

**徐工机械(000425)/专用设备**
**业绩高增长, 经营质量大幅提升, 发展后劲十足**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 3.83

目标价格: 5.2

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人: 朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

联系人: 范炜

Email: fanwei@r.qizq.com.cn

联系人: 于文博

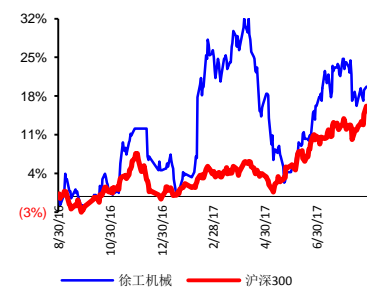
Email: yuwb@r.qizq.com.cn

联系人: 许忠海

Email: xuzh@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,008
流通股本(百万股)	6,994
市价(元)	3.83
市值(百万元)	27,050
流通市值(百万元)	26,995

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 徐工机械(000425): 中报预盈5-6亿元超预期; 传统产业新兴板块全线增长-2017.07.17

2 徐工机械(000425): 一带一路: 徐工集团1-5月出口超24亿元, 同比接近翻倍增长-2017.07.02

3 徐工机械(000425)深度: 汽车起重机龙头, 业绩有望超预期——收益“一带一路”、PPP、国企改革-2017.04.25

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,695.78	16,891.23	24,081.83	32,469.53	38,492.62
增长率 yoy%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	18.55%
净利润	56.67	208.58	983.34	1,451.95	1,993.97
增长率 yoy%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.14	0.21	0.28
每股现金流量	0.02	0.32	-0.36	-0.68	-0.39
净资产收益率	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
P/E	531	114	27	18	13
PEG	—	0.42	0.08	0.41	0.38
P/B	1.46	1.16	1.33	1.25	1.15

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 公司实现营业收入144.41亿元, 同比增长77.44%; 归属于母公司所有者净利润5.50亿元, 同比增长333.27%。
- **公司业绩高增长的原因主要为:** 2017年上半年, 以起重机械、铲运机械、桩工机械、压实机械等主要产品销售回暖。
- **点评:** 公司业绩增长符合预期, 经营质量大幅提升, 发展后劲十足

- 1) **上市公司传统板块与新兴板块全线增长:** 传统三大主机起重机械、铲运机械、道路机械销量高增长; 新兴板块快速挑大梁; 孵化培育板块加快成长。  
**传统板块:** 轮式起重机销量同比增长1倍, 履带起重机市场占有率大幅提高, 起重机销量稳居行业第一; 铲运机械突围海外, 出口同比增长96%。  
**新兴板块:** 领跑行业的桩工机械持续加速, 旋挖钻机、定向钻两钻产品市场占有率均超过40%; 环卫装备销量同比增幅近60%, 综合市场占有率稳居行业前三强; 随车起重机整体市场占有率已达56%; 举高类消防车市场占有率稳居行业第一。
- 2) **海外市场表现强劲: 产品出口翻番增长。** 上半年徐工品牌主机出口和自营出口额稳居行业国内品牌第一。海外布局开始进入收获期。
- 3) **重点夯实经营质量:** 压降应收账款、严控风险; 上半年公司实现经营性现金流净额16.7亿元, 同比增长210.19%。同时加快推进流程信息化和物流、备件业务整合。

- **徐工机械: 汽车起重机龙头, 业绩弹性大**

2017年上半年公司汽车起重机销售大幅增长, 带动公司业绩大幅增长; 成套解决方案能力建立技术壁垒; 人员及供应链优势助推公司提升市场占有率; 公司盈利能力改善明显, 现金造血功能恢复迅速。

- **徐工机械: 定增促进转型升级, 布局高端市场**

本次定增的规模是52亿左右, 定增价格锁定为3.13元; 定增主要对象为华信工业等; 此次定增主要目的是为拓展国际市场, 提高“一带一路”沿线区域影响力, 实现国际业务的跨越式发展。2017年5月19日完成首轮反馈回复。

- **集团挖掘机业务大幅增长: 集团挖掘机上半年销量同比增长176%**

2017年1-6月徐工集团挖掘机累计销售7424台, 同比增长175.6%, 市场份额接近10%。

- **投资建议:** 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.14、0.21、0.28元, 对应PE分别为27x、18x、13x。业绩有望持续超预期, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 宏观经济波动风险、周期性行业反弹持续性风险、行业内公司竞争关系变化风险、主要产品销量增速低于预期风险、企业经营性现金流恶化风险。

## 内容目录

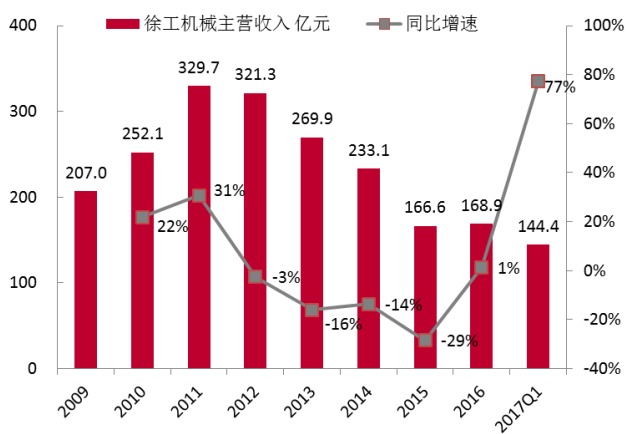
一、上半年净利润 5.5 亿元，业绩同比增长 333%.....	- 3 -
1. 上市公司传统产业与新兴板块全线增长.....	- 3 -
2. 公司经营质量大幅提升 .....	- 3 -
二、产品销量大幅增长，海外市场表现强劲.....	- 4 -
1. 公司传统产业与新兴板块全线发力增长.....	- 4 -
2. 海外市场表现强劲 .....	- 5 -
3. 落地公司管理年各项部署，重点夯实经营质量.....	- 5 -
4. 落地“技术领先、用不毁”行动金标准 .....	- 6 -
三、徐工机械：定增促进转型升级，布局高端市场.....	- 6 -
四、新总裁上任，公司管理层顺利交接，经营保持稳定.....	- 7 -
五、徐工集团：挖掘机业务大幅增长.....	- 7 -
六、盈利预测与估值 .....	- 7 -
七、风险提示 .....	- 8 -

## 一、上半年净利润 5.5 亿元，业绩同比增长 333%

### 1. 上市公司传统产业与新兴板块全线增长

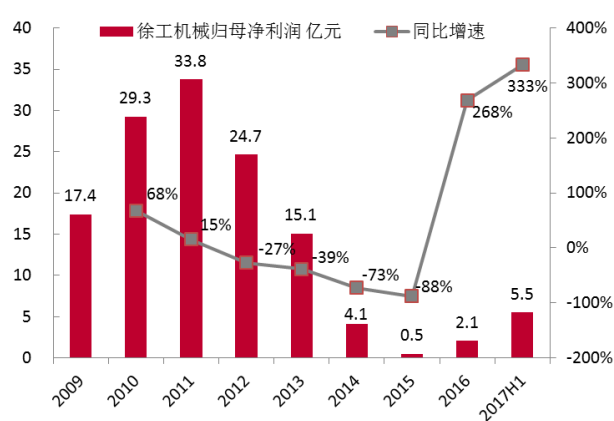
- **事件：**公司发布 2017 年半年报，公司实现营业收入 144.41 亿元，同比增长 77.44%；归属于母公司所有者净利润 5.50 亿元，同比增长 333.27%。
- **公司业绩高增长的原因主要为：**2017 年上半年，以起重机械、铲运机械、桩工机械、压实机械等主要产品销售回暖。

图表 1：公司上半年营收同比增长 77.44%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：公司上半年净利润同比增长 333.27%

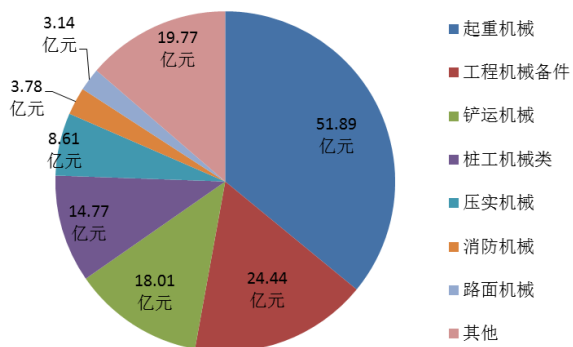


来源：wind，中泰证券研究所

### 2. 公司经营质量大幅提升

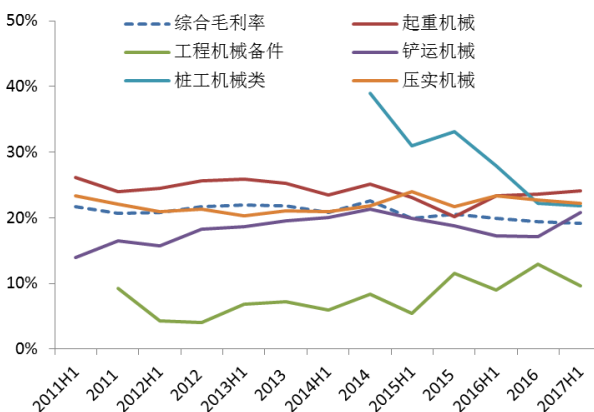
- **毛利率保持稳定：**上半年公司综合毛利率 19.13%，基本保持稳定。
- **经营性现金流同比大幅增长：**上半年，公司持续优化运营指标、强力出清风险，经营性现金流净额为 16.65 亿元，同比增长 210.19%。
- **三费率下降明显：**公司经营基本面各项基础指标全面夯实向好，上半年三费率合计 13.55%，比 2016 年底降低 2.59 个百分点。

图表 3：公司上半年分产品营收情况

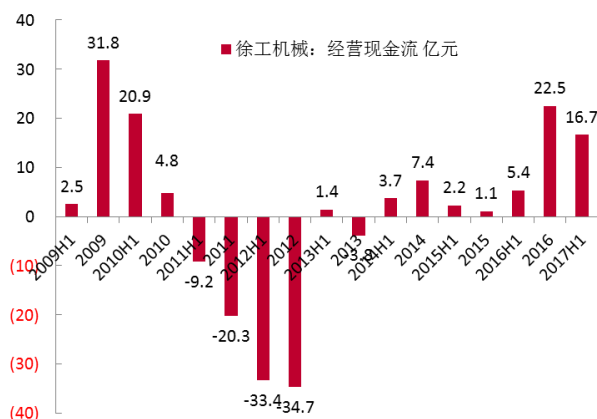


来源：公司公告，中泰证券研究所

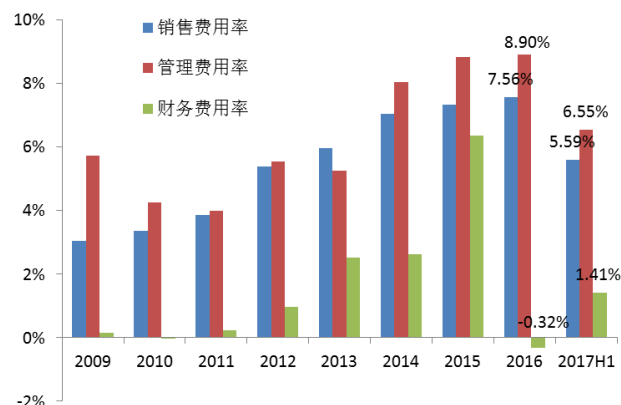
图表 4：上半年公司毛利率基本保持稳定



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 5：公司上半年经营性现金流 16.7 亿元，同比增长 210%**


来源：wind，中泰证券研究所

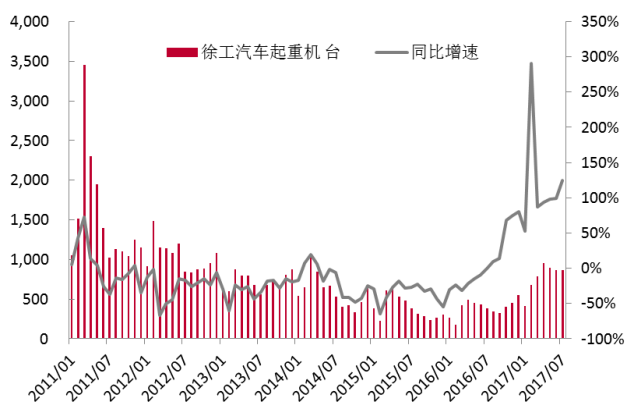
**图表 6：公司三费率合计 13.55%，比 2016 年底降低 2.59 个百分点**


来源：wind，中泰证券研究所

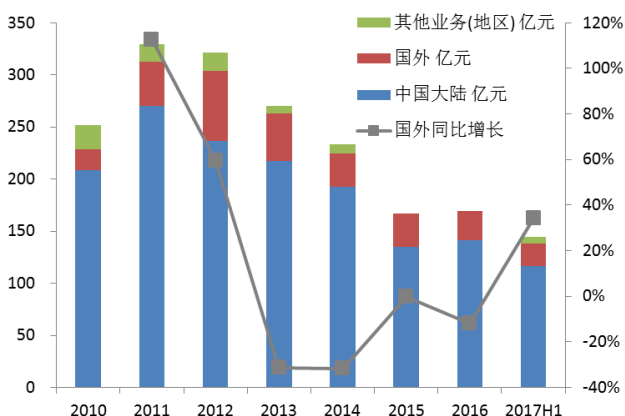
## 二、产品销量大幅增长，海外市场表现强劲

### 1. 公司传统产业与新兴板块全线发力增长

- 传统三大主机引领发力：**轮式起重机销量同比增长 1 倍，履带起重机市场占有率大幅提高，起重机销量稳居行业第一；铲运机械突围海外，出口同比增长 96%；代表道路机械高端水平的双钢轮压路机、12m 以上摊铺机、200 马力以上平地机三产品市场占有率分别稳步提高，平地机整体市场占有率行业第一。
- 新兴板块快速挑大梁：**领跑行业的桩工机械持续加速，旋挖钻机、定向钻两钻产品市场占有率均超过 40%；环卫装备销量同比增幅近 60%，综合市场占有率稳居行业前三强；随车起重机整体市场占有率已达 56%；举高类消防车市场占有率稳居行业第一。
- 孵化培育板块加快成长：**筹建专业化的道路养护机械分公司，全面发展的沥青拌合站销量翻番增长，稳定土拌合站销量同比增长 45%，系列底盘类综合养护车开始全面推向市场，道路养护机械销量同比增长 71%；高空作业车销量翻番增长，市场占有率居行业第二，桥梁检测车销量同比增长 50%，高空作业平台半年度收入近亿元，公司在高空作业装备领域的整体实力已初步跻身国内前列；隧道掘进机销量增长近 2 倍，系列暗挖、凿岩台车市场开发取得突破性进展，与母公司旗下稳健成长的盾构机协同，公司成套性隧道施工装备发展已走在国内前列。

**图表 7: 徐工汽车起重机 1-7 月销量同比增长 108%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 公司海外营收同比增长近 40%**


来源: wind, 中泰证券研究所

## 2. 海外市场表现强劲

- **产品出口翻番增长:** 根据国家海关数据, 上半年徐工品牌主机出口和自营出口额稳居行业国内品牌第一, 海外市场表现十分抢眼。徐工重兵投入的亚太区市场上半年销售翻番增长, 一带一路国家市场出口收入同比大幅增长, 重点突破的非洲区出口收入翻番增长, 履带吊、旋挖钻机、水平定向钻及为母公司出口的塔机、混凝土搅拌站等产品出口量均翻番增长; 350 马力大型矿用平地机进入必和必拓世界最大铁矿主产区。
- **海外布局开始进入收获期。** 徐工巴西制造上半年收入翻倍, 在南美八国市场拿下一批大订单, 与淡水河谷等大客户达成合作协议; 在将压路机批量出口美国, 启动了美国 KD 工厂建设的规划布局; 筹建专业化的跨境电商销售公司, 跨境电商直销收入持续翻番增长。

## 3. 落地公司管理年各项部署, 重点夯实经营质量

- **扎实推进压降应收账款、强控风险“一号工程”:** 死死盯住应收账款压降、现款回收两大关键指标, 公司在营业收入同比增长 77.44% 之下, 应收账款增幅控制在 7% 以内; 持续严控债权逾期, 加大二手车消化力度, 规范了资产评估和账务处理, 各项强有力的措施综合显效, 使上半年公司实现经营性现金流净额 16.7 亿元, 同比增长 210.19%。
- **严格依法治企:** 公司法务、纪委协同公检法系统全力查处突破一批重大案件, 重点加强拒执罪案件的办理, 有力地惩治了一些老赖用户, 有效推动了应收账款清收工作; 强化了市场管控和经销渠道的整顿规范, 进一步加大经销商的资产抵押比率。
- **加快推进流程信息化和物流、备件业务整合:** 全面启动流程信息化, 建成了全公司统一的移动互联网管理平台, 完成 5 家试点单位生产和营销业务典型流程集成, 完善提升了物联网产品大数据分析及输出能力; 完成 6 家试点单位生产物流和 6 家试点单位整机物流的整合切换, 试点推进了零部件物流业务, 已初步显现流程优化、降本增效的效果; 完成供应链管理平台构建, 初步实现全价值链供应链管理的深度对接; 成立了备件监督管理部, 有效支撑市场开拓和满足客户超值需求, 提升公司后



市场运营能力。

- **优化提升产能布局：**加快实施起重机“东进提升计划”，加快环境产业布局，加快由环保设备制造商向环境治理与运营服务商的拓展。
- **推进定向增发工作：**公司拟向4家战略投资者非公开发行股票，募集资金金额不超过51.56亿元，公司于2016年12月底向中国证监会提交申报材料，并于今年5月19日完成首轮反馈回复。

#### 4. 落地“技术领先、用不毁”行动金标准

- **关键重要零部件产业化取得实质性突破：**公司团队和徐工欧研中心德国专家团队联合攻关的挖掘机液压多路阀、MYF200新型电控变速箱，质量性能表现得到用户的认可；70到110吨起重机主阀实现国产化完全替代国外品牌；360吨矿用挖掘机液压油缸在澳大利亚力拓集团矿山无故障运行已超9000小时，远远超过客户要求的5000小时，跻身这一领域世界最顶尖产品行列。
- **重大技术创新产品加快走向市场：**徐工全球首台八轴1200吨风电专用全地面起重机向电力系统大客户发车，在国内百吨以上超级移动式起重机市场独占鳌头并替代进口；高端装载机批量销售；多功能抑尘车、系列底盘类道路综合养护车、系列曲臂式及剪叉高空作业平台、大型双轮铣、大吨位水平定向钻等一批新产品推向市场即倍受用户青睐。
- **加快推进全球创新布局：**重点加快巴西研发中心、美国研发中心建设；今年4月，工信部苗圩部长到徐工欧洲研发中心视察，对徐工智能制造、零部件研发和扎根德国推进国际化研发给予充分认可；国内首个针对大型工程机械提供全方位整机性能测试的综合试验场建成投入使用；研究院承担的无人操控工程机械、全自动变速箱、系列高端液压阀、减速机等重大基础性研发项目都在加紧实施；持续推进全球协同研发项目，策划推动公司智能制造规划，加快建设完善行业首个工业云平台。
- **落地“技术领先、用不毁”行动金标准：**公司选取七大主导产品融合国际先进标准，从产品全生命周期深入践行“技术领先、用不毁”产品标准提升行动，主导产品质量显著提高，品牌美誉度明显增强。

### 三、徐工机械：定增促进转型升级，布局高端市场

- **52亿定增锁定3.13元价格：**2016年12月13日公司发布定增预案，拟3.13元/股向华信工业、盈灿投资、泰元投资和泰熙投资定向增发不超过16.47亿股，募集资金52亿元左右。募集资金扣除发行费用后拟用于高端装备智能化制造项目、环境产业项目、工程机械升级及国际化项目、工业互联网提升项目以及增资徐工集团财务有限公司。
- **定增定向持股情况：**本次非公开发行A股股票完成后，华信工业、盈灿投资、泰元投资、泰熙投资分别持有公司7.38%、5.19%、4.61%和1.85%的股份（其中泰熙投资、泰元投资的普通合伙人均为杭州新俊逸，构成一致行动关系，其合计持有公司股份的比例为6.46%），成为持有公司5%以上的股份的股东。
- **引入战略投资者华信工业，为拓展国际市场，提高“一带一路”沿线区域**

**影响力：**华信工业是上海华信国际集团的全资子公司，实际控制人是中国华信能源有限公司（以下简称中国华信）。中国华信立足于国际能源与金融业务，国际业务占比达 100%。目前公司主要业务集中在欧洲国家，我们预计有望拓展至中东、北非等区域，与国家“一带一路”战略契合。公司通过绑定中国华信，可有效利用华信的市场渠道等海外优势，实现国际业务的跨越式发展。

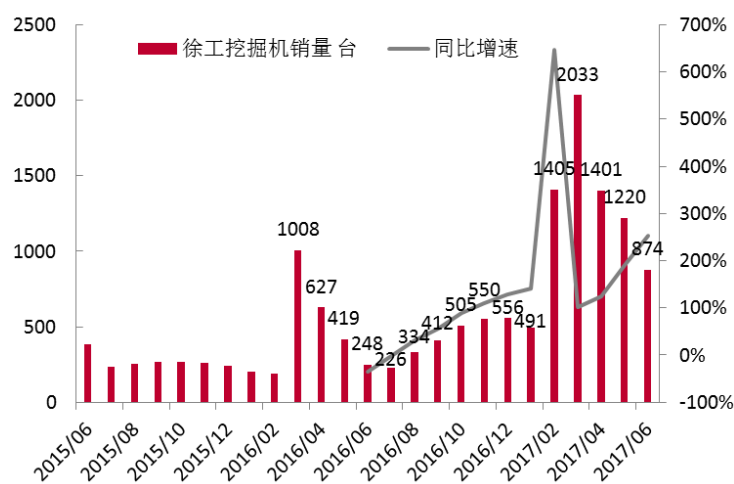
#### 四、新总裁上任，公司管理层顺利交接，经营保持稳定

- 因公司发展战略及工作调整，原总裁王民先生辞职、仍担任董事长，杨东升先生将担任徐州工程机械集团有限公司、徐工集团工程机械有限公司总经理、董事职务，并继续担任公司部分下属子公司董事长职务。
- 2017 年 4 月 10 日，经公司董事长王民先生提名，公司董事会聘任陆川为公司总裁，公司管理层实现顺利交接，有利于公司新领导班子的建设，企业法人治理结构的完善，更有助于推动公司“十三五”及“珠峰登顶”战略目标的实现。

#### 五、徐工集团：挖掘机业务大幅增长

- 徐工挖掘机（上市公司体外，目前在徐工集团中）经过多年的成长，逐渐成为国内挖掘机行业的第一集团军，市占率稳定在近 10% 的水平，仅次于三一重工和卡特彼勒。根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 1-6 月徐工集团挖掘机累计销售 7424 台，同比增长 175.6%，市场份额为 10%；相比于两年以前（2015 年）的市场份额（3.4%），徐工集团在挖机板块实现了大幅增长。

图表 9：徐工挖机销量情况：2016H2 开始销量同比大幅增加



来源：wind，中泰证券研究所

#### 六、盈利预测与估值

- **盈利预测：**我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 241 亿元、325 亿元、385 亿元，同比分别增长 42.6%、34.8%、18.6%；归属于母公司净利润分别为 9.83 亿元、14.52 亿元、19.94 亿元，同比分别增长 371.4%、47.7%、37.3%；对应 EPS 分别为 0.14 元、0.21 元、0.28 元，对应 PE 分别为 27x、18x、13x。
- **核心骨干持股，激励机制较好：**徐工集团核心骨干员工于 2015 年 2 月认购了申万宏源宝鼎众盈 1 号集合资产管理计划；资管计划主要投资于公司股票，实现个人利益与公司利益的统一；资管计划总规模为 27747 万元，存续期为 36 个月。该资管计划建仓均价为 5.07 元/股，目前股价倒挂。
- **估值分析与投资建议：**与工程机械产业链龙头公司估值比较，徐工机械 2017-2019 年 PE 相对偏低，具有估值优势。横向比较来看，徐工 PB 估值略高于中联重科，远低于三一重工；纵向比较来看，徐工目前的 PB 为 1.4 倍，处于历史估值下沿。基于工程机械行业复苏的持续性，我们认为公司业绩有望超预期，维持“买入”评级。

## 七、风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 周期性行业反弹持续性风险；
- 行业内公司竞争关系变化风险；
- 主要产品销量增速低于预期风险；
- 企业经营性现金流恶化风险。



**图表 10：徐工机械三张表预测**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	23,306,281	16,695,782	16,891,230	24,081,826	32,469,527	38,492,624
增长率	-17.14%	-28.4%	1.2%	42.6%	34.8%	18.6%
营业成本	-18,033,479	-13,261,892	-13,607,173	-18,699,538	-25,228,822	-29,446,857
% 销售收入	77.4%	79.4%	80.6%	77.7%	77.7%	76.5%
毛利	5,272,802	3,433,889	3,284,057	5,382,288	7,240,704	9,045,767
% 销售收入	22.6%	20.6%	19.4%	22.4%	22.3%	23.5%
营业税金及附加	-110,970	-127,023	-87,915	-142,083	-191,570	-227,106
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,639,672	-1,219,736	-1,277,479	-1,743,524	-2,350,794	-2,786,866
% 销售收入	7.0%	7.3%	7.6%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-1,874,816	-1,483,506	-1,502,501	-2,143,283	-2,889,788	-3,425,844
% 销售收入	8.0%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	1,647,344	603,625	416,162	1,353,399	1,808,553	2,605,951
% 销售收入	7.1%	3.6%	2.5%	5.6%	5.6%	6.8%
财务费用	-610,518	-1,058,215	54,832	-110,736	-129,623	-138,073
% 销售收入	2.6%	6.3%	-0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-622,485	-544,033	-550,897	-572,472	-572,472	-572,472
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	36,925	862,234	199,059	366,073	475,788	346,973
% 利润总额	6.8%	1482.0%	83.0%	31.2%	27.5%	14.6%
营业利润	451,266	-136,389	119,156	1,036,263	1,582,246	2,242,379
营业利润率	1.9%	-0.8%	0.7%	4.3%	4.9%	5.8%
营业外收支	92,009	194,570	120,735	135,771	150,359	135,622
税前利润	543,274	58,180	239,892	1,172,034	1,732,605	2,378,001
利润率	2.3%	0.3%	1.4%	4.9%	5.3%	6.2%
所得税	-136,353	-110,737	-23,301	-147,676	-218,308	-299,628
所得税率	25.1%	190.3%	9.7%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	-6,380	-109,230	8,007	41,021	62,348	84,401
归属于母公司的净利润	413,302	56,673	208,583	983,337	1,451,949	1,993,972
净利润率	1.8%	0.3%	1.2%	4.1%	4.5%	5.2%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	0	0	0	41,021	62,348	84,401
非现金支出	1,356,404	1,345,803	1,316,639	1,532,952	1,812,088	2,104,114
非经营收益	493,371	-249,748	185,962	-391,108	-496,524	-344,522
营运资金变动	-1,519,029	-932,925	526,148	-4,655,960	-7,564,505	-6,587,905
经营活动现金净流	737,668	110,574	2,245,340	-2,448,736	-4,672,298	-2,665,539
资本开支	816,873	253,278	382,545	2,056,808	2,550,851	2,665,125
投资	-483,000	-1,627,587	-1,312,910	-1,141,166	-1,141,166	-1,141,166
其他	428,831	123,207	355,421	366,073	475,788	346,973
投资活动现金净流	-871,042	-1,757,658	-1,340,035	-2,831,901	-3,216,228	-3,459,317
股权募资	1,519	12,390	200	0	0	0
债权募资	-779,316	2,437,610	-153,822	2,078,751	7,246,416	5,471,333
其他	-1,099,534	-826,061	-565,548	-118,156	-234,739	-138,073
筹资活动现金净流	-1,877,331	1,623,939	-719,171	1,960,596	7,011,678	5,333,260
现金净流量	-2,010,705	-23,146	186,135	-3,320,042	-876,848	-791,597

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,158,102	4,999,501	4,936,480	4,886,284	4,820,183	4,792,749
应收款项	22,556,802	21,616,050	18,481,347	26,402,259	37,062,408	45,423,933
存货	7,714,323	5,748,110	6,643,725	7,500,308	10,250,505	12,391,883
其他流动资产	1,110,079	415,547	430,495	683,407	904,514	1,064,720
流动资产	36,539,306	32,779,208	30,492,047	39,472,258	53,037,610	63,673,285
% 总资产	74.8%	76.8%	69.3%	72.8%	76.6%	78.5%
长期投资	1,022,718	1,848,830	3,517,166	3,517,166	3,517,166	3,517,166
固定资产	8,581,254	6,213,009	7,655,910	9,025,130	10,464,313	11,750,318
% 总资产	17.6%	14.5%	17.4%	16.7%	15.1%	14.5%
无形资产	2,196,777	1,509,348	1,881,168	1,744,047	1,766,458	1,749,557
非流动资产	12,311,232	9,928,736	13,485,007	14,717,106	16,178,699	17,447,804
% 总资产	25.2%	23.2%	30.7%	27.2%	23.4%	21.5%
资产总计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089
短期借款	5,175,856	9,078,435	7,802,844	9,881,595	17,128,012	22,599,345
应付款项	14,215,932	9,961,320	11,457,072	15,759,196	21,734,784	25,746,736
其他流动负债	371,257	214,551	269,339	439,358	425,602	488,854
流动负债	19,763,045	19,254,307	19,529,255	26,080,149	39,288,398	48,834,935
长期贷款	3,048,348	1,349,418	969,921	969,921	969,921	969,921
其他长期负债	5,600,185	1,500,082	2,996,296	5,738,469	6,042,870	6,322,740
负债	28,411,578	22,103,807	23,495,471	32,788,539	46,301,189	56,127,596
普通股股东权益	20,118,935	20,591,291	20,457,846	21,336,067	22,788,016	24,781,988
少数股东权益	320,024	12,846	23,736	64,757	127,105	211,504
负债股东权益合计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.187	0.008	0.030	0.140	0.207	0.285
每股净资产 (元)	9.100	2.907	2.919	3.045	3.252	3.536
每股经营现金净流 (元)	0.334	0.016	0.320	-0.355	-0.676	-0.392
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.015	0.015	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.05%	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
总资产收益率	0.85%	0.13%	0.47%	1.91%	2.19%	2.56%
投入资本收益率	4.40%	-2.12%	1.58%	4.41%	4.43%	5.27%
增长率						
营业总收入增长率	-17.14%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	18.55%
EBIT增长率	-43.57%	-63.36%	-31.06%	225.21%	33.63%	44.09%
净利润增长率	-74.20%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
总资产增长率	-5.01%	-12.57%	2.97%	23.22%	27.73%	17.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	322.9	416.1	361.3	320.0	335.0	348.0
存货周转天数	158.2	185.3	166.2	146.4	148.3	153.6
应付账款周转天数	159.7	168.8	141.3	148.1	152.3	153.9
固定资产周转天数	113.1	155.4	146.7	127.4	113.5	111.0
偿债能力						
净负债/股东权益	42.25%	33.61%	33.32%	41.83%	70.98%	87.08%
EBIT利息保障倍数	2.7	0.6	-7.6	12.2	14.0	18.9
资产负债率	58.16%	51.76%	53.43%	58.40%	65.37%	67.87%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。