

确定性的高景气行业，确定性的高成长溢价

研究结论

- **确定性的高景气行业。**在铁路大开发的拉动下，我国铁路产业链已经步入高景气周期，规划显示 2012 年之前的年均投资额将超过 7000 亿元，而我国铁路投资严重滞后经济发展的现状和实实在在存在的需求拉动，使得我国铁路产业链成为了一块不受宏观调控影响的乐土。同时，世界范围内的铁路投资热潮也已悄然兴起。铁路装备投资额一般占铁路总投资额的 20% 左右，我国计划在 2008—2012 年的四年间铁路装备的采购金额在 5000 亿元以上。复线化、电气化、客运专线化、动车组化、装备升级化等，以及突出的性价比优势驱动下的国际市场拓展潜力，构成了我国铁路装备行业高增长的主要驱动因素，一个超长的高景气行业周期清晰可见。
- **确定性的高成长公司。**中国南车和中国北车两家公司各占国内铁路装备市场的半壁江山，必将在行业的超长景气周期中充分受益，目前手持订单均超过 800 亿元人民币，其中两家 2012 年年底前交付的动车组订单已经远远超过了铁道部规划的 800 列下限。加之城轨地铁车辆业务，和风电装备、工程机械等其他技术衍生品业务的高增长，以及出口市场的广阔拓展空间，两公司未来三年年均 30% 以上的高增长潜力，已经呈现在了我们面前。
- **确定性的高成长溢价凸现两公司股价的价值提升潜力。**依据 2008 年业绩，2009 年全 A 股估值水平波动区间为 15.41—28.97 倍市盈率，沪深 300 指数为 14.50—27.01 倍市盈率。中国南车依据 2008 年业绩和 2009 年预测业绩的估值水平波动区间分别为 35.90—51.20 倍市盈率和 27.63—39.41 倍市盈率，可见在 2009 年市场就给予了中国南车较为充分的高确定性高成长溢价。我们预计 2010 年市场将会继续给予中国南车充分的确定性溢价，估值区间将在 25—35 倍市盈率，对应目前市场平均盈利预测 0.22 元的股价区间为 5.50—7.70 元，对应我们的盈利预测 0.29 元的股价区间为 7.25—10.15 元。同理，市场必将给予中国北车相当的估值水平。因此，目前两公司股价正处于市场应该给予的确定性溢价区间的下沿附近，甚至更低的位置，其价值提升潜力较大。
- **催化剂与风险因素：**铁道部 2010 年度招标额度超预期、350 时速动车组进入批量交付，以及 2010 年中期业绩超预期等是两公司股价的主要催化剂。铁道部定价机制的不确定性和管理水平提升低于市场预期等是两公司面临的主要风险因素。
- **估值与投资评级：**相对中国南车，中国北车具有较大的弹性，相对中国北车，中国南车具有较好的确定性。但鉴于两公司同质化程度较高和均具有较为确定的高增长潜力，我们给予两公司的估值水平为 25—30 倍 PE，对应 2010 年预测 EPS 的股价分别为：中国南车 7.25—8.70 元，中国北车 7.00—8.40 元，目前股价存在低估，维持两公司买入投资评级。

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

机械行业分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

数据基准日

2010 年 2 月 25 日

国家/地区

中国/A 股

行业

机械行业

报告日期

2010 年 2 月 26 日

中国南车财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	35768.15	47074.70	62754.01	96416.55
税前利润	1930.53	2373.63	4553.47	7629.61
归属母公司净利润	1384.24	1803.96	3460.64	5798.51
EBITDA	2601.30	3366.45	5566.79	7643.73
每股收益(元)	0.12	0.15	0.29	0.49
净资产收益率	9.02%	10.45%	16.96%	22.77%
每股经营现金(元)	0.11	0.27	0.55	0.87
市盈率(X)	48.41	37.15	19.36	11.56
EV/EBITDA	22.98	17.52	9.73	5.83

中国北车财务分析

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	34710.72	40905.99	55798.91	82033.11
税前利润	1429.92	1744.05	3097.33	5253.07
归属母公司净利润	1130.74	1334.20	2353.97	3992.33
EBITDA	1854.71	2934.02	4555.73	6968.60
每股收益(元)	0.19	0.16	0.28	0.48
净资产收益率	17.42%	6.59%	10.60%	15.55%
每股经营现金(元)	0.64	(0.59)	0.35	0.48
市盈率(X)	28.98	35.15	19.92	11.75
EV/EBITDA	18.22	14.93	9.52	5.77

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《生逢其时》深度报告	2009 年 3 月
《最具安全边际的价值洼地》深度报告	2009 年 7 月 29 日
《动车组进入快速发展期》动态点评	2009 年 9 月 29 日
《提前步入高增长期》深度报告	2009 年 11 月 12 日
《铁路产业链专题一从中国走向世界》	2009 年 11 月 26 日
《铁路产业链专题二—低碳经济时代的铁路新概念》	2009 年 12 月 28 日

一、全球掀起铁路投资高潮

节能减排优势促使铁路这个十八世纪的古老产业正焕发出新的生机。在未来 5—10 年内，不仅是中国，包括美国、欧盟、印度、俄罗斯、巴西等国在内的全球范围的铁路投资高潮已经悄然兴起。中国铁路装备也的成长空间必将由中国走向世界。

1、中国铁路投资跨越式发展

我国铁路运输的发展严重滞后于经济发展，已成为制约国民经济发展的薄弱环节。2000—2007 年，全国铁路旅客周转量和货物周转量分别增长 59.21% 和 72.81%，增速远远低于全行业水平，不到公路、民航等运输方式的一半。2008 年 11 月 27 日，铁道部召开新闻发布会，颁布了《中长期铁路网调整规划》，明确到 2020 年铁路营业里程为 12 万公里。在原“四横四纵”客运专线基础上，进一步延伸并扩大客运专线覆盖面，建设目标从 1.2 万公里提高到 1.6 万公里以上，未来我国将形成总里程达到 5 万公里以上的快速客运网。调整规划扩大了西部铁路网规模，将新建线长度由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里。未来铁路投资额年均保持 7000 亿以上。

表 3：我国铁路建设计划

项目	中长期铁路网规划	铁路十一五规划 (2010)	中长期铁路网调整规划	2009 年铁路工作会议 (2012 年目标)
总营业里程	8.5 万公里 (2010 年) 10 万公里 (2020)	9 万公里以上	9 万公里以上 (2010) 12 万公里以上 (2020)	11 万公里
建设新线	1.6 万公里	1.7 万公里	4.1 万公里	
客运专线里程	1.2 万公里	7000 公里	1.6 万公里	1.3 万公里
复线新增	1.3 万公里	8000 公里	1.9 万公里	
电气化里程新增	1.6 万公里	1.5 万公里	2.5 万公里	
复线率	50%	45%	50%	50%
电气化率	50%	45%	60%	50%

资料来源：东方证券研究所

2、世界各国纷纷掀起铁路投资热潮

近期，全球各国纷纷推出高速铁路建设规划。未来 5—10 年将掀起一阵全球范围的铁路投资热潮，中国铁路装备行业市场广阔。

表 4：全球各国掀起铁路投资热潮

国家	高铁规划里程	计划投资	线路
美国	1000 公里	130 亿美元	加州线、太平洋西北线路、墨西哥海岸铁路线、新英格兰地区线路
欧盟	7200 公里	900 亿欧元	泛欧高速铁路网络(TEN)
印度	3400 公里	360 亿美元	普纳-孟买-艾哈迈德阿巴德，德里-阿姆利则-昌迪加尔线，塞康德拉巴德-维杰亚瓦达-金奈线，金奈-班加罗尔-哥印拜陀-科钦线
巴西	1800 公里	380 亿美元	圣保罗至里约热内卢 (518km)，圣保罗至贝罗哈利桑塔 (594km)，圣保罗至库里奇巴 (410km)，圣保罗至桑托斯 (80km)，巴西利亚至戈雅尼亚 (200km)
俄罗斯	1500 公里	250 亿美元	莫斯科至加里宁格勒、莫斯科至索契、莫斯科至下诺夫格罗

资料来源：东方证券研究所

3、中国铁路装备业凭借技术成本优势必将走向世界

南北两车现已经拥有完整的轨道交通产品组合。其中包括国际先进的电力机车和内燃机车研发与制造能力和国际先进的动车组、货车建造能力。产品多次打破高速铁路运行时速纪录。整车国产化率达 80%。铁路装备出口 50 多个国家与地区。

同时，我国的铁路装备产品在国际竞争中具有突出的成本优势。我国自行设计和建造的铁路装备产品在人力成本和原材料成本方面都远低于国际同类企业。整车的整体成本比国外企业低 20%-30%。具有很强的国际竞争力。

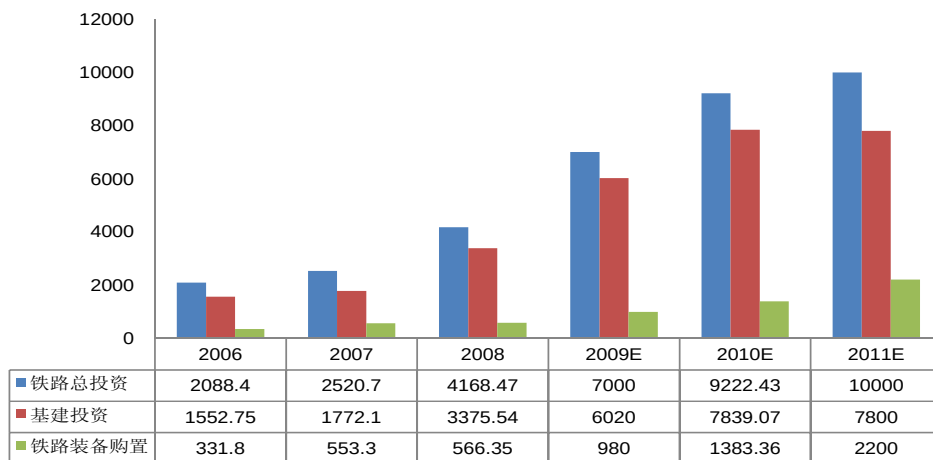
而且我国铁路产业出口尤其是对发展中国家的出口可以采取“一条龙服务”模式。从铁路基建工程，到铁路装备配，再到铁路通讯信号系统配套由铁道部统一统筹出口。由铁路建设拉动装备出口，这一销售方式已经被证明是非常有效的。

二、铁路装备行业步入超长高增长景气周期

1、铁路大投资带动铁路装备业高速发展

铁路装备投资额一般占铁路总投资额的 20%左右。我国计划在 2008—2012 年的四年间铁路装备的采购金额在 5000 亿元以上。

图 5：中国铁路投资额和铁路装备购置额



资料来源：东方证券研究所

2、动车组、城轨交通跨越式发展带来铁路装备需求持续高增长

动车组需求呈爆发式增长

动车组需求主要来自于客运专线、城际铁路新建线路以及老线路改造所需配套车辆。到 2012 年我国铁路建设的重头将以客运专线为主。2010 年我国客运专线将达到 7000 公里的规模,到 2012 年、2020 年分别达到 1.3 万公里、1.6 万公里的规模，2010-2012 年间年均建设客运专线达到了 3000 公里，对比之前客运专线的建设进程，这一速度是非常惊人的。

客运专线的加速建设必将带来大量动车组的需求。到 2012 年，1.3 万公里客运专线中，时速 350 公里的线路将达到 8000 公里，时速 250 公里的线路达到 5000 公里，而截止 2008 年底，时速 250 公里线路延展里程只有 1207 公里，时速 350 公里线路延展里程为 185 公里，2009-2012 间，需年均建设时速 250 公里、350 公里客运专线分别为 1264 公里、2605 公里，均需配置大量动车组。

表 5：动车组市场容量

计算项目	最低配置	中等配置	最高配置
动车组密度	10 公里 1 列	3.3 公里 1 列	2 公里 1 列
新建客运专线动车组需求	1300 列	3900 列	6500 列
老线改造动车组需求	2000 列	6000 列	10000 列
动车组单价（8 编组占 1/3,16 编组占 2/3）	客运专线单价：27920.23 万元/列		
	老线改造单价：21358.97 万元/列		
新建客运专线所需动车组市场容量	3629.63 亿	10888.89 亿	18148.15 亿
老线改造动车组所需市场容量	4271.79 亿	12815.38 亿	21358.97 亿
动车组总市场容量	7901.42 亿	23704.27 亿	39507.12 亿

资料来源：东方证券研究所

城市化进程推动城市轨道交通车辆需求持续高增长

随着我国城市化进程的推进以及城市交通问题的日益突出，城市轨道交通逐渐成为各大城市未来建设的重点。目前已建设以及正在筹备建设轨道交通的城市总计达到 40 多个。1995 年我国城市轨道交通运营里程只有 43 公里，到 2008 年 9 月，这一数字已增加到 775.6 公里。此外，根据国务院批准的第三批城市轨道交通项目规划，到 2015 年的规划线路长度是 2400 公里，投资规模近 7000 亿，截至 2008 年 11 月已完成了 1000 亿元投资。预计到 2050 年中国城市轨道交通线路总长将超过 4500 公里。城市轨道交通行业步入了跨越式发展的新阶段。

如果按照现有的轨道交通车辆采购资金占建设总投资比例：12% 计算。轨道交通车辆市场容量为 720 亿。按照 2008 年底到 2015 年新增线路 1625 公里，每公里保有轨道交通车辆 7.5 辆，每辆购置金额 550 万元计算，至 2015 年轨道交通车辆市场容量为 670 亿。综合起来看，至 2015 年，我国轨道交通市场容量约 695 亿元。

3、出口需求在国内需求之后，但更为广阔

根据铁路投资拉动效应推算，我国铁路装备在 2015 年之前将依靠内需拉动实现持续高增长。随着全球各国铁路基建逐渐完成，2015 年之后我国铁路装备还将在出口拉动下继续保持高增长许多年。

目前，我国铁路装备已经出口 50 多个国家与地区。根据德国 SCI Verkehr 铁路工业信息咨询公司的相关统计，2008 年全球铁路市场容量为 1,255 亿欧元，其中轨道装备的市场容量为 740 亿欧元。而中国市场不足其 1/10。在与国际铁路装备业巨头的比较中也能看出，我国装备业利用先进的高速铁路装备制造技术、突出的成本优势积极拓展海外市场，增长潜力巨大。

表 6：南北车与国际铁路装备业巨头销售额情况（单位：亿人民币）

	中国南车		中国北车		庞巴迪铁路机车业务		阿尔斯通铁路机车业务		西门子铁路机车业务	
	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速	销售额	销售额 增速
2006 年	235		210		453	-12.25%	503	0.55%	434	6.83%
2007 年	274	16.40%	264	25.70%	449	-0.80%	519	3.12%	604	39.08%

2008 年	358	30.54%	347	31.62%	531	18.33%	540	4.18%	573	-5.18%
2009 年 E	471	31.61%	409	17.85%	665	25.19%	N.A	N.A	632	10.29%

资料来源：东方证券研究所

从表中可以看出，中国南车和北车在销售规模上和国际装备业巨头差距很大。庞巴迪机车业务在 2009 年更是实现了 25.19% 高速增长。从中不难看出，铁路装备产业需求远没有饱和，中国铁路装备产业潜力还很大。

三、其他技术延伸产品支撑未来增长

南北两车均充分利用自己的技术优势，拓展轨道交通以外的市场，开发风力发电设备、电动汽车、齿轮传动系统、汽车增压器、工业变流、工程机械、燃油机、燃气发动机技术、船用柴油机等。我们认为这是轨道交通装备市场增速回落支撑公司业绩增长的板块，具有远景的战略意义。

表 13：中国南车、中国北车其他技术延伸产品

中国南车		中国北车	
风力发电装备整机		工程机械装备	
电动汽车整车及关键零部件		风力发电电机	
汽车增压器		油田电机	
齿轮传动系统			
09 年销售额（亿）	72.4	09 年销售额（亿）	52.33

资料来源：东方证券研究所

尤其是风电装备制造：作为重要的新能源项目，我国风力发电市场前景广阔，2006—2010 年“十一五”期间，按照规划，全国新增风电装机容量预计约 400 万千瓦，平均每年新增 80 万千瓦，至 2010 年底累计装机预计约达 500 万千瓦。2020 年规划目标是 3,000 万千瓦，对风力发电装备的需求大幅增加。

从产品销售额和产业基地产值规模来衡量，中国南车和中国北车风电业务规模都相当于一个大型专业风电设备制造企业。南车、北车 2006 年-2008 年风电电机销售量增速都超过 90%。加之其在变流、电机、控制等风电电机核心技术方面深厚的技术积累和强大的持续研发能力，将来必将成为风电类新能源企业重要的装备供应商。

表 14：全国成规模风电设备产业基地

所在地	产值估计	主要相关公司
天津泰达	150 亿	东方电气
湖南湘潭	100 亿	湘电股份
黑龙江哈尔滨	80 亿	哈电集团
江苏无锡	80 亿	天奇股份
江苏盐城	80 亿	华锐风电
吉林长春	70 亿	明阳风电
陕西西安	70 亿	中国北车
山东济南	30 亿	中国北车
甘肃酒泉	60 亿	中材科技、金风科技
湖南株洲	50 亿	中国南车
江苏南京	50 亿	金风科技、南高齿
辽宁沈阳	30 亿	通用
河北承德	20 亿	金风科技
甘肃玉门	20 亿	明阳风电

资料来源：东方证券研究所

附表 1：中国南车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)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	35768.15	47074.70	62754.01	96416.55	税后利润	1384.24	1803.96	3460.64	5798.51
营业成本	29676.92	39239.02	51965.22	79070.17	经常性现金支出	1264.39	1629.22	1731.06	1980.22
主营业务税金及附加	164.74	211.34	281.98	434.92	非经常性现金支出	(247.98)	(171.08)	(209.28)	(257.30)
销售费用	787.35	941.49	1255.08	1928.33	营运资金变动	(1363.31)	(441.23)	892.11	1715.54
管理费用	3341.64	4472.10	5020.32	7713.32	少数股东损益	301.36	332.31	637.49	1068.15
财务费用	258.91	156.56	48.77	(88.48)	经营活动现金净流	1338.70	3153.18	6512.01	10305.11
营业利润	1538.58	2054.18	4182.64	7358.28	资本开支	3747.12	2361.52	1839.78	816.42
非经常性损益	391.95	319.45	370.84	271.34	其他投资	0.00	17.44	17.44	17.44
税前利润	1930.53	2373.63	4553.47	7629.61	投资活动现金净流	(3049.43)	(2066.11)	(1488.78)	(398.70)
所得税	244.93	237.36	455.35	762.96	贷款增加	(4022.21)	(300.00)	0.00	0.00
净利润	1685.60	2136.27	4098.13	6866.65	支付股利利息	(572.68)	(266.29)	(52.13)	(123.41)
少数股东损益	301.36	332.31	637.49	1068.15	其他融资	(4395.16)	(37.56)	(166.42)	(164.83)
归属母公司净利润	1384.24	1803.96	3460.64	5798.51	筹资活动现金净流	5844.17	(1589.08)	(862.93)	(1297.17)
EPS (元/股)	0.12	0.15	0.29	0.49	现金净流量	4133.45	(502.00)	4160.30	8609.25
					现金期初余额	8271.52	12404.97	11902.96	16063.27
					现金期末余额	12404.97	11902.96	16063.27	24672.52
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	11722.77	11220.77	15381.07	23990.32	增长能力				
应收账款票据	6957.16	9558.08	12105.22	17562.87	营收增长率(%)	30.54%	31.61%	33.31%	53.64%
存货	8389.45	11602.07	14864.72	21848.89	EBITDA 增长率(%)	48.79%	29.41%	65.36%	37.31%
交易性金融资产	100.00	100.00	100.00	100.00	EBIT 增长率(%)	76.07%	22.99%	91.40%	71.81%
流动资产合计	31025.18	37620.12	49671.40	75069.42	净利润增长率(%)	57.67%	26.74%	91.84%	67.56%
长期投资	594.01	594.01	594.01	594.01	盈利能力				
固定资产	7694.16	8780.63	9848.74	10319.76	毛利率(%)	17.03%	16.65%	17.19%	17.99%
在建工程	2548.55	2753.45	2273.94	1225.98	净利率(%)	4.71%	4.54%	6.53%	7.12%
可供出售金融资产	7.75	7.75	7.75	7.75	EBITDA 利润率(%)	7.27%	7.15%	8.87%	7.93%
非流动资产合计	14463.50	15508.90	15991.56	15308.41	ROA(%)	3.71%	4.02%	6.24%	7.60%
资产总计	45488.67	53129.02	65662.97	90377.83	ROE(%)	9.02%	10.45%	16.96%	22.77%
					ROIC(%)	9.49%	11.29%	19.87%	31.99%
循环借款	3911.09	2925.87	2281.48	1272.56	偿债能力				
应付账款	11542.17	15324.11	19696.52	28973.14	资产负债率(%)	58.94%	61.52%	63.21%	66.63%
预收账款	6252.08	8473.45	11609.49	18319.14	流动比率(倍)	1.32	1.26	1.29	1.31
其他应付款	(58.39)	22.44	44.24	83.85	速动比率(倍)	0.81	0.71	0.72	0.73
流动负债合计	23589.64	29764.79	38582.00	57298.84	价值评估				
非流动负债合计	3221.52	2921.52	2921.52	2921.52	P/B(倍)	4.17	3.83	3.26	2.63
负债合计	26811.16	32686.30	41503.52	60220.36	P/E(倍)	48.41	37.15	19.36	11.56
股本	11840.00	11840.00	11840.00	11840.00	EV/收入(倍)	1.67	1.25	0.86	0.46
资本公积	2839.64	3200.43	3892.56	5052.26	EV/EBITDA(倍)	22.98	17.52	9.73	5.83
未分配利润	1325.19	2299.28	4513.37	7993.62	EV/EBIT(倍)	33.25	26.68	12.80	6.13
股东权益	18677.52	20442.71	24159.45	30157.47					
负债和股东权益	45488.67	53129.02	65662.97	90377.83					

资料来源：东方证券研究所

附表 2：中国北车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)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	34710.72	40905.99	55798.91	82033.11	税后利润	1130.74	1334.20	2353.97	3992.33
营业成本	29507.27	34698.61	46872.17	68241.16	经常性现金支出	853.83	1667.28	2002.95	2337.75
主营业务税金及附加	132.92	156.28	210.47	311.54	非经常性现金支出	(246.10)	(73.23)	(101.51)	(112.98)
销售费用	598.65	679.54	938.47	1379.90	营运资金变动	1846.01	(7941.79)	(1670.58)	(2732.56)
管理费用	2775.34	3681.54	4798.71	6890.78	少数股东损益	143.84	148.24	278.76	472.78
财务费用	595.30	168.72	145.00	134.03	经营活动现金净流	3728.32	(4865.29)	2863.59	3957.32
营业利润	1101.24	1521.29	2834.10	5075.70	资本开支	2167.35	4862.15	2348.03	803.00
非经常性损益	328.68	222.76	263.23	177.37	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1429.92	1744.05	3097.33	5253.07	投资活动现金净流	(2099.40)	(4664.27)	(2110.58)	(518.05)
所得税	155.34	261.61	464.60	787.96	贷款增加	(6888.58)	(300.00)	0.00	0.00
净利润	1274.58	1482.44	2632.73	4465.11	支付股利利息	(1541.04)	(30.01)	(148.40)	(167.12)
少数股东损益	143.84	148.24	278.76	472.78	其他融资	(6896.16)	(21.18)	(168.43)	(89.93)
归属母公司净利润	1130.74	1334.20	2353.97	3992.33	筹资活动现金净流	(2739.15)	13340.31	(316.84)	(257.04)
EPS (元/股)	0.19	0.16	0.28	0.48	现金净流量	(1110.24)	3810.75	436.18	3182.23
					现金期初余额	0.00	(1110.24)	2700.51	3136.69
					现金期末余额	(1110.24)	2700.51	3136.69	6318.92
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2526.91	6337.66	6773.84	9956.06	增长能力				
应收账款票据	8046.27	11691.95	15453.13	21797.45	营收增长率(%)	31.62%	17.85%	36.41%	47.02%
存货	9345.94	15736.18	20860.47	29615.15	EBITDA 增长率(%)	43.54%	58.19%	55.27%	52.96%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	31.30%	-0.38%	76.28%	74.88%
流动资产合计	24383.95	39774.37	50614.07	71429.49	净利润增长率(%)	40.29%	16.31%	77.59%	69.60%
长期投资	710.33	710.33	710.33	710.33	盈利能力				
固定资产	8109.20	8388.96	11424.44	12287.76	毛利率(%)	14.99%	15.17%	16.00%	16.81%
在建工程	1722.04	5172.20	3017.22	1301.72	净利率(%)	3.67%	3.62%	4.72%	5.44%
可供出售金融资产	167.49	167.49	167.49	167.49	EBITDA 利润率(%)	5.34%	7.17%	8.16%	8.49%
非流动资产合计	16964.61	20433.56	21182.23	20075.84	ROA(%)	3.08%	2.46%	3.67%	4.88%
资产总计	41348.57	60207.93	71796.29	91505.33	ROE(%)	17.42%	6.59%	10.60%	15.55%
					ROIC(%)	11.43%	6.11%	10.20%	13.92%
循环借款	577.43	577.43	577.43	577.43	偿债能力				
应付账款	13065.04	15045.45	19332.43	26556.18	资产负债率(%)	82.30%	62.64%	65.40%	68.62%
预收账款	8881.10	10226.50	13949.73	20508.28	流动比率(倍)	0.86	1.23	1.22	1.24
其他应付款	422.31	417.89	540.06	659.70	速动比率(倍)	0.38	0.57	0.54	0.56
流动负债合计	28380.49	32365.91	41603.62	57438.39	价值评估				
非流动负债合计	5649.24	5349.24	5349.24	5349.24	P/B(倍)	4.81	2.15	1.96	1.72
负债合计	34029.72	37715.15	46952.86	62787.63	P/E(倍)	28.98	35.15	19.92	11.75
股本	5800.00	8300.00	8300.00	8300.00	EV/收入(倍)	0.97	1.07	0.78	0.49
资本公积	237.93	11696.27	12167.06	12965.53	EV/EBITDA(倍)	18.22	14.93	9.52	5.77
未分配利润	719.69	1720.34	3203.74	5607.14	EV/EBIT(倍)	19.92	25.92	14.56	7.71
股东权益	7318.84	22492.78	24843.44	28717.70					
负债和股东权益	41348.57	60207.93	71796.29	91505.33					

资料来源：东方证券研究所

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn