

祁连山（600720）

证券研究报告

2023 年 02 月 23 日

资产重组继续推进，重视“中交设计”成长前景

公司资产重组稳步推进

公司近日公告《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（草案）（修订稿）》，本次交易内容包括：1）重大资产重组：祁连山拟将其持有的祁连山有限 100% 股权置出上市公司，并与中国交建下属公规院、一公院、二公院及中国城乡下属的西南院、东北院、能源院各 100% 股权中等值部分进行资产置换；2）置入与置出资产交易价格的差额部分（130.7 亿元）由公司发行股份（发行价格 10.17 元/股）向中国交建、中国城乡购买；3）募集配套资金总额不超过 34 亿元，拟用于提升科创、管理、生产能力项目、补充流动资金项目。交易完成后，公司主营业务将由水泥生产销售变更为基建设计咨询，中国交建成为控股股东（预计或持股 48.4%），公司成为中交集团旗下设计资产上市平台（后文简称“中交设计”）。交易相关方董事会、内部决策程序已完成，方案尚需相关方股东大会通过及国资委、证监会批准等。

“中交设计”有竞争优势有稀缺性，且成长前景值得期待

交易完成后，“中交设计”将成为稀缺的央企控股的基建设计业务平台，且设计业务收入、利润规模明显大于可比公司，同时公司人均产值及效益均处于行业内领先水平。“中交设计”未来发展思路蕴含较好成长前景。主要体现在：1）依托集团“交通”领域优势、巩固并持续强化优势、且市场布局有较大拓展空间；2）通过资源整合等多方式重点拓展增量领域（水运港航设计、建筑设计、新能源设计等），集团内部资源整合/资产重组、及潜在的外延并购，将赋予中交设计广阔的成长空间；3）与集团“大交通、大城市”战略一脉相承，升级业务模式；4）设计板块单独上市提供更灵活员工激励选项，或夯实并增强持续增长动能。

“中交设计”估值或蕴含预期差

“中交设计”估值水平我们分两种情境探讨：1）不考虑配套募资，资产整合后“中交设计”市值 242 亿（以 2023/02/22 收盘价计算，下同），以 21 年财务数据计算，对应 PE/ PB 分别为 16.9x/2.2x；2）考虑募集配套资金，资产整合完成后“中交设计”市值 270 亿，以 21 年财务数据计算，对应 PE/ PB 分别为 18.9x/2.5x；均较多低于申万二级行业“工程咨询服务”27 家企业 21 年 PE 均值及中位数 28.7x、21.2x。此外，结合“中交设计”估计，我们假设 22 年归母净利润为 16.5 亿，则考虑及不考虑配套募资的两种情境“中交设计”22 年 PE 分别为 16.3x/14.6x（vs 前述工程设计咨询可比公司中有 Wind 一致盈利预测的 7 家企业 22 年 PE 均值、中位数分别为 20.2x、16.4x），估值有一定优势。同时考虑到“中交设计”较可比公司在主业资质、业务覆盖区域、体量等方面优势显著，估值较可比公司应给予适当溢价。总体上，我们认为市场对“中交设计”资产价值认知或存在一定预期差。

风险提示：资产重组交易失败风险及推进节奏不确定性；测算假设较真实情况或有较大偏差；资产重组交易存在控股股东、实际控制人变更的风险及审批风险；水泥需求不及预期；煤炭等成本上涨超预期；拟置入资产业绩承诺无法实现及业绩补偿的相关风险；后续业务转型的风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,811.71	7,672.54	8,136.37	8,490.97	8,774.29
增长率(%)	12.70	(1.78)	6.05	4.36	3.34
EBITDA(百万元)	2,439.99	1,904.03	2,045.94	2,191.69	2,298.79
归属母公司净利润(百万元)	1,437.07	947.52	1,087.82	1,190.23	1,279.15
增长率(%)	16.44	(34.07)	14.69	9.18	7.17
EPS(元/股)	1.85	1.22	1.40	1.53	1.64
市盈率(P/E)	6.54	9.92	8.65	7.92	7.39
市净率(P/B)	1.20	1.14	1.05	0.97	0.90
市销率(P/S)	1.20	1.23	1.16	1.11	1.07
EV/EBITDA	4.25	4.14	3.20	3.05	1.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	776.29
流通 A 股股本(百万股)	776.16
A 股总市值(百万元)	9,346.53
流通 A 股市值(百万元)	9,345.00
每股净资产(元)	11.27
资产负债率(%)	29.89
一年内最高/最低(元)	17.00/9.33

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《祁连山-公司专题研究:拟置入中交设计资产，重视预期差》 2022-06-13
- 2 《祁连山-年报点评报告:甘肃需求潜力仍大，大股东增持强化信心》 2022-03-18
- 3 《祁连山-年报点评报告:甘青水泥龙头，价格弹性仍可期》 2021-03-21

内容目录

1. 资产重组事项稳步推进.....	3
2. “中交设计”有竞争优势有稀缺性，且成长前景值得期待.....	5
3. “中交设计”估值或蕴含预期差.....	9
4. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：祁连山现阶段股权结构及资产整合后预计股权结构.....	3
图 2：资产重组事项签署相关协议.....	4
图 3：资产重组事项已履行手续及待履行手续.....	4
图 4：中交设计在多方面有较大竞争优势.....	5
图 5：中交设计与可比上市设计公司 21 年整体收入（亿元）.....	6
图 6：中交设计与可比上市设计公司 21 年设计业务收入（亿元）.....	6
图 7：中交设计与可比上市设计公司 21 年整体净利润（亿元）.....	6
图 8：中交设计与可比上市设计公司 21 年末归母净资产（亿元）.....	6
图 9：中交设计与可比上市设计公司 21 年人均收入（万元）.....	6
图 10：中交设计与可比上市设计公司 21 年人均净利润（万元）.....	6
图 11：中交设计重点业务发展规划.....	7
图 12：中交集团主要设计业务子公司净资产（21 年末）.....	8
图 13：中交集团主要设计业务子公司净利润（21 年末）.....	8
图 14：置入资产与置出资产主要财务指标.....	9
图 15：“中交设计”估值情况简要探讨.....	10
图 16：设计咨询服务为主业的公司估值情况.....	10
图 17：可比公司估值表.....	11
图 18：中交设计承诺扣非归母净利（23-26 年）.....	11
图 19：中交设计与可比设计公司业务情况比较.....	12

1. 资产重组事项稳步推进

祁连山资产整合稳步推进，预计交易完成后公司主业变更为基建设计，控股股东由中建材变更为**中国交建**。

公司近日公告《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（草案）（修订稿）》，进一步明确资产重组相关事项，本次交易主要内容包括重大资产置换、发行股份购买资产、募集配套资金。交易完成后上市公司祁连山主营业务将由水泥生产销售变更为基建设计，成为中交集团旗下设计资产上市平台（后文我们将其简称“中交设计”）。

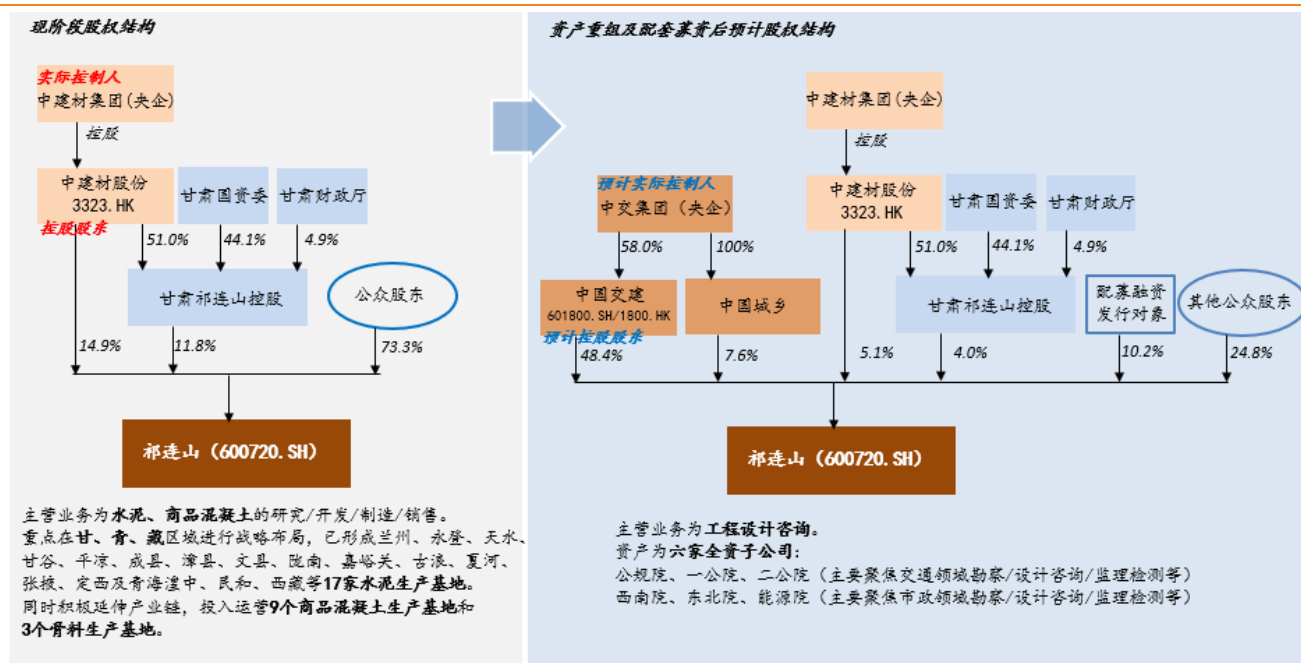
1) **重大资产置换**：祁连山拟将其持有的祁连山有限 100% 股权置出上市公司，并与中国交建下属公规院、一公院、二公院及中国城乡下属的西南院、东北院、能源院各 100% 股权中的等值部分进行资产置换。其中拟置出资产（祁连山有限）最终作价确定为 104.3 亿元，拟置入资产（六家设计院）评估值为 235.0 亿元。

2) **发行股份购买资产**：祁连山将向交易对方以发行股份的方式购买拟置入资产与拟置出资产交易价格的差额部分（130.7 亿元），股份发行价格为 10.17 元/股，发行股份约 12.85 亿股（其中向中国交建发行 11.11 亿股、向中国城乡发行 1.75 亿股，vs 本次交易前公司总股本 7.76 亿股）。

3) **募集配套资金**：祁连山拟向不超过 35 名特定投资者以非公开发行股份的方式募集配套资金，募集配套资金总额不超过 34.0 亿元，不超过发行股份购买资产价格 100%，且不超过上市公司本次发行前总股本的 30%。配套募集资金的定价基准日为其发行期首日，配套募集资金拟用于提升科创能力项目、提升管理能力项目、提升生产能力项目、补充流动资金项目。

该交易完成后（假设募集配套资金发行股份数量为发行前上市公司总股本的 30%，且中国交建、中国城乡不参与配套资金募集），中国交建将成为公司控股股东，中国交建、中国城乡将分别持有“中交设计”48.4%、7.6%，原控股股东中国建材及其控制的祁连山建材控股将分别持有“中交设计”5.1%、4.0%。

图 1：祁连山现阶段股权结构及资产整合后预计股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所，数据截止 2023/01/11

交易相关方董事会、内部决策程序已完成，方案尚需相关方股东大会通过及国资委、证监会批准等。本次交易预计构成关联交易、预计构成重大资产重组、预计构成重组上市。祁连山、中国交建、中国城乡、中交集团、中国建材集团等已完成董事会及内部决策程序，置入置出资产价格评估报告已在国务院国资委进行备案，本次交易事项后续尚需要上市公司职工代表大会、及相关方股东大会审议通过，同时需要国资委、证监会批准等。

图 2：资产重组事项签署相关协议

时间	协议方	协议	内容
2022/05	祁连山（甲方）、中国交建（乙方 1）、中国城乡（乙方 2）	《资产置换及发行股份购买资产协议》	对交易方案、拟置入资产和拟置出资产交割等及相关资产整合涉及发行对象及认购方式、定价基准日和发行价格、发行数量、股份锁定期、协议生效等事项进行了约定
2022/12	祁连山（甲方）、中国交建（乙方 1）、中国城乡（乙方 2）	《资产置换及发行股份购买资产协议之补充协议》	对置入资产交易价格、置出资产范围/归集主体/交易价格、业绩补偿、协议实施等事项进行约定
2022/12	祁连山（甲方）、中国交建（乙方 1）、中国城乡（乙方 2）	《业绩承诺补偿协议》	对业绩承诺资产（置入资产的六家设计院主要资产）及作价、业绩承诺期间、业绩承诺及补偿约定等事项进行约定
2022/12	中国交建（甲方 1）、中国城乡（甲方 2）、祁连山水泥（甲方 3）、天山股份（乙方）	《托管协议》	四方签署协议将祁连山有限 100% 股权及其合并报表范围内企业股权委托于天山股份进行托管，并依据协议对标的企业进行运营管理。对托管范围、托管内容、托管期限等事项进行约定。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：资产重组事项已履行手续及待履行手续

已履行的审批程序	尚需履行的审批程序
- 祁连山董事会审议通过本次交易方案（三次董事会临时会议） - 中国交建董事会审议通过分拆公规院、一公院、二公院上市的相关议案（三次董事会会议） - 中国建材股份董事会审议通过本次交易相关议案（两次董事会临时会议） - 中国城乡召开董事会审议通过西南院、东北院、能源院重组上市的议案 - 国务院国资委进行备案（涉及的置入资产、置出资产评估报告） - 中交集团对本次交易完成董事会审批手续 - 中国建材集团对本次交易履行内部决策程序	- 祁连山职工代表大会审议交易涉及的员工安置事项 - 国资委批准该交易正式方案 - 联交所批准中国交建分拆公规院、一公院、二公院上市的建议 - 祁连山股东大会审议通过交易方案，并同意中国交建及其一致行动人免于发出要约 - 中国交建股东大会审议通过分拆子公司公规院、一公院、二公院上市的相关议案 （若需）有权机构的批准/豁免交易涉及的经营者集中事项 - 中国证监会批准本次交易 （若需）其他必要批准或核准

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. “中交设计”有竞争优势有稀缺性，且成长前景值得期待

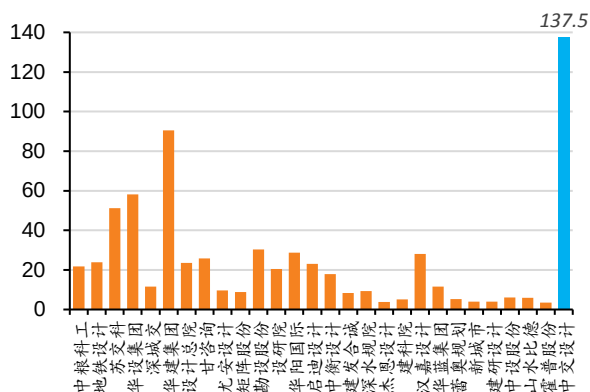
“中交设计”具有稀缺性，股东背景、业务规模、人均产值及效益等均有优势。交易方案完成后，“中交设计”将成为稀缺的央企基建设计业务平台，相较可比设计类上市公司（参考图19），核心特征在于：1）控股股东有优势，是唯一的控股股东为央企的基建设计类公司；2）设计业务收入、利润规模明显大于可比公司，同时公司人均产值及效益均处于行业内领先水平。

图 4：中交设计在多方面有较大竞争优势

方面	优势简述
广阔的市场布局	“中交设计”旗下六个设计院本部分别位于北京、西安、武汉、成都、长春、沈阳，下属分院及子公司分布全国数十个省市，重点覆盖京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈、长江经济带等重要区域。“中交设计”国内项目涉及几乎全国所有省份、自治区、直辖市和绝大多数城市。
资质和服务能力优势	“中交设计”资质全面，在行业内居于领先地位。具有工程勘察综合甲级、工程设计综合甲级、工程咨询单位甲级、公路行业甲级、公路工程试验检测甲级、土地规划资质甲级、测绘甲级、工程造价咨询甲级、工程监理、市政行业、建筑业、城乡规划、地质灾害防治等多项甲级资质和相关乙级资质。齐备的资质为“中交设计”的业务拓展以及多元化发展提供了支撑，形成了一体化设计技术集成优势，在公路、市政和建筑领域为客户提供全产业链综合性技术服务。
技术、研发能力优势	“中交设计”先后承担了国内外大量重点工程和基础设施项目的勘察设计与咨询工作，在公路、隧道桥梁、市政方面有着丰富的项目经验。同时公司积极参与行业标准、建设指南的方面的编制工作为行业发展做出贡献，具备深厚的技术研发优势。如公规院承担各类标准规范制修订项目 120 余部，已在大跨度桥梁、沉管隧道设计领域达到世界一流水平，具有国际知名度；在高速公路及改扩建设计、基础设施运营维护和招投标咨询领域达到国内领先水平；一公院主持编写建设类重要基础类主导标准 51 项次，公路综合交通勘察设计业务保持国内一流，城建与市政业务实现高速增长与高质量发展并重；二公院主持编写建设类重要基础类主导标准 40 余项，具有高速公路、各种复杂结构特大桥梁、特大隧道、交通工程、市政工程、铁道工程、建筑工程等项目管理能力；西南院编制国家、行业、地方标准及技术著作 117 项，在地理式污水处理厂设计、污泥处理厂设计、城市供水设计、地下综合管廊设计、水环境综合治理等方面具备国内领先实力；东北院近三年颁布的主编或参编标准规范 18 项，在市政行业的全过程业务、市政工程、地下工程、环保产业具有技术优势；能源院编制国家、行业、地方标准及技术著作 23 项。
人才储备优势	“中交设计”拥有一批在公路、桥梁及市政设计行业工作多年、具备丰富设计和工程管理经验行业成熟型人才，聚集了各类工程技术应用研究员、拥有高级职称的团队成员以及注册工程师。代表高级人才包括拥有全国工程勘察设计大师 8 人，享受国务院津贴 65 人。
项目经验优势	“中交设计”自 1950s 起，即参与负责多个国家重点项目。先后承担国内首条跨省级的高等级公路、勘察设计了国内第一条山岭重丘高速公路、勘察设计了国内最高海拔的公路隧道、勘察设计了世界第一跨径石拱桥等多个典范项目，开创多向世界公路建设先例。近年先后承担世界最大规模的跨海交通集群工程（港珠澳大桥）、世界首座突破千米跨径的第一跨径斜拉（苏通长江公路大桥）等一系列国家重点工程。此外，“中交设计”致力于成为“一带一路”交通融通的先锋队，是中国企业在设计领域践行“走出去”战略的排头兵，海外代表项目在项目规模、项目质量和技术创新方面有明显领先优势，助力中国交通标准走向世界。
股东背景与品牌声誉优势	实际控制人中交集团是中国领先的交通基建企业，背靠中交集团，“中交设计”一方面得以凭借“中交”在行业内的品牌声誉获取客户、人才、项目资源；另一方面，中交集团全方位的基建领域覆盖能力也为“中交设计”在合作项目中提供了技术辅助，确保项目建设得以平稳推进。 “中交设计”各主体在设计行业也积累了良好的品牌声誉。如一公院是国家大型工程勘察、设计、咨询、监理骨干企业之一，是交通系统最早获得“中国勘察设计综合实力百强”的单位；二公院是我国公路勘察设计行业综合实力最强的企业之一，连年入榜“中国工程设计企业 60 强”；西南院连续 5 年获得 ENR/建筑时报“中国工程设计企业 60 强”称号，连续 3 年跻身 ENR/建筑时报“最具效益工程设计企业 10 强”；东北院主编的国家规范、手册、标准达到 20 余项并得到广泛的应用；能源院近百项设计成果获得省、部、市级科技进步、优秀咨询、优秀勘察设计的、二、三等奖。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：中交设计与可比上市设计公司 21 年整体收入（亿元）

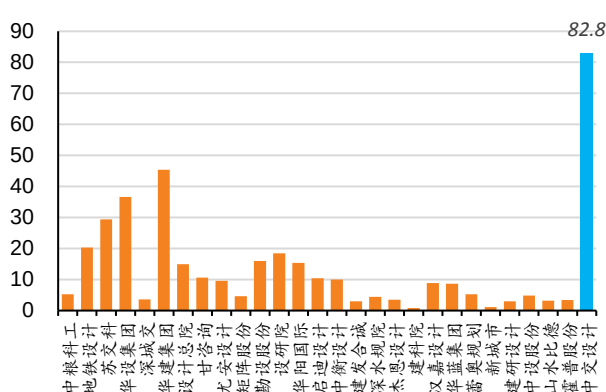


注：可比样本企业主要来自申万二级行业“工程咨询服务”（801726.SI），

后文同；

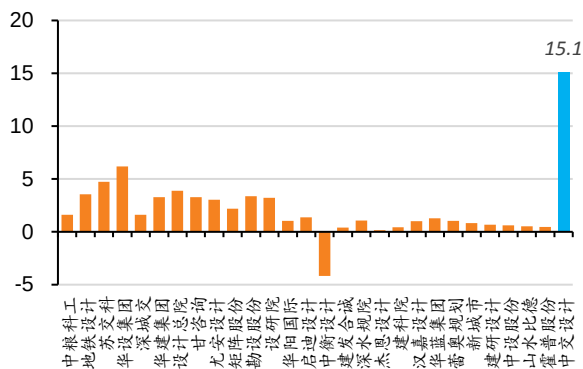
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：中交设计与可比上市设计公司 21 年设计业务收入（亿元）



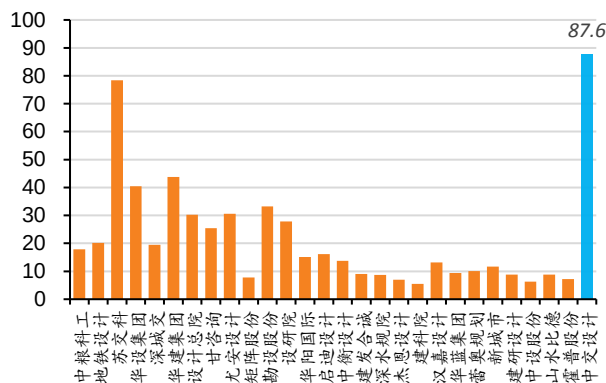
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：中交设计与可比上市设计公司 21 年整体净利润（亿元）



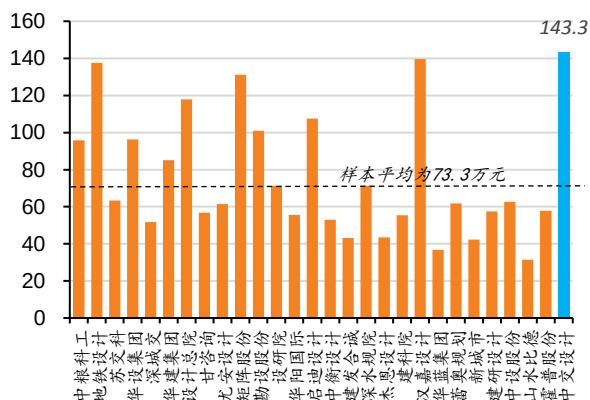
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：中交设计与可比上市设计公司 21 年末归母净资产（亿元）



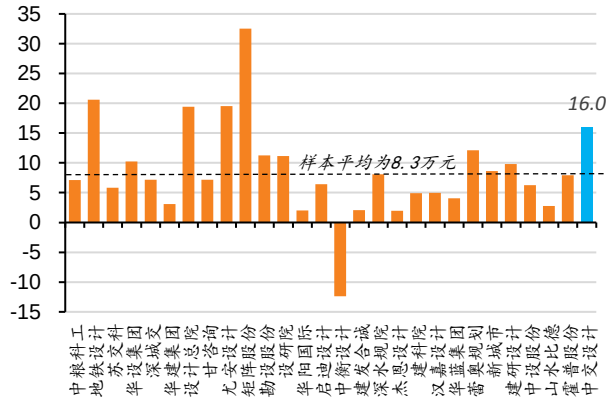
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：中交设计与可比上市设计公司 21 年人均收入（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：中交设计与可比上市设计公司 21 年人均净利润（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

中交设计成长前景值得期待。

结合整合后的“中交设计”重点业务发展规划，中交设计未来发展思路大体可以总结为：

- 1) 依托集团“交通”领域优势、巩固并持续强化优势，且市场布局有较大拓展空间。中交设计控股股东在基建领域雄厚实力（如中国交建是世界最大的港口、公路和桥梁的设计与建设公司，世界最大的疏浚公司，中国最大的国际工程承包商，中国最大的高速公路投

资商等，业务足迹遍及中国所有省、市、自治区及港澳特区和世界 139 个国家和地区)，中交设计在基建设计领域实力毋庸置疑。巩固并持续强化好公司在相关领域的优势地位，是公司重要成长方面。此外，依托控股股东的广泛全面的市场布局，中交设计市场布局亦有较大拓展空间，持续优化的市场布局亦为中交设计贡献额外成长动力（如中交设计 21 年海外收入占比为 4.0%，vs 中国交建 21 年海外收入占比为 13.8%，中交设计海外市场有较大挖掘空间）。

2) 通过资源整合等多种形式拓展重点业务领域，攫取增量设计市场。公司已明确，未来将根据中交集团的战略规划，在符合相关法律法规的条件下，将通过资产重组、业务整合等多种方式，稳妥有序推进增量领域的设计业务注入或并入上市公司（中交集团旗下还包括水规院、一航院、二航院、三航院、四航院在内的水运港航设计业务，同时亦在积极研究发展建筑、新能源等增量设计领域，集团旗下设计资产情况可参考 2022/06/13 外发报告《祁连山：拟置入中交设计资产，重视预期差》），不断扩充中交设计的设计行业领域。集团内部资源整合/资产重组、及潜在的外延并购，将赋予中交设计广阔的成长空间。

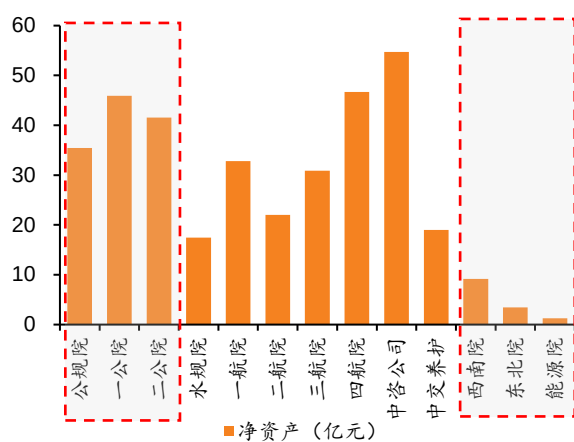
3) 与集团“大交通、大城市”战略一脉相承，升级业务模式。中交设计控股股东中交集团十四五总体发展思路总结为“123456”，其中“2”是突出“两大两优”，即大交通、大城市，优先海外、优先江河湖海。“大交通、大城市”是公司新阶段发展的核心思路，中交设计发展思路与集团战略一脉相承，持续加快打造交通和城市一体化综合设计咨询能力，从单一交通、城市设计咨询的低端同质化竞争中突围，探索交通城市融合、综合一体化服务的蓝海市场。我们认为该发展思路是在推动公司业务模式升级革新，可以更好地发挥并持续强化公司在交通设计、城市设计领域的明显优势，“主动升维”可以挖掘更大产值更大效益。

图 11：中交设计重点业务发展规划

方面	具体内容
做优做强“交通”相关领域	聚焦主责主业，紧紧围绕“大交通”、“大城市”筑牢设计咨询业务发展根基，坚持通过推进融合发展、优化市场布局、 <u>拓展业务领域、升维业务模式、加强资本运作实现设计咨询业务的增量发展</u> ，努力将中交设计打造为专业化、一体化、科技化、高端化、资本化和国际化的世界一流设计咨询集团
做大市政领域	聚焦 <u>市政路桥、海绵城市和城市地下综合管廊领域</u> ，加快布局停车场、燃气、供热、污水处理、城市环境治理、固废处理等市政相关领域，以及智慧市政、分布式能源等新兴市政领域的设计咨询业务。
做大建筑领域	紧扣消费升级、低碳发展、城市更新、新农村等发展主题， <u>做大交通基础设施配套建筑、住宅房屋建筑、融合业务等，拓展超高层建筑、公共建筑、深地下工程，以及智能建筑、绿色节能建筑等新领域，推进城市更新、旧区改造、医疗康养等具有高增长潜力的建筑设计咨询业务，快速提升“建筑”设计业务占比</u> ，打造中交建筑设计平台。
拓展城市领域	紧跟新型城镇化发展战略，聚焦人文城市、宜居城市、韧性城市、绿色城市、智能城市建设，以更科学的理念规划设计城市，着力构建中交特色城市综合设计咨询品牌。 <u>重点提升城市更新、新城开发等大型综合性项目设计咨询能力</u> ，着眼统筹空间、规模、产业三大要素，提高城市规划设计全局观。培育城市产业规划、国土空间规划业团队，内部整合、外部并购，加快形成专业的城市业务设计咨询力量，保障公司进军城市战略落实落地。
打造交通城市综合竞争力	<u>依托中交集团覆盖水、路、空、轨、隧的交通基础设施全产业链优势，以及包含市政交通、管网、设施运维、水务、燃气、房建、房地产、城市综合开发等在内的城市业务综合能力优势，加快打造交通和城市一体化综合设计咨询能力，以体系化供给形成强大市场竞争力</u> 。加快推展以城市交通为核心，集合城市规划、开发策划、建筑设计、市政设计等的全方位、多维度设计咨询业务；加快拓展城市群基础设施互联互通及市域交通设施设计咨询业务，巩固公司在城市、城际综合交通领域中的领先优势。
探索交通、城市融合新模式	夯实自身发展基础、坚持自身发展特色，以高端咨询为引领，从单一交通、城市设计咨询的低端同质化竞争中突围， <u>探索开创交通城市融合、综合一体化服务的蓝海市场</u> 。围绕交通与城市联动，发展涵盖产业发展、城市运营的片区型、区域性的城市总体发展设计咨询业务。 <u>关注交通与城市环境协同治理，积极拓展生态、环保等领域，围绕交通枢纽、储备基地等场景发展生态导向综合模式的设计咨询业务</u> 。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

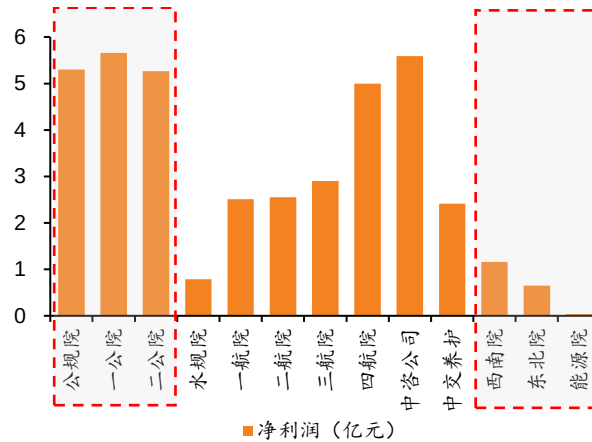
图 12：中交集团主要设计业务子公司净资产（21 年末）



注：虚线内为本次祁连山拟置入资产；

资料来源：祁连山公告，中国交建公告，天风证券研究所

图 13：中交集团主要设计业务子公司净利润（21 年末）



注：虚线内为本次祁连山拟置入资产；

资料来源：祁连山公告，中国交建公告，天风证券研究所

4) 设计板块单独上市提供更灵活员工激励选项，或夯实并增强设计业务持续增长动能。国企改革深化改革大背景下，中交设计单独上市可提供更灵活、更有效、更深入的员工激励选项，我们认为有助于设计板块治理结构优化，有助于更好释放设计业务经营活力，并夯实增强设计业务中长期持续增长动能。

3. “中交设计” 估值或蕴含预期差

本次交易拟置出资产为祁连山有限 100%股权（2022/05/27 成立，作为上市公司祁连山原有资产的归集主体）。置出资产评估价值为 104.3 亿元（采用资产基础法进行评估），以 21 年末/21 年全年财务数据为基础，对应 PB/ PE 分别为 1.40x/ 11.3x。

本次交易拟置入资产为中国交建下属公规院、一公院、二公院及中国城乡下属的西南院、东北院、能源院各 100%股权（简称“六家设计院”）。置入资产评估价值为 235.0 亿元（采用收益法进行评估），以 21 年末/21 年全年财务数据为基础，对应 PB/ PE 分别为 2.16x/ 16.5x。

图 14：置入资产与置出资产主要财务指标

金额单位均为亿元	置入资产合计				置出资产			
	2019	2020	2021	22q1-3	2019	2020	2021	22q1-3
资产总额	210.7	239.3	255.3	279.1	97.3	103.9	111.5	135.2
负债总额	117.9	138.4	143.9	188.7	33.1	24.0	28.9	40.1
所有者权益	92.8	100.9	111.4	90.4	64.1	79.9	82.6	95.1
归母所有者权益	90.9	98.7	108.9	87.5	57.3	72.2	74.6	87.0
资产负债率	55.9%	57.8%	56.4%	67.6%	34.1%	23.1%	25.9%	29.6%
营业收入	139.9	131.3	129.4	80.4	68.5	77.5	76.7	64.6
营业成本	107.4	102.3	97.2	61.4	46.2	50.1	55.5	46.7
毛利率	23.2%	22.1%	24.9%	23.6%	32.6%	35.4%	27.6%	27.7%
营业利润	18.8	16.8	17.1	10.1	14.0	19.1	12.3	11.1
利润总额	18.8	16.8	17.1	10.0	14.5	18.2	11.8	11.0
净利润	15.9	14.0	14.4	8.5	12.3	15.4	10.0	9.4
归母净利润	15.6	13.8	14.3	8.2	11.5	14.3	9.2	8.7
归母净利率	11.1%	10.5%	11.0%	10.2%	16.9%	18.4%	12.0%	13.5%
ROE(平均)		14.5%	13.6%	8.4%	19.7%	19.7%	11.8%	9.9%
经营活动现金流净额	11.3	4.6	23.9	11.7	6.9	5.5	9.5	(1.1)
经营活动现金流净额/净利润	71.2%	32.6%	165.5%	137.8%	55.7%	35.6%	95.6%	-11.3%
投资活动现金流净额	(12.0)	4.9	(6.4)	5.5	(6.0)	(6.2)	(4.6)	(3.0)
筹资活动现金流净额	5.5	3.5	6.5	3.7	(0.9)	0.9	(5.0)	4.3
现金及等价物净额增加	2.5	7.7	17.0	18.4	(0.0)	0.2	(0.1)	0.2

资料来源：公司公告，天风证券研究所

测算显示重组后“中交设计”21 年 PE 较可比公司有优势，结合公司具有明显优势的业务实力/市场布局及较好的成长前景，现有估值水平或反映市场对“中交设计”资产价值认知有一定预期差。

考虑到祁连山重大资产重组现阶段处于推进未完成阶段，若交易方案完成，公司主营业务实现重大变化，由主营水泥生产及销售变更为提供设计服务，公司估值体系需要调整，合适的公司估值方式需要考虑公司主营业务的潜在变化。

“中交设计”估值水平我们分两种情境进行探讨：1）若不考虑配套募集资金，资产整合完成后，“中交设计”市值为 242 亿（以 2023/02/22 收盘价计算），以 21 年财务数据计算，对应 PE/ PB 分别为 16.9x/ 2.2x。2）若考虑募集配套资金（假设发行股本为本次交易前公司总股本 30%，配套募资金发行股份价格为 2023/02/22 收盘价之 80%），资产整合完成后，“中交设计”市值为 270 亿（以 2023/02/22 收盘价计算），以 21 年财务数据计算，对应 PE/ PB 分别为 18.9x/ 2.5x。

我们选取申万二级行业“工程咨询服务”（801726.SI）企业成分为样本企业（剔除部分主营业务已较大转型标的），以 2023/02/22 收盘价计算，样本企业 21 年 PE 均值及中位数分别为 28.7x、21.2x，均较多高于两种情境下我们测算的“中交设计”估值水平。

相较样本可比企业，“中交设计”在体量（资产、收入、利润）、业务区域覆盖度、部分业务行业影响力（如公路、桥梁勘测设计）等方面有明显优势，同时行业整合能力、成长前景或更优。我们认为前文测算的资产重组后“中交设计”估值水平，或反映市场对“中交

设计”资产价值认知存在一定预期差。

图 15：“中交设计”估值情况简要探讨

项目	数据
公司目前股价（元）	12.04
公司目前总市值（亿元）	93.47
公司总股本（目前，亿股）	7.76
新发行股份价格（收购差额资产，亿股）	10.62
发行股份数量（收购差额资产，亿股）	12.31
“中交设计”总市值（不考虑配套募资）	241.67
“中交设计”PE（21 年归母净利为基数，不考虑配套募资）	16.9
“中交设计”PB（21 年归母权益为基数，不考虑配套募资）	2.22
配套募集资金发行股份价格（假设，元/股）	9.63
配套募资发行股本（假设，亿股）	2.33
配套募集资金金额（计算，亿元）	22.43
“中交设计”总市值（考虑配套募资）	269.71
“中交设计”PE（21 年归母净利为基数，考虑配套募资）	18.9
“中交设计”PB（21 年归母权益为基数，考虑配套募资）	2.48

资料来源：祁连山公告，Wind，天风证券研究所；股价收盘价时间为 2023/02/22

图 16：设计咨询服务为主业的公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 亿元	收盘价 元	P/E				P/B			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
301058.SZ	中粮科工	80	15.58	49.4	35.6	23.2	16.2	4.5	4.2	3.7	3.2
003013.SZ	地铁设计	69	17.17	19.3	n/a	n/a	n/a	3.6	n/a	n/a	n/a
300284.SZ	苏文科	76	5.98	16.0	14.1	12.6	11.1	1.0	0.9	0.9	0.8
603018.SH	华设集团	58	8.45	9.3	8.2	7.2	6.4	1.5	1.3	1.2	1.0
301091.SZ	深城交	51	24.59	31.9	26.1	22.0	18.7	2.6	2.4	2.2	2.1
600629.SH	华建集团	51	5.28	15.7	n/a	n/a	n/a	1.6	n/a	n/a	n/a
603357.SH	设计总院	47	10.01	12.1	10.7	10.1	9.3	1.6	n/a	n/a	n/a
000779.SZ	甘咨询	44	11.69	13.6	n/a	n/a	n/a	1.8	n/a	n/a	n/a
300983.SZ	尤安设计	40	30.86	13.0	n/a	n/a	n/a	1.2	n/a	n/a	n/a
301365.SZ	矩阵股份	33	27.66	15.1	n/a	n/a	n/a	5.4	n/a	n/a	n/a
603458.SH	勘设股份	32	10.13	9.4	n/a	n/a	n/a	1.0	n/a	n/a	n/a
300732.SZ	设研院	32	9.85	9.9	9.7	8.9	8.2	1.2	1.1	1.0	0.9
002949.SZ	华阳国际	30	15.53	28.9	16.4	12.9	10.5	2.3	2.0	1.8	1.6
300500.SZ	启迪设计	29	16.65	21.2	n/a	n/a	n/a	1.8	n/a	n/a	n/a
603017.SH	中衡设计	28	10.00	-6.6	13.8	n/a	n/a	2.0	n/a	n/a	n/a
603909.SH	建发合诚	26	13.04	64.7	n/a	n/a	n/a	3.0	n/a	n/a	n/a
301038.SZ	深水规院	28	16.20	26.2	n/a	n/a	n/a	3.0	n/a	n/a	n/a
300668.SZ	杰思设计	27	22.40	157.6	n/a	n/a	n/a	5.9	n/a	n/a	n/a
300675.SZ	建科院	23	15.99	52.7	n/a	n/a	n/a	4.4	n/a	n/a	n/a
300746.SZ	汉嘉设计	22	9.92	22.3	31.6	28.0	25.2	1.7	1.6	1.6	1.5
301027.SZ	华蓝集团	22	14.80	17.2	n/a	n/a	n/a	2.4	n/a	n/a	n/a
300989.SZ	蕾奥规划	22	20.15	21.2	n/a	n/a	n/a	2.2	n/a	n/a	n/a
300778.SZ	新城市	21	14.11	26.0	n/a	n/a	n/a	2.1	n/a	n/a	n/a
301167.SZ	建研设计	20	24.65	29.3	n/a	n/a	n/a	2.4	n/a	n/a	n/a
002883.SZ	中设股份	19	12.02	31.1	n/a	n/a	n/a	3.1	n/a	n/a	n/a
300844.SZ	山水比德	17	26.50	33.0	n/a	n/a	n/a	1.8	n/a	n/a	n/a
301024.SZ	霍普股份	16	25.76	34.9	n/a	n/a	n/a	2.0	n/a	n/a	n/a
中位数				21.2	13.9	12.6	10.5	2.0	1.5	1.4	1.3
平均值				28.7	18.5	15.6	13.2	2.5	1.9	1.8	1.6

注：21 年对应估值水平囊括样本中全部企业，22-24 年对应估值水平仅包括有 wind 一致盈利预测的企业；

资料来源：Wind，天风证券研究所；股价收盘价时间为 2023/02/22，样本企业主要来自申万二级行业“工程咨询服务”（801726.SI）

“中交设计”22 年 PE 亦有一定优势，同时较可比公司在主业资质、业务覆盖区域、体量等方面优势显著，估值较可比公司应给予适当溢价。公司预计“中交设计”22 年归母净利润 16-17 亿，我们假设 22 年归母净利为 16.5 亿，则考虑及不考虑配套募资情境下，“中交设计”22 年 PE 分别为 16.3x/14.6x（vs 前述工程设计咨询可比样本公司中有 Wind 一致盈利预测的七家企业 22 年 PE 均值、中位数分别为 20.2x、16.4x），估值亦有一定优势。另一方面，我们对“中交设计”及可比公司设计业务情况进行比较，“中交设计”在业务覆盖区域、设计业务资质等方面优势明显，反映其在设计咨询领域综合实力领先较多，应给予适当溢价。

图 17：可比公司估值表

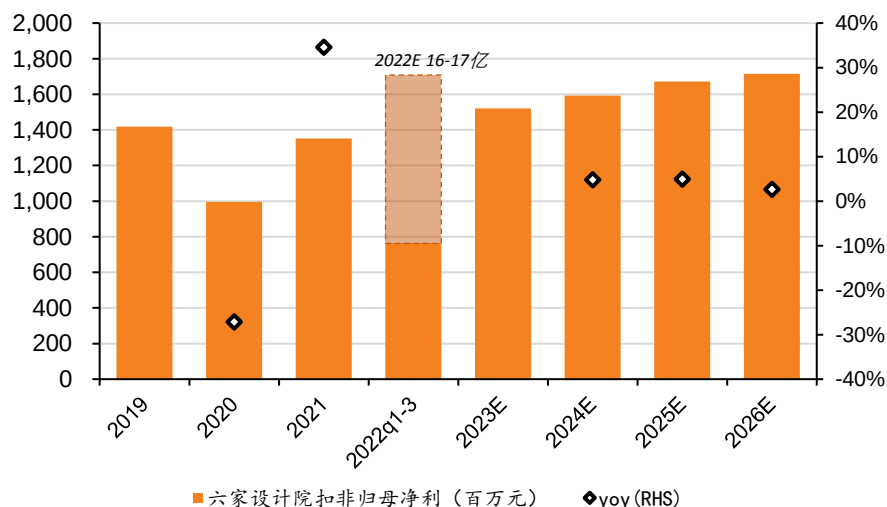
股票代码	公司名称	市值 亿元	收盘价 元	P/E				P/B			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
301058.SZ	中粮科工	80	15.58	49.4	35.6	23.2	16.2	4.5	4.2	3.7	3.2
300284.SZ	苏文科	76	5.98	16.0	14.1	12.6	11.1	1.0	0.9	0.9	0.8
603018.SH	华设集团	58	8.45	9.3	8.2	7.2	6.4	1.5	1.3	1.2	1.0
301091.SZ	深城交	51	24.59	31.9	26.1	22.0	18.7	2.6	2.4	2.2	2.1
300732.SZ	设研院	32	9.85	9.9	9.7	8.9	8.2	1.2	1.1	1.0	0.9
002949.SZ	华阳国际	30	15.53	28.9	16.4	12.9	10.5	2.3	2.0	1.8	1.6
300746.SZ	汉嘉设计	22	9.92	22.3	31.6	28.0	25.2	1.7	1.6	1.6	1.5
中位数				22.3	16.4	12.9	11.1	1.7	1.6	1.6	1.5
平均值				24.0	20.2	16.4	13.7	2.1	1.9	1.8	1.6
"中交设计"不考虑配套募资				16.9	14.6	15.9	15.2	2.2			
"中交设计"考虑配套募资				18.9	16.3	17.7	16.9	2.5			

注 1：除“中交设计”外，其他公司盈利等预测均源自 Wind 一致预期；股价截止 2023/02/22；

注 2：“中交设计”22 年 PE 以 16.5 亿归母净利润作为计算基准；23/24 年 PE 以公司承诺业绩作为计算基数；

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：中交设计承诺扣非归母净利（23-26 年）



注：22 年公司预计全年归母净利润为 16-17 亿；23-26 年扣非归母净利润估计参考本次交易的业绩承诺协议，其中若资产于 23 年完成交割，业绩承诺期为 23-25 年，若资产于 24 年交割，业绩承诺期为 24-26 年。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：中交设计与可比设计公司业务情况比较

股票代码	公司名称	公司主营业务简述	设计业务资质情况	整体收入	设计收入	优势区域	优势区域收入	优势区域收入占比
301058.SZ	中粮科工	主营设计咨询、机电工程系统交付、设备制造；涉及领域主要包括冷链、仓储、粮食加工等。	商物粮行业甲级、房屋建筑工程监理甲级、工程咨询单位甲级（建筑、其他：商物粮）	21.7	5.30	华东	6.34	23.13%
300284.SZ	苏文科	主营工程咨询一站式综合解决方案，包括规划咨询、勘察设计、环境业务、综合检测、项目管理等；涉及交通、市政、环境、电力等领域	工程勘察综合甲级、工程设计综合甲级 、城乡规划编制甲级、工程咨询专业甲级、公路工程/水运工程/市政公用工程监理甲级	51.19	29.38	江苏	18.97	37.05%
603018.SH	华设集团	主营交通与城市基础设施全方位综合服务企业，包括战略规划、勘察设计、工程总承包、运营管理等项目全生命周期运营管理等项目全生命周期各阶段的专业服务；涉及城乡规划、交通、市政、水利、建筑、生态环保、基础设施数字化等领域。	工程勘察综合甲级、工程设计综合甲级 、城乡规划编制甲级、工程咨询专业甲级、公路水运工程试验检测机构综合甲级	58.22	36.58	江苏	36.04	62.24%
301091.SZ	深城交	公司主营规划咨询战略政策及综合规划、城市与交通专项规划、工程设计和检测、大数据软件及智慧交通（交通大数据决策支持平台、系统集成建设、运维管理服务）	城乡规划编制甲级、市政行业（道路工程）专业甲级、公路水运工程试验检测机构（公路工程综合甲级）	11.59	3.56	广东	9.42	81.31%
300732.SZ	设研院	公司主要为建设工程提供专业技术服务以及其他延伸服务的工程咨询，包括全生命周期工程技术服务、智库服务与数字化产品、智能制造及研发成果转化；涉及交通、城建、能源、建筑、环境等领域	工程勘察综合甲级 、测绘行业甲级、公路行业甲级、市政行业专业甲级、电子通讯广电行业专业甲级、风景园林工程设计专项甲级、煤炭行业设计甲级、公路工程/房屋建筑工程/市政公用工程监理甲级、公路工程试验检测甲级	20.52	18.48	华中	13.27	64.66%
002949.SZ	华阳国际	公司主营建筑设计、建筑科技及其延伸业务；业务范围已覆盖建筑设计与咨询、建筑科技、工程造价咨询、工程总承包、全过程工程咨询、PC构件生产等产业链延伸业务	工程造价咨询甲级、工程监理甲级、城乡规划甲级	28.76	15.39	华南	24.69	85.84%
300746.SZ	汉嘉设计	公司主要从事建筑设计、市政公用及环境设计、燃气热力及能源设计、园林景观、装饰设计等设计业务，EPC 总承包及全过程咨询等其他业务	城乡规划编制甲级、风景园林工程设计专项甲级、工程监理甲级、工程勘察专业类（岩土工程（设计））甲级	28.01	8.85	浙江	25.35	90.50%
	中交设计	公司主营公路、市政、建筑工程专业领域的设计咨询业务，具体包括工程项目规划策划、可行性研究、项目前期咨询评估、招标投标咨询、代政府审查、勘察设计、监理、项目管理、试验检测等，以及与上述业务相关的投资项目跟投、前沿技术开发、科技成果转化等	工程勘察综合甲级、工程设计综合甲级、工程咨询单位甲级、公路行业甲级、公路工程试验检测甲级、土地规划资质甲级、测绘甲级、工程造价咨询甲级	128.36	75.57	业务全国分布较均匀	n/a	n/a

资料来源：各公司公告，天风证券研究所；涉及数据单位均为亿元，均为 21 年数据（其中中粮科工优势区域收入及占比为 20 年数据）

4. 风险提示

资产重组交易失败风险及推进节奏不确定性。祁连山本次重大资产重组方案推进节奏及成功与否均有一定不确定性。

测算假设较真实情况或有较大偏差。本文涉及到资产增值情况、置换方式等均蕴含一定假设，若测算假设较真实情况有较大偏差，则本文估值结论等亦需相应调整，建议投资者重视该方面风险。

资产重组交易存在控股股东、实际控制人变更的风险及审批风险。本次交易若完成，公司控股股东及实际控制人或发生变化，提示相关风险；同时交易审批节奏及结果亦存在不确定性风险。

水泥需求不及预期。该交易方案完成前，公司主营业务为水泥生产及销售，若下游对水泥需求不及预期，对公司现有资产业绩将有负面影响。

煤炭等成本涨幅超预期。煤炭等水泥生产成本若涨幅超预期，将对公司盈利能力有一定挤压，进而对公司现有资产业绩有负面影响。

拟置入资产业绩承诺无法实现及业绩补偿的相关风险。

后续业务转型的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,108.51	736.73	3,206.63	3,171.68	6,026.23	营业收入	7,811.71	7,672.54	8,136.37	8,490.97	8,774.29
应收票据及应收账款	395.40	438.14	184.61	465.28	206.30	营业成本	5,049.16	5,554.20	5,872.78	6,030.92	6,196.40
预付账款	22.88	22.80	34.38	20.11	35.65	营业税金及附加	122.15	131.45	121.73	135.10	140.40
存货	486.14	825.67	448.00	750.62	570.77	销售费用	74.90	89.62	89.50	93.40	96.52
其他	349.71	435.99	428.39	409.39	432.58	管理费用	687.16	662.83	691.59	713.24	728.27
流动资产合计	2,362.65	2,459.32	4,302.01	4,817.09	7,271.52	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	130.79	133.25	133.25	133.25	133.25	财务费用	(1.03)	(0.92)	(11.76)	(29.82)	(46.26)
固定资产	6,247.50	7,156.70	6,635.81	6,097.15	5,487.16	资产/信用减值损失	(25.54)	(44.01)	(18.68)	(31.67)	(31.45)
在建工程	1,066.67	133.85	128.31	106.98	106.98	公允价值变动收益	(6.52)	29.98	16.13	(8.07)	4.03
无形资产	881.24	1,002.40	968.64	934.27	899.29	投资净收益	(4.24)	19.60	7.68	13.64	13.64
其他	311.07	705.29	520.03	500.24	500.47	其他	(5.89)	(48.19)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	8,637.26	9,131.49	8,386.04	7,771.89	7,127.15	营业利润	1,921.57	1,277.98	1,377.67	1,522.04	1,645.19
资产总计	10,999.91	11,590.81	12,688.05	12,588.98	14,398.67	营业外收入	33.41	8.72	41.35	27.82	25.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	128.35	72.92	41.23	38.56	50.90
应付票据及应付账款	869.41	1,174.39	1,803.98	945.59	1,803.62	利润总额	1,826.62	1,213.78	1,377.79	1,511.31	1,620.26
其他	558.51	450.01	767.83	685.21	773.42	所得税	278.03	185.82	210.92	231.36	248.04
流动负债合计	1,427.92	1,624.41	2,571.81	1,630.80	2,577.04	净利润	1,548.58	1,027.96	1,166.87	1,279.94	1,372.21
长期借款	448.00	387.52	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	111.51	80.44	79.04	89.71	93.06
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,437.07	947.52	1,087.82	1,190.23	1,279.15
其他	381.04	383.56	342.93	369.18	365.23	每股收益(元)	1.85	1.22	1.40	1.53	1.65
非流动负债合计	829.04	771.08	342.93	369.18	365.23						
负债合计	2,411.75	2,544.05	2,914.74	1,999.98	2,942.27						
少数股东权益	772.99	805.99	856.71	915.77	979.36	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	776.29	776.29	776.29	776.29	776.29	成长能力					
资本公积	1,341.37	1,341.98	1,341.98	1,341.98	1,341.98	营业收入	12.70%	-1.78%	6.05%	4.36%	3.34%
留存收益	5,513.81	5,933.45	6,621.43	7,371.74	8,175.72	营业利润	30.55%	-33.49%	7.80%	10.48%	8.09%
其他	183.70	189.05	176.90	183.22	183.05	归属于母公司净利润	16.44%	-34.07%	14.81%	9.41%	7.47%
股东权益合计	8,588.16	9,046.76	9,773.31	10,588.99	11,456.40	获利能力					
负债和股东权益总计	10,999.91	11,590.81	12,688.05	12,588.98	14,398.67	毛利率	35.36%	27.61%	27.82%	28.97%	29.38%
						净利率	18.40%	12.35%	13.37%	14.02%	14.58%
						ROE	18.39%	11.50%	12.20%	12.30%	12.20%
						ROIC	23.27%	14.14%	14.36%	20.82%	19.46%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	21.93%	21.95%	22.97%	15.89%	20.43%
净利润	1,548.58	1,027.96	1,086.75	1,186.54	1,271.64	净负债率	-7.67%	-3.34%	-32.56%	-29.62%	-52.29%
折旧摊销	586.15	630.78	652.38	656.56	657.17	流动比率	1.49	1.39	1.67	2.95	2.82
财务费用	9.78	11.25	(11.76)	(29.82)	(46.26)	速动比率	1.19	0.92	1.50	2.49	2.60
投资损失	4.24	(19.60)	(7.68)	(13.64)	(13.64)	营运能力					
营运资金变动	557.19	(734.17)	1,609.18	(1,464.23)	1,346.20	应收账款周转率	19.85	18.41	26.13	26.13	26.13
其它	(428.44)	531.18	96.25	85.33	104.61	存货周转率	16.06	11.70	12.78	14.17	13.28
经营活动现金流	2,277.51	1,447.40	3,425.12	420.74	3,319.71	总资产周转率	0.72	0.68	0.67	0.67	0.65
资本支出	675.89	703.98	132.83	35.95	16.15	每股指标(元)					
长期投资	5.14	2.46	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.85	1.22	1.40	1.53	1.65
其他	(1,363.61)	(1,944.32)	(249.62)	(68.38)	(22.78)	每股经营现金流	2.93	1.86	4.41	0.54	4.28
投资活动现金流	(682.58)	(1,237.88)	(116.79)	(32.42)	(6.62)	每股净资产	10.07	10.62	11.49	12.46	13.51
债权融资	(321.29)	(14.85)	(398.11)	41.00	46.26	估值比率					
股权融资	(501.99)	(343.38)	(440.32)	(464.26)	(504.80)	市盈率	6.60	10.00	8.71	7.96	7.41
其他	13.13	(246.28)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.21	1.15	1.06	0.98	0.90
筹资活动现金流	(810.15)	(604.50)	(838.43)	(423.26)	(458.54)	EV/EBITDA	4.25	4.14	3.24	3.08	1.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.54	6.08	4.76	4.40	2.41
现金净增加额	784.78	(394.98)	2,469.90	(34.94)	2,854.54						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com