

买入

主业盈利能力稳健提升，大马力发动机持续高景气

重庆机电 (2722.HK)

2025-9-1 星期一

## 【投资要点】

## ➤ 国家政策支持西部先进制造业发展

重庆市打造“33618”现代制造业集群体系，将做大做强做优智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料3大万亿级产业集群。叠加国家“一带一路”、“成渝地区双城经济圈”建设、西部陆海新通道建设以及西部大开发等优惠政策，相关区域企业将长期享有独特的产业政策优势及税收优势。

## ➤ AIDC 等新增需求带动大马力柴油发动机持续高景气，康明斯是龙头

IDC 预测 2025 年中国智能算力规模将达到 1,037.3EFLOPS，并在 2028 年达到 2,781.9EFLOPS；2025 年中国通用算力规模将达到 85.8EFLOPS，预计到 2028 年将达到 140.1EFLOPS。预测显示，2023-2028 年期间，中国智能算力规模的五年年复合增长率预计达到 46.2%，通用算力规模预计达到 18.8%。柴油发电机组是数据中心可靠、高效、灵活的后备电源解决方案，在数据中心领域发挥不可替代的作用，未来需求有望保持高景气度。

从全球范围来看，柴油发动机的龙头企业仍以国际企业为主，包括康明斯、卡特和 MTU 等，拥有技术和品牌优势。近年来，中国厂家迅速崛起，包括潍柴、玉柴和科泰等，成为市场中一股越来越强大的新兴力量。

## ➤ 公司主业盈利能力稳健提升，投资收益有望持续增长

公司聚焦清洁能源装备、高端智能装备、工业服务三大板块。受益于技术研发、业务模式调整和自身管理提升，公司 2025 年上半年公司营业总额约人民币 4,658.1 百万元，增长约 9.2%。公司毛利达约人民币 799.8 百万元，同比上升约 10.4%。叠加重庆康明斯和日立能源在大马力发动机和特高压行业的经营红利，公司股东应占利润达人民币 416.0 百万元，同比上升约 53.8%。

## ➤ 给予“买入”评级，目标价 2.65 港元/股

我们预测公司 FY2025 至 FY2027 实现收入 9849.7、10830.3 和 11885.4 百万元人民币，同比增长 10.4%、10%和 9.7%；归母净利润 892（+106.8%）、991.5（+11.16%）和 1133（+14.27%）百万元人民币。参考工业机械行业估值，认为公司合理估值应为 2025 年 10 倍 PE，对应目标价为 2.65 港元/股，距现价有 47%上涨空间，给予“买入”评级。

| (百万元人民币)  | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入      | 8,061.8 | 8,919.2 | 9,849.7 | 10,830.3 | 11,885.4 |
| 同比增长      |         | 10.6%   | 10.4%   | 10.0%    | 9.7%     |
| 归母净利润     | 303.6   | 431.3   | 892.0   | 991.5    | 1,133.0  |
| 同比增长      |         | 42.1%   | 106.8%  | 11.2%    | 14.3%    |
| 毛利率       | 19.2%   | 17.5%   | 17.6%   | 17.6%    | 17.7%    |
| 每股收益(元)   | 0.08    | 0.12    | 0.24    | 0.27     | 0.31     |
| PE@1.8HKD | 20.0    | 14.1    | 6.8     | 6.1      | 5.4      |

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

目标价：2.65 港元

现价：1.8 港元

预计升幅：47%

## 重要数据

| 日期        | 2025-8-29 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(港元)   | 1.8       |
| 总股本(亿股)   | 36.85     |
| 总市值(亿港元)  | 66.32     |
| 净资产(亿港元)  | 85.85     |
| 总资产(亿港元)  | 176.17    |
| 52周高低(港元) | 2.0/0.5   |
| 每股净资产(港元) | 2.33      |

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东 (20241231)

|              |        |
|--------------|--------|
| 重庆机电控股(集团)公司 | 52.22% |
| 重庆渝富控股集团     | 6.3%   |
| 重庆建工集团       | 6.3%   |

## 相关报告

## 研究部

姓名：杨森

SFC: BJO644

电话：0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

## 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1.公司基本情况</b>                       | <b>4</b>  |
| 1.1 公司简介                              | 4         |
| 1.2 公司发展历程                            | 5         |
| 1.3 公司股权结构                            | 5         |
| 1.4 公司管理团队                            | 6         |
| 1.5 公司财务分析                            | 7         |
| <b>2.行业发展趋势</b>                       | <b>8</b>  |
| 2.1 重庆市打造“33618”现代制造业集群体系             | 8         |
| 2.2AIDC 等下游需求推动大马力发动机产业持续高景气度         | 9         |
| <b>3.公司主业盈利能力稳步提升，持续受益于大马力发动机景气红利</b> | <b>11</b> |
| 3.1 公司具备区位、国家政策和自身研发等综合优势             | 11        |
| 3.2 清洁能源装备：水电设备大幅减亏，有望受益于雅下项目         | 12        |
| 3.3 高端智能装备：PTG 业务承压，数控机床等取得进展         | 14        |
| 3.4 工业服务业务：总体稳定                       | 15        |
| 3.5 重庆康明斯：大马力柴发龙头，产量和产品结构有望持续稳步提升     | 15        |
| <b>4.盈利预测与投资建议</b>                    | <b>17</b> |
| <b>5.风险提示</b>                         | <b>18</b> |
| <b>【财务报表摘要】</b>                       | <b>19</b> |
| <b>投资评级定义及免责条款</b>                    | <b>20</b> |

## 图目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1：公司三大业务板块主要产品 .....                 | 4  |
| 图 2：三大板块主要公司分布及股权构成 .....              | 4  |
| 图 3：公司股权结构 .....                       | 6  |
| 图 4：公司三大板块营业收入（亿元人民币） .....            | 7  |
| 图 5：三大板块 2025 年中期营业收入占比 .....          | 7  |
| 图 6：清洁能源装备板块主要经营业绩（百万人民币） .....        | 7  |
| 图 7：高端智能装备板块主要经营业绩（百万人民币） .....        | 8  |
| 图 8：工业服务板块主要经营业绩（百万人民币） .....          | 8  |
| 图 9：中国柴油机累计销量（万台） .....                | 9  |
| 图 10：全球生成式人工智能和非生成式人工智能服务器市场规模预测 ..... | 10 |
| 图 11：中国智能算力规模及预测，2020-2028 .....       | 11 |
| 图 12：中国通用算力规模及预测，2020-2028 .....       | 11 |
| 图 13：公司清洁能源装备板块发展战略 .....              | 12 |
| 图 14：公司清洁能源装备板块市场领先地位 .....            | 13 |
| 图 15：公司高端智能装备板块市场及技术优势 .....           | 14 |
| 图 16：公司高端智能装备板块发展战略 .....              | 15 |
| 图 17：发电应用 K50 发动机 .....                | 17 |
| 图 18：K50 主要参数 .....                    | 17 |

## 表目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1：重庆康明斯股权结构 .....          | 5  |
| 表 2：公司管理层 .....              | 7  |
| 表 3：公司营收预测（百万元人民币） .....     | 17 |
| 表 4：工业机械行业估值（20250829） ..... | 18 |

## 1. 公司基本概况

### 1.1 公司简介

重庆机电股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：02722.HK）是中国西部大型综合装备制造企业，着力于能源环保与高效利用，倾力于工业生产能效的不断提升，致力于推动工业与服务的协同发展，在中国装备制造业转型升级道路上砥砺前行。公司聚焦清洁能源装备、高端智能装备、工业服务三大板块，产品包括发动机、通用机械、风电叶片、电线电缆、高端智能装备、数控机床、高压变压器、材料、金融服务和其他产品。

图 1：公司三大业务板块主要产品



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

图 2：三大板块主要公司分布及股权构成



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

公司持有重庆康明斯发动机有限公司（以下简称“重庆康明斯”）50%股权。重庆康明斯成立于1995年，是美国康明斯在华本地化生产的起点和最早的发动机合资企业，也是康明斯在华唯一的大马力发动机研发和制造基地。重庆康明斯位于重庆市两江新区，占地面积达400亩，按照康明斯全球先进标准打造，拥有业界领先的设备及软件配套，集创新技术中心、智能制造体系、高效物流系统于一身。目前重庆康明斯的年规划产能达23000台。

重庆康明斯专业生产柴油发动机和天然气发动机,产品功率范围 185-3650 马力,可为用户提供丰富的产品矩阵及多元动力解决方案,包括 M11/QSM11、X12/13、Z13、NT855/QSN、M15、K19/QSK19、K38/QSK38、K50/QSK50 和 QSK60 系列产品,适用于重型汽车、工程机械、矿山机械、石油机械、轨道机械、港口机械、固定式和移动式柴油发电机组、船舶推进动力机组和辅助动力机组、泵类动力机组以及其它动力机组。重庆康明斯享有康明斯全球过万个服务网点为客户提供产品和服务支持。

**表 1: 重庆康明斯股权结构**

|   | 发起人           | 持股比例 | 认缴出资 (万元)  | 实缴出资 (万元)  | 认缴日期       |
|---|---------------|------|------------|------------|------------|
| 1 | 重庆机电股份有限公司    | 50%  | 20,880 CNY | 20,880 CNY | 1995-09-14 |
| 2 | 康明斯(中国)投资有限公司 | 50%  | 20,880 CNY | 20,880 CNY | 1995-09-14 |

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 1.2 公司发展历程

- 2000 年: 8 月, 母公司重庆机电控股(集团)公司由重庆市政府三大工业行政管理局(重庆市机械局、电子局、冶金局)合并成立, 100%隶属重庆市国资委;
- 2007 年: 7 月 27 日, 经重庆市政府批准, 公司由重庆机电控股(集团)公司、重庆渝富资本运营集团有限公司、重庆建工集团股份有限公司、中国华融资产管理股份有限公司等 4 家公司共同发起并注册成立;
- 2008 年: 6 月 13 日, 公司在香港联合交易所主板成功上市, 股票代码 02722.HK;
- 2009-2022 年: 公司以高质量发展为主题, 在强化改革创新、资本营运、队伍建设、公司治理等方面取得长足进步, 阔步从良性健康发展向高质量发展迈进;
- 2023 年起: 公司紧跟国家先进制造业发展方向, 以推动中国装备制造业转型升级为己任, 在“装备中国, 走向世界”道路上继续砥砺前行, 奋力开创高质量发展新局面。

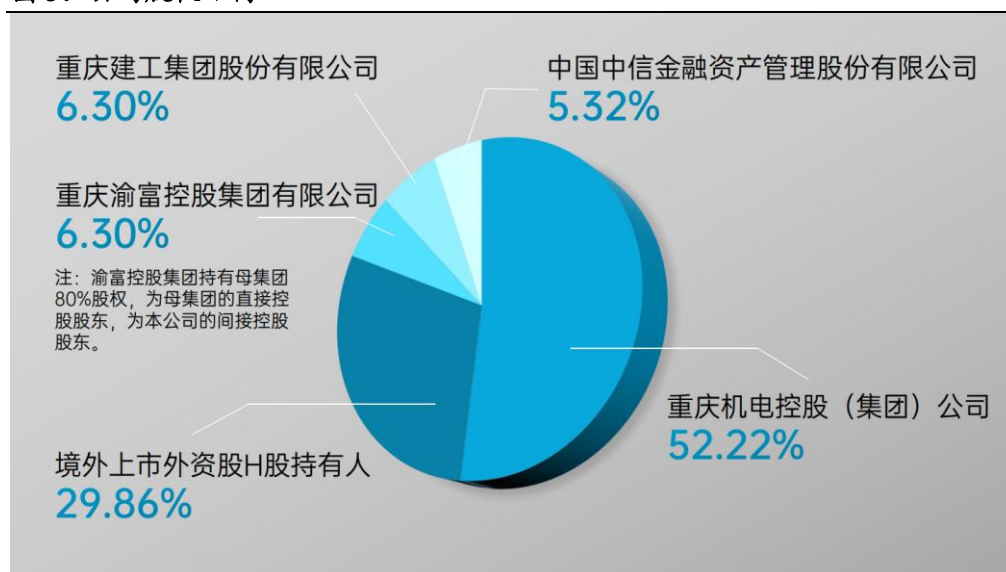
## 1.3 公司股权结构

2025 年 2 月 26 日, 公司收到控股股东重庆机电集团通知: 1) 渝富控股以人民币 500,000 万元对价对重庆机电集团进行增资, 出资方式包括现金和非现金方式, 增资完成后渝富控股将持有重庆机电集团约 44.58%股权; 2) 重庆市国资委同意将其所持有重庆机电集团 35.42%股权无偿划转给渝富控股。

内部重组完成后, 渝富控股持有重庆机电集团 80%股权, 成为重庆机电集团的直接控股股东, 并成为公司的间接控股股东; 而重庆机电集团仍是公司的直接

控股股东，重庆市国资委仍是本公司的最终控股股东。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

## 1.4 公司管理团队

公司具有专业经验丰富的管理团队。根据公司 2024 年年报，岳相军先生，48 岁，是公司执行董事、总经理、党委副书记。岳先生于 2024 年 11 月至今兼任重庆日立能源变压器有限公司副董事长；于 2024 年 7 月至今兼任重庆成飞新材料股份公司董事、重庆康明斯发动机有限公司董事长；于 2023 年 5 月至今兼任重庆机电智能制造有限公司董事，精密技术集团有限公司（PTG 集团）董事长、董事，精密技术集团投资发展有限公司（PTG 香港公司）执行董事；于 2023 年 3 月至今兼任重庆机电控股集团财务有限公司副董事长、董事，重庆通用工业（集团）有限责任公司董事，重庆工业赋能创新中心有限公司董事。

岳先生于 2023 年 1 月起担任本公司总经理、党委副书记；于 2021 年 2 月至 2023 年 3 月担任重庆机电智能制造有限公司党支部书记、董事长，重庆盟讯电子科技有限公司董事长；于 2020 年 10 月至 2021 年 2 月担任重庆机电智能制造有限公司党支部书记、董事长，重庆盟讯电子科技有限公司党总支书记、董事长、总经理；于 2020 年 7 月至 2020 年 10 月担任重庆机电智能制造有限公司董事长，重庆盟讯电子科技有限公司党总支书记、董事长、总经理；于 2017 年 7 月至 2020 年 7 月担任重庆盟讯电子科技有限公司党总支书记、总经理兼重庆机电智能制造有限公司董事、副总经理。

表 2：公司管理层

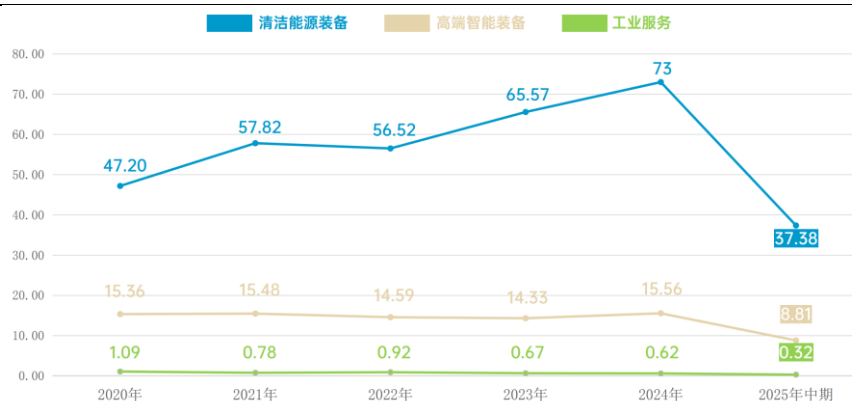
| 姓名  | 职务      | 任职日期       | 性别 | 年龄 |
|-----|---------|------------|----|----|
| 岳相军 | 代理董事长   | 2024-07-26 | 男  | 48 |
| 岳相军 | 执行董事    | 2023-03-22 | 男  | 48 |
| 秦少波 | 执行董事    | 2024-11-29 | 男  | 56 |
| 邓瑞  | 执行董事    | 2025-06-12 | 男  | 50 |
| 窦波  | 非执行董事   | 2017-11-27 | 男  | 55 |
| 蔡志滨 | 非执行董事   | 2021-06-24 | 男  | 51 |
| 朱颖  | 非执行董事   | 2023-03-22 | 女  | 48 |
| 雷斌  | 非执行董事   | 2025-06-12 | 男  | 49 |
| 柯瑞  | 独立非执行董事 | 2024-06-12 | 男  | 38 |
| 刘立军 | 独立非执行董事 | 2025-06-12 | 男  | 54 |
| 蒲华燕 | 独立非执行董事 | 2025-06-12 | 女  | 42 |
| 王振华 | 独立非执行董事 | 2025-06-12 | 男  | 50 |

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 1.5 公司财务分析

近年来，公司主业发展稳健，总收入保持了平稳增长。2025 年上半年，公司营业总额约人民币 4,658.1 百万元，增长约 9.2%。其中：清洁能源装备板块的营业额约人民币 3,738.2 百万元（占营业总额约 80.3%）增长约 11.3%；高端智能制造板块的营业额约人民币 880.9 百万元（占营业总额约 18.9%），增长约 1.1%；工业服务板块的营业额约人民币 31.9 百万元（占营业总额约 0.7%），下降约 8.3%。2025 年上半年，公司毛利达约人民币 799.8 百万元，比去年同期上升约 10.4%；公司股东应占利润达约人民币 416.0 百万元，比去年同期上升约 53.8%。

图 4：公司三大板块营业收入（亿元人民币）



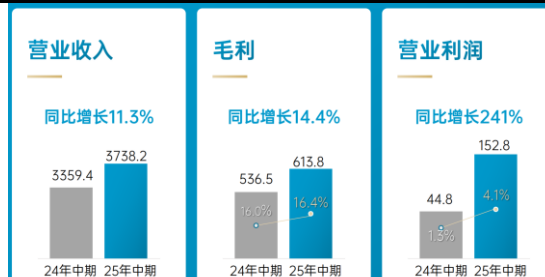
资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

图 5：三大板块 2025 年中期营业收入占比



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

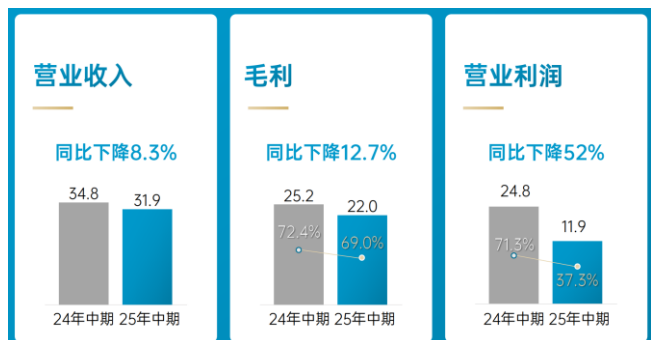
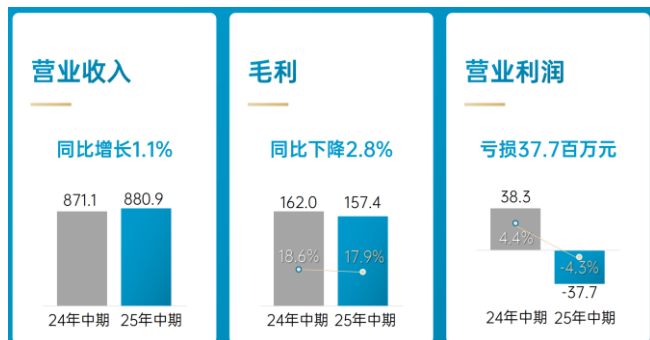
图 6：清洁能源装备板块主要经营业绩（百万人民币）



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

图 7：高端智能装备板块主要经营业绩（百万人民币）

图 8：工业服务板块主要经营业绩（百万人民币）



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

## 2. 行业发展趋势

### 2.1 重庆市打造“33618”现代制造业集群体系

2023 年 6 月 5 日，重庆市召开推动制造业高质量发展大会，提出要着力打造“33618”现代制造业集群体系，迭代升级制造业产业结构，全力打造国家重要先进制造业中心。按照《深入推进新时代新征程新重庆制造业高质量发展行动方案（2023—2027 年）（征求意见稿）》（以下简称《行动方案》），将要构建的现代制造业集群体系包括：

#### ➤ 聚力打造 3 大万亿级主导产业集群：

《行动方案》提出，瞄准培育世界级产业集群目标，重庆将做大做强做优智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料这 3 大万亿级产业集群，推动这 3 类产业成为“制造强市”的中流砥柱。

#### ➤ 升级打造 3 大五千亿级支柱产业集群

按照《行动方案》，重庆将坚持新兴产业培育和传统优势产业转型升级“两手抓”，加快推动智能装备及智能制造、食品及农产品加工、软件信息服务产业集群创新发展，推动以上 3 类产业各自形成五千亿级产值。

#### ➤ 创新打造 6 大千亿级特色优势产业集群

为抢抓产业变革新风口，放大产业“先发”优势，《行动方案》提出，重庆将抓好链主型企业和关键企业招商引资，抓好标志性引领性重大制造项目投资，创新打造 6 大千亿级特色优势产业集群，包括新型显示高端摩托车轻合金材料轻纺生物医药新能源及新型储能

#### ➤ 培育壮大 18 个“新星”产业集群

面向世界科技前沿，《行动方案》规划布局了一批未来产业先导区，包括培育 6 个未来产业集群，以及 12 个五百亿级、百亿级的高成长性产业集群。其中 6

个未来产业集群分别是卫星互联网、生物制造、生命科学、元宇宙、前沿新材料、未来能源。

另外，重庆还将聚焦细分领域，突出专业化、区域化发展路径，培育 12 个高成长性产业集群，包括功率半导体及集成电路、AI 及机器人、服务器、智能家居、传感器及仪器仪表、智能制造装备、动力装备、农机装备、纤维及复合材料、合成材料、现代中药、医疗器械，进一步丰富全市先进制造业集群体系。

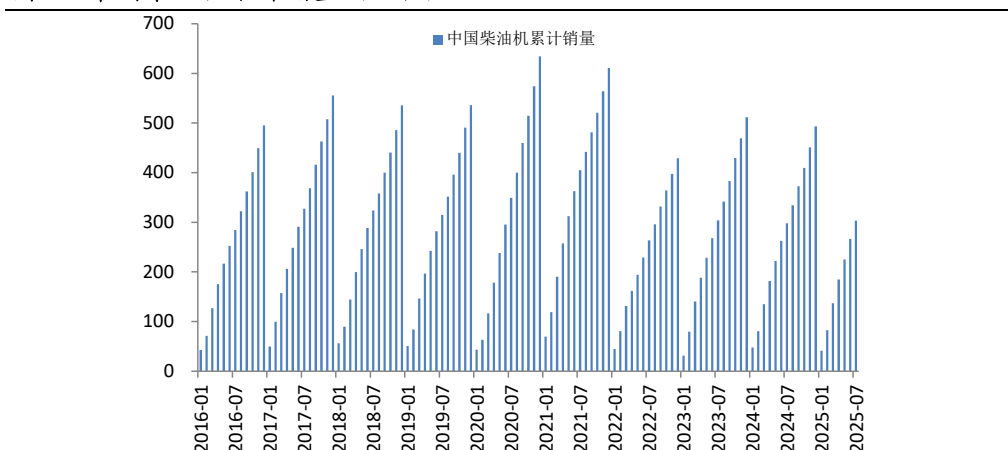
重庆市的上述战略规划有助于相关产业和公司业务发展壮大。2024 年，重庆市规上工业增加值增长 7.3%，增速高于全国平均水平 1.5 个百分点。2025 年 1 至 4 月，重庆高技术产业销售收入同比增长 9.5%，快于全市总体增速，特别是锂离子电池制造、智能设备制造等先进制造业销售收入同比分别增长 48.7%、40.6%，反映出创新产业增长较快；全市科技推广和应用服务销售收入同比增长 50.1%，反映出科研成果加快转化为先进生产力；制造业贡献了重庆 25% 的地区生产总值，30% 的税收，已成为拉动重庆经济增长的“火车头”。我们认为重庆先进制造类企业将持续享受政策红利，进而取得长远发展。

## 2.2AIDC 等下游需求推动大马力发动机产业持续高景气度

柴油发动机以其“压燃式”工作原理（无需火花塞，通过压缩空气产生高温点燃柴油）在“重载、长续航、恶劣工况”等场景中具有不可替代性的动力形式。尽管面临新能源（电动车、氢燃料电池）的冲击，但在商用车、工程机械、船舶等领域。其“高扭矩、低油耗、高耐用”的核心优势仍无法被短期替代。

根据我国内燃机工业协会数据，近年来我国每年柴油机产量平均维持在 500 万台左右的水平。其中大缸径柴油机的产量和需求量呈现一定上升趋势。到 2020 年，全球大缸径发动机市场容量约 14 万台。

图 9：中国柴油机累计销量（万台）



资料来源：中国内燃机工业协会、国元证券经纪（香港）整理

从全球范围来看，柴油发动机的龙头企业仍以国际企业为主，包括康明斯、卡特和 MTU 等，拥有技术和品牌优势。近年来，中国厂家迅速崛起，包括潍柴、玉柴和科泰等，成为市场中一股越来越强大的新兴力量。

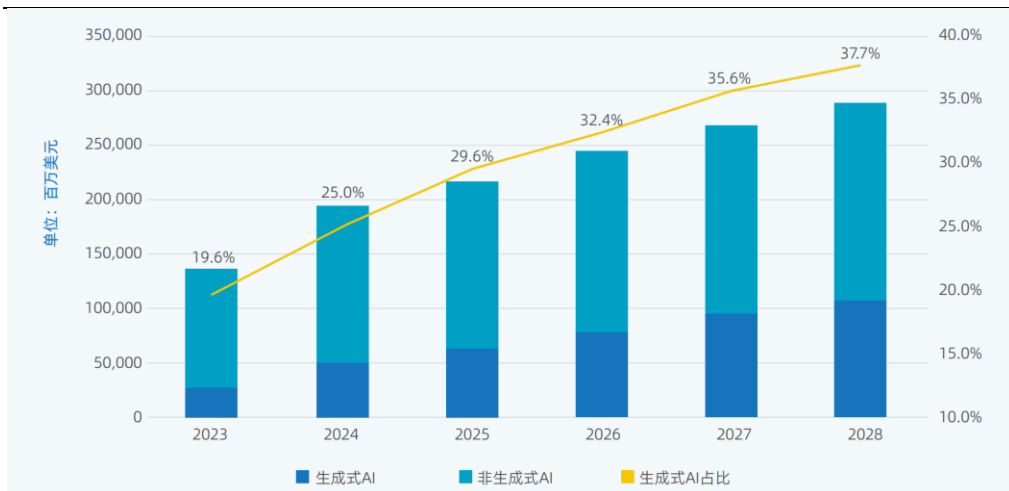
近年来，人工智能在全球兴起。根据《IDC-人工智能行业：2025 年中国人工智能算力发展评估报告》数据，2024 年全球人工智能服务器市场规模约为 1,251 亿美元，2025 年将增至 1,587 亿美元，2028 年有望达到 2,227 亿美元，其中生成式人工智能服务器占比将从 2025 年的 29.6% 提升至 2028 年的 37.7%。

IDC 预测 2025 年中国智能算力规模将达到 1,037.3EFLOPS，并在 2028 年达到 2,781.9EFLOPS；2025 年中国通用算力规模将达到 85.8EFLOPS，预计到 2028 年将达到 140.1EFLOPS。预测显示，2023-2028 年期间，中国智能算力规模的五年年复合增长率预计达到 46.2%，通用算力规模预计达到 18.8%。较上一版本预期值 33.9% 和 16.6%，均有显著提升。

数据和算力是 AI 发展的基础。数据中心存储海量数据，不稳定的电力供应会导致数据存储设备异常，数据丢失或损坏风险大增家。同时，数据中心配备的大量高性能计算设备在运行时功耗巨大，且对电力稳定性要求极高。稍有电力波动，计算任务就可能中断，重新计算不仅耗时耗力，还会增加研发成本，严重阻碍 AI 技术的创新与突破。柴油发电机组作为可靠、高效、灵活的后备电源解决方案，在数据中心领域发挥不可替代的作用。

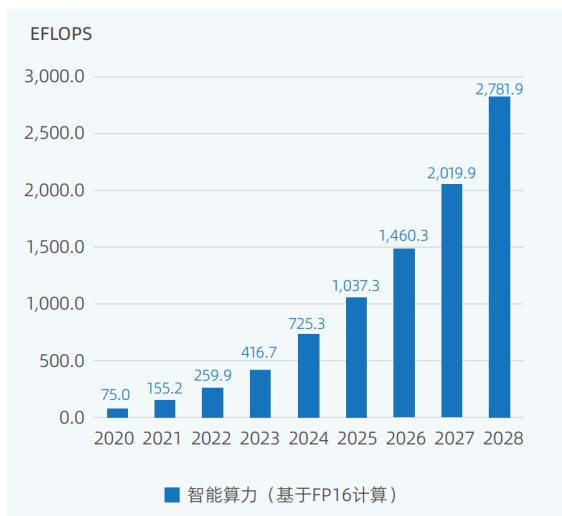
伴随全球 AI 算力中心建设浪潮，对高性能、高可靠性柴油发电机组的需求将持续维持高景气。

**图 10：全球生成式人工智能和非生成式人工智能服务器市场规模预测**



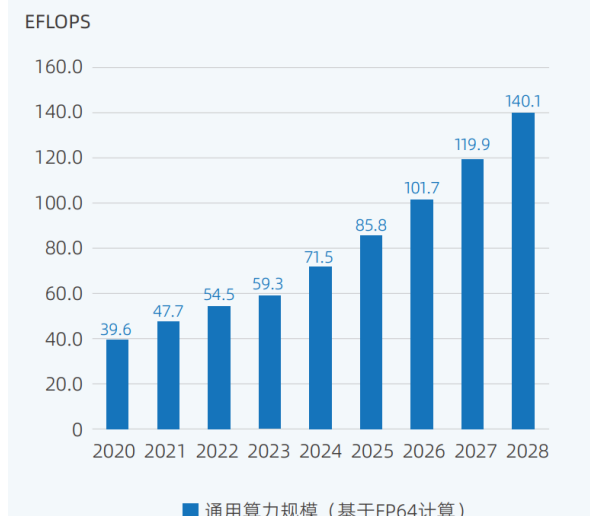
资料来源：IDC、国元证券经纪（香港）整理

图 11：中国智能算力规模及预测，2020-2028



资料来源：IDC、国元证券经纪（香港）整理

图 12：中国通用算力规模及预测，2020-2028



资料来源：IDC、国元证券经纪（香港）整理

### 3.公司主业盈利能力稳步提升，持续受益于大马力发动机景气红利

#### 3.1 公司具备区位、国家政策和自身研发等综合优势

公司是中国西部最大的综合装备制造型企业，在未来的发展中具备以下基础及优势：

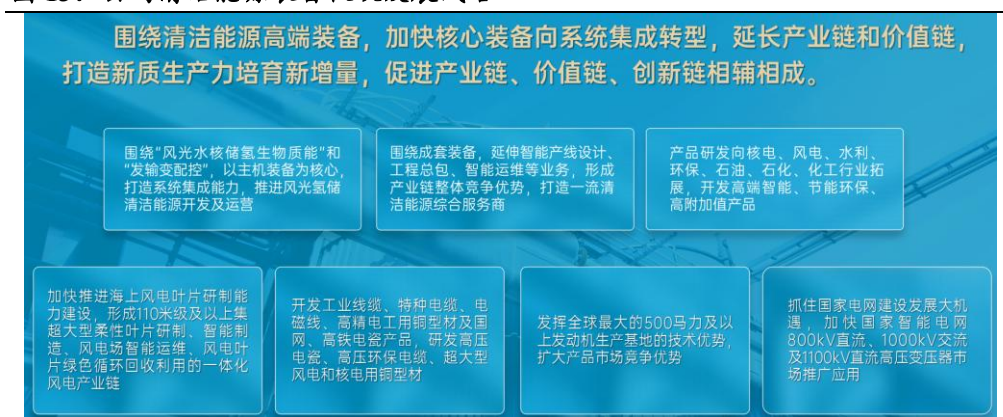
- 依托国家“一带一路”、“成渝地区双城经济圈”建设、西部陆海新通道建设的区域优势，为公司带来挖掘潜在市场的良好发展机遇；同时，公司受益于西部大开发等优惠政策，享有独特的产业政策优势及税收优势。
- 公司聚焦清洁能源装备和高端智能装备，契合国家“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”重要发展战略，聚焦国家“双碳”目标，致力于推动制造业绿色发展，多个产品在细分市场和海外市场竞争优势明显，为市场提供多元化产品组合及服务，增强公司防范综合风险能力。
- 公司拥有 6 个国家级企业技术中心、中国驰名商标 4 个、重庆市级技术中心 17 个，782 项发明专利，持续保持研发投入。
- 公司具有高效规范的法人治理结构和制度体系，有高效运行与有效治理的良好企业管治及风控机制。
- 公司具备完善的人力资源管理体系、激励机制及海外人才培养机制，拥有一批卓越领先的工业技术精英、高素质的员工队伍及国际化视野的管理队伍。公司围绕产业布局，实施了“562”人力资源战略规划，以“六大”人

才工程建设为抓手持续推进人才结构优化，创新人才培养开发机制，完善薪酬分配机制，逐步形成具有重庆机电特色、具备行业竞争力的人才制度体系和生态系统。

### 3.2 清洁能源装备：水电设备大幅减亏，有望受益于雅下项目

公司该业务板块的发展战略是：围绕清洁能源高端装备，加快核心装备向系统集成转型，延长产业链和价值链，打造新质生产力培育新增量，促进产业链、价值链、创新链相辅相成。

图 13：公司清洁能源装备板块发展战略



资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

2025 年上半年，该板块整体营业收入达约人民币 3,738.2 百万元，同比增长约 11.3%；毛利约人民币 613.8 百万元，较去年同期约人民币 536.5 百万元，增加约人民币 77.3 百万元，增幅约 14.4%；业绩盈利约人民币 152.8 百万元，较去年同期约人民币 44.8 百万元，增加约人民币 108.0 百万元，增幅约 241.1%，主要是水力发电设备业务大幅减亏。其中：

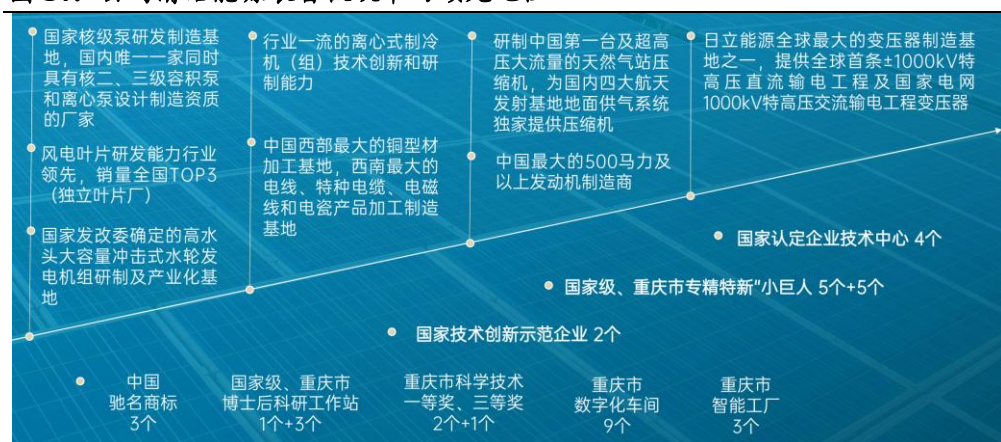
- 风电叶片业务：客户结构稳定性进一步增强，市场占有率保持稳定；
- 工业泵业务：持续深耕大客户，获得河北某钢铝融合产业隔膜泵二期，订单超人民币 127 百万元。工业泵业务板块第四代核电铅铋主泵项目部分试验台搭建已完成；
- 电线电缆及材料业务：市场策略优势显现，在电力板块多处开花，成功中标 6 家省网公司订单超人民币 120 百万元。电线电缆业务双层绝缘防水 B1 级交联聚烯烃绝缘电线项目，已完成样品检测。电磁线系列产品项目，正进行工艺论证；
- 制冷压缩机业务获得江苏岚泽能源科技有限公司、中飞石化有限公司、湖北宜化集团有限责任公司、吉林化工学院等大项目，实现订货超人民币 57 百万元；
- 气体压缩机业务：积极参与“成渝氢走廊”项目，并与中石化合作成功建

成首个1,000 公斤级加氢站。气体压缩机业务大流量低温 BOG 压缩机研发，已完成与西安交通大学合作研发的技术协议签订；

- 水力发电设备业务：深耕工业服务，新增订单超人民币 77 百万元，创历史新高。水力发电业务板块高海拔水轮发电机组技术研发，完成通风系统设计。我们认为随着雅下水电站等大项目开工，水力发电设备行业有望整体受益。

上半年该板块除气体压缩机业务因订单交付周期主要集中在下半年，导致上半年同比出现下降外，其余企业均较同期实现较好增长。

**图 14：公司清洁能源装备板块市场领先地位**



资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

展望 2025 年下半年：

- 风电叶片业务：加强新产品开发和新工艺技术创新，推进与客户合作开发共享平台，根据客户载荷需求不断优化产品结构，加快推进海上风电基地实施决策论证、优化建设方案；
- 工业泵业务：将持续开拓海外市场，加快海外布点及海外经销商培育，建立东南亚合作服务点，拓展南美、中东、中亚等地区经销商；
- 电线电缆及材料业务：构建多元化商业模式，加快电磁线项目建设，加速新赛道发展；
- 工业风机业务：加强对焦化行业、矿山、火电和国际贸易突破，形成新市场支撑；
- 气体压缩机业务：实行差异化的竞争策略，加强对重点领域、重点客户的需求开发，大力推动大流量 BOG 压缩机、6M32 高转速撬装压缩机等新产品研发；
- 水力发电设备业务：持续深挖工业服务市场，提升后服务市场占比，持续改善毛利水平。

公司清洁装备板块具备市场领先的技术优势和市场地位。其中联营企业重庆日

立能源，是日立能源在全球最大的变压器制造基地之一，成功参与国内外多项重点工程，包括长江三峡水利枢纽工程、全球电压等级最高的昌吉-古泉±1100千伏（KV）特高压直流输电项目、“疆电入渝”哈密--重庆±800千伏（KV）特高压直流输电工程项目等。综合来看，公司该板块业务在2025年有望实现平稳增长，且这种增长具备较强的可持续性。

### 3.3 高端智能装备：PTG 业务承压，数控机床等取得进展

2025年上半年，公司高端智能装备板块整体实现营业收入约人民币880.9百万元，同比微增约1.1%；毛利约人民币157.4百万元，较去年同期约人民币162.0百万元，减少约人民币4.6百万元或2.8%；业绩亏损约人民币37.7百万元，较去年同期盈利约人民币38.3百万元，增大亏损，主要是PTG业务出现下滑扩大亏损以及智能制造业务受海外贸易摩擦影响所致。

上半年，数控机床业务HG350C数控成形砂轮磨齿机轴位精度检测值已合格，达到国际先进水平；珩齿机软件项目与英国联合研发推进中，已完成珩齿机加工、修正算法编制；YS7232GH高精度磨齿机项目六月已进入到刀架部组设计环境；金属3D打印机床水冷喷嘴一体化成形工艺研究完成四种新品零件试验打印，已交付客户试用；智能电子业务完成三轴运动平台主体设计；协作机器人自动化搬运平台研究与应用项目进入工序调试阶段。

下半年，公司数控机床业务将进一步夯实技术创新，加快推进新一代高性能新能源车用磨齿机、人形机器人用滚齿机、精密减速机用内齿轮车珩复合机床开发，加快强力珩齿工艺等关键技术攻关，实现国产化替代；智能装备系统集成业务持续深化中铁隧道、国能集团等重点存量客户，加快推动煤科总院、天地奔牛等新客户项目落地及实施。

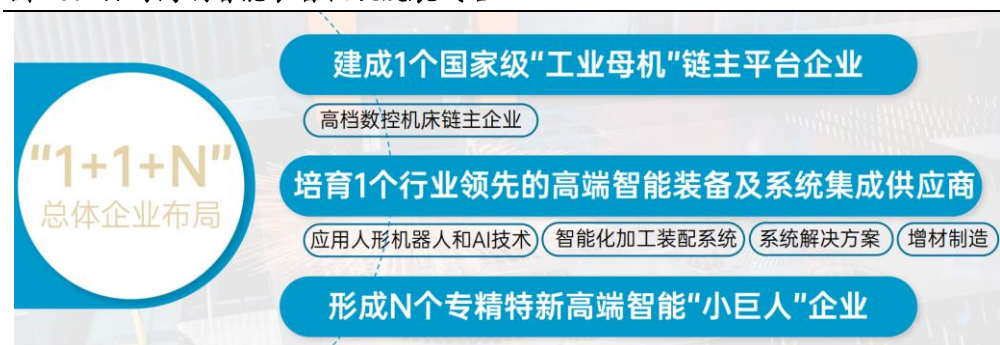
预计该板块2025年将保持平稳增长，盈利状况有望逐步优化。

图 15：公司高端智能装备板块市场及技术优势



资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

图 16：公司高端智能装备板块发展战略



资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

### 3.4 工业服务业务：总体稳定

2025 年上半年，公司工业服务经营分部的营业收入约人民币 31.9 百万元，较去年同期约人民币 34.8 百万元，减少约人民币 2.9 百万元；毛利约人民币 22.0 百万元，较去年同期约人民币 25.2 百万元，减少约人民币 3.2 百万元，降幅约 12.7%；业绩约人民币 11.9 百万元，较去年同期约人民币 24.8 百万元，减少约人民币 12.9 百万元，减幅约 52.0%，主要是金融业务受利率下降影响所致。

2025 年上半年，工业赋能业务持续推进“数字机电”建设，研发设计、业务管控、数字底座取得阶段性成果，设计仿真一体化平台集约利用资源，附属公司实现协同研发；业财融合完成两户附属公司试点，为全集团推广奠定基础；项目管理与 HSE 安环系统规范业务流程，实现数字化管理；IoT 物联网平台接入 1,900 余台设备，促进设备透明化管理；数据中台部署多类标准，具备海量数据治理分析能力；经济运行智能分析覆盖 15 个板块 180 项指针，为决策提供数据支撑。金融业务加快推进司库管理系统建设，优化金融资源分配与强化资金风险管控，实现资金的高效流动与合理配置。

2025 年下半年，集采业务牵头打造“机电出行”智能化商旅管理平台，用于公司内部商旅集采、费控、对账一站式数字管控差旅平台，运用智能化手段，降本控费，提升精益管理效能。金融业务持续强化创新，完成司库阶段性建设，推进数智赋能，筑牢风险合规。

预计该板块 2025 年将保持稳定。

### 3.5 重庆康明斯：大马力柴发龙头，产量和产品结构有望持续稳步提升

从 2024 年开始，重庆康明斯通过释放新工厂、新产线产能，把握出口市场增长机遇，大马力产品量价齐升，带动整体营业收入大幅上涨。电力市场上持续加大在移动电源车、快递物流行业的市场份额，保持国内大马力发电机市场的领先

地位；工业市场推动 QSK19、QSK50 等多款新产品成功进入船机、工程机械、油气田和轨道市场，部分新产品已实现小批量交付；积极调整产品结构，K38、K50 等高毛利大马力发动机的销售占比提升，盈利能力得到较好增长。

2025 年上半年，重庆康明斯持续加快新产品、新市场拓展，加强内部管理。在产品端，Q60 发动机具备批量供应能力；Q50 发电用发动机和 Q19 工业应用发动机的开发工作加速推进，甲醇发动机样机顺利完成交付；在市场端，电力板块持续保持较好增长态势，大马力产品销量同比增长 8%；在管理端，持续深耕精益管理，开展供应链体系改革，带动经营业绩实现大幅增长。

在发电领域，重庆康明斯凭借数十年来在发电领域的不断拓展，已开发出一系列世界先进水平的发电应用机型，包括 11L、14L、19L、38L 和 50L 等排量机组，功率范围从 200 到 1783kw。重庆康明斯开发的发电应用发动机具有性能稳定，动力强劲，节能高效，结构紧凑、通用性好的特点。

而被数据中心等场景所青睐的 QSK60 系列柴油发电机组竞争优势明显，景气度持续提升：

- **功率密度高：**由于康明斯电力卓越的技术加持，QSK60 系列柴油发电机组以 60L 的排量，提供高达 2750kVA 的电力，这在业内是出类拔萃的成就，不仅如此，经过高海拔地区项目测试，QSK60 可实现高原无功率降。
- **性能稳定持久：**作为备载电力系统，在极端天气和项目现场条件欠佳的情况，QSK60 机组在国内的数据中心电力供应中有短短数月连续稳定运行千余小时的记录。在客户见证下，QSK60 系列机组曾两次实现连续 100%带载 230 小时及 10%超载 10 小时。
- **启动快、并联快：**遇到极端情况时，康明斯电力的机组可 10s 内自动启动，32 台 QSK60 机组并联只需 8 秒。
- **应用场景多：**QSK60 系列机组产品是互联网数据中心的网红，同时也广泛应用于通信、银行、高科技制造业、海外工程 EPC、机场、电站等诸多行业。

图 17：发电应用 K50 发动机

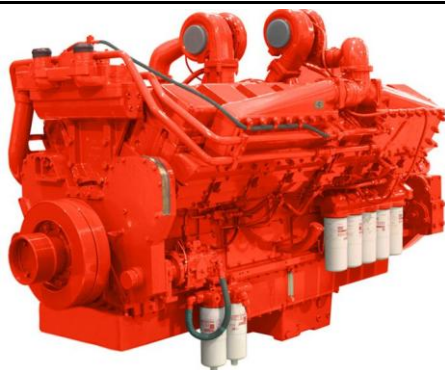


图 18：K50 主要参数

| K50            |                        |
|----------------|------------------------|
| 型式             | V 型 / 16 缸 / 四冲程 / 四气门 |
| 缸径 X 冲程 (毫米)   | 159×159mm              |
| 排量 (升)         | 50L                    |
| 进气方式           | 增压中冷                   |
| 最大功率 (马力 / 千瓦) | 2220HP (1657kW)        |
| 燃油系统           | PT 燃油系统                |
| 干重 (千克)        | 4851kg                 |
| 长 × 宽 × 高 (毫米) | 2794×1507×1846 mm      |

资料来源：重庆康明斯网站、国元证券经纪（香港）整理

重庆康明斯网站：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

## 4. 盈利预测与投资建议

我们认为公司清洁能源装备板块等主业依托区位和政策优势以及自身研发提升和管理优化，收入和盈利水平处于稳健上升期，有望取得持续增长。

公司联营公司重庆康明斯和日立能源分别在大马力发动机和特高压领域具备市场优势，且目前这两个行业均处于景气繁荣期，有望为公司持续带来不断增长的投资收益。

表 3：公司营收预测（百万元人民币）

| 营业收入     | 2023     | 2024     | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
|----------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 清洁能源装备业  | 6,556.70 | 7,300.40 | 8176.45 | 9075.86  | 10028.82 |
| 高端智能装备业务 | 1,433.00 | 1,556.20 | 1602.89 | 1683.03  | 1784.01  |
| 工业服务业务   | 66.90    | 62.40    | 63.02   | 63.78    | 64.55    |
| 总部       | 1.90     | 0.20     | 7.38    | 7.60     | 7.98     |
| 合计       | 8,058.5  | 8,919.2  | 9,849.7 | 10,830.3 | 11,885.4 |
| 合计增速     |          | 10.7%    | 10.4%   | 10.0%    | 9.7%     |
| 毛利率      | 2023     | 2024     | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
| 清洁能源装备业  | 17.7%    | 16.9%    | 17.0%   | 17.1%    | 17.2%    |
| 高端智能装备业务 | 18.9%    | 17.4%    | 17.4%   | 17.6%    | 17.7%    |
| 工业服务业务   | 76.4%    | 82.5%    | 81.2%   | 80.0%    | 80.0%    |
| 总部       | 100.0%   | 100.0%   | 93.2%   | 100.0%   | 100.0%   |
| 整体毛利率    | 18.40%   | 17.44%   | 17.57%  | 17.60%   | 17.68%   |
|          | 2023     | 2024     | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
| 投资收益     | 300.1    | 498.6    | 808.88  | 853.04   | 952.43   |
| 增速       |          | 66.1%    | 62.2%   | 5.5%     | 11.7%    |
| 整体营业利润   | 376.2    | 516.4    | 1,000.0 | 1,113.5  | 1,269.2  |
| 增速       |          | 37.3%    | 93.7%   | 11.3%    | 14.0%    |

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）预测和整理

我们预测公司 FY2025 至 FY2027 实现收入 9849.7、10830.3 和 11885.4 百万元人民币，同比增长 10.4%、10%和 9.7%；归母净利润 892(+106.8%)、991.5(+11.16%) 和 1133 (+14.27%) 百万元人民币。

我们参考工业机械行业估值，认为公司合理估值应为 2025 年 10 倍 PE，对应目标价为 2.65 港元/股，距现价有 47% 上涨空间，给予“买入”评级。

表 4：工业机械行业估值（20250829）

| 证券代码    | 证券简称 | 最新股价<br>港元/股 | 总市值<br>(亿人民币) | 主营业务收入（亿元人民币） |         |       | 归母净利润（亿元人民币） |       |        | PE   |       |       | PS   |
|---------|------|--------------|---------------|---------------|---------|-------|--------------|-------|--------|------|-------|-------|------|
|         |      |              |               | 2023          | 2024    | 增速    | 2023         | 2024  | 增速     | 2024 | 2025E | 2026E |      |
| 2338.HK | 潍柴动力 | 16.30        | 1,314.1       | 2,139.6       | 2,156.9 | 0.8%  | 90.1         | 114.0 | 26.5%  | 11.5 | 9.9   | 8.9   | 0.61 |
| 1157.HK | 中联重科 | 6.45         | 612.8         | 470.8         | 454.8   | -3.4% | 35.5         | 35.2  | -0.8%  | 14.7 | 14.4  | 0.0   | 1.14 |
| 3808.HK | 中国重汽 | 22.68        | 570.8         | 855.0         | 950.6   | 11.2% | 53.2         | 58.6  | 10.2%  | 9.9  | 8.5   | 7.4   | 0.61 |
| 1882.HK | 海天国际 | 22.02        | 320.4         | 130.7         | 161.3   | 23.4% | 24.9         | 30.8  | 23.6%  | 10.6 | 9     | 8.8   | 2.02 |
| 0317.HK | 中船防务 | 16.52        | 331.3         | 161.5         | 194.0   | 20.2% | 0.5          | 3.8   | 684.9% | 57.3 | 21.7  | 13.8  | 1.11 |
| 0564.HK | 中创智领 | 18.10        | 355.5         | 364.2         | 370.5   | 1.7%  | 33.0         | 39.4  | 19.5%  | 7.6  | 6.6   | 6.2   | 0.81 |
| 2039.HK | 中集集团 | 8.15         | 417.0         | 1,278.1       | 1,776.6 | 39.0% | 4.2          | 29.7  | 605.6% | 13.7 | 12.9  | 10.4  | 0.23 |
| 平均      |      |              |               |               |         | 13.3% |              |       | 195.6% | 17.9 | 11.9  | 7.9   | 0.9  |
| 2722.HK | 重庆机电 | 1.80         | 60.5          | 80.6          | 89.2    | 10.7% | 3.0          | 4.3   | 42.0%  | 14.2 | 6.8   | 6.1   | 0.69 |

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

## 5. 风险提示

- 行业竞争加剧；
- 下游需求不及预期。

| 资产负债表（百万元人民币）   |          |           |           |           |           | 损益表（百万元人民币）   |         |         |          |          |  |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|---------|---------|----------|----------|--|
| 2023A           | 2024A    | 2025E     | 2026E     | 2027E     |           | 2023A         | 2024A   | 2025E   | 2026E    | 2027E    |  |
| 流动资产：           |          |           |           |           |           | 营业收入          |         |         |          |          |  |
| 现金及现金等价物        | 2,181.2  | 2,744.6   | 2,456.3   | 2,761.8   | 3,121.8   | 8,061.8       | 8,919.2 | 9,849.7 | 10,830.3 | 11,885.4 |  |
| 应收款项合计          | 4,582.5  | 4,806.1   | 5,220.4   | 5,740.0   | 6,299.2   | 8,058.5       | 8,919.2 | 9,849.7 | 10,830.3 | 11,885.4 |  |
| 存货              | 2,342.7  | 1,870.1   | 2,166.9   | 2,382.7   | 2,614.8   | 3.3           | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |  |
| 其他流动资产          | 2,272.5  | 1,827.8   | 1,846.0   | 1,864.5   | 2,051.0   | 营业总支出         |         |         |          |          |  |
| 流动资产合计          | 11,378.8 | 11,248.7  | 11,689.7  | 12,749.0  | 14,086.7  | 7,985.7       | 8,901.4 | 9,658.6 | 10,569.8 | 11,568.6 |  |
|                 |          |           |           |           |           | 营业成本          |         |         |          |          |  |
| 非流动资产：          |          |           |           |           |           | 6,510.9       | 7,357.2 | 8,118.8 | 8,923.9  | 9,784.3  |  |
| 固定资产净值          | 2,774.0  | 2,720.6   | 2,747.8   | 2,775.2   | 3,052.8   | 营业开支          |         |         |          |          |  |
| 权益性资产和其他长期投资    | 2,030.6  | 2,421.8   | 2,664.0   | 2,930.4   | 3,223.4   | 1,474.8       | 1,544.2 | 1,539.8 | 1,645.9  | 1,784.3  |  |
| 商誉及无形资产         | 514.2    | 519.3     | 571.2     | 576.9     | 582.7     | 投资收益          |         |         |          |          |  |
| 其他非流动资产         | 788.5    | 706.4     | 777.1     | 854.8     | 940.2     | 300.1         | 498.6   | 808.9   | 853.0    | 952.4    |  |
| 非流动资产合计         | 6,107.3  | 6,368.1   | 6,760.0   | 7,483.8   | 7,799.1   | 营业利润          |         |         |          |          |  |
| 总资产             | 17,486.1 | 17,616.7  | 18,449.7  | 20,232.8  | 21,885.9  | 376.2         | 516.4   | 1,000.0 | 1,113.5  | 1,269.2  |  |
|                 |          |           |           |           |           | 其他营业收支        |         |         |          |          |  |
| 流动负债：           |          |           |           |           |           | 11.5          | 5.3     | 1.8     | 0.0      | 0.0      |  |
| 应付账款及票据         | 3,870.3  | 4,161.2   | 3,978.2   | 4,372.7   | 4,794.3   | 除税前利润         |         |         |          |          |  |
| 应交税金            | 195.8    | 151.5     | 173.6     | 190.9     | 209.5     | 387.7         | 521.7   | 1,001.8 | 1,113.5  | 1,269.2  |  |
| 交易性金融负债         |          |           | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 47.9          | 61.7    | 74.1    | 88.2     | 99.7     |  |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部分 | 1,771.6  | 1,933.0   | 2,126.3   | 2,338.9   | 2,572.8   | 减：所得税         |         |         |          |          |  |
| 其他流动负债          | 1,276.1  | 1,140.0   | 1,254.0   | 1,379.4   | 1,448.4   | 36.2          | 28.7    | 35.7    | 33.8     | 36.5     |  |
| 流动负债合计          | 7,113.8  | 7,385.6   | 7,532.1   | 8,282.0   | 9,025.0   | 少数股东损益        |         |         |          |          |  |
| 非流动负债：          |          |           |           |           |           | 303.6         | 431.3   | 892.0   | 991.5    | 1,133.0  |  |
| 长期借贷            | 1,632.7  | 1,081.3   | 1,194.1   | 1,312.9   | 1,440.8   | 净利润           |         |         |          |          |  |
| 其他非流动负债         | 499.9    | 564.4     | 484.7     | 677.4     | 636.5     | 303.6         | 431.3   | 892.0   | 991.5    | 1,133.0  |  |
| 非流动负债合计         | 2,132.5  | 1,645.7   | 1,678.8   | 1,990.3   | 2,077.3   |               |         |         |          |          |  |
| 总负债             | 9,246.3  | 9,031.3   | 9,210.9   | 10,272.3  | 11,102.3  | 现金流量表         |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 2023A         | 2024A   | 2025E   | 2026E    | 2027E    |  |
| 股东权益：           |          |           |           |           |           | 经营活动产生的现金流量净额 |         |         |          |          |  |
| 普通股股本           | 3,684.64 | 3,684.64  | 3,684.64  | 3,684.64  | 3,684.64  | 145.8         | 718.3   | 674.3   | 593.1    | 585.8    |  |
| 储备              | 3,964.9  | 4,306.18  | 4,930.55  | 5,624.63  | 6,417.72  | 投资活动产生的现金流量净额 |         |         |          |          |  |
| 其他综合性收益         | 61.8     | 78.09     | 82.07     | 86.17     | 90.48     | 235.3         | 47.8    | 428.7   | 452.1    | 504.8    |  |
| 归属母公司股东权益       | 7,711.4  | 8,068.91  | 8,697.26  | 9,395.44  | 10,192.84 | 筹资活动产生的现金流量净额 |         |         |          |          |  |
| 少数股东权益          | 528.5    | 516.52    | 541.49    | 565.15    | 590.68    | -366.5        | -846.1  | -747.5  | -739.7   | -730.6   |  |
| 股东权益合计          | 8,239.8  | 8,585.43  | 9,238.76  | 9,960.59  | 10,783.51 | 汇率变动的影响       |         |         |          |          |  |
| 总负债及总权益         | 17,486.1 | 17,616.74 | 18,449.66 | 20,232.87 | 21,885.85 | 6.6           | -0.3    | -       | -        | -        |  |
|                 |          |           |           |           |           | 现金净流量：        |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 21.1          | -80.3   | 355.5   | 305.5    | 360.0    |  |
|                 |          |           |           |           |           | 2,160.1       | 2,181.2 | 2,100.9 | 2,456.3  | 2,761.8  |  |
|                 |          |           |           |           |           | 2,181.2       | 2,100.9 | 2,456.3 | 2,761.8  | 3,121.8  |  |
|                 |          |           |           |           |           |               |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | （百万元人民币）      |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 2023A         | 2024A   | 2025E   | 2026E    | 2027E    |  |
|                 |          |           |           |           |           | 营业收入          |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 8,061.8       | 8,919.2 | 9,849.7 | 10,830.3 | 11,885.4 |  |
|                 |          |           |           |           |           | 同比增长          |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 10.64%        | 10.43%  | 9.95%   | 9.74%    |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 归母净利润         |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 303.6         | 431.3   | 892.0   | 991.5    | 1,133.0  |  |
|                 |          |           |           |           |           | 同比增长          |         |         |          |          |  |
|                 |          |           |           |           |           | 19.21%        | 17.51%  | 17.57%  | 17.60%   | 17.68%   |  |
|                 |          |           |           |           |           |               |         |         |          |          |  |

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>