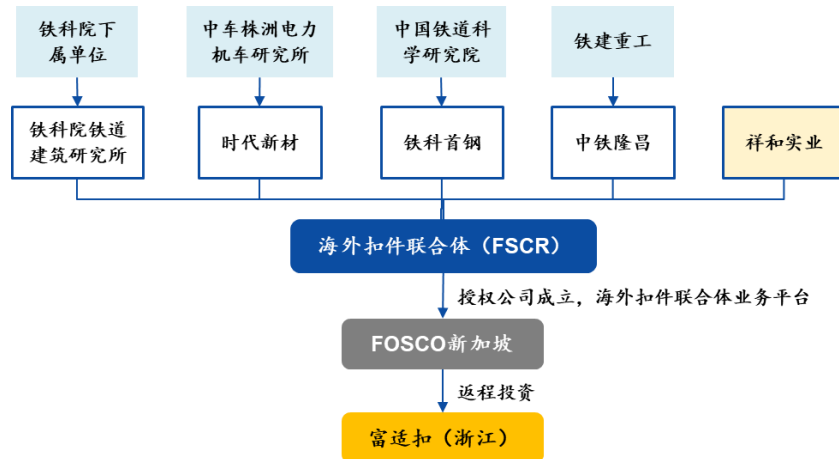
资料来源：国元证券研究中心估计

3.2 富适扣借力联合体强势进军城轨及海外扣件业务

强强联合成立海外联合体，新加坡富适扣成为联合体业务载体。2019 年公司与铁科院铁道建筑研究所、时代新材、铁科首钢、中铁隆昌等中国高速铁路扣件主要研发制造单位强强联合，组成海外扣件联合体（FSCR 项目），联合体授权公司出资在新加坡设立 FOSCO 新加坡，服务“一带一路”轨道建设，积极布局海外业务。

成立富适扣浙江，开拓城市轨道交通业务。此前，公司在轨道扣件领域的业务集中于高铁扣件系统。2019 年 8 月公司以 FOSCO 新加坡为主体出资 350 万元，设立富适扣铁路器材（浙江）有限公司，随着富适扣浙江的成立，公司开始进入城市轨道扣件领域。

图 36：设立 FOSCO 新加坡和富适扣浙江布局海外及城际轨道业务



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.2.1 富适扣跨入扣件系统集成商行列，发轫于浙江本土城际轨道

公司发源于浙江省台州市天台县，深耕本土近四十年，在浙江省具有较高的知名度和本土信誉。轨道交通是天台县的一大支柱产业。2019年，天台的轨道交通产业规模达61.5亿元，拥有永贵电器（列车连接器龙头）、祥和实业（轨道扣件）、天铁股份（轨道减震橡胶件）等轨交设备制造上市公司，以天台为主要集聚地的轨道交通产业链已成为台州市重点打造的10大产业链之一。2019年7月，台州市轨道交通协会也就此落户天台，公司具备天然的产业氛围。

富适扣跨入系统集成商行列，把握浙江省城际轨道规划的热潮。富适扣积极参与城际轨道交通的扣件系统招标项目，截至2020年8月公告中子公司已连续中标4个城际轨道交通项目，累计中标1.02亿元，其中，金义东市域轨道交通工程项目累计中标金额已达7494.85万元。从中标内容来看，富适扣已实现扣件系统的整套中标，跨入集成供应商行列，进一步扩大了业务规模。

表6：富适扣连续在城际轨道交通项目上中标

中标时间	投标公司	项目名称	中标内容	中标金额（万元）
2020.5.15	中铁电气化局集团有限公司	金华-义乌-东阳市域轨道交通工程轨道工程施工01标段钢材、扣件、轨枕招标采购	扣件：WJ-7B普通； WJ-7B小阻力	1443.2966
2020.8.1	上海城建市政工程（集团）有限公司	嘉兴市有轨电车一期工程	扣件、轨枕供应	2722.47
2020.8.8	中铁十五局集团路桥建设有限公司	金华—义乌—东阳市域轨道交通工程轨道工程施工03标项目	WJ-7B型扣件、W7KJ1及W7KJ2	3516.1686
2020.8.12	中铁六局集团丰桥桥梁有限公司	金义东市域轨道交通工程	钢材、扣件、轨枕、混凝土、道砟	2535.3865
累计中标金额（万元）				10217.32

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

发挥本地优势，助力浙江都市圈轨道建设。按照2014年获批的《浙江省都市圈城际铁路轨道建设一期规划》，目前浙江省在建城际铁路里程572.1公里。近期，浙江省已推出《浙江省都市圈城际铁路二期建设规划（2019-2025）》，2020年3月国家铁路局已出具行业意见，预计未来将新增约469公里的城际和市域铁路。

公司作为浙江省本土企业，深耕本地近四十年，具有较高的区域优势及本土认可度，因此浙江省交通强省建设为公司城际轨道扣件业务板块带来良好的发展机遇。未来公司将重点对接浙江省各地的城际轨道建设，除已获订单的金义东市域轨道、嘉兴市有轨电车外，公司还在与台州市域铁路S1线、温州市域铁路S2线、杭德城际铁路等项目接洽中，有望在城际线轨道交通的扣件系统供应中获得较大市场份额。

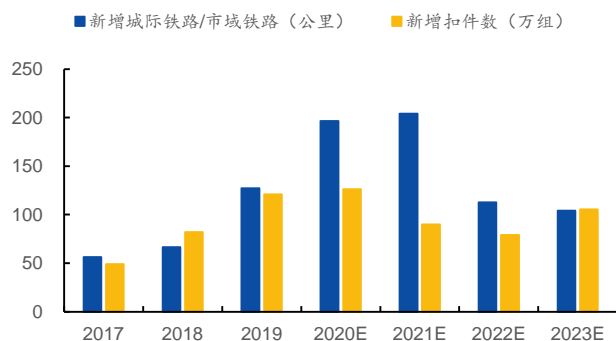
表 7：浙江省城际、市域铁路在建和规划路线

线名		线路长度 (公里)	目前进展	计划工期
在建	宁波至余姚城际铁路	48.7	2017 年 6 月建成通车	2014-2017
	绍兴城际	64	建成通车	2016-2018
	温州市域铁路 S1 线	53.5	2019 年 9 月 29 日全线开通	2013-2019
	鄞奉线城际	21.53	首通段开通运营	2015-2020
	金义东市域轨道交通工程	107.17	2020 年 6 月正式铺轨， 高架桥梁完成 75.7%，地下区间完成 35.2%，高架	2017-2021
	台州市域铁路 S1 线一期	52.57	车站完成 60.8%，地下车站完成 51.9%，城南车辆 段完成 64.1%	2017-2021
	杭海城际	43.8	2019 年 5 月 16 日开启轨道铺设施工	2017-2020
	杭绍台城际	226.37	整体工期过半，2021 年上半年完成铺轨	2017-2021
	杭绍台城际二期	36.80	预计和杭绍台城际同期完工	2018-2021
	杭绍城际	20.3	预计 2021 年 7 月建成	2016-2021
	温州市域铁路 S2 线	63.6	完成全线桥梁工程 60%、车站工程 60%、明挖及隧 道工程 70%、盾构工程 70%	2017-2023
合计	11 条	572.1 公里		
《浙江省都市圈城际铁路二期建设规划（2019-2025）》		行业评审阶段		
都市圈	线名	线路长度 (公里)	目前进展	计划工期
杭州	杭德城际	34.6	2020 年 6 月开始招标	2020-2022
	沪嘉城际	35.6	先行工程开工	2020-2023
	沪平城际	50.9	2020 年底开建	2021-2025
宁波	宁象城际	80.5	上报待批	2021-2025
温台	台州市域铁路 S2 线一期	23.7	市政府与中国银行签约意向授信额度	2021-2024
	台州市域铁路 S3 线	48.2	引入台州站方案研究	2021-2025
	台温连接线（温州 S2 二期工程）	48.3	做前期工作，尚未启动	2021-2025
	温州 S3 线一期工程	35.8	开展初步设计方案编制及上报工作	2021-2025
浙中	金武永东城际	111.7	已具备规划建设城际铁路二期工程的条件	2021-2025
合计	9 条	469.3 公里		

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心（灰色标注为 2020-2022 年通车项目）

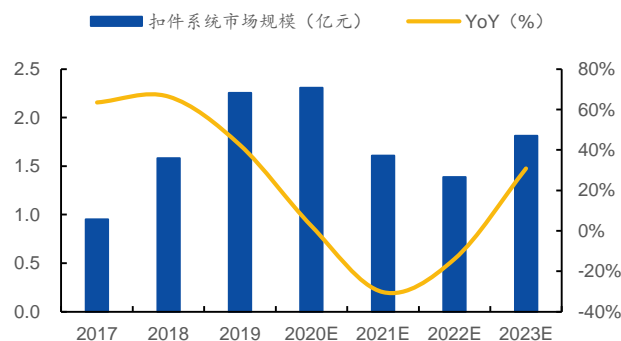
根据浙江省城际铁路项目规划,2020-2022 年将进入城际、市域铁路的通车高峰期,由于扣件需求早于通车时间 1-2 年,因此 2019-2021 年成为城际轨道扣件的需求高峰期。我们预计 2020-2022 年新增城际轨道扣件系统 126.2、89.8、78.9 万组;成套扣件系统市场规模达 2.31、1.61、1.39 亿元,公司借助联合体以及本土优势有望从中深度受益。

图 37：浙江省城际、市域铁路通车里程及新增扣件预测



资料来源：国元证券研究中心估计

图 38：浙江省城际、市域铁路扣件系统市场规模预测



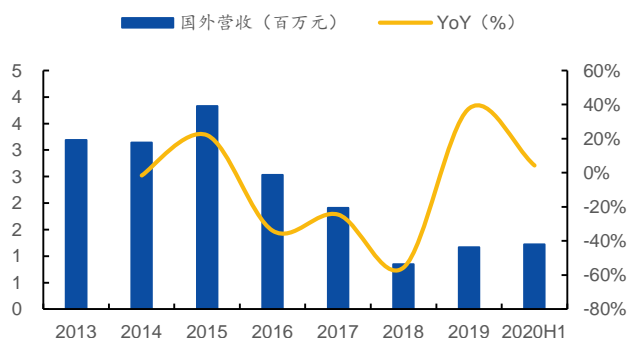
资料来源：国元证券研究中心估计

3.2.2 拿下吉隆坡全线订单首战告捷，海外市场广阔

富适扣借力联合体，进军海外广阔市场。中国制造扣件系统在国际市场上的推广一直受到诸如 Pandrol 和 Vossloh 等国际知名企业的压制。截至 2015 年，中国扣件系统海外市场占有率不足 10%，而目前中企海外铁路项目较多，轨道扣件存量规模超 70 亿元，富适扣成立后，公司有望借助联合体在海外项目上的优势，逐步进入海外市场，争取与德国 Vossloh 和英国 Pandrol 形成三足鼎立之势。

近期，公司在马来西亚斩获吉隆坡轻轨三号线扣件系统订单，订单逾 320 万美金（折合人民币 2198.5 万元），该项目是富适扣作为 FSCR（海外扣件联合体）的销售平台斩获的海外第一个全线订单，为 FSCR 走出中国开启了新篇章。此外，公司已参与香港地铁、北美 PNR 项目、非洲尼日利亚铁路、印度铁路等地的扣件系统项目市场询价，并获得小批量订单。**2020 年，预计公司海外收入达 2000 万元左右，海外营收占比达 5%。**

图 39：公司海外收入及同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

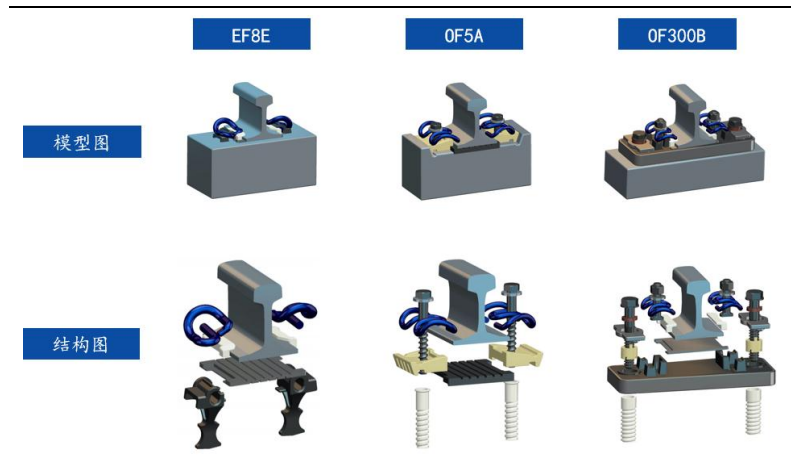
图 40：富适扣与多家国内外公司达成合作



资料来源：富适扣官网，国元证券研究中心

持续研发，未来将推出多款扣件系统产品。除了已经研发成功的 LRS1 型轨道扣件外，富适扣还有 EF8E、OF5A、OF300B 等多款扣件系统等待认证，能满足重载、高速、普速、城轨和地铁多种不同线路，同时可为客户提供轨枕等配套解决方案。

图 41：富适扣有多款扣件系统在研发测试中



资料来源：富适扣官网，国元证券研究中心

4. 盈利预测

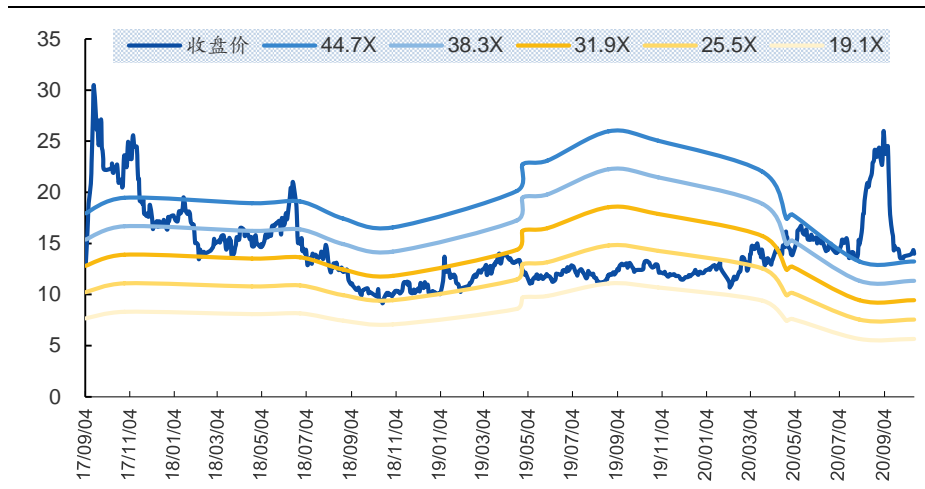
我们预计,20-22 年公司营收分别为 3.03、4.48、6.21 亿元,归母净利润分别为 0.81、1.45、1.95 亿元, EPS 0.46、0.82、1.1 元,对应 PE 30、17、13 倍。根据浙江城际轨道规划,多个项目将在 2021 年集中通车,因而近一两年也成为扣件需求的高峰期。考虑到公司全资子公司富适扣目前已跨入系统集成商队列,致力于开拓浙江都市圈的城际轨道交通业务,富适扣凭借地域优势和技术实力可获较大的市场份额。因此我们首次覆盖,给予公司“买入”评级。

表 8：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300587.SZ	天铁股份	18.00	59.04	0.70	0.59	0.75	0.90	22.74	30.40	24.00	20.03
300320.SZ	海达股份	6.91	41.55	0.37	0.44	0.52	0.62	13.02	15.86	13.40	11.08
	平均值	-	-	-	-	-	-	17.88	23.13	18.70	15.56
603500.SH	祥和实业	13.99	24.68	0.50	0.46	0.82	1.10	24.75	30.34	17.04	12.67

资料来源：国元证券研究中心，可比公司估值采用 wind 一致预测，收盘价日期为 2020 年 10 月 14 日

图 42：祥和实业上市以来 PE-Band



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

5. 风险提示

- (1) 基建项目进展不及预期；
- (2) 城际轨道建设不及预期；
- (3) 海外疫情影响业务拓展和产品交付。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	711	695	739	870	1041
现金	202	268	340	378	433
应收账款	176	213	195	276	352
其他应收款	32	0	0	0	0
预付账款	0	1	1	1	1
存货	59	54	46	61	88
其他流动资产	242	159	157	154	167
非流动资产	207	265	244	234	224
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	114	112	102	91	81
无形资产	33	32	30	29	27
其他非流动资产	61	121	112	114	116
资产总计	918	960	983	1104	1265
流动负债	73	62	56	72	114
短期借款	10	0	0	0	16
应付账款	42	40	35	47	68
其他流动负债	21	23	21	25	30
非流动负债	3	2	3	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	3	2	2
负债合计	76	64	59	75	116
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	176	176	176	176	176
资本公积	450	450	450	450	450
留存收益	216	269	298	402	522
归属母公司股东权益	843	896	924	1029	1149
负债和股东权益	918	960	983	1104	1265

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	119	40	106	58	93
净利润	82	89	81	145	195
折旧摊销	11	12	11	11	11
财务费用	-0	-1	-9	-11	-12
投资损失	-12	-8	-9	-9	-9
营运资金变动	38	-56	21	-83	-96
其他经营现金流	-2	4	10	4	4
投资活动现金流	19	72	10	9	9
资本支出	62	67	0	0	0
长期投资	-70	-100	0	-0	-0
其他投资现金流	12	40	10	9	9
筹资活动现金流	-16	-45	-44	-30	-47
短期借款	10	-10	0	0	16
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	-50	0	0	0	0
其他筹资现金流	-26	-35	-44	-30	-63
现金净增加额	122	66	72	37	55

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	340	336	303	448	621
营业成本	204	189	171	227	325
营业税金及附加	4	3	3	4	6
营业费用	14	16	15	18	20
管理费用	24	25	23	33	46
研发费用	12	13	16	18	18
财务费用	-0	-1	-9	-11	-12
资产减值损失	3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	8	9	9	9
营业利润	98	98	96	170	228
营业外收入	0	5	0	0	0
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	96	103	95	169	227
所得税	13	15	14	24	32
净利润	82	89	81	145	195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	89	81	145	195
EBITDA	109	110	98	170	227
EPS (元)	0.47	0.50	0.46	0.82	1.10

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.4	-1.3	-9.7	48.0	38.4
营业利润(%)	7.7	0.4	-2.6	77.2	34.3
归属母公司净利润(%)	5.7	7.6	-8.3	78.0	34.5
获利能力					
毛利率(%)	39.9	43.8	43.6	49.3	47.7
净利率(%)	24.2	26.4	26.9	32.3	31.4
ROE(%)	9.8	9.9	8.8	14.1	17.0
ROIC(%)	13.2	13.6	12.8	21.1	25.6
偿债能力					
资产负债率(%)	8.2	6.7	6.0	6.8	9.2
净负债比率(%)	13.23	0.00	0.00	0.00	13.79
流动比率	9.74	11.20	13.12	12.04	9.15
速动比率	8.94	10.33	12.26	11.15	8.34
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.36	0.31	0.43	0.52
应收账款周转率	2	2	1	2	2
应付账款周转率	6.53	4.65	4.56	5.49	5.65
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.50	0.46	0.82	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.23	0.60	0.33	0.53
每股净资产(最新摊薄)	4.78	5.08	5.24	5.83	6.51
估值比率					
P/E	29.96	27.83	30.34	17.04	12.67
P/B	2.93	2.75	2.67	2.40	2.15
EV/EBITDA	20	20	22	13	10

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188