

在集团整合预期下期待超跌反弹

研究结论

- **汽车起重机业务增势良好**：在高铁等基建项目拉动下，2009 年汽车起重机行业同比增幅超过 20%，公司 2009 年同比增速超过行业，维持了接近 60% 的市场占有率。考虑到高铁等基建项目的建设周期以及公司的行业龙头地位，我们预计 2010 年公司的汽车起重机业务将维持 15% 以上的增长。随着起重机产品下游市场逐渐从交通基建项目扩展到石化、电力、采矿、建筑、港口等行业，国内市政工程施工工艺技术提升，施工装备大型化趋势明显。公司通过增发项目不断优化产品结构，以便适应下游市场需求变化，将进一步巩固公司的行业地位并创造新的盈利增长点。
- **核心零部件研发有望突破**：目前国内汽车起重机、挖掘机等主机配套液压元件、高性能及大吨位工程机械产品所用的新一代变速箱都只能依靠进口。公司通过募集资金项目进入液压元件、传动箱等核心零部件，项目达产将新增液压缸 25 万米、液压泵（含马达）6 万件、液压阀 20 万件，5 万台各类变速箱、传动箱。按照行业发展规律，此类核心零部件研发上如能取得突破并形成量产能力，将极大提升公司整体盈利能力，改变全球工程机械行业格局。
- **拓展混凝土机械业务**：目前公司混凝土机械的产品型谱已经实现系列化和高端化发展，混凝土机械产业化基地项目达产后将新增泵车 1,200 台、拖泵 600 台、车载泵 600 台生产能力，配合徐工重型在全国建立了十个泵车代表处，发展了数家特约经销商，在八个区域中心进行备件储备，定期对市场上所有产品进行全面检查等营销和服务措施，将进一步增强公司混凝土机械业务的竞争力。
- **集团整合提升估值**：凯雷入主搁浅之后，徐工集团一直在谋求新的整合思路，集团高层与兵器集团高层就徐工集团资产重组、市场开拓、优势互补、股权合作、股权激励等有过全面交流。如果兵器入主徐工成功，则可实现徐工的生产制造优势与兵器的技术研发优势的强强联合，加之股权激励等激励机制的完善，则徐工将会迎来大踏步飞速发展的美好明天。
- **催化剂与风险因素**：集团及公司层面包括海外收购在内的的资产整合是公司股价的重要催化剂。钢材等原材料价格波动和宏观调控影响的的不确定性，以及主要产品市场产能过剩和增发项目产品市场拓展的不确定性，是公司面临的主要风险。在高铁等基建项目的持续投资拉动下，产品链高端化和产业链高端化是公司高增长的重要驱动因素，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 23.53%。
- **估值与投资建议**：2010 年 4 月 16 日以来，公司股价累计下跌 27.27%，静态市盈率水平只有 17.5 倍，大幅低于市场平均水平，超跌反弹随时可能发生，加之集团的整合预期，我们给予公司 18 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的合理股价为 46.51 元，维持公司买入投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

8621-63325888x6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

安倩

机械行业分析师

执业证书编号：S0860108111181

投资评级

买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2010 年 5 月 12 日）

30.48 元

目标价格

46.51 元

总股本/A 股（万股）

86744/86744

A 股市值（百万元）

26439.71

国家/地区

中国

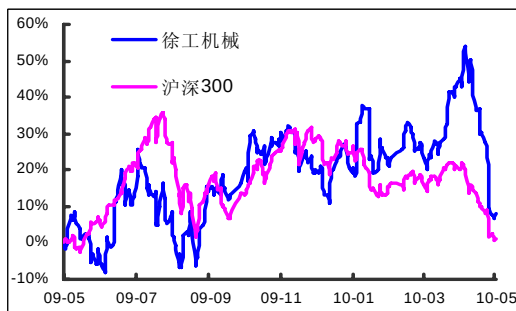
行业

机械

报告日期

2010 年 5 月 13 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

(25.42)

(12.41)

8.12

相对表现 (%)

(11.52)

0.09

6.98

资料来源：WIND

财务分析

（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	20699.09	25797.41	31182.30	36565.28
税前利润	2074.94	2652.51	3274.30	3884.02
归属母公司净利润	1741.27	2241.37	2766.78	3282.00
EBITDA	2323.39	2950.66	3560.95	4162.86
每股收益(元)	2.01	2.58	3.19	3.78
净资产收益率	38.84%	35.38%	32.18%	29.54%
每股经营现金(元)	3.67	2.08	2.91	3.42
市盈率(X)	17.50	11.80	9.56	8.06
EV/EBITDA	11.61	7.29	5.47	4.16

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

国内工程机械行业的龙头企业

根据国际权威行业杂志《建筑机械》的统计，国内工程机械企业在全世界的份额由 2007 年的 4.9% 上升为 2008 年的 6.7%，位居全球第五。

进入全球 50 强的中国工程机械企业共有 7 家，其中 6 家的排名均有不同层次的上升。依然是由位列 17 的徐工集团领衔，另一进入全球工程机械 20 强的企业是三一。中联重科并购 Cifa 后，排名上升至第 22 位，此次排行仅包含了 Cifa 并表后几个月的销售收入。随后是柳工，排名上升 3 位至第 26 位。龙工和山推排名快速上升，其中龙工排名上升 12 位。

除去人民币 2008 年对美元升值 6% 以外，国内工程机械企业销售的快速增长是排名上升的主要原因。2003 年《建筑机械》首次对全球工程机械企业进行排名时，中国企业合计市场份额为 1.6%。徐工排 29 位。从目前情况来看，我国工程机械行业正逐渐向全球市场扩张，未来的市场份额有望进一步扩大。全球工程机械第十强约翰迪尔的市场份额为 2.9%，而排名第一的卡特彼勒的市场份额更是高达 18.9%。国内企业的发展前景广阔，但海外扩张也将面临更加激烈的竞争。

表：工程机械企业排名情况

2008 排行	公司	国家	比 2007 年变化	市场分额
1	卡特彼勒	美国	持平	18.90%
2	小松	日本	持平	10.90%
3	特雷克斯	美国	持平	5.90%
4	日立建机	日本	上升 2	5.40%
5	沃尔沃建机	瑞典	下降 1	5.10%
6	利勃海尔	德国	下降 1	4.80%
7	山特维克	瑞典	上升 2	3.50%
8	凯斯和纽荷兰	美国	持平	3%
9	阿特拉斯	美国	上升 2	2.90%
10	约翰迪尔	美国	下降 3	2.90%
17	徐工集团	中国	上升 2	1.70%
20	三一	中国	上升 6	1.30%
22	中联	中国	上升 6	1.10%
26	柳工	中国	上升 3	0.80%
34	龙工	中国	上升 12	0.60%
36	山推	中国	上升 9	0.60%
37	厦工	中国	持平	0.60%
合计				6.70%

资料来源：《建筑机械》

移动式起重机业务分析

徐州重型机械有限公司（即徐州重型机械厂）是徐工集团的核心支柱企业，销量、收入、利润、单位面积产出等各项综合指标位列全球汽车起重机第一。企业位于江苏省徐州市，占地 60 万平方米，建筑面积 40 万平方米，年制造能力 15000 台，08 年销售收入突破 150 亿元。公司主要产品包括：

（1）轮式起重机

轮式起重机是安装在普通汽车底盘或特制汽车底盘上的一种起重机，其行驶驾驶室与起重操纵室分开设，主要特点是机动性好，转移迅速。轮式起重机根据所使用的底盘不同又可分为汽车起重机和全地面起重机，汽车起重机使用一般汽车底盘和特制底盘，全地面起重机全部使用特制底盘，相对而言全地面起重机能起吊更大吨位的重物。轮式起重机主要用户群为工程施工企业、建筑施工企业、运输行业、租赁行业等。

徐重生产从 8 吨到130 吨范围的汽车起重机，并在除了8 吨以外的市场上都占据了领导地位。8 吨产品主要是毛利率水平较低，不属于企业的发展重点。12 吨-20 吨的产品占比最大，同时25 吨汽车起重机的市场需求逐渐增长。50-130 吨产品主要是产品开发的一个重要方向。

(2) 履带式起重机

履带式起重机，是一种利用履带行走的动臂旋转起重机。履带接地面积大，具有通过性好、适应性强、可带载行走等特点，适用于建筑工地的吊装作业，可进行挖土、夯土、打桩等多种作业。

(3) 泵车

由泵体和输送管组成，按结构形式分为活塞式泵车、挤压式泵车、水压隔膜式泵车。消费群体主要为建筑公司、商业混凝土公司以及工程机械租赁公司。

(4) 消防车

消防车是国家消防部门用于防范火灾而使用的专用车辆，主要应用于公安、消防等公用事业。由于汽车起重机成为公司最具竞争力和最主要的业务，我们的分析也主要集中于汽车起重机。事实上，在全地面起重机上，徐重的优势甚至更加明显。2009 年1-6 月份，行业百吨级以上全地面起重机已销售103 台，比去年同期增长168%，其中徐工重型市场占有率达到75.5%。仅6 月份，徐工重型百吨级以上汽车起重机已实现销售40 台，比1-5 月份月平均销量增幅高达43%，不仅刷新了09 年大吨位产品月销量纪录，更是创造了历年大吨位产品月销量之最。

表：2008 年徐重主要产品销售情况

产品	产能 (台/辆)	产量 (台/辆)	销量 (台/辆)	产销率 (%)	销售收入 (万元)
起重机 (含履带吊)	9,500	12,544	12,187	97.15	963,716.28
混凝土泵车	200	176	141	80.11	29,849.56
消防车	200	96	95	98.95	15,204.24

资料来源：公司收购书

汽车起重机简介

汽车起重机就是将起重作业部分安装在通用或专用汽车底盘上的起重机，并具有载重汽车的行驶性能。为了满足在恶劣条件下的行驶要求，派生了具有越野性能的汽车起重机。汽车起重机具有如下优点：(1)行动自由，在它的起重能力及外形尺寸容许条件下，能够在整个工厂内或货场内承担绝大部分的起重工作。(2)它除了作为一台起重机使用之外，可以在臂架上配装各种拉铲抓斗、挖沟器和铲子进行其它工作。(3)不需要架空轨道等固定结构，因此可使基建投资、生产成本或维修费用降低。(4)本身具有独立的动力装置，不需要装设馈电电缆或接触导电装置。(5)它可以把载荷放在地面上、地面下或比汽车起重机更高的地方。

图：徐重起重机

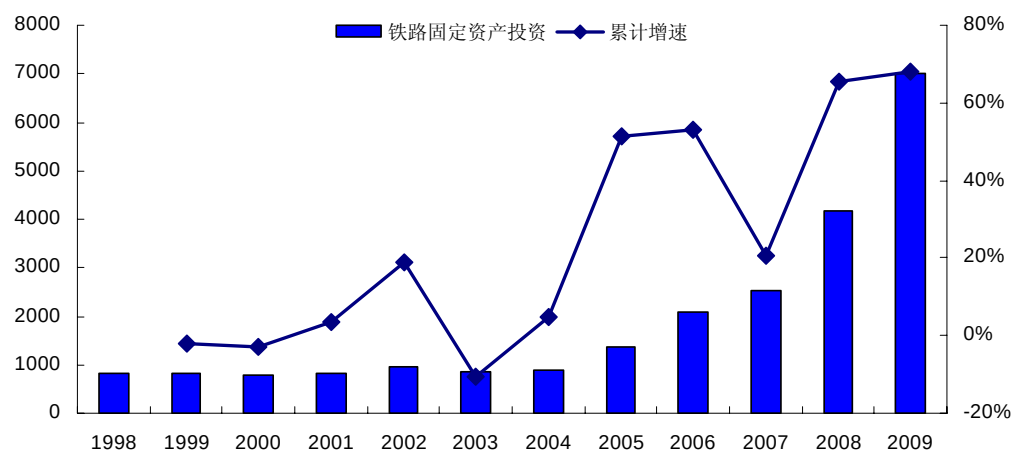
资料来源：公司网站

汽车起重机广泛地应用于运输、建筑、矿山及筑路工程中，用来装卸大型零件、包装件、散件货物和建筑构件等。特别是当货物分散、收发货物量少或安装工作量少，不宜使用专用起重设备时，则广泛使用汽车起重机。可以在很小的地面和空间内完成较大的起重运输任务。它具有机动、灵活、幅度长、起重量大、行驶速度快的优点。

目前行业销量增长主要有若干因素：一是目前的行业总量相对较小，相比装载机大约 70 万的保有量，起重机只有 10 万台左右的保有量，其中超过 60%为近三年新售出。不过，汽车起重机的使用寿命在 10 年左右，进口机的寿命可能会更长；二是施工方式改变，目前下游市场的整体吊装项目快速增加；三是老产品的淘汰更新；大吨位产品之前主要依靠进口，现在国内厂商实现技术突破，增加了这一块市场。

2009 年以来，行业销售主要来自国家主导的基建项目投资，包括高铁、石化项目等，其中以高铁为主。其中，中小吨位的汽车起重机密度非常高。2009 年中国铁路固定资产投资达到 7013.21 亿元，比上年增长 2865.79 亿元、增长 69.1%，为“九五”和“十五”投资总和的 80.3%，创历史最高水平，到 2012 年中国铁路营业里程将达到 12 万公里，2020 年达到 16 万公里以上，铁路建设的高速增长将继续拉动汽车起重机的需求。

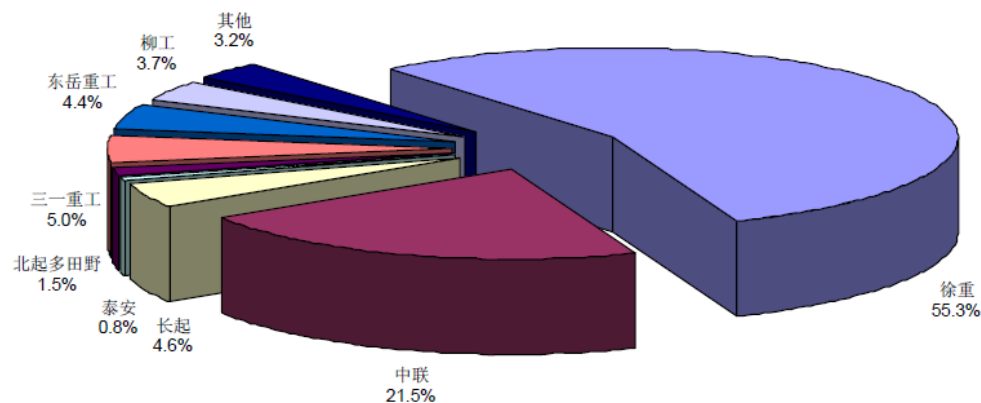
图:铁路固定资产投资及其增速



资料来源：铁道部

目前市场格局中，徐工和中联合计占有超过 70%的市场份额，徐工占有率超过55%，市场份额和品牌知名度的优势明显。

图：2008 年汽车起重机市场占有率



资料来源：工程机械协会

徐重于市场份额上的优势不仅仅是体现在总量上，而是几乎在所有的吨位级别上，都有明显的领先优势。从下表可以看出，除了在10 吨以下的市场中，徐重的占有率都在40%以上，10 吨以下主要指 8 吨机型，由于吨位小，产品毛利率低，不属于公司重点发展的产品。

表：2007 年主要厂商在不同吨位产品的市场占有率分析

	10 吨以下	11-20 吨	21-30 吨	31-50 吨	51-80 吨	80 吨以上	总计
徐工	17	62	52	57	40	59	51
中联	2	17	30	29	29	37	20
长起	15	5	6	8	14	4	8
东岳	28	6	2				7
蚌埠	15	5	1	1			5
三一		1	6		10		3

北起多田野	4	1	1	3	7		2
泰安	8	1		1			2
锦州	8						1
行业	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：工程机械工业协会

出口方面，徐重的优势更加突出。近年来全行业维持了很高的增速，2007 年徐重出口占全行业接近70%，2008 年提高到77%，出口90个国家和地区，在国内厂商的海外市场份额上同样占据绝对优势。其中以资源国为主，在澳大利亚市场占有率约65%，中东的市场占有率约40%，亚洲周边市场约35%，非洲市场约40%。2009 年出口受到较大冲击，但随着海外经济的逐渐恢复，预计出口将有所回暖。

目前为止，行业的主要需求还是集中在50吨以下，这也是汽车起重机最能体现出成本效应的区域。不过，从汽车起重机行业的历史来看，向大吨位机型升级的趋势很明显，而随着国内企业不断实现技术突破，大吨位汽车起重机和全地面起重机的市场正日益广阔。51—80吨，31—50吨，以及80吨以上机型近年来增速明显高于全行业。

这一趋势的主要原因是由于，随着起重机产品下游市场逐渐从交通基建项目扩展到石化、电力、采矿等行业，国内市政工程施工工艺技术提升，施工装备大型化趋势明显。对于购买者和生产厂商而言，大吨位机型的普及和销售，双方都有所受益。

首先，对于购买者，以目前汽车吊台班价来看，假设25 吨机器购置成本为70 万元，不考虑油费人工等，接近640 个台班能收回成本。而130 吨机型，大约580 个台班就能够收回购机成本。

表：汽车起重机台班价

吨位	台班价(元)	单价(元)
25T	1100-1200	65-75
50T	2200-2500	150-180
80T	5000-6500	380
130T	9000-12000	520

资料来源：东方证券研究所

其次，对于制造商而言，目前低吨位产品售价基本在3 万元每吨水平，而对于100 吨等大吨位产品，售价折合4 万元每吨，每吨售价的增长对企业盈利能力提升有实质性影响。

从公司的产品销售结构来看，徐重生产从8 吨到130 吨范围的汽车起重机，其中，50—130 吨产品是产品开发的一个重要方向，向中大型吨位产品的拓展，符合行业发展的趋势。

具备核心零部件的采购优势

对移动式起重机来说，最重要的零部件是底盘。除了传统的四家制造商徐工、中联浦沅、长江和北起以外，近年来三一、沈阳北方、福田等也先后进入这一市场，除此以外的制造商主要依赖于一汽、东风等汽车行业产家，这些汽车厂家同时也为全市场提供了8 吨以下的底盘。

主要的发动机供应商包括潍柴和上柴，其次是一汽和玉柴，但对100 吨以上机型和全地面起重机，发动机一般是从沃尔沃或戴姆勒—克莱斯勒进口。履带式起重机的最主要选择则是康明斯。车桥的主要提供商包括了徐州美驰等。美驰是由美国美驰汽车公司（美驰公司是一家为商用车、特种车及

轻型车的主机厂提供广泛的汽车零部件配套和服务，并从事零部件销售的著名跨国公司）和徐州工程机械桥箱公司（隶属于徐工集团）共同投资的合资公司。

液压泵和马达一般是从国内供应商，主要分布在徐州、济南、贵州、宁波等处采购。博世力士乐和日本川崎的产品则广泛用在履带吊上。

从主要零部件供应的情况来看，徐工具备了很强的上下游资源，在集团范围内具备了包括底盘在内的核心部件的供应能力，货源稳定，供应及时，同时不存在向单个供应商采购比例过高或严重依赖于少数供应商的情况。

表：移动式起重机供应商情况

公司	蚌埠	北起多田野	长起	东岳	抚挖
发动机	一汽、潍柴	一汽、尼桑、康明斯	潍柴，康明斯	一汽、东风、潍柴、玉柴	康明斯
底盘	一汽、五岳	一汽、京城	自制，东风、五岳	五岳、东风、一汽	自制
变速箱	随底盘采购	綦江，陕西法士特	綦江，重庆	随底盘采购	力士乐
车桥	随底盘采购	一汽，徐州美驰	自制，四川	随底盘采购	
起重臂	自制	自制	自制	自制	自制
液压泵	徐州	多田野采购	力源、力士乐	徐州、合肥	力士乐
液压油缸	自制	自制	自制，成都	泰安东岳，徐州液压，成都液压	自制以及外包
公司	三一汽车	上海三一	徐工	中联	
发动机	康明斯，潍柴	康明斯，潍柴	东风，上汽，杭州，戴姆勒潍柴，戴姆勒克莱斯勒，康明斯，沃	沃	
底盘	自制	自制	自制，东风	自制，东风，一汽	
变速箱	陕西法士特	那博特思科，泰安，五岳	綦江，陕西法士特，采埃孚陕齿，采埃孚		
车桥	徐州美驰，泰州神力		徐州美驰	自制，徐州美驰	
起重臂	自制	自制	自制	自制\德国	
液压泵	徐州，宁波，贵州	博世力士乐，川崎	博世力士乐，其他本土资源	博世力士乐，林德，宁波	
液压油缸	三一中兴	三一中兴	徐州液压件，成都	自制，成都	

资料来源：东方证券研究所

良好的销售和服务渠道

在国内市场，公司同时采取直销模式和经销商模式。直销模式下，徐工重型营销总部负责国内市场的销售，按产品类别下设轮式起重机、泵车、履带式起重机和消防车四个销售分部分别承担销售和管理的工作。各销售分部在全国范围内设立销售中心和代表处，在各自的销售区域内开展直销工作。徐工重型的泵车和消防车产品主要应用于市政建筑、桥梁和高架桥的建设以及消防等，这两种产品基本采取直销模式。

经销模式下，徐工重型起重机产品市场需求主要在交通、运输、石化、石油、冶金、抢险等工程建设项目上，客户类型较为广泛，该类产品销售大部分采取与战略经销商合作方式实现，小部分采取直销方式。目前徐工重型与国内 40 多家战略合作经销商保持了三年以上的合作关系。在国际市场上，徐工重型的海外销售业务主要由进出口公司开拓并完成。

售后服务方面，在国内市场：徐工重型客户服务中心负责国内市场的售后服务工作，形成了以 38 个区域代表处、9 个区域备件中心和 10 个区域备件销售点为核心，以 21 个徐工重型特约维修中心为骨干的全方位的服务网络。国际市场的售后服务由进出口公司海外销售服务网络完成。从业内主要企业在国内的渠道比较来看，公司具备明显的销售和服务优势。

表：

销售管理	独立进口商	当地代表处和服务点	代理商或经销商
销售公司，客服中心		8 个区域代表处、9 个区域备件中心和 10 个区域备件销售点	约 200
销售公司		约 30 个销售合点，具备服务能力	超过 30
销售公司		四大销售点	21
销售公司		22 区域代理商和直销	22
销售公司		20+ 区域代表处	是
销售公司		30 区域办公室	是
销售公司		直销为主	是
销售公司		9 个区域销售公司	否
神钢上海	是	上海	否
日立住友上海	是	上海	8
利勃海尔上海	是	上海	否
北京代表处	是	北京和上海	否
马尼托瓦克（亚洲）	是	北京和上海	否

资料来源：东方证券研究所

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)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	20699.09	25797.41	31182.30	36565.28	税后利润	1741.27	2241.37	2766.78	3282.00
营业成本	16692.33	20786.18	25122.31	29470.87	经常性现金支出	381.47	433.20	438.21	452.47
主营业务税金及附加	81.14	90.72	111.57	132.17	非经常性现金支出	(62.40)	53.40	57.52	62.08
销售费用	630.41	773.92	935.47	1096.96	营运资金变动	1148.80	(935.40)	(752.84)	(851.44)
管理费用	1184.28	1444.66	1715.03	1974.53	少数股东损益	(29.00)	13.26	16.37	19.42
财务费用	31.20	21.58	(12.71)	(47.80)	经营活动现金净流	3180.14	1805.84	2526.05	2964.53
营业利润	2079.72	2680.36	3310.64	3938.57	资本开支	246.51	234.50	130.96	26.57
非经常性损益	(4.78)	(27.85)	(36.34)	(54.55)	其他投资	24.03	0.00	0.00	0.00
税前利润	2074.94	2652.51	3274.30	3884.02	投资活动现金净流	(216.96)	(228.05)	(125.80)	(22.44)
所得税	362.67	397.88	491.15	582.60	贷款增加	(232.77)	0.00	0.00	0.00
净利润	1712.27	2254.64	2783.16	3301.42	支付股利利息	(716.84)	691.15	(87.97)	(416.01)
少数股东损益	(29.00)	13.26	16.37	19.42	其他融资	(235.74)	(843.75)	(286.14)	(330.81)
归属母公司净利润	1741.27	2241.37	2766.78	3282.00	筹资活动现金净流	(952.57)	(446.45)	(609.19)	(934.89)
EPS (元/股)	2.01	2.58	3.19	3.78	现金净流量	2010.62	1131.34	1791.06	2007.20
					现金期初余额	3022.30	5032.91	6164.25	7955.31
					现金期末余额	5032.91	6164.25	7955.31	9962.51
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	5032.91	6164.25	7955.31	9962.51	增长能力				
应收账款票据	2203.86	3487.60	4385.68	5467.78	营收增长率(%)	30.27%	24.63%	20.87%	17.26%
存货	3499.20	4673.93	5767.34	6901.24	EBITDA 增长率(%)	28.02%	27.00%	20.68%	16.90%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	26.49%	28.00%	22.06%	17.98%
流动资产合计	11196.97	14977.53	18891.61	23237.07	净利润增长率(%)	15.11%	31.68%	23.44%	18.62%
长期投资	7.64	7.64	7.64	7.64	盈利能力				
固定资产	2333.15	2282.25	2259.05	2151.16	毛利率(%)	19.36%	19.43%	19.43%	19.40%
在建工程	302.49	359.92	271.41	153.71	净利率(%)	8.27%	8.74%	8.93%	9.03%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	11.22%	11.44%	11.42%	11.38%
非流动资产合计	3875.22	3795.50	3659.91	3409.99	ROA(%)	11.36%	12.01%	12.34%	12.39%
资产总计	15072.19	18773.03	22551.52	26647.07	ROE(%)	38.84%	35.38%	32.18%	29.54%
					ROIC(%)	47.90%	51.80%	50.70%	48.88%
循环借款	1469.27	1175.41	940.33	752.26	偿债能力				
应付账款	5902.75	7067.30	8290.36	9430.68	资产负债率(%)	70.75%	66.05%	61.65%	58.05%
预收账款	440.54	875.20	1006.80	1146.98	流动比率(倍)	1.06	1.22	1.37	1.51
其他应付款	206.08	195.44	241.09	285.91	速动比率(倍)	0.68	0.78	0.89	1.00
流动负债合计	10567.76	12303.74	13807.46	15373.27	价值评估				
非流动负债合计	96.12	96.12	96.12	96.12	P/B(倍)	6.04	4.18	3.08	2.38
负债合计	10663.89	12399.87	13903.58	15469.39	P/E(倍)	17.50	11.80	9.56	8.06
股本	867.44	867.44	867.44	867.44	EV/收入(倍)	1.30	0.83	0.63	0.47
资本公积	1822.93	2271.20	2824.56	3480.96	EV/EBITDA(倍)	11.61	7.29	5.47	4.16
未分配利润	1603.85	2995.11	4561.82	6251.63	EV/EBIT(倍)	12.78	7.96	5.91	4.45
股东权益	4408.30	6373.16	8647.94	11177.67					
负债和股东权益	15072.19	18773.03	22551.52	26647.07					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn