

# 中铁工业 (600528.SH)

## 华丽转型盾构机等高端装备制造, 轨道交通+地下综合管廊助其腾飞

投资评级: 增持 (首次)

2017年4月18日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

研究助理 王皓

[wangh@dwzq.com.cn](mailto:wangh@dwzq.com.cn)

13811332227

### 投资要点

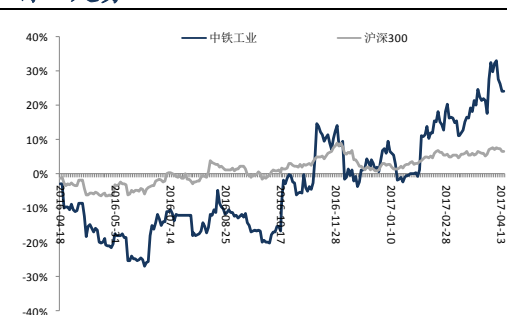
- 2016年重组后业务备考营收136.5亿元, 同比+9.3%, 归母扣非净利润9.4亿元, 同比+26.9%, 发展迅速。据公司今年1月6日公告, 中铁工业完成置入资产中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工和中铁装备四家公司100%股权, 彻底转型为拥有多项核心技术的高端装备制造企业, 17年-19年承诺净利润分别为11.24亿元、13.34亿元、15.05亿元。据2016年年报披露, 上述重组后业务2016年新签合同额202.5亿元, 截至16年底未完成合同额140.4亿元, 年报同时预计2017年新签合同额242亿元, 同比+19%, 实现营收145亿元, 同比+6%, 毛利率约23%。
- 重组后四大板块互为支撑, 存量订单饱满。公司目前主营业务包括道岔、桥梁钢结构、隧道施工设备及工程施工机械四部分, 是全球最大的道岔和桥梁钢结构制造商, 国内最大、全球第二的盾构研发制造商, 国内最大铁路专用施工设备制造商。2016年道岔、钢结构、隧道设备和工程机械营收分别为37.8/54.4/22.9/5.9亿元, 占比31%/45%/19%/5%, 2016年新签合同59.1/77.5/48.7/6.7亿元, 截至去年底, 未完成合同额18.2/79.4/25.6/9.2亿元, 营收保障倍数0.5/1.5/1.1/1.6X, 总体来看公司订单相对饱满, 业绩实现有保障。
- 国产盾构机绝对龙头, 城市轨道交通+地下综合管廊促使高速增长。公司盾构机国内市占率30%以上, 中国城市轨道交通发展迅猛, 预测2017-2020年国内新增城轨里程3153公里, 其中新增地铁里程有望达2900公里, 假设平均每2公里需求一台盾构机, 则对应需求1450台。另外, 2015年地下综合管廊开工约1300公里, 2016年达到2000公里, 同比+54%, 根据各省“十三五”初期规划, 到2020年需建成综合管廊约1.2万公里, 假设盾构机平均寿命8公里, 渗透率20%, 则管廊盾构机需求300台。2017年是“一带一路”大年, 公司现有产品远销新加坡、马来西亚、意大利、以色列等发达国家, 具有高端市场示范效应, 估算公司海外出口342台。加总2017-2020年地铁和综合管廊盾构机需求, 以及海外出口, 估算2092台, 假设单台造价4000万元, 则年均200亿元以上市场空间。
- 桥梁钢结构和铁路道岔的行业领头羊。公司高速道岔(250公里时速以上)市占率65%, 重载道岔50%以上, 具有核心技术壁垒, 都已实现完全国产化, 单件售价从几十万到几百万不等。公司的钢结构产品可以实现研发、设计、生产一体化, 约60%市场份额, 预期到2020年可生产过亿吨钢结构, 相对于2015年翻番。随着我国铁路建设的持续推进, 更多支线铁路修建带来的道岔密度提升, 以及海外市场快速拓展, 预期道岔和钢结构类产品将保持平稳增长。

### 盈利预测与投资建议

2017年是“一带一路”政策性大年, 地铁+地下管廊景气度旺盛。预测公司2017-2019年EPS为0.51/0.76/0.90元, 对应PE 34/22/19X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 地铁+综合管廊投资低于预期, “一带一路”推进缓慢

### 行业走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.03
一年最低价/最高价	9.66/18.53
市净率	3.10
流通A股市值(亿元)	248.50

### 基础数据

每股净资产(元)	5.47
资产负债率	88.45
总股本(亿股)	22.22
流通A股(亿股)	14.59

### 相关研究

## 目录

<b>1. 公司重组，打造国内高端装备制造龙头</b> .....	4
1.1. 中铁工业是中国中铁高端制造业板块集中上市平台.....	4
1.2. 整合置入高端装备优质资产，营收和利润稳步上升.....	4
<b>2. 政策驱动，盾构机高景气度行情可持续</b> .....	5
2.1. 盾构机：“重型工程机械之王”.....	5
2.2. “十三五”红利，轨道交通+地下综合管廊助其腾飞.....	6
2.2.1. 城市轨道交通发展迅猛，盾构机需求旺盛.....	6
2.2.2. 地下管廊方兴未艾，未来市场空间巨大.....	7
2.3. 2017 是“一带一路”大年，公司海外业务有望持续扩张..	8
2.4. 盾构机是易耗品，再制造+维修提供潜在增量空间.....	9
<b>3. 领跑市场，桥梁钢结构和铁路道岔的行业领头羊</b> .10	
3.1. 高速道岔，铁路发展水平的风向标.....	10
3.2. 公司高速道岔市占率 65%，凸显行业竞争力.....	10
3.3. 道岔市场空间预测.....	11

## 图表目录

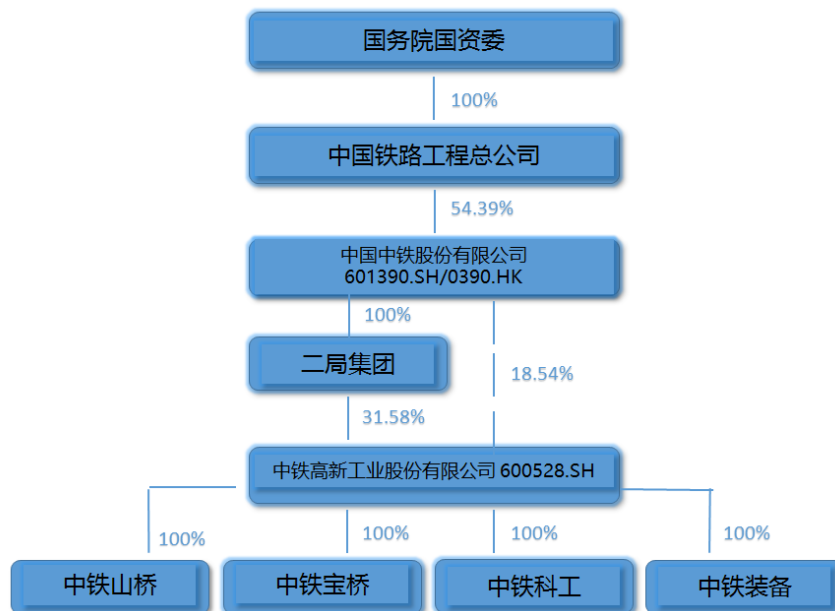
图表 1: 中铁工业重组后股权结构.....	4
图表 2: 中铁工业盾构机: 拥有国际唯一矩形断面产品.....	5
图表 3: 2017-2019 地铁建设对盾构机需求快速增长.....	7
图表 4: 2017-2019 地下管廊盾构机需求预测.....	8
图表 5: “一带一路”将带动国内高端装备海外出口.....	8
图表 6: 盾构机再制造造价成本对比(万元).....	9
图表 7: 国内盾构机市场需求量+公司海外出口估算.....	10
图表 8: 中铁工业道岔产品: 高速和重载道岔壁垒高.....	11
图表 9: 中铁工业道岔产品销量预测.....	12

## 1. 公司重组，打造国内高端装备制造龙头

### 1.1. 中铁工业是中国中铁高端制造业板块集中上市平台

2017 年 1 月，公司根据中国证监会《关于核准中铁二局股份有限公司向中国中铁股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2016〕2124 号）实施了重大资产重组，以中铁二局持有的中铁二局工程有限公司 100% 股权，与中国中铁持有的中铁山桥 100% 股权、中铁宝桥 100% 股权、中铁科工 100% 股权以及中铁装备 100% 股权的等值部分进行置换，置入资产与置出资产的差额部分由本公司前身中铁二局以发行股份的方式从中国中铁购买。公司主营业务变更为道岔、钢结构制造与安装、隧道施工设备、工程施工机械等装备的研发、制造和配套服务，彻底解决了与股东中国中铁的同业竞争问题。随着以盾构机和岔道为主的装备制造资产注入后，公司转型为拥有多项核心技术的高端装备制造龙头企业。

图表 1：中铁工业重组后股权结构



资料来源：Wind，东吴证券研究所

的性能和寿命的预期值达到或超过原设备的性能与寿命。。如此以来，

### 1.2. 整合置入高端装备优质资产，营收和利润稳步上升

中铁山桥和中铁宝桥是国内生产能力最强、生产规模最大的道岔和桥梁钢构生产企业，具备年产各类道岔 2 万组的生产能力。道岔技术全球领先，生产的 350 公里/小时高速铁路道岔是国内目前技术含量最高的道岔产品。公司道岔产品系列全、产品竞争力强，尤其是在高速道岔、重载道岔等高端产品领域具有压倒性的竞争优势，在国内市场上占有绝对

领先市场份额。

**中铁装备**虽然不是最早进入盾构研发制造领域的国内企业，但是已经发展为国内最大、全球第二的掘进机制造商。我们预计目前国内盾构机的市场保有量约为 1300-1500 台，公司从 2008 年第一台盾构机生产，到现在一共生产 500 台左右，已经销售 400 台，100 多台尚没有交付。公司产品市占率约为 30%-35%，市占率连续 5 年保持全国第一，是国内绝对的盾构机龙头，将充分受益盾构机行业的高速发展。

**中铁科工**是专业化大型工程机械制造商，研发的铁路施工设备基本覆盖了全国铁路施工路线。其中铁路铺路机、架桥机曾在青藏铁路，京九铁路等工程中发挥重大作用，参与了全国传统铁路、高速铁路 70% 的轨道和桥梁施工过程。

根据公司 2016 年年报披露，2016 年资产置换后全年实现营业收入 136.5 亿元，同比+9.3%；实现归属母公司净利润 9.9 亿元，同比+32.5%；实现扣非后归母净利润 9.4 亿元，同比+26.9%。原中铁二局业绩连续三年下滑，此次资产置换注入盈利能力显著高于中铁二局原主营业务的资产，置入资产归母净利润是原中铁二局净利润规模 4.5 倍。17 年-19 年承诺净利润分别为 11.24 亿元、13.34 亿元、15.05 亿元。

## 2. 政策驱动，盾构机高景气度行情可持续

### 2.1. 盾构机：“重型工程机械之王”

盾构机又称全断面隧道掘进机，由于技术难度复杂，设备体积庞大，号称“重型工程机械之王”。隧道一般可分为两大类，一类是修建在岩层中的，称为岩石隧道；一类是修建在土层中的，称为软土隧道。岩石隧道修建在山体中居多，故常称为山岭隧道；软土隧道常常修建在水底和城市立交，故常称为水底隧道和城市道路隧道。在我国，通常将用于软土地层的隧道掘进机称为盾构，将用于岩石地层的隧道掘进机称为 TBM (Tunneling Boring Machine)，在国外则统一称为 TBM。根据使用情况和地质条件不同，每台盾构机的使用寿命一般在 6-10 公里不等。在发达国家，使用隧道掘进机施工已占隧道总量的 90% 以上。盾构机的基本工作原理是：前部圆形刀盘在千斤顶的推动下旋转并向前推进，圆柱体的钢组件（即护盾）对挖掘的隧洞起临时支撑作用，挖掘、排土、衬砌、锚固、喷浆等作业在护盾的掩护下一体化进行。

**图表 2：中铁工业盾构机：拥有国际唯一矩形断面产品**



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.2. “十三五”红利，轨道交通+地下综合管廊助其腾飞

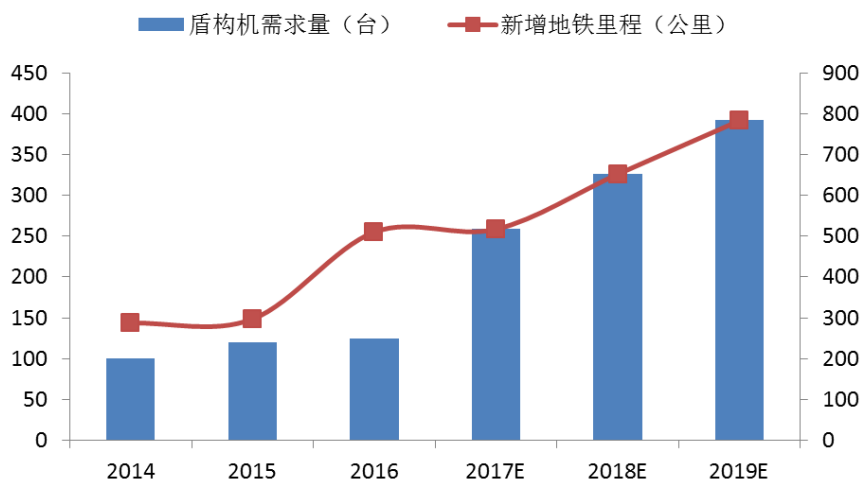
“十三五”期间，国家和地方政府相继出台基础设施建设相关政策，其中包括地铁、隧道、地下管廊在内的地下空间建设迎来政策红利。我国地下空间建设处于起步阶段，大部分城市和地区具有巨大的开发空间和市场。在下一个五到十年中，在以地下空间开发为主的基建大潮中，以盾构机为主力产品的工业制造企业或持续受益；此外，由于盾构机寿命较短，平均寿命为 6-10 公里，属于“易耗品”，潜在维修维保空间大。在持续的市场需求下，公司预期将增大研发创新力度，打造更大直径，更加可靠的全断面隧道掘进机。

### 2.2.1. 城市轨道交通发展迅猛，盾构机需求旺盛

据中国城市轨道交通协会统计，截至 2016 年年底，全国城市轨道交通里程数达到 4152.8 公里，其中地铁 3168.7 公里，占比 76.3%；已有 58 个城市的轨道交通建设规划获得批复，规划总里程约 7305.3 公里，其中地铁总里程 6137.9 公里；我们预测 2017-2020 年国内新增城轨里程 3153 公里，新增地铁里程有望达 2900 公里以上。由于地下铁路的修建往往通过人口密集区，所以无法大面积进行地表开挖，需要采用盾构机。地铁项目一般每 2-3 个站为一个施工标段，平均 2 公里需求一台盾构机，

我们估算 2017 年-2019 年地铁建设的盾构机需求分别为 259 台、326 台、392 台。

图表 3：2017-2019 地铁建设对盾构机需求快速增长



资料来源：东吴证券研究所

### 2.2.2. 地下管廊方兴未艾，未来市场空间巨大

综合管廊（日本称“共同沟”、台湾称“共同管道”），就是地下城市管道综合走廊。即在城市地下建造一个隧道空间，将电力、通讯，燃气、供热、给排水等各种工程管线集于一体，设有专门的检修口、吊装口和监测系统，实施统一规划、统一设计、统一建设和管理，是保障城市运行的重要基础设施和生命线。它是实施统一规划、设计、施工和维护，建于城市地下用于铺设市政公用管线的市政公用设施。

现阶段地铁、地下综合管廊等城市地下空间建设方法主要有明挖施工法、钻爆法（新奥法方式）和盾构法等。明挖法一般用于地铁车站的建设，技术简单快速经济，工艺成熟，但是对环境影响大，占地较大。盖挖施工法适用于埋深较浅的施工情况，使用普遍性一般。钻爆法属于暗挖法，因此具有不影响城市交通，无污染、无噪声，而且适合于各种尺寸与断面形式的隧道洞室等优点，但需要大量人力。盾构法是采用盾构机进行施工的方法，是一种高度机械化的暗挖方式，无需大量人力，安全性强、掘进效率高。

国务院高度重视推进城市地下综合管廊建设，2013 年以来先后印发了《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》、《国务院办公厅关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》，部署开展城市地下综合管廊建设试点工作。2015 年，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》，要求到 2020 年，建成一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营。同年，住建部会同财政部开展中央财政支持地下综合管廊试点工作，确定包头等 10 个城市为试点城市，总投资 351 亿元，其中中央财政投入 102 亿元，地方政府投入 56 亿元，拉动社会投资约 193 亿元。2015 年共有 69 个城市启动地下综合管廊建设项目约 1300 公里，总投资约 880 亿元。

2016 年李克强总理在作政府工作报告中提出，2016 年将开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上，年度实际累计开工 2005 公里，增速超

过 50%，并加入 15 个试点城市，全面完成了目标。根据各省“十三五”初期规划，到 2020 年需要建成综合管廊约 1.2 万公里，假设 CAGR 20%，则据此估算，2017 年-2019 年需要开工的城市地下综合管廊里程数分别为 2400 公里、2880 公里和 3450 公里。另外，我们假设地下综合管廊盾构机在 2017 年、2018 年和 2019 年渗透率分别为 18%、20%、23%，盾构机平均使用寿命 8 公里，则预计每年需要盾构机分别为 54 台、72 台和 99 台。

图表 4：2017-2019 地下管廊盾构机需求预测

城市地下综合管廊盾构机需求估算				
年份	里程数（公里）	盾构机渗透率	总需求里程（公里）	需求量（台）
2017E	2400	18%	432	54
2018E	2880	20%	576	72
2019E	3450	23%	794	99

资料来源：东吴证券研究所

### 2.3. 2017 是“一带一路”大年，公司海外业务有望持续扩张

2013 年 9 月，习总书记出访中亚国家期间，首次提出共建“丝绸之路经济带”，同年 10 月提出共建 21 世纪“海上丝绸之路”。自此“一带一路”重大倡议正式形成。目前，已有 100 多个国家和国际组织参与到“一带一路”建设中，我国同 30 多个沿线国家签署了共建合作协议、同 20 多个国家开展了国际产能合作。联合国等国际组织也态度积极，以亚投行、丝路基金为代表的金融合作不断深入，一批有影响力的标志性项目逐步落地。

图表 5：“一带一路”将带动国内高端装备海外出口



资料来源：“一带一路”官网，东吴证券研究所

以置入资产中铁装备为例，自成立至今，中铁装备积极推进“走出去”的国际化道路，先后成立德国公司和新加坡分公司等海外机构，产



品出口至马来西亚、新加坡、印度、中东等国家及地区。2013 年国产盾构机中铁 50 号在马来西亚吉隆坡地铁 SBK-LINE 第一区间顺利贯通，这亦是马来西亚地铁第一台顺利贯通的掘进设备。2015 年，中铁装备隧道掘进机海外市场签订 10 台订单，分别来自印度、新加坡、意大利、以色列等国家。其中对意大利的出口是中国自主品牌岩石掘进机首次出口欧洲。目前中铁装备已经开始入围欧洲市场，中铁和德国之间开始竞争，德国海瑞克是世界最大的盾构机研发制造企业，从产能角度中铁装备世界第二位。从竞争优势上看，国外的盾构机在欧洲垄断，价格偏高，中铁装备盾构机性价比比较高，在国内来说，一台德国海瑞克产品稍小型的也要 6000 多万人民币，同样规格的产品，中铁装备售价是 4000 多万。预计今后一段时间，以东南亚、南亚、南美、非洲为主的掘进机市场潜力巨大，并逐步打入欧美澳等发达地区。

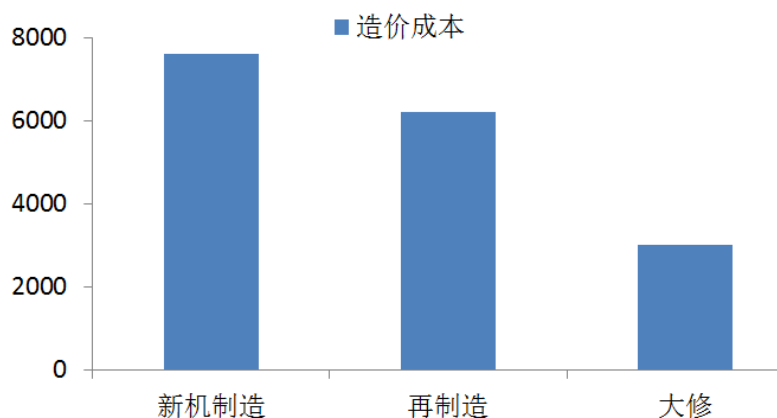
中铁装备盾构机国内市占率约为 30%-40%，根据中铁装备海外市场发展态势，假设盾构机出口年增长率为 30%。预计 2017 到 2019 年公司盾构机出口数量分别为 57 台、74 台、96 台。

#### 2.4. 盾构机是易耗品，再制造+维修提供潜在增量空间

2013 年，国务院印发循环经济发展战略，指出要重点推进工程机械、矿山机械等的再制造；2014 年，工信部下发《关于进一步做好机电产品再制造试点示范工作的通知》，鼓励开展盾构机、燃气轮机等高附加值大型成套设备及关键零部件再制造。随着我国隧道掘进装备制造制造业逐渐成熟，以中铁装备为首的隧道掘进机制造企业积极响应国家号召，开始发展掘进机再制造业务。

隧道掘进机再制造是指在对于已完成施工里程或达到规定使用期限的隧道掘进机，以全生命周期理论为指导，对隧道掘进机进行修复、改造的过程。修复后隧道掘进机的性能和寿命的预期值达到或超过原设备的性能与寿命。再制造与新机器相比，除了可以节约能源和材料，还有周期短、成本低的优势。一般来说，一台全新隧道掘进机的制造周期为 12-14 个月，而采用再制造隧道掘进机，制造周期一般为 7-9 个月，相比新机制造节省 30% 以上的交货时间。完全再制造成本约为新机的 80% 左右，大修或翻新的成本约为销售原价 50% 或以下。二手盾构翻新改制后，销售价格优惠明显，且不影响设备功能使用，实现买卖双方的互惠互利。

图表 6：盾构机再制造造价成本对比（万元）



资料来源：东吴证券研究所

2016 年 1 月，中铁装备在天津成立单独的盾构再制造公司进行再制造业务发展，可以做到原机 20% 价格收回残值，50% 原价卖出。公司目前再制造业务占比约 10%。由于有些国家（如马来西亚、新加坡）禁止使用二手盾构，中铁装备往往能以低价购买折旧程度不高的隧道掘进机，以较少的成本进行再制造或翻新，并销往其他国家，进行全球化的资源调配，盈利能力很强。此外，中铁装备还募集 4.10 亿元用于高端装备再制造中心项目，进一步提高再制造水平、开拓再制造市场。随着我国隧道掘进机制造业的不断成熟和关键部件的国产化，掘进机再制造有望在不久的将来迅速发展。

综合上述分析，我们预计 2017 年-2019 年的盾构机国内外市场需求为 370 台、472 台和 587 台，假设单台盾构机的平均价格为 4000 万元，则对应市场空间分别为 148、189、235 亿元。

图表 7：国内盾构机市场需求量+公司海外出口估算

	城轨交通 需求 (台)	综合管廊 需求 (台)	海外出口需求 (台)	合计
2017E	259	54	57	370
2018E	326	72	74	472
2019E	392	99	96	587

资料来源：东吴证券研究所

### 3. 领跑市场，桥梁钢结构和铁路道岔的行业领头羊

#### 3.1. 高速道岔，铁路发展水平的风向标

道岔是一种使机车车辆从一股道，转入另一股道的重要线路连接设备。通常在车站、编组站大量铺设。铁路道岔可分为道岔分三种，高速道岔、重载道岔和普速道岔。普通道岔和高速道岔价格差别很大，最多每组单价可相差几百万。我国铁路六次提速工程有力的促进了国内道岔技术的发展，特别是在高速铁路道岔的研制方面，通过引进、消化、吸收和再创新国外高速铁路道岔的设计、制造、组装和铺设等方面成套技术，实现了各类型道岔设计由“静态”向“动态”的转变，特别是实现了高速道岔设计从无到有的转变，形成了与我国铁路建设发展水平相适应的道岔设计体系，使我国的高速铁路道岔设计和制造水平达到了国际先进水平。

#### 3.2. 公司高速道岔市占率 65%，凸显行业竞争力

公司高速道岔（200 公里时速以上）市占率 65%，重载道岔 50% 以上，都已经实现完全国产化，基本没有进口。普速道岔技术含量相对不高，该市场份额面临进一步分化。各铁路局对所属道岔生产企业资源的进一步整合及产能改造使得国内普速道岔产能逐年提高。由于进入企业增多和产能扩大，使得普速道岔市场份额呈现分化趋势，竞争激烈。另外，公司的钢结构产品可以实现研发、设计、生产一体化，60% 市场份额。预期到 2020 年可生产过亿吨钢结构，相对于 2015 年翻番。中铁山桥和中铁宝桥产品类型相似，但是由于山桥地理位置比较合理，生产基地沿海，

运输成本较低，产能高于宝桥。

**图表 8：中铁工业道岔产品：高速和重载道岔壁垒高**



秦沈客运专线 60kg/m 钢轨 38 号提速道岔



时速 250 公里 60kg/m 钢轨 18 号无砟单开道岔

资料来源：东吴证券研究所

### 3.3. 道岔市场空间预测

交通运输行业是国民经济的基础行业，近年来随着我国经济社会的高速运转和不断转型，我国交通运输行业也迎来了变革。近年来，我国铁路运营里程不断增长，特别是我国铁路建设主要方向为发展快速铁路网，高速铁路网，推进区际干线、煤运通道、西部铁路等路网，也极大地促进了我国铁路道岔装备行业的发展。根据 2016 年 7 月 13 日发改委印发的《中长期铁路网规划》，到 2020 年，一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，为完成“十三五”规划任务、实现全面建成小康社会目标提供有力支撑。到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右，网络覆盖进一步扩大，路网结构更加优化，骨干作用更加显著，更好发挥铁路对经济社会发展的保障作用。展望到 2030 年，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。轨道交通建设将迎来新一轮持续性增长。

2016 年全国铁路固定资产投资完成 8015 亿元，投产新线 3281 公里，其中高速铁路 1903 公里。全国铁路营业里程达到 12.4 万公里，其中高

速铁路 2.2 万公里以上，比上年增长 15.8%。全国铁路路网密度 129.2 公里/万平方公里，比上年增加 3.2 公里/万平方公里。西部地区铁路营业里程 5.0 万公里，比上年增加 2230.9 公里，增长 4.6%。

按照《中长期铁路网规划》，估算全国每年铁路新增里程 5000-8000 公里，其中高铁 1500-2500 公里。2021 年至 2025 年全国每年铁路新增里程略微放缓至 4000-6000 公里，其中高铁 1200-2000。假设单公里高铁大概需要 1.5-2 组道岔，且道岔密度逐年提高。高速道岔和普通道岔价格相差较大，我们按高速道岔每组 250 万元，普通道岔每组 30 万元的价格进行估算；另外，假设高铁项目平均建设周期 5 年，在通车前 3 年左右才需要道岔，我们假设当年的岔道需求量用未来 3 年的新增里程和道岔密度来计算，则估算 2017-2019 年铁路道岔市场每年新增需求量为 1.04、1.02 和 0.99 万组，道岔市场空间为 106.4 亿、105.4 亿和 99.9 亿元。按公司综合市占率 60% 计算，公司 2017-2019 年道岔销售收入分别为 63.8、63.2 和 60.0 亿元。

图表 9：中铁工业道岔产品销量预测

	高铁			普通铁路		
	新增里程 (公里)	道岔密度(组 /公里)	新增道岔 (组)	新增里程 (公里)	道岔密度(组 /公里)	新增道 岔(组)
2017E	2300	1.6	3680	5000	1.4	7000
2018E	2000	1.7	3400	4600	1.5	6900
2019E	1900	1.8	3420	4300	1.6	6880

资料来源：东吴证券研究所

财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>51564.0</b>	<b>20328.3</b>	<b>23256.0</b>	<b>26416.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>51241.6</b>	<b>14603.8</b>	<b>17086.5</b>	<b>19649.5</b>
现金	5029.1	10075.2	11259.9	12620.6	营业成本	48407.8	11245.0	13156.6	15130.1
应收款项	20017.3	6001.6	7021.8	8075.1	营业税金及附加	430.9	116.8	170.9	196.5
存货	13600.1	4251.5	4974.3	5720.4	营业费用	98.5	292.1	341.7	393.0
其他	12917.6	0.0	0.0	0.0	管理费用	1332.4	1028.6	1202.4	1381.8
<b>非流动资产</b>	<b>4582.4</b>	<b>4847.7</b>	<b>4765.0</b>	<b>4666.2</b>	财务费用	779.9	524.8	99.0	60.8
长期股权投资	236.5	236.5	236.5	236.5	投资净收益	182.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1763.0	2034.7	1958.4	1865.9	其他	-325.3	6.4	6.4	6.4
无形资产	63.8	57.4	51.0	44.7	<b>营业利润</b>	<b>48.9</b>	<b>1403.0</b>	<b>2122.3</b>	<b>2493.6</b>
其他	2519.1	2519.1	2519.1	2519.1	营业外净收支	59.0	30.0	31.0	31.0
<b>资产总计</b>	<b>56146.4</b>	<b>25176.0</b>	<b>28021.0</b>	<b>31082.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>107.8</b>	<b>1433.0</b>	<b>2153.3</b>	<b>2524.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>44079.4</b>	<b>12518.8</b>	<b>14477.0</b>	<b>16498.6</b>	所得税费用	65.1	286.6	430.7	504.9
短期借款	12077.4	1000.0	1000.0	1000.0	少数股东损益	-125.1	17.2	25.8	30.3
应付账款	25257.2	5867.2	6864.6	7894.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>167.9</b>	<b>1129.2</b>	<b>1696.8</b>	<b>1989.4</b>
其他	6744.8	5651.7	6612.5	7604.3	EBIT	979.0	1927.7	2221.2	2554.4
<b>非流动负债</b>	<b>5582.5</b>	<b>5582.5</b>	<b>5582.5</b>	<b>5582.5</b>	EBITDA	1311.5	2149.4	2454.9	2800.3
长期借款	5523.0	5523.0	5523.0	5523.0					
其他	59.5	59.5	59.5	59.5	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>49661.8</b>	<b>18101.3</b>	<b>20059.5</b>	<b>22081.1</b>	每股收益(元)	0.12	0.51	0.76	0.90
少数股东权益	241.8	259.0	284.8	315.1	每股净资产(元)	4.28	3.07	3.46	3.91
归属母公司股东权益	6242.8	6815.8	7676.7	8686.1	发行在外股份(百万股)	1459.2	2221.0	2221.0	2221.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>56146.4</b>	<b>25176.0</b>	<b>28021.0</b>	<b>31082.3</b>	ROIC (%)	1.7%	10.4%	31.8%	39.1%
					ROE (%)	2.7%	16.6%	22.1%	22.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率 (%)	4.7%	22.2%	22.0%	22.0%
经营活动现金流	1368.2	16834.5	2171.5	2487.7	EBITMargin (%)	1.9%	13.2%	13.0%	13.0%
投资活动现金流	92.0	-154.8	-151.0	-146.9	销售净利率 (%)	0.3%	7.7%	9.9%	10.1%
筹资活动现金流	-1968.1	-11633.6	-835.8	-980.0	资产负债率 (%)	88.5%	71.9%	71.6%	71.0%
现金净增加额	-509.7	5046.2	1184.6	1360.7	收入增长率 (%)	9.0%	-71.5%	17.0%	15.0%
折旧和摊销	332.5	221.7	233.7	245.8	净利润增长率 (%)	100.9%	572.7%	50.3%	17.2%
资本开支	165.3	-154.8	-151.0	-146.9	P/E	148.04	33.50	22.29	19.01
营运资本变动	-2975.3	15466.4	215.2	222.1	P/B	3.98	5.55	4.93	4.35
企业自由现金流	-1506.8	17075.5	2074.8	2364.6	EV/EBITDA	56.82	19.98	18.29	16.76

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

