

开疆拓土 谋划中原

——新研股份（300159）深度调研报告

要点：

- **玉米收割机增长空间宽阔。**2010年我国玉米机收率在25%左右，其中90%是将要淘汰的背负式收割机。小麦、水稻的机收率都超过了90%，自走式玉米收获机的增长空间十分广阔。机收率偏低与玉米种植面积不断增长的矛盾突出，大幅提高玉米机收率是我国农机发展十二五期间的重要目标，国务院和工信部出台了专门鼓励相关产品发展的指导意见，行业未来三至五年将保持年均30%以上的增速。
- **提前锁定全年业绩。**公司所处行业具有明显的季节周期性特征，每年上半年主要是处于订单的承接期，采购原材料和组织生产，三季度农作物收割期也是公司产品销售的高峰期，大部分收入在三季度确认。从目前市场销售情况看，今年的玉米收割机增速有望翻番，我们预计公司全年收入将达到4.5亿元，大幅增长78.8%，净利润增长65.4%。业绩增长确定性搞，具有较好的安全边际。
- **员工持股提升竞争力。**包括实际控制人在内的公司董、监、高（独立董事除外）合计持有公司41.4%的股份。公司大部分技术骨干也持有一定的公司股份。管理层、技术骨干的持股一方面有利于公司保持稳定的人员架构，保证公司持续稳健的发展，另一方面公司的发展和员工自身的利益紧密挂钩，对员工具有极大的激励作用。
- **未来超预期增长点。一、收购兼并扩充产能。**公司产品在疆外市场收入占比今年将大幅超过疆内市场占比，运输成本上升侵蚀了大量利润。公司超募资金5亿，在内地收购兼并或者新设厂房不仅可以扩充产能，还能减少运输成本，抢占更多内地市场；**二、销售渠道逐步铺开。**公司在疆内主要是直接面向农户、农机站等终端客户，在疆外市场上，公司现在开始采用经销商模式来拓展。进入新市场后，经销商模式具有比直销更好的效果，若能通过经销商模式进行迅速铺开，公司增长速度将进一步提高。**三、新产品放量增长。**公司前身为科研院所，具有深厚的研究实力，结合近年对市场需求敏锐的把握和理解，不断开发各种新产品投放市场，新产品进入批量生产后将助力公司增长。目前正在研发、生产的包括辣椒收割机、番茄收割机、大型液压翻转犁等高附加值产品，待技术成熟后即可批量生产。
- **给予“强烈推荐”评级。**民营企业灵活的企业机制，管理层和员工广泛的持股，手握大量现金扩产产能，开拓市场，新产品储备充足，我们认为公司是将在行业快速发展的背景下脱颖而出。根据现有农机购置补贴政策，我们预计公司11-13年EPS分别是0.95元、1.45元和2.24元，对应市盈率分别为36.4/23.8/15.4倍。考虑到公司作为农机行业第一股，享有一定的投资溢价，我们给予公司强烈推荐的投资评级。
- **风险提示：**1、农机补贴大幅缩减；2、行业恶性竞争。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011年7月11日

分析师

严福崙

☎ (86-755) 83515672, ✉ yfy@cgws.com

执业证书编号：S1070511030001

乔培涛

☎ (86-10) 88366060-8781, ✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

投资评级：强烈推荐（首次）

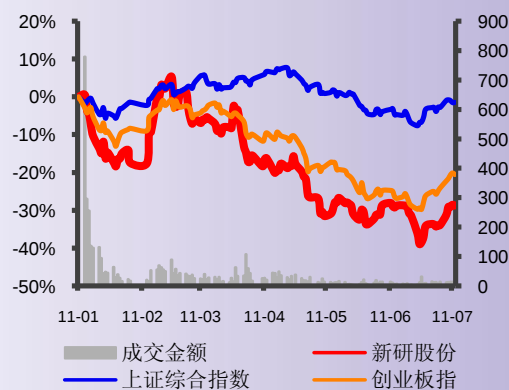
市场数据

总市值（亿元）	31.12
流通市值（亿元）	8.05
总股本（万股）	9020.0
流通股本（万股）	2332.0
12个月最高/最低（元）	118.8/29.28
十大流通股占比（%）	6.59%
大股东	周卫华

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	253.2	452.8	755.3
(+/- %)	99.89%	78.83%	66.82%
净利润(百万元)	51.7	85.5	130.8
(+/- %)	118.20%	65.39%	53.09%
摊薄 EPS(元)	1.26	0.95	1.45
市盈率(倍)	27.4	36.4	23.8

公司股价表现



相关报告

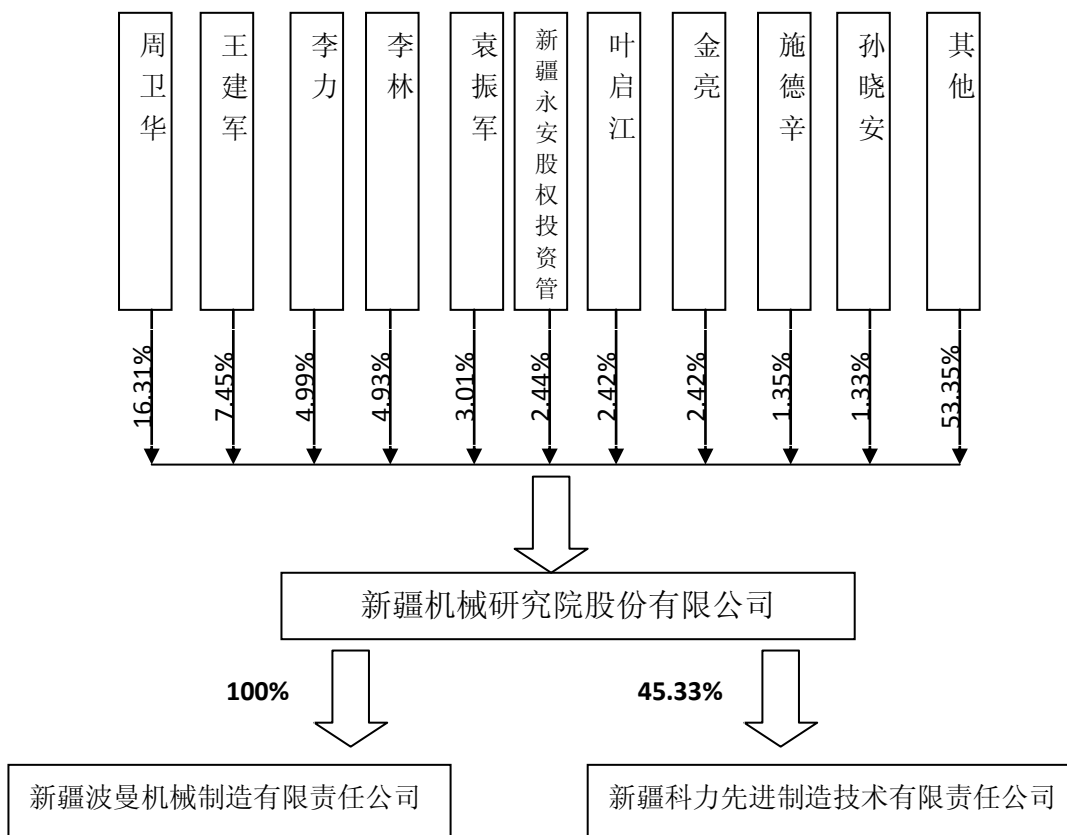


近日，我们对新研股份进行了实地调研，就我国农机行业的发展趋势和公司经营现状、未来扩产计划等事宜与公司高管进行了交流。公司凭借自身技术研发的优势，保持产品技术的市场领先地位，积极向疆外地域进行销售网络的搭建和渗透，已取得明显的经营效果。预计2011年公司收入同比大幅增长，未来发展空间广阔。

1 股权情况

公司前身新研有限成立于 2005 年5 月12 日，是原新疆机械研究院根据新疆维吾尔自治区人民政府的有关要求和指导进行企业化改制而设立的有限责任公司。2009 年7 月21 日，新研有限整体变更设立为新疆机械研究院股份有限公司（简称：新研股份），整体变更时公司注册资本为2,400 万元。2009 年9 月，新研股份进行两次增资扩股后注册资本上升到3,040 万元。2011 年1月公司成功登陆创业板，总股本增至4100万，4月实施每10股转增12股的分派方案后，公司总股本扩至现在的9020万股。

公司股权结构图



员工大量持股

公司董事长周卫华先生和公司副总经理、董事王建军先生为公司实际控

制人，合计持有公司23.76%的股份。据wind统计数据显示，包括实际控制人在内的公司董、监、高（独立董事除外）均持有公司一定数量的股份，合计持有公司41.4%的股份。

公司大部分技术骨干也持有一定的公司股份。管理层、技术骨干的持股一方面有利于公司保持稳定的人员架构，保证公司持续稳健的发展，另一方面公司的发展和员工自身的利益紧密挂钩，员工能充分分享企业成长的果实，对员工具有极大的激励作用。公司员工持股的优势在和其他企业竞争时表现得尤其明显。

2 公司主打产品：自走式玉米收获机

公司产品主要包括玉米收获机械、青（黄）贮饲料收获机械、苜蓿类牧草收获机械、耕种机械、林果作业机械、农产品加工机械等6大类二十八个产品，其中多项产品被鉴定为“国内首创”或“国内领先”，各类产品均拥有独立自主知识产权。目前，公司的产品在新疆市场占有率达80%以上，其中系列玉米收获机、系列青贮饲料收获机、系列动力旋转耙分别在国内市场占有率为20%、30%、30%以上，已发展为我国具有较大影响力的科技型农机制造企业。

公司主打产品自走式联合玉米收获机，一直占公司收入的七八成比例。公司凭借强大的研发实力，根据用户反馈的情况和需求不断改进更新产品设计，自走式玉米联合收割机一直保持着同类产品的领先地位，牧神品牌得到了客户的极大认可。

图1：营业收入增长图

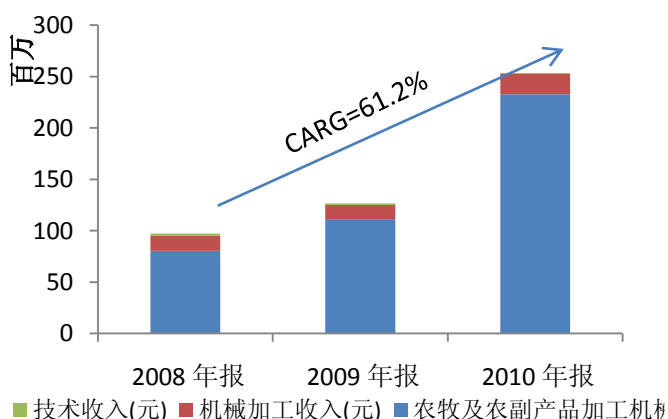
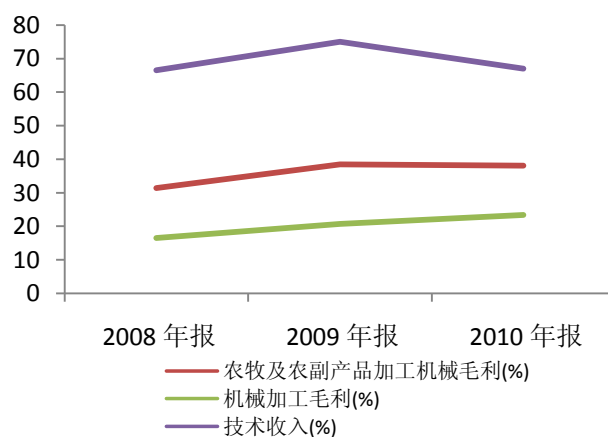


图2：主营产品毛利率维持高位（%）



数据来源：Wind，10年年报，长城证券研究所

近年来我国稻谷、小麦种植面积呈下降趋势，但玉米的种植面积却不断



扩大,2007年开始玉米种植面积第一次超过稻谷种植面积位居我国各作物种植面积首位。随着种植面积的不断提升,玉米总产量也随之不断提高,目前位居总产量的第二位。

图3: 玉米种植面积不断扩大

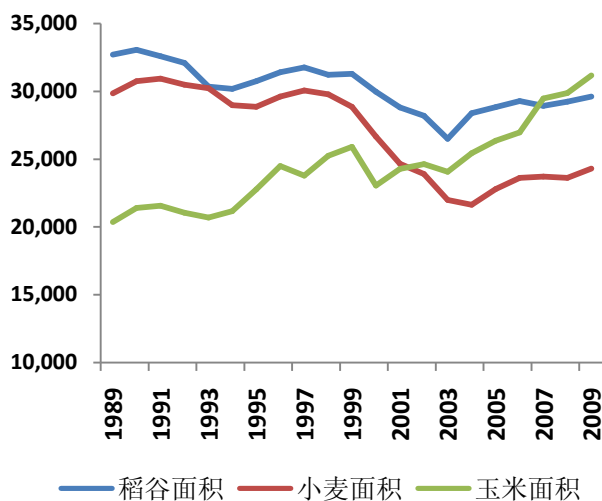
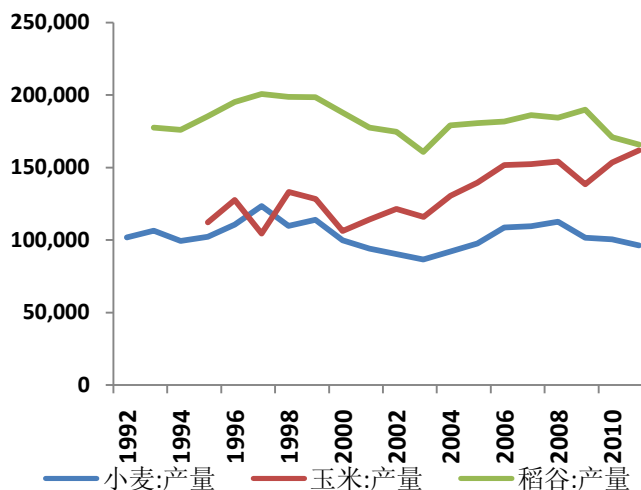


图4: 玉米产量逐年提升



数据来源: Wind, 长城证券研究所

我国玉米产区分布情况

北方春播玉米区,以东北三省、内蒙古和宁夏为主,种植面积稳定在650多万公顷,占全国36%左右;总产2700多万吨,占全国的40%左右。

黄淮海平原夏播玉米区,以山东和河南为主,种植面积约600多万公顷,约占全国32%,总产约2200万吨,占全国34%左右。

西南山地玉米区,以四川、云南和贵州为主,面积约占全国的22%,总产占18%左右。

南方丘陵玉米区,以广东、福建、台湾、浙江和江西为主。种植面积为全国的6%,总产不足5%。

西北灌溉玉米区,新疆维吾尔自治区和甘肃省一部分地区。种植面积约占全国的3.5%,总产约占3%。

青藏高原玉米区,青海省和西藏自治区海拔高,种植面积及总产,都不足全国的百分之一。

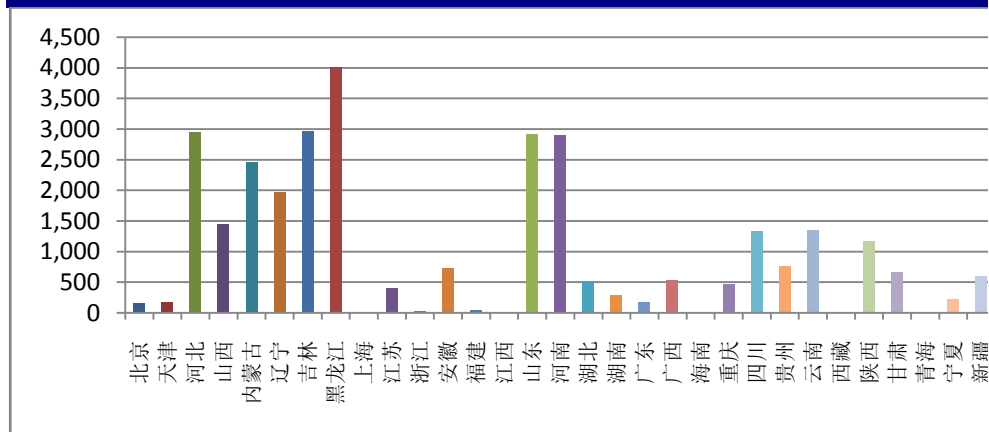
图 5：我国玉米种植分布图（2009 年）



数据来源：中国饲料行业信息网，长城证券研究所

我国玉米产地主要分布在东三省、河南、河北、内蒙、山东、山西、四川、云南等地，其中黑龙江种植面积最大。

图 6：各省玉米种植面积对比（2009 年）



数据来源：Wind，长城证券研究所

2010年我国玉米机收率在25%左右，其中90%是即将淘汰的背负式收割机。小麦、水稻的机收率都超过了90%，自走式玉米收获机的增长空间十分广阔。机收率偏低与玉米种植面积不断增长的矛盾突出，大幅提高玉米机收率是我国农机十二五期间的重要目标。

工业和信息化部2011年3月发布了《农机工业发展规划(2011~2015年)》，规划对国内市场需求方面做出的分析指出：“联合收割机‘十二五’期间总需求量约80万台，平均每年15万台以上。其中，小麦联合收割机需求量基本稳定，

水稻联合收割机增长较快；而玉米联合收获机是最具增长潜力的产品，随着可靠性和适应性的提高，需求数量将大幅攀升，到2015年，专用的自走式玉米联合收获机总拥有量有望超过8万台。”规划主要任务明确提出：“重点突破水稻插秧、玉米收获”。规划列出了未来五年的重点项目，其中就包括有公司的几大主打产品和积极研发的项目，如：自走式玉米联合收获机及关键零部件；大型自走式青饲收获机及关键零部件；自走式采棉机及关键零部件；牧草收获与压捆机械等。公司产品符合国家政策支持重点支持的发展方向，未来3-5年将迎来行业快速发展的春天。

2010年7月，由国务院发布了我国农机发展政策方面级别最高的指导意见：《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》。意见提出的发展规划中，到2015年，农机总动力达到10亿千瓦，其中灌排机械动力达到1亿千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到55%以上。指出到2020年，玉米机收率达到50%左右。到2020年，农机总动力稳定在12亿千瓦左右，其中灌排机械动力达到1.1亿千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到65%。其中，小麦耕种收机械化水平达到90%以上，水稻种植、收获环节机械化水平分别达到60%和85%，玉米机收水平达到50%左右。

从以上两大文件的要求看，自走式玉米收割机未来5年的市场容量将提高十倍左右。公司凭借自身研发优势，不断推出性价比更高的新产品，在此领域将享受更快的增速。

公司产品已经成功实现从疆内走出的目标，今年疆外产品的销售将大大超过疆内产品的销售，公司业务正步入全速发展的快车道。

图7：疆外地去收入占比逐步提高

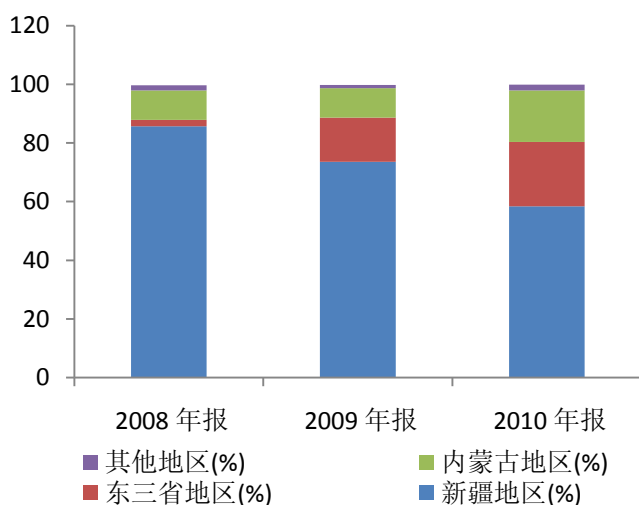
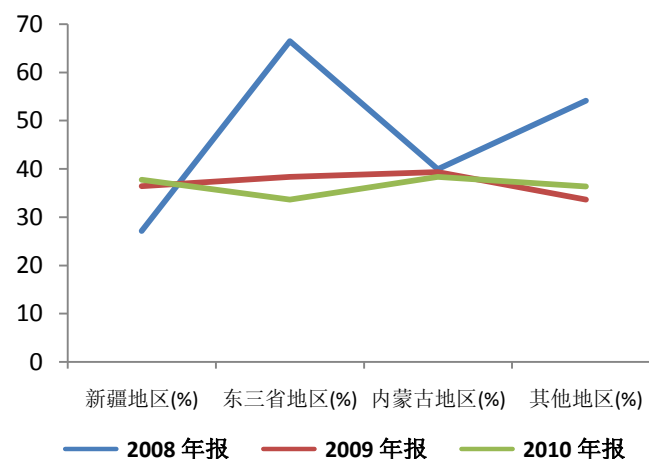


图8：各地区综合毛利率情况



数据来源：Wind，长城证券研究所



3 高毛利的其他产品

公司产品开发紧盯市场需求，新开发产品大多定位于中高端产品，相关产品均具有进口替代空间。在技术性能和国外产品相当的情况下，公司产品享有极高的毛利率。

3.1 青（黄）贮饲料收获机

公司生产的多用途青（黄）贮饲料收获机主要用于青（黄）贮玉米、棉秆、高粱、甘蔗、燕麦等秆状类饲料作物秸秆的不对行收获，一次性可连续完成收割、切碎、揉搓、抛送装车等多项作业。

图 9：青（黄）贮饲料收获机



数据来源：公司网站，长城证券研究所

公司该系列产品极大的填补了国内市场产品空白，目前国内市场占有率达到80%以上，产品毛利超过50%，公司产品价格远低于进口产品，性价比的巨大优势使国外产品市场份额不断缩小。

3.2 动力旋转耙

动力旋转耙是一款集碎土、平整土地、镇压功能为一体的优质、高效的整地机械。公司生产的产品配备立式高速旋转耙刀，碎土效果好，不破坏土壤上下结构，减少土壤水份流失，尤其解决了板结土壤整地难题。高低可调的平土装置，使得作业后的土地，深浅均匀一致，平整度高。独特的镇压装置，有效保证土壤，上虚下实、保墒性好。



图 10：动力旋转耙



数据来源：公司网站，长城证券研究所

3.3 辣椒收割机

国内辣椒收割机一直是进口国外产品，自走式辣椒收割机进口价在300万左右，公司去年成功开发出这一新产品，定价在60-80万元之间，远低于进口产品价格，去年投产后销售10台，产品毛利仍高达60%左右。带产品性能进一步改进后即可大规模投入生产。

4 募投进展顺利 产能满足需求

公司募集资金将投资于“新疆农牧机械产品制造及科技成果转化基地”项目，全部达产后将形成产能3,000台/年的农牧机械装备及机具生产能力。公司2009年产量约为600台（套），随着募集资金投资项目的部分投产，公司2010年度的产能达到1,200台（套），目前项目进展顺利，今年产能将达到2000台套。

制约产能关键点具有核心技术的割台、剥皮机等自产零件的生产能力。募集资金用于改建、扩建剥皮机厂，增加用于割台的切割机数量。明年扩产后生产能力将达到4000台的配套能力。公司新总装生产车间、综合生产车间已建成投入使用，目前日装备能力达到20台套，9月1日前能够确保顺利交付已有订单。明年产能可达3000台套，超出此前预期进度。

零部件供应充足：公司技术含量最高的核心零部件是自己生产，大概占成本的20%；非标准、技术含量低的零部件采用外协加工，占35%左右；直接采购标准件占45%。公司主要零部件采购包括前桥（选用出口免检、约翰迪尔供货商的产品），发动机（玉柴供货）、轮胎山东泰山等品质高的产品。公司付款及时，与供货商建立了良好的合作关系，在今年部分地区出现电荒的



情况下,供货商都能够保证公司的采购不受影响。公司采购的配件质量优良,尽管价格比同类产品略高,但是其性价比更高,已获得市场认可。

5 成本上升 毛利受压

公司主要产品中玉米收割机毛利率不到30%、青储饲料机50%,辣椒收割机60%左右。2011年公司综合毛利率将会有所下降,主要有三个方面的原因:一是产品结构变化;二是人工成本上升;三是运输成本增加。

产品结构变化。玉米收割机销售从2010年的627台增加到2011年1300台,增幅翻倍。但动力旋转耙和青储饲料机今年的销量预计都在260台左右,去年分别是240台和189台,增幅低于玉米收割机的增长,高毛利产品增速慢拉低了公司产品综合毛利率。

疆外市场拓展迅速,运输成本有所增加。去年627台玉米收割机疆内310台、疆外317台,今年1300台中只有300台在疆内,其他到东北和内蒙古,疆外订单量大增。由于公司生产车间在乌鲁木齐,产品从乌鲁木齐运往黑龙江、吉林、辽宁和内蒙古等地的运费由公司承担,运往疆外市场的每台产品运费将增加1万多元,对公司毛利率水平有一定影响。

人工成本上升:公司2010年年报披露在册员工247人。由于订单量的增加和新车间的投产,员工人数已增加到490人。在国内物价上涨,劳动力相对紧缺的疆内工人工资普遍上升,公司也对员工工资进行了相应上调。预计今年人工费用将增加到2000万左右。

6 核心竞争力分析

6.1 灵活的机制: 民营控股

公司作为国内农机领域的民营企业,相对传统国有企业具有体制上的先天优势。根据市场需求灵活快速的制定经营策略,把握市场机会敢闯敢试,对细分市场产品的开发上反应速度更快。公司去年刚刚投产的辣椒收割机,就是瞄准了国内同行在该领域的空白,组织力量进行研发拓展,最终打破了完全依靠进口的局面。公司为确保如期完成全年生产目标,近期开展了“百日竞赛”活动,对完成计划目标的给予每台1000元的奖励。灵活的机制是公司长期健康发展的基石。

6.2 增长的动力: 股权激励

公司一大特点就是管理层和员工的大量持股。据统计数据显示,公司董事(独立董事除外)、监事、高级管理人员均持有一定数量的股份,合计持



有公司41.4%的股份。公司大部分技术骨干也持有一定的公司股份。从公司管理层到技术骨干的广泛持股，有利于公司上下团结一心，将公司的发展与个人利益紧密挂钩，人人都是企业的主人翁，怀着这种饱满的精神状态投入研发、生产、管理，企业的潜在动力能够不断得以激发，在与同行竞争中表现得更为突出。

公司对新产品的开发推广上制定了极具吸引力的方案，新产品投入市场达到批量生产后，相关研发人员每年将获得产品毛利最低4%的专项奖励。以2010年为例，研发人员此项奖励提成达200余万元（5000万毛利额×4%）。由于激励措施到位，研发人员的市场意识很强，他们更加关心产品的销售、产品性能的改进，贴近市场需求，极大的提高了公司产品的满意度。

6.3 成长的源泉：产品研发

公司前身是新疆机械研究院，技术研发是公司的立身之本。公司集中了一批技术好、能力强的科研人员，公司及其前身机械研究院累计完成科研成果670余项，其中100余项获国家、自治区及部级奖励，19项处于国内领先水平，30余项填补国内空白，制定企业标准20余项。已有各项授权专利57项，另有6项发明专利申请权和5项实用新型专利申请权。公司计划到2012年专利申请数量达70项以上。针对公司科研能力较强的特点，公司已制定了专利管理制度和专利申请激励机制，并根据公司未来的业务发展和战略定位不断完善现有的专利管理制度及专利申请激励机制。

公司目前基本采取的是生产一代、储备一代、研发一代的模式，新产品源源不断的推出保证公司业务不断拓展，收入规模不断提升。公司目前正在积极改进辣椒收割机产品，采棉机明年将进行试制，未来还将积极开发面向国外市场的大型液压翻转犁等大型农机设备。

7 企业所得税免征优惠终止

公司此前按照国家税务机关相关规定，一直享有对于销售农机产品的收入免征增值税；免征企业所得税的优惠。目前免征企业所得税的优惠期限于2010年底到期。公司目前已取得“高新技术企业”证书，根据《企业所得税法》的相关规定，将继续享受减按15%征收企业所得税的税收优惠政策。公司增值税优惠政策将继续持续一个相当长的时期。免征所得税到期后，今年将相应增加这部分的费用在1000万左右。



8 超预期增长的触发点

8.1 超募资金5亿，跨越式发展保驾护航

公司做技术研发出身，主打产品技术一般领先市场同类产品2年左右，凭借良好的产品质量和售后服务，公司产品供不应求，产能瓶颈是目前的一大制约。公司目前优势在于资金和技术实力，弱势在于组织生产能力（现有厂房如果组织后应该可以达到3000台的产能，但目前只能做到2000台）。现有的合作方式主要是合作生产，公司和佳木斯联合收割机厂合作，公司提供图纸，对方负责生产，每台公司收取2万技术转让费，2010年共生产200台，公司利润350万（400万谈到350万）。目前公司正在疆外地区寻找合作伙伴，通过收购兼并或投资设厂方式解决生产瓶颈，同时降低物流成本，提高客户响应速度。

8.2 渠道网络的完善，带来收入规模的提升

公司在疆内主要是直接面向农户、农机站等终端客户，在疆外市场上，公司现在开始采用经销商模式来拓展。进入新市场后，经销商模式具有比直销更好的效果，比如在农机购置补贴方面更便利、更了解当地市场情况、客户群体的挖掘和维护优势。疆外市场目前主要是在东三省、内蒙古，中原地区和西南地区的大片市场，若能通过经销商模式进行迅速铺开，公司增长速度将进一步提高。

8.3 辣椒收割机等储备新产品放量

辣椒收割机：公司去年开始向市场投放辣椒收割机，作为国内唯一的辣椒收割机厂商，公司产品性能基本和国外进口产品相当，但国外产品售价在340多万每台，公司产品在70万左右，产品毛利率依然高达60%。从国外进口的产品目前共2台，面临逐步推出国内市场的局面。目前我国辣椒种植面积在2000万亩，按照50%的机收率和每台辣椒收割机一年收割250亩的情况计算，市场容量在28亿，未来有望成为公司新的利润增长点之一。

采棉机：2010年中国从美国进口二手采棉机200台，单价100万以上，主要用于兵团，机采棉的问题是等级下降，轧花场需要新建，建一个轧花场要3000万。公司采棉机的研发目标是力争不降等级，仍在原有扎花场使用。明年出样机。

公司目前还在研制的新产品包括大型小麦联合收割机、大型液压翻转犁，采棉机、番茄收割机等高附加值产品，条件成熟后将陆续投放市场。

9 盈利预测与估值

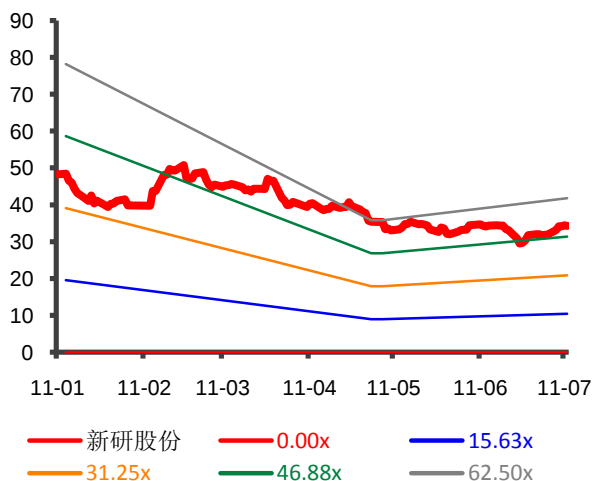
预计今年玉米收割机订单1300台左右，青贮收获机234台左右，动力旋耕耙260台，辣椒收割机预计20台。2011年订单要求在9月1日前发货，业绩确认主要在三季度。我们预计公司今年收入将达到4.5亿元左右，明年有望继续保持50%以上的增速。今年产品毛利受到一定挤压，如果内地合作生产达成协议，将极大改变这一局面。

按照现有农机补贴政策环境，我们预计公司11-13年EPS分别是0.95元、1.45元和2.24元，对应市盈率分别为36.4/23.8/15.4倍。考虑到公司作为农机行业第一股，享有一定的投资溢价，我们给予公司强烈推荐的投资评级。

10 风险提示

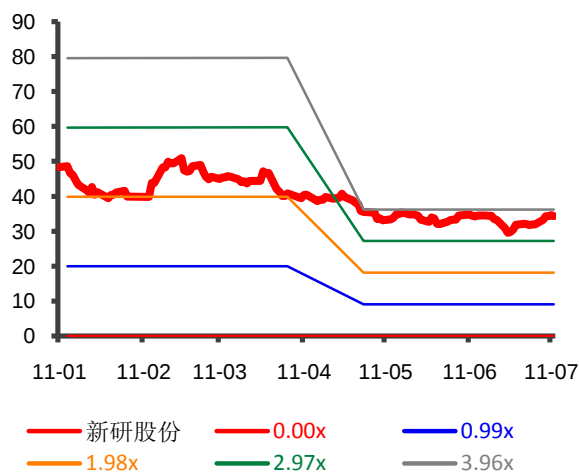
- 1、农机购置补贴政策缩减，增加农机户采购成本，将不利于行业整体的发展。
- 2、行业竞争激烈导致恶性价格战，行业整体遭受重创。

图11：新研股份历史PE BAND



数据来源：Wind，长城证券研究所

图12：新研股份历史PB BAND



数据来源：Wind，长城证券研究所

盈利预测

模型更新时间 2011-7-8

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	25318	45276	75531	124358	成长性				
营业总成本	20632	36031	61094	101714	营业收入增长	99.9%	78.8%	66.8%	64.6%
营业成本	15962	30144	50572	83648	营业成本增长	100.2%	88.9%	67.8%	65.4%
财务费用	87	-906	-755	-622	营业利润增长	131.1%	97.6%	56.2%	56.9%
销售费用	2367	3396	5438	8705	利润总额增长	121.3%	83.2%	52.7%	54.6%
管理费用	2048	3169	5551	9597	净利润增长	118.2%	65.4%	53.1%	54.6%
投资净收益	-9	0	0	0	盈利能力				
营业利润	4678	9245	14436	22644	毛利率	37.0%	33.4%	33.0%	32.7%
营业外收支	696	600	600	600	销售净利率	20.4%	18.9%	17.3%	16.3%
利润总额	5374	9845	15036	23244	ROE	6.3%	9.4%	12.6%	16.3%
所得税	207	1300	1955	3022	ROIC	53.2%	42.4%	36.9%	36.8%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	5167	8545	13082	20222	销售费用/营业收入	9.4%	7.5%	7.2%	7.0%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	9.7%	8.1%	7.0%	7.4%
货币资金	77655	72689	65612	67777	投资收益/营业利润	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	4399	8654	15881	28761	所得税/利润总额	3.9%	13.2%	13.0%	13.0%
应收票据	5	45	79	137	应收帐款周转率	7.47	6.94	6.16	5.57
存货	1783	3704	6835	12435	存货周转率	8.96	10.99	9.60	8.68
流动资产合计	84539	86443	90739	113082	流动资产周转率	0.53	0.53	0.85	1.22
固定资产	5730	12468	24240	32638	总资产周转率	0.47	0.47	0.69	0.94
资产总计	92517	101121	117138	147826	偿债能力				
短期借款	0	-1575	-3229	-4965	资产负债率	10.9%	10.0%	11.2%	15.9%
应付款项	3645	5918	10723	19154	流动比率	15.17	11.45	6.99	4.82
流动负债合计	5571	7549	12980	23440	速动比率	14.85	10.96	6.46	4.29
长期借款	2500	2500	0	0	每股指标（元）				
负债合计	10091	10149	13085	23551	摊薄 EPS	1.26	0.95	1.45	2.24
股本	4100	9020	9020	9020	每股净资产	20.10	10.09	11.54	13.78
留存收益	78326	81951	95033	115255	每股经营现金流	1.35	0.47	1.18	1.69
少数股东权益	0	0	0	0	每股经营现金/EPS	1.1	0.5	0.8	0.8
权益合计	82426	90971	104053	124275	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和股东权益总计	92517	101120	117137	147826	PE	27.4	36.4	23.8	15.4
现金流量表（万元）					PEG	0.82	0.48	0.68	0.44
经营活动现金流	5534	4215	10659	15231	PB	1.7	3.4	3.0	2.5
其中营运资本减少	-777	-3331	-4302	-7993	EV/EBITDA	28.38	33.22	19.63	12.18
投资活动现金流	-3349	-7607	-13583	-11330	EV/SALES	5.77	6.90	4.08	2.46
其中资本支出	-3369	-7595	-13583	-11330	EV/IC	12.74	13.43	7.34	4.89
融资活动现金流	69728	-1575	-4154	-1736	ROIC/WACC	5.16	4.11	3.57	3.57
净现金总变化	71913	-4966	-7077	2165	REP	2.47	3.27	2.06	1.37

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind、长城证券研究所

研究员介绍:

严福崙: 武汉大学硕士, 2007 年加入长城证券, 任机械行业分析师。

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任机械军工行业分析师。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>