

## 虽无近忧，但有远虑

## 研究结论

- **整体表现低于我们的预期：**公司 2008 年实现营业收入 69.84 亿，同比增长 17.33%，实现营业利润 8.58 亿元，同比下降 22.72%。归属母公司净利润 8.2 亿，同比下降 12.78%，每股收益为 1.66 元，同比下降 12.78%，低于我们之前的预期。扣除非经常性损益后的每股收益为 1.62 元，同比增加 15.23%。低于预期的原因主要是公司造船业务增长没有达到我们的预期。
- **克服困境，逆势而战：**2008 年在造船市场受经济危机影响整体需求量下降的情况下，公司灵便型液货船也遇到了自 2004 年以来首次需求的低潮，但通过及时调整接船策略，大力推出新船型、加大国内船舶市场开拓力度等措施，公司实现了逆境中的增长，2008 年实现开工 19 艘、下水 17 艘、完工交付 18 艘，完工量为 71 万载重吨，创出了历史新高。
- **手持订单到 2012 年：**面对整体行业接单难的现状，公司及时调整了经营策略，实现了满足 PSPC 规范船舶及高技术船舶经营接单的重大突破，承接了 4 艘 1400 客位客滚船、9 艘满足 PSPC 规范的 5 万吨级化学品/成品油船。截至 2008 年 12 月 31 日，公司手持船舶订单 63 艘，284.17 万载重吨，排产到 2012 年。
- **分业务情况：**公司造船业务收入为 59.04 亿元，同比增长 14.99%，由于收入占比高达 86.22%，成为公司营业收入增长的主要动力；钢结构产品收入为 6.6 亿元，同比增长 68.41%，收入占比也增加 2.89 个百分点，达到 9.64%；机电产品收入为 2.8 亿元，同比减少 0.6%，基本与上年持平。
- **毛利率大幅下滑：**公司综合毛利率大幅下滑 4.31 个百分点，从 2007 年的 17.39% 下降到目前的 13.08%。分产品看，造船产品毛利率为 13.79%，同比下滑 2.89 个百分点，主要是钢材上涨和劳动力成本大幅提高使生产成本大幅上升，同时，由于造船周期长及成本延后的特点，第四季度以来钢材价格下降无法体现在本年度产品成本上；机电产品和钢结构工程毛利分别为 6.42%、8.39%，同比分别下滑 16.25、3.19 个百分点，这两种产品毛利大幅下滑除了受钢材和劳动力成本上升影响外，还受本年承接的主要钢结构制作项目毛利非常低以及上半年人民币升值使钢结构出口业务毛利大幅下降影响。
- 我们预测公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 1.22 元、1.13 元、1.10 元。鉴于公司具有一定的资产注入整合预期，给予公司 15 倍 PE，对应 2009 年预测 EPS 股价为 18.23 元，维持增持投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

周凤武、安倩、张帆

机械分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 10 日) 18.02 元

目标价格 (6 个月) 18.23 元

总股本/A 股 (万股) 49467.7/31802.6

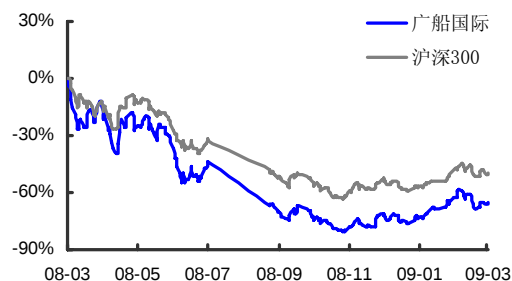
A 股市值 (百万元) 5730.8

国家/地区 中国

行业 交通运输设备制造业

报告日期 2009 年 3 月 11 日

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月   | 3 个月  | 12 个月   |
|----------|--------|-------|---------|
| 绝对表现 (%) | (5.36) | 23.00 | (64.85) |
| 相对表现 (%) | (2.41) | 9.05  | (16.85) |

资料来源: WIND

## 财务分析

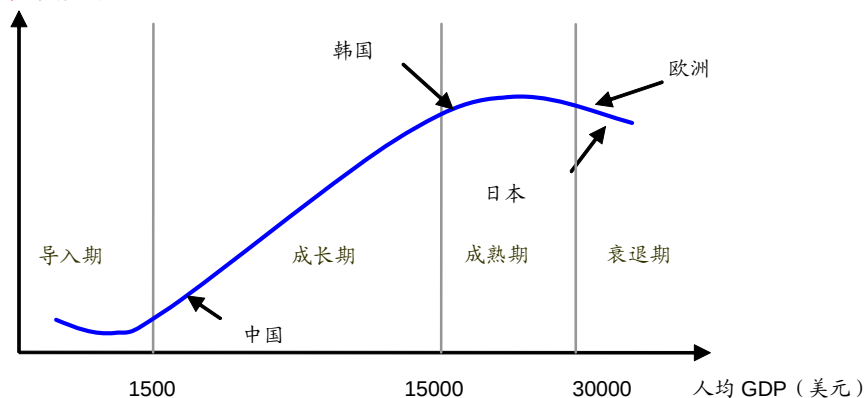
| (百万元)     | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|
| 主营业务收入    | 6984.09 | 7914.76 | 8985.92 | 10218.12 |
| 税前利润      | 921.29  | 724.21  | 672.64  | 654.09   |
| 归属母公司净利润  | 820.40  | 601.10  | 558.29  | 542.90   |
| EBITDA    | 625.42  | 694.89  | 744.59  | 791.37   |
| 每股收益(元)   | 1.66    | 1.22    | 1.13    | 1.10     |
| 净资产收益率    | 29.55%  | 19.02%  | 15.78%  | 13.95%   |
| 每股经营现金(元) | (0.39)  | (0.41)  | (1.31)  | (1.84)   |
| 市盈率(X)    | 7.42    | 14.83   | 15.97   | 16.42    |
| EV/EBITDA | 2.18    | 6.43    | 7.24    | 8.34     |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

## 造船行业景气度回落

造船工业属劳动密集型、资金密集型和技术密集型产业。国际造船基地 50 年代开始从欧美转向日本，70 年代转向韩国。进入二十一世纪以后，随着我国经济实力和制造能力的不断增强，我国具备了大力发展造船工业的资金、技术和劳动力等条件，正吸引力国际造船业不断向中国转移。

### 造船行业生命周期分析



资料来源：东方证券研究所

进入 2008 年，受国际金融危机影响，造船行业成为直接受冲击的行业，走出了兴旺的周期。但我国造船行业面对人民币升值、钢材等原材料价格上涨、国际金融危机的冲击等不利影响，经济运行质量继续保持了良好态势。

2008 年我国造船完工量 2881 万载重吨，同比增长 52.2%，增幅提高 21.8 个百分点；新接订单 5818 万载重吨，同比下降 40.9%；手持订单 2.046 亿载重吨，同比增长 28.7%。据克拉克松统计，我国造船完工量、新接订单、在手订单分别占世界市场份额的 29.5%、37.7%和 35.5%。我国三大造船指标连续 6 年保持了快速增长，并全面超过了日本，居世界第二。

表：2008 年我国三大造船指标比较

| 造船指标 | 中国    | 世界    | 2008 中国份额 | 2007 中国份额 |
|------|-------|-------|-----------|-----------|
| 完工量  | 2881  | 9771  | 29.50%    | 23%       |
| 新船订单 | 5818  | 15438 | 37.70%    | 42%       |
| 手持订单 | 20460 | 57710 | 35.50%    | 33%       |

资料来源：中国船舶报、东方证券研究所

## 未来形势严峻

2008 年国际造船市场受经济危机影响，结束了持续近 6 年的兴旺行情。2008 年全球新船成交 2127 艘、1.5 亿载重吨，同比分别下降 55.3%、42.7%。特别是第四季度，新船订单大幅萎缩，成交量几乎停滞。全球第四季度新船成交 476 万载重吨，月均 159 万载重吨，仅为前 9 个月月均 1600 万载重吨的 1/10。

我国全年新船成交 5818 万载重吨，其中第四季度仅 261 万载重吨。从 10 月份开始，造船完工量大于新接订单量，手持订单按月统计首次出现连续下降。2009 年 1 月份，重点统计的 40 家造船企业承接新船订单 5 艘、30.4 万载重吨，吨位同比下降 93%，成为 2002 年以来我国船企新接订单最低的月份。专家预计，

2009 年新接订单将在 2008 年大幅下滑的基础上进一步萎缩，乐观估计是在 6000 万载重吨，悲观估计在 4000 万载重吨。

我国造船行业未来面临的主要困难在于：

- 国际航运不景气导致未来新接订单的大幅下降；
- 金融信贷全面收缩，船东融资难导致撤单、延期交付现象；
- 造船行业经历前期大幅扩能后，产能全面过剩；
- 我国船舶工业自主开发能力不强，在国际日趋激烈的竞争中处于不利地位。

## 振兴规划给行业长期发展指明道路

为了应对百年不遇的金融危机对我国造船行业带来的冲击，2009 年 2 月 11 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过了船舶工业调整振兴规划。政策内容主要有六方面内容：一要稳定船舶企业生产；二要扩大船舶市场需求；三要发展海洋工程装备；四要积极发展修船业务；五要支持企业兼并重组；六要加强技术改造，提高自主创新能力。

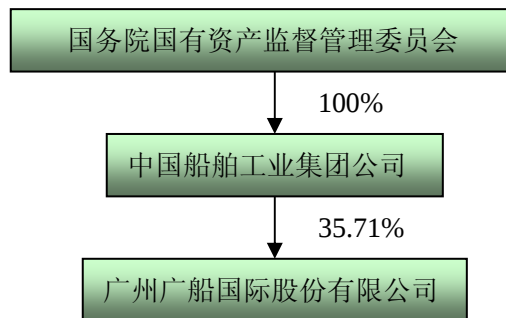
此外会议还决定要鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放；将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到 2012 年；抓紧研究出台鼓励老旧船舶报废更新和单壳油轮强制淘汰政策；今后三年暂停现有船舶生产企业新上船坞、船台扩建项目；在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项，支持高新技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发。

各条措施中，鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放，将现行内销远洋船财政金融支持政策延长到 2012 年属实质性利好，有利于船东缓解资金压力，保证国内船厂在手订单。支持企业兼并重组有利于龙头企业做大做强，“加强技术改造、提高自主创新能力”有利于企业提高产品技术水平，提高国际市场竞争力，这都是利于行业长期发展的指导性纲领。此外“在新增中央投资中安排产业振兴和技术改造专项、支持高新技术新型船舶、海洋工程装备及重点配套设备研发”一项，由于主要是大型船企担当技术及研发，新增中央投资的专项资金也偏向大型船企，两船都有望受益。

这次行业振兴规划通过国务院进行颁布，其政策的实施力度会更强，但行业整体需求从根本上扭转还有赖于全球宏观经济的转暖，这在短期内难以实现，振兴规划的出台从长期看为行业发展指明道路，但短期内难以逆转行业整体下滑趋势

## 广船国际是优质的船舶龙头企业

广船国际是中国船舶工业集团下属目前华南地区最大的现代化造船综合企业，于 1993 年经广州造船厂改制而成，公司以造船为核心业务，主要专注于灵便型船舶产品的开发和建造，并进入了滚装船、客滚船、半潜船等高技术含量船舶市场。

**图：公司股权结构**


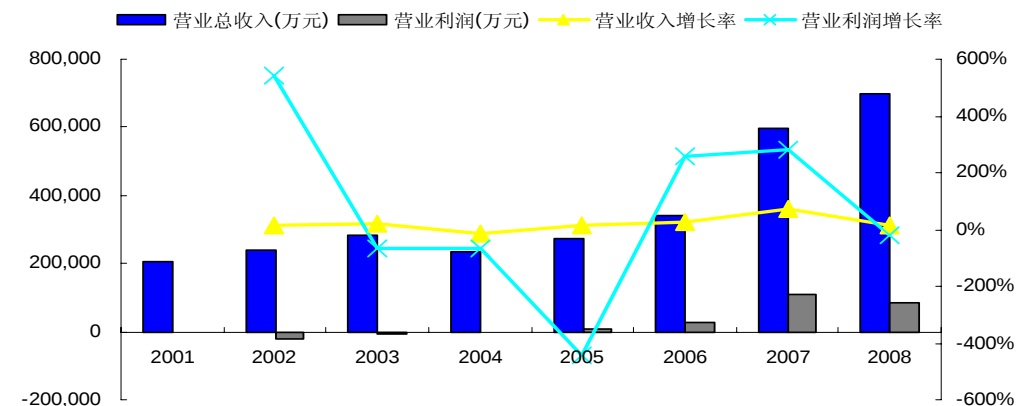
资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司主要产品包括 6 万吨级以下灵便型液货船和特种船，同时也拥有大型桥梁、建筑钢结构和机电设备等制造能力。目前公司拥有一座 4 万、二座 6 万吨级造船船台和一座 5 万吨船坞，年造船能力达 50 万载重吨，年产 6 万吨级以下船舶 16 艘。

## 未来收入规模保持平稳增长

公司收入规模除 2004 年外均保持平稳增长，其中 2007 年受国际贸易高度景气拉动，收入规模增速大幅提高，达到 75.12%。进入 2008 年以来，国际船市受百年不遇的经济危机影响，需求大幅下滑，公司主要造船业务也受到一定程度影响，收入规模大幅下滑到 17.33%。我们预计未来公司收入增长保持平稳小幅下滑趋势。

同收入情况相比，公司营业利润近年波动幅度很大。2006 年、2007 年造船行业高度景气阶段，公司营业利润分别增长 258.79%、280.41%，2008 年营业利润同比下滑 22.72%，主要是收入规模增速下滑，以及产品成本大幅提高等因素影响。

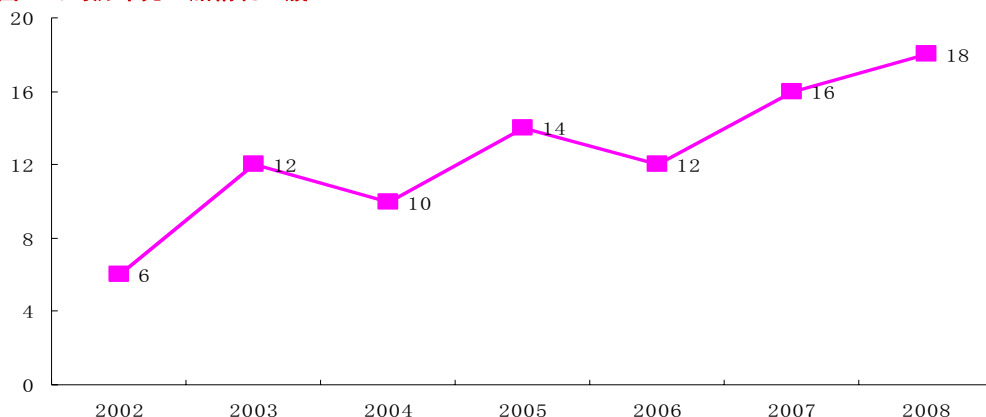
**图：公司近年营业收入和营业利润及其增长情况**


资料来源：东方证券研究所

## 船完工情况良好

2008 年公司灵便型液货船遇到了自 2004 年以来首次需求的低潮，但通过及时调整接船策略，大力推出新船型、加大国内船舶市场开拓力度等措施，公司实现了逆境中的增长，2008 年实现开工 19 艘、下水 17 艘、完工交付 18 艘，完工量为 71 万载重吨，创出了历史新高。

图：公司历年完工船情况（艘）

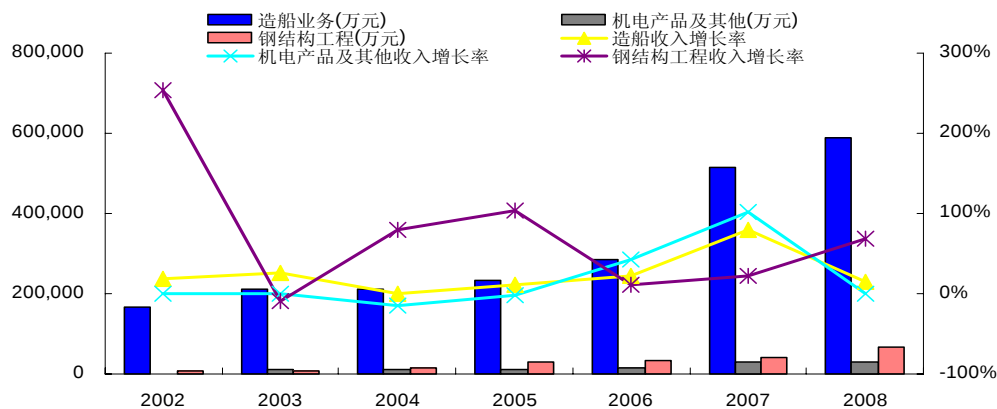


资料来源：东方证券研究所

## 分产品情况

公司造船业务收入为 59.04 亿元，同比增长 14.99%，但相较 2007 年 79.49% 的增长水平，增速大幅下滑。钢结构产品收入为 6.6 亿元，同比增长 68.41%，增速大幅提高 45.97 个百分点，收入占比也增加 2.89 个百分点，达到 9.64%；机电产品结束了 2006、2007 两年的高增长，仅实现收入 2.8 亿元，同比减少 0.6%，基本与上年持平。

图：各产品收入及其增长率



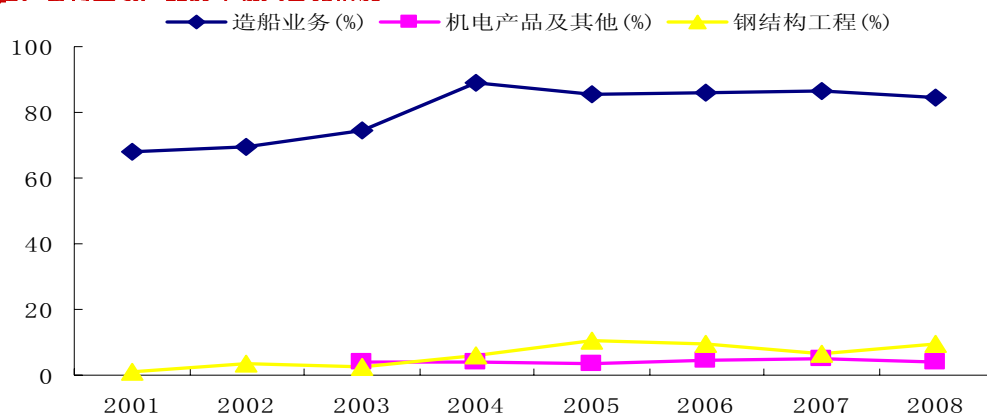
资料来源：东方证券研究所

## 收入结构保持稳定

从收入结构来看，公司主要的收入来源还是造船业务，2008 年造船业务收入占比为 84.54%，小幅下降 1.72 个百分点；由于钢结构本年度收入大幅提高，其占比也提高到 9.45%，提高 2.87 个百分点。机电产

品收入占比保持平稳。未来公司主要的增长还依赖于造船业务的增长，由于机电产品和钢结构工程目前收入占比较小，其变化对公司整体业绩影响较小。

**图：公司三项产品历年收入占比情况**



资料来源：东方证券研究所

## 在手订单排产到 2012 年

在造船市场受经济危机影响整体需求量下降情况下，船厂接船难的问题异常突出，直接威胁到行业的健康长远发展。面对行业由高度景气急转直下的突变，公司及时调整了经营策略，实现了满足 PSPC 规范船舶及高技术船舶经营接单的重大突破，承接了 4 艘 1400 客位客滚船、9 艘满足 PSPC 规范的 5 万吨级化学品/成品油船。截至 2008 年 12 月 31 日，公司手持船舶订单 63 艘，284.17 万载重吨，排产到 2012 年。

**表：订单情况**

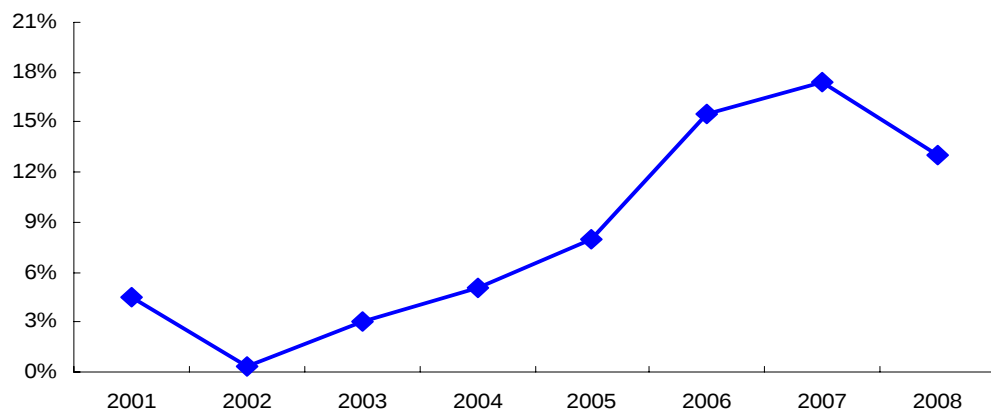
|              | 2002  | 2003 | 2004  | 2005 | 2006   | 2007   | 2008   |
|--------------|-------|------|-------|------|--------|--------|--------|
| 新接订单（艘）      | 3     | 22   | 15    | 16   | 35     | 24     |        |
| 新接订单吨位（万载重吨） |       |      | 45.68 | 71   | 151.62 | 114.35 |        |
| 在手订单（艘）      | 19    | 29   | 34    | 36   | 59     | 67     | 63     |
| 在手订单吨位（万载重吨） | 57.23 | 92   | 106   | 136  | 250.16 | 300.41 | 284.17 |

资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 毛利率大幅下滑

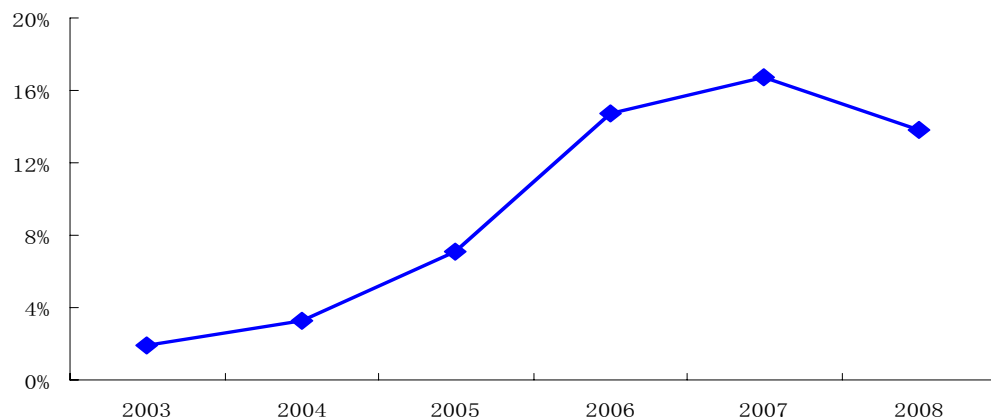
公司近年毛利情况逐步改善，从 2002 年开始保持逐年提高趋势，2007 年达到了 17.39% 的历史最高。

进入 2008 年，造船原材料价格上涨、劳动力成本上升、人民币汇率提高等因素带来公司造船成本大幅增加，虽然公司采取了严格控制原材料成本、合理调整钢材储备量、提高钢材利用率、合理利用金融工具等措施，但仍未消除成本上涨的压力，报告期内公司综合毛利率大幅下滑 4.31 个百分点，从 2007 年的 17.39% 下降到目前的 13.08%。

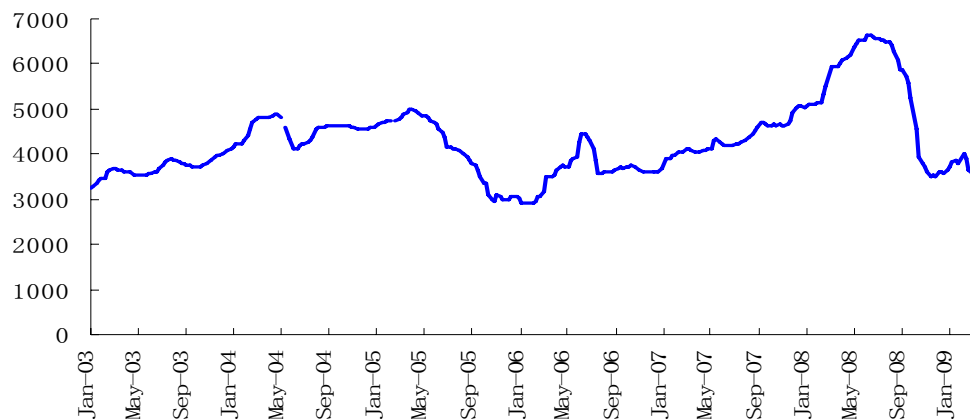
**图：公司毛利率情况**


资料来源：东方证券研究所

分产品看，三项产品毛利均呈现下滑趋势，其中造船产品毛利率为 13.79%，同比下滑 2.89 个百分点，主要是钢价上涨和劳动力成本大幅提高使生产成本大幅上升，同时，由于造船周期长及成本延后的特点，第四季度以来钢材价格下降无法体现在本年度产品成本上。

**图：造船毛利率走势**


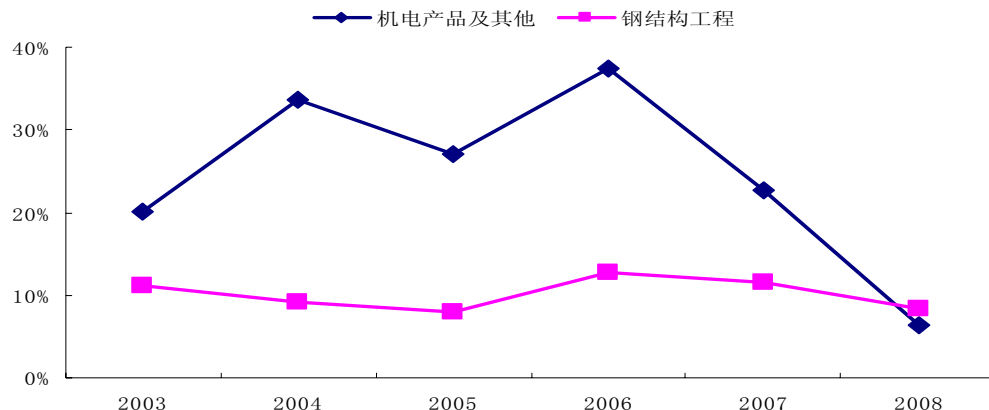
资料来源：东方证券研究所

**图：船板价格走势**


资料来源：My Steel

机电产品和钢结构工程毛利分别为 6.42%、8.39%，同比分别下滑 16.25、3.19 个百分点，这两种产品毛利大幅下滑除了受钢价和劳动力成本上升影响外，还受本年承接的主要钢结构制作项目毛利非常低以及上半年人民币升值使钢结构出口业务毛利大幅下降影响。

图：机电产品及钢结构毛利走势

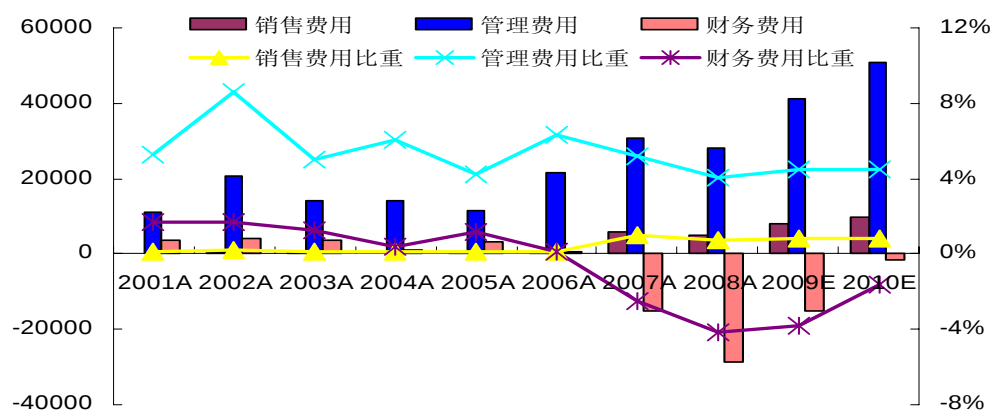


资料来源：东方证券研究所

## 期间费用下降

公司会计年度内期间费用均呈现不同程度下降，其中，销售费用下降 15.65%、管理费用下降 8.24%。财务费用下降 91.92%，减少了 1.38 亿元，主要是汇率变动导致汇兑收益增加了 1.12 亿元，定期存款增加导致利息收入增加 1.49 亿元，银行借款利息支出增加了 1.25 亿元。

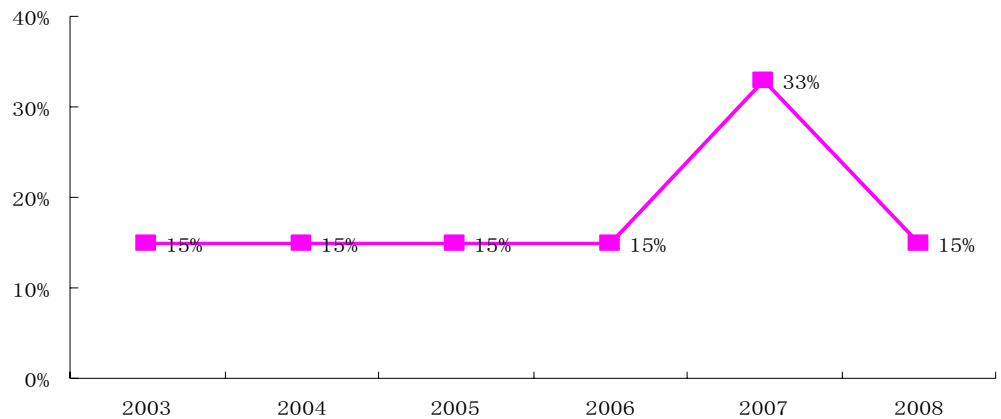
图：公司期间费用及其占比情况



资料来源：东方证券研究所

## 税收优惠增厚业绩

2009 年 3 月 4 日，公司发布公告称广船国际及其控股子公司广州红帆电脑科技有限公司通过高新技术企业认定，于 2008 年至 2010 年所得税按 15%征收，所得税率的下降使公司所得税费用大幅下滑 78.69%，有效地提高了公司业绩。

**图：公司近年所得税率情况**


资料来源：东方证券研究所

## 收购文冲船厂增强企业竞争力

公司于 2008 年 7 月 25 日与中船集团签署附生效条件的产权交易合同，以人民币 30.4 亿元收购中船集团全资子公司广州文冲船厂有限责任公司 100% 股权，此举是公司进一步整合集团内资产的重大举措，有利于公司未来长远的战略发展。

### ➤ 有利于拓展公司产品经营范围，增强企业竞争力

广船产品中约 80% 为灵便型液货船，约 20% 为特种船，包括客滚船、半潜船等高附加值船舶及小型油船等，产品结构比较单一。而文冲船厂以中小型船舶建造为主，其主要产品为支线集装箱船系列、挖泥船系列等，收购文船股权后，可有效地扩大广船在灵便型船舶及特种船的经营范围和生产规模，实现规模效应。

收购后，公司船舶产品范围将由灵便型液货船扩大到覆盖所有船舶品种的中、小型船舶，包括灵便型液货船、集装箱船、特种船（客滚船、半潜船等高附加值船舶、挖泥船及小型油船等），通过拓宽公司的业务范围，可增强公司适应复杂多变的造船市场的能力，增强企业竞争力。

目前文冲船厂拥有一座 2.5 万吨级船台、一座 2.5 万吨级船坞、一座 5 万吨级船坞（2009 年改扩建完成），2007 年年建造 2.5 万吨级以下各类船舶 14 艘，共 28 万载重吨。

### ➤ 提高公司内部资源调配和效率

公司与文船地理位置相近，产品均为中小型船舶，各种制造设施、产品、技术互通性强。收购后，公司可以根据造船周期，合理地调配人力资源，充分利用文船的场地资源。此外公司也可在技术、生产、设施、采购、资金及销售各个环节进行调配，实现集约化生产。

### ➤ 提高公司的综合抗风险能力

收购文船股权后，公司总体营业规模将显著扩大，从而使公司的综合实力得到迅速提升。同时，公司市场占有率、议价能力以及财务风险承担等方面的能力也将得到明显提升，为未来的进一步发展打下更为坚实的基础。

## 风险因素

### 国内外经济环境恶化导致的行业波动

受金融危机影响，造船行业结束了前几年的高增长，进入了漫漫寒冬。同时，下游需求疲软带来新接订单的大幅下滑、船东信贷紧张带来撤单、推迟交货的危险，这都在一定程度上对公司未来业绩带来较大不确定性。

### 汇率波动风险

公司出口产品主要以美元结算，近一段时期，人民币兑美元的汇率波动较大，将在一定程度上影响公司出口业务的表现，进而对公司整体业绩带来不确定性。

### 原材料价格波动风险

公司主要原材料是造船板，近年中厚板价格波动较大，带来公司产品成本的波动，进而影响公司整体盈利能力。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 损益表（人民币百万元）   |          |          |          |          |          | 现金流量表（人民币百万元） |          |           |          |           |           |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|
|               | 2007     | 2008E    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |               | 2007     | 2008E     | 2009E    | 2010E     | 2011E     |
| 营业总收入         | 5952.70  | 6984.09  | 7914.76  | 8985.92  | 10218.12 | 税后利润          | 940.66   | 820.40    | 601.10   | 558.29    | 542.90    |
| 营业成本          | 4917.72  | 6070.46  | 6928.87  | 7902.58  | 9028.45  | 经常性现金支出       | (50.55)  | 67.01     | 112.50   | 172.70    | 208.48    |
| 主营业务税金及附加     | 20.35    | 22.27    | 25.24    | 29.00    | 32.78    | 非经常性现金支出      | (125.19) | 89.92     | 1.01     | 36.73     | 54.64     |
| 销售费用          | 59.14    | 49.89    | 55.40    | 62.90    | 71.53    | 营运资金变动        | 1031.95  | (934.52)  | (933.58) | (1428.06) | (1727.32) |
| 管理费用          | 307.92   | 282.53   | 316.59   | 359.44   | 408.72   | 少数股东损益        | 21.79    | 19.78     | 14.48    | 13.45     | 13.08     |
| 财务费用          | (150.37) | (288.58) | (84.23)  | (26.83)  | 9.91     | 经营活动现金净流      | 1818.66  | (195.27)  | (204.49) | (646.90)  | (908.22)  |
| 营业利润          | 797.95   | 847.51   | 672.88   | 658.84   | 666.73   | 资本开支          | 76.48    | 173.99    | 82.59    | 30.67     | 9.64      |
| 非经常性损益        | 545.12   | 73.77    | 51.33    | 13.79    | (12.63)  | 其他投资          | (27.62)  | (627.90)  | 0.00     | 0.00      | 0.00      |
| 税前利润          | 1343.06  | 921.29   | 724.21   | 672.64   | 654.09   | 投资活动现金净流      | 240.33   | (760.57)  | (14.23)  | 3.51      | 7.45      |
| 所得税           | 380.62   | 81.11    | 108.63   | 100.90   | 98.11    | 贷款增加          | 446.46   | (267.18)  | (20.50)  | (18.45)   | (16.61)   |
| 净利润           | 962.45   | 840.17   | 615.58   | 571.74   | 555.98   | 支付股利利息        | (71.34)  | (417.88)  | (120.91) | (256.65)  | (254.78)  |
| 少数股东损益        | 21.79    | 19.78    | 14.48    | 13.45    | 13.08    | 其他融资          | 413.98   | (264.00)  | 57.92    | (23.79)   | (50.66)   |
| 归属母公司净利润      | 940.66   | 820.40   | 601.10   | 558.29   | 542.90   | 筹资活动现金净流      | 342.63   | (681.88)  | (83.49)  | (298.89)  | (322.05)  |
| EPS（元/股）      | 1.90     | 1.66     | 1.22     | 1.13     | 1.10     | 现金净流量         | 2401.63  | (1637.72) | (302.21) | (942.27)  | (1222.83) |
| 资产负债表（人民币百万元） |          |          |          |          |          | 现金期初余额        | 4338.01  | 6854.41   | 6132.59  | 5830.38   | 6132.59   |
|               |          |          |          |          |          | 现金期末余额        | 1592.13  | 14135.81  | 16531.13 | 21397.01  | 6739.63   |
|               | 2007     | 2008E    | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 比率分析          |          |           |          |           |           |
| 货币资金          | 6854.41  | 6132.59  | 5830.38  | 4888.11  | 3665.28  |               |          |           |          |           |           |
| 应收账款票据        | 558.53   | 726.78   | 1158.32  | 1840.93  | 2687.79  |               |          |           |          |           |           |
| 存货            | 955.35   | 1115.70  | 1390.27  | 1739.50  | 2253.09  | 增长能力          | 2007     | 2008E     | 2009E    | 2010E     | 2011E     |
| 交易性金融资产       | 294.31   | 157.36   | 157.36   | 157.36   | 157.36   | 营收增长率(%)      | 75.12%   | 17.33%    | 13.33%   | 13.53%    | 13.71%    |
| 流动资产合计        | 9177.58  | 8619.30  | 9168.87  | 9426.77  | 9768.62  | EBITDA 增长率(%) | 91.11%   | -14.54%   | 11.11%   | 7.15%     | 6.28%     |
| 长期投资          | 34.87    | 35.61    | 35.61    | 35.61    | 35.61    | EBIT 增长率(%)   | 116.48%  | -13.69%   | 5.32%    | 7.37%     | 7.06%     |
| 固定资产          | 937.53   | 965.00   | 1057.92  | 1054.44  | 989.70   | 净利润增长率(%)     | 246.36%  | -12.70%   | -26.73%  | -7.12%    | -2.76%    |
| 在建工程          | 105.09   | 262.10   | 152.42   | 80.48    | 46.10    | 盈利能力          |          |           |          |           |           |
| 可供出售金融资产      | 575.17   | 185.45   | 185.45   | 185.45   | 185.45   | 毛利率(%)        | 17.39%   | 13.08%    | 12.46%   | 12.06%    | 11.64%    |
| 非流动资产合计       | 1856.85  | 1638.93  | 1594.07  | 1510.63  | 1405.04  | 净利率(%)        | 16.17%   | 12.03%    | 7.78%    | 6.36%     | 5.44%     |
| 资产总计          | 11034.43 | 10258.23 | 10762.94 | 10937.40 | 11173.66 | EBITDA 利润率(%) | 12.29%   | 8.95%     | 8.78%    | 8.29%     | 7.74%     |
|               |          |          |          |          |          | ROA(%)        | 8.72%    | 8.19%     | 5.72%    | 5.23%     | 4.98%     |
|               |          |          |          |          |          | ROE(%)        | 38.08%   | 29.55%    | 19.02%   | 15.78%    | 13.95%    |
| 循环借款          | 1654.37  | 1355.89  | 1355.89  | 1355.89  | 1355.89  | ROIC(%)       | -30.63%  | -31.09%   | -78.89%  | 78.38%    | 24.86%    |
| 应付账款          | 624.39   | 976.58   | 1194.80  | 1441.56  | 1736.07  | 偿债能力          |          |           |          |           |           |
| 预收账款          | 250.22   | 218.78   | 316.59   | 269.58   | 204.36   | 资产负债率(%)      | 77.10%   | 72.29%    | 69.94%   | 66.87%    | 64.33%    |
| 其他应交款         | 272.04   | 126.54   | 133.88   | 103.92   | 78.54    | 流动比率(倍)       | 1.17     | 1.22      | 1.28     | 1.35      | 1.42      |
| 流动负债合计        | 7813.59  | 7037.45  | 7169.69  | 6975.11  | 6865.30  | 速动比率(倍)       | 0.99     | 1.00      | 1.00     | 0.99      | 0.95      |
| 非流动负债合计       | 693.49   | 377.91   | 357.41   | 338.96   | 322.35   | 价值评估          |          |           |          |           |           |
| 负债合计          | 8507.08  | 7415.37  | 7527.10  | 7314.06  | 7187.65  | P/B(倍)        | 2.48     | 2.22      | 2.85     | 2.55      | 2.32      |
| 股本            | 494.68   | 494.68   | 494.68   | 494.68   | 494.68   | P/E(倍)        | 6.47     | 7.42      | 14.83    | 15.97     | 16.42     |
| 资本公积          | 1044.77  | 767.56   | 887.78   | 999.44   | 1108.02  | EV/收入(倍)      | 5.94     | 0.19      | 0.56     | 0.60      | 0.65      |
| 未分配利润         | 736.57   | 1232.10  | 1460.32  | 1694.79  | 1908.65  | EV/EBITDA(倍)  | 48.29    | 2.18      | 6.43     | 7.24      | 8.34      |
| 股东权益          | 2527.36  | 2842.87  | 3235.84  | 3623.34  | 3986.01  | EV/EBIT(倍)    | 54.58    | 2.43      | 7.59     | 8.53      | 9.75      |
| 负债和股东权益       | 11034.43 | 10258.23 | 10762.94 | 10937.40 | 11173.66 |               |          |           |          |           |           |

资料来源：东方证券研究

## 分析师承诺

### 周凤武：机械行业资深分析师

本人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接收到任何形式的报酬。

### 安倩：机械行业助理分析师

本人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接收到任何形式的报酬。

### 张帆：机械行业助理分析师

本人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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888\*6054

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)