华锐铸钢(002204)

高端重工龙头，价值低估

收盘价(元): 27.00

目标价(元): 40.16

投资评级：B--买入(首评)

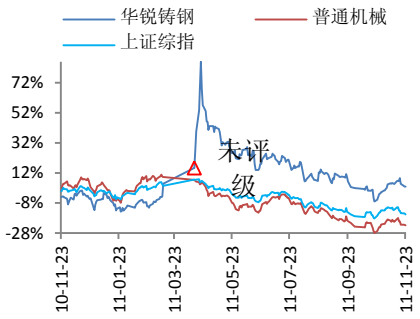
装备制造组：王合绪
执业证书编号：S0890510120008
电话：021 5012 2369
邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

联系人：毛雪梅
电话：021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	21400.00
流通 A 股/B 股(万股)	21400.00/0.00
资产负债率(%)	56.74
每股净资产(元)	5.44
市净率(倍)	4.96
净资产收益率(加权)	0.00
12 个月内最高/最低价	48.92/22.21

股价走势图



相关研究报告

1《重工起重集团整体上市带来巨大空间》，2011.04.13

◎投资要点：

◆连续 17 年重工行业盈利第一。拟定向增发置入的大连重工起重集团曾经在中国重型机械工业协会所属中国一重集团、二重集团、太重集团等重工企业中盈利规模连续 17 年名列第一，显示公司持续强大的盈利能力和背后的企业管理和文化积淀。

◆管理层持股激发创业精神。管理层持股后以创业的心态参与公司的管理，其敬业程度和执行力大大强于国企同行，甚至不要与民营企业。这是集团能连续 17 年排名重工机械行业第一，华锐风电能在 5、6 年的时间内从零做到了国内第一和世界前三的风机制造商的根本原因。

◆传统业务逆势增长。为应对公司传统业务冶金机械的增长放缓，公司抓住国家焦化行业上大压小的政策机遇，适时推出国际领先的节能环保型焦炉机械，获得了大量订单，成为产业升级的受益者。为扩大起重机的市占率，推出优化设计的轻型起重机系列，强力拓展新领域，从国际大厂商德马格和科尼手里夺取市场份额。目前公司冶金机械和起重机在手订单充足，未来三年有望保持 20%以上的增长速度。

◆新业务进口替代空间巨大。公司是我国最大的风电配件供应商，在风电电控系统、齿轮箱、变桨系统等要害部件的生产方面都处于国内领先的地位。电控系统等风电核心配件进口替代空间巨大，明年将开始恢复增长。同时，公司还是国内领先的大型船用曲轴、盾构机和高端铸锻件制造商，这些产品都处于进口替代的快速进行时期，未来增长潜力巨大。

◆盈利预测与估值。冶金机械和风电配件明年都将实现增长，参考公司对业绩的承诺，假设 2011 年增发完成，我们预测公司 2011-2013 年全面摊薄每股收益分别为 2.08 元、2.36 元和 2.60 元，同类公司中国一重等 6 家公司 2011-2013 年平均市盈率分别达 30 倍、22 倍和 18 倍，市盈率中值分别为 24 倍、17 倍、和 15 倍。即使按保守的原则，华锐铸钢也可以支承 2011 年 20 倍市盈率，合理价位在 40.16 元。

◎不同之处：

风电行业未来 3-5 年依然能维持 20%以上的增长。核电在中国发展受

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1388.20	1386.44	195.05	13587.09	14945.80	16440.38
同比增速(%)	60.59	-0.13	-22.43	880.00	10.00	10.00
净利润(百万)	154.71	136.35	2.93	893.23	1013.83	1119.76
同比增速(%)	19.84	-11.86	-71.80	555.08	13.50	10.45
毛利率(%)	18.72	21.30	15.03	19.79	20.00	19.90
每股盈利(元)	0.72	0.64	0.01	2.08	2.36	2.61
ROE(%)	14.68	11.15	0.24	42.65	34.39	28.82
PE(倍)	0.00	0.00		6.47	5.70	5.16

正文目录

1. 整体上市：变身综合性装备制造商 3
1.1. 冶金机械 3
1.2. 起重机械 3
1.3. 散料装卸机械 4
1.4. 港口机械 4
1.5. 风力发电设备零部件 4
1.6. 船用曲轴 4
1.7. 隧道掘进机/盾构机 5
1.8. 核环吊 5
1.9. 大型铸锻件 5
2. 行业地位：最会挣钱的行业龙头 6
2.1. 连续 17 年盈利行业第一 7
2.2. 传统业务逆势增长 7
2.3. 新业务进口替代空间巨大 8
3. 激励机制：管理层持股激发创业精神 11
4. 技术研发：瞄准国际水平 12
5. 区位优势：分享地利之便 13
6. 国际市场：增长潜力巨大 14
7. 盈利预测与估值 14

图表目录

图 1 2010 年重型机械行业主要企业工业产值排名 7
图 2 2009 年风电齿轮箱市场份额分布 9
图 3 铸件和锻件新产品不断升级 11
图 4 公司焦炉机械快速增长 8
图 5 焦化行业上大关小时间表 8
图 6 公司起重机销售快速增长 8
图 7 公司的泉水临海研制基地 13
图 8 瓦房店制造基地 13

表 1 华锐铸钢注入后主营业务简介 5
表 2 重机类上市公司收入和盈利规模比较 7
表 3 2010 年全球六大风机供应商 9
表 4 2009 年中国主要风电齿轮供应商 9
表 5 华锐铸钢注入资产后主要产品行业地位 10
表 6 重工起重集团管理层持股情况 12
表 7 重工起重集团集团公司前 10 位国际客户名单 14
表 8 华锐铸钢主要财务数据预测 15
表 9 行业内公司盈利预测与估值 15

（本报告共有图 8 张，表 9 张）

1.整体上市：变身综合性装备制造商

2011 年 4 月 13 日华锐铸钢发布董事会公告，华锐铸钢拟通过向重工·起重集团发行股份的方式购买重工·起重集团拥有的除华锐风电和大重公司股权之外的装备制造业经营性资产和负债。定向增发价格为董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（经过 2010 年每 10 股送 1.15 元的利润分配方案调整后）25.29 元。本次交易拟购买的标的资产评估值为 544,223.96 万元，据此计算将增发的股份数在 2.14 亿元左右，增发后总股份将增加到 4.28 亿股。

公司已与交易对方重工·起重集团签署了《利润补偿框架协议》和《利润补偿框架协议的补充协议》，经交易双方同意，如果本次交易于 2011 年度实施完毕，重工·起重集团对华锐铸钢的利润补偿期间为 2011 年、2012 年、2013 年；如果本次交易于 2012 年度实施完毕，重工·起重集团对华锐铸钢的利润补偿期间为 2012 年、2013 年及 2014 年。标的资产 2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年拟实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为 77,046 万元、84,014 万元、88,072 万元及 88,284 万元。

华锐铸钢注入大连重工集团几乎所有的资产后，在原有大型高端铸锻件产品的基础上，增加散料装卸机械、冶金机械、起重机械、港口机械四大类传统主导产品和兆瓦级风力发电设备核心部件、大型船用曲轴、隧道掘进机/盾构机、核电站用设备等新拓展产品，从而由单一铸锻件制造业公司变为综合性装备制造业公司。

1.1.冶金机械

公司冶金机械产品主要包括冶金车辆、炼焦设备、连铸设备、轧钢设备及冶炼设备等，近年来公司加大了对传统产品的升级改造力度，焦炉设备产品规格由 6 米升级到 7.63 米，自主开发了 7 米焦炉、5.5 米捣固焦炉，目前公司焦炉机械产品技术水平国内领先，5.5 米捣固焦炉、6 米焦炉市场占有率达 50%以上，7 米以上焦炉机械市场占有率达到 90%。公司连铸设备具备机、电、液自主成套设计、制造、安装调试和工程总承包能力，关键部件大包转台技术国内领先，中小型板坯连铸市场占有率在 25%左右。轧钢设备具备大型冷、热连轧生产线工程总承包能力，国内市场占有率 20%左右。混铁水车拥有国际先进产品技术，领先于国内同业，市场占有率达 90%以上。公司近年先后承揽莱钢 1,500mm 热连轧成套设备，开创了国内大型板坯连铸连轧成套设备机、电、液系统集成及自主设计、制造、安装、调试的先河，承揽太钢 7.63 米焦炉机械成套设备，是国内首套最大规格的大容积环保型焦炉机械。2009 年公司与陕西龙门煤化工有限公司签订了 4 套 5.5 米捣固焦炉合同，与冀中能源峰峰集团签订 4 套 7 米焦炉机械设备合同等。

1.2.起重机械

公司起重机械产品主要包括桥式起重机、冶金起重机、门式起重机、造船起重机等。公司在中型起重机、造船起重机方面具有一定优势，近两年大型冶金吊、铸造吊也取得了突破，开发了首钢 480t 铸造起重机、600t 造船门式起重机、2 万吨桥式起重机、900t 单主梁、1,000t 双梁造船门吊。目前公司桥门式起重机产品技术水平较为先进，接近国外起重机的第六代产品水平；造船用起重机设计制造技术在国内同业中处于领先地位，市场占有率达 50%。公司近年先后为烟台莱福士船厂设计开发了 2 万吨多吊点桥式起重机，为大连造船厂及渤船重工有限公司设计生产了 3 台 600t 造船式起重机。2009 年公司与俄罗斯签订了 12 台 40 吨桥式起重机合同，2010 年 3 月又续签 12 台。2009 年公司成功研制了国内吨位最大、技术最先进的 45/50t 钢锭夹钳起重机，开创了国内该类起重机设计生产先河，确立了该类产品的市场主导地位。

1.3.散料装卸机械

散料装卸机械产品主要包括堆料机、取料机、堆取料机、翻车机系统等。近两年公司先后完成 10,000t/h 取料机、12,500t/h 堆料机的制造，开发了具有自主知识产权的三车翻车机等。公司斗轮堆取料机产品技术水平国内领先，特别是大型斗轮堆取料机在国内占据主导地位，是国内唯一具备设计制造 6,000t/h ~ 10,000t/h 堆取料机能力的企业。公司曾为秦皇岛港煤码头设计制造出国内首台 DB6480 ·44 型和曹妃甸矿石码头 DBK7500 ·47 型堆料机，为秦皇岛港煤码头设计制造国内第一台 QL6000 · 55 型斗轮取料机。2010 年 5 月，企业又与唐山曹妃甸港区煤码头签订了价值 6 亿余元的 15 台散料机械设备，其中包括拥有自主知识产权的 5 台 6,840 吨/小时堆料机、7 台 6,000 吨/小时取料机、3 套三车翻车机。单车翻车机和双车翻车机国内市场占有率为 70%；两用翻车机和三车翻车机卸车系统国内市场占有率达 90％以上。

1.4.港口机械

港口机械产品主要包括装船机、卸船机、岸边集装箱起重机、场地集装箱装卸桥、门座起重机等。公司装船机、卸船机产品技术较为先进，1,800t/h 以上装船机市场占有率为 30%；1,250t/h 以上卸船机市场占有率为 40%以上，1,250t/h 以下卸船机约 20%。2009 年，公司为上海宝钢集团设计制造出国内首台每小时 3,600 吨连续卸船机，该产品是我国首台自主制造、设备卸载能力最大、自动化程度最高的卸船机，标志着公司在该类产品领域的技术水平在国内处于领先地位。2009 年 5 月，公司为宁波三星有限公司制造的 251t 门座起重机开创了国内超高、超大、超重整机滚装运输先河。

1.5.风力发电设备零部件

目前公司内部已具备 1.5 兆瓦及 3 兆瓦风电齿轮箱、1.5 兆瓦及 3 兆瓦电控系统、1.5 兆瓦及 3 兆瓦轮毂、偏航齿圈、主机架、偏航驱动器、变桨减速机等核心零部件制造能力。公司的风电产品受到了国家发改委大力支持，在国内率先实现了批量化生产。在核心零部件中，近两年公司重点发展风电齿轮箱，目前 1.5MW、3MW 机型实现批量化生产，已达到年产 2,000 台以上生产能力。1.5MW 风电齿轮箱机型采用德国成熟的先进技术，在消化吸收国外技术的同时公司加强自主创新和产品研发能力，自身技术实力不断提高，目前公司自主研发的 1.65MW、3MW 海陆两用风电齿轮箱机型，技术接近国际先进水平，与国内同业相比先发优势明显。2MW 样机已试车成功，5MW 海上风电齿轮箱样机也已在国内率先研发成功。公司风电齿轮箱研发方向符合未来风电向海上发展的趋势。

1.6.船用曲轴

公司从 2007 年开始进行大型曲轴的研制，截至到 2009 年末已共计生产大型曲轴 57 支，打破了我国不能自主生产大型曲轴的历史，结束了长期以来国外企业垄断的局面。2009 年公司曲轴产能达到 75 支/年，预计到 2011 年达到 150 支/年。曲轴生产主体为大连华锐船用曲轴有限公司。受金融危机影响，2009 年生产船用曲轴 26 支，较上年减少 5 支。公司与中科院金属所联合开展了“大型船用曲轴热装及关键冷加工技术”开发及 5 项子课题研究，2007 年 12 月，首支 6S50MC-C 型船用曲轴研制成功，破解了又一重大装备国产化课题。2009 年 4 月，具有标志性的国内最大的 90 型船用曲轴成功下线，并顺利通过了德国劳氏船级社和韩国斗山柴油机公司的船检，标志着我国大型船用曲轴自主化生产取得了又一重大突破。

1.7.隧道掘进机/盾构机

隧道掘进机/盾构机是集多领域科技成果于一身，用于城市地下轨道交通、公路铁路、过江跨海隧道的施工设备，是一个国家装备制造业水平的标志性产品。公司 2005 年与美国罗宾斯公司合作出产第一台直径 8 米敞开式隧道掘进机，目前已全面掌握产品技术。隧道掘进机/盾构机生产主体是华锐股份分公司重型机器一厂。2008 年公司为四川锦屏生产了当时国内最大的断面直径 12.4 米硬岩掘进机，2009 年公司自主开发设计的直径 6.21 米复合式土压平衡盾构机经过北京交通大学、中国中铁工程、中铁隧道等 9 家单位评审认定，主要技术参数及基本配置满足复合地质条件下的施工设备要求，达到国际同类产品先进水平。2009 年公司承揽了两台直径 6.37 米天津地铁土压平衡式盾构机总承包合同，实现了盾构机由分包到总包的质的飞跃，后又成功中标惠莞深城际铁路、大连地铁盾构机总包项目。

1.8.核环吊

公司从 2007 年开始进行核环吊的研发，并制造生产出我国首台核环吊，目前已具备独立设计制造 30 万千瓦和 100 万千瓦级核环吊的能力，是国内唯一能够独立设计此类设备的企业，结束了我国此类设备长期依赖进口的局面。核环吊生产主体是母公司。公司先后为中国核电集团、中国广东核电集团、辽宁红沿河核电集团、广东宁德核电集团等制造出高质量的产品，核环吊国内市场占有率约为 80%。

1.9.大型铸锻件

原上市公司华锐铸钢是专业提供大型高端铸件的制造商，形成了电站用铸件、船用铸件、重型机械铸件三大系列产品、，主导产品包括汽轮机高中压内外汽缸缸体、阀体，水电水轮机上冠、下环、叶片及轮毂体，风电轮毂，船用挂舵臂、球尾，轧机机架等，可满足大型高端铸件不同市场的特性需求。发行人为 100 万千瓦超超临界机组用大型汽缸国内独家生产商。已通过英国劳氏船级社（LR）、中国船级社（CCS）、美国船级社（ABS）、德国船级社（GL）等九个船级社认证，以及东芝（TOSHIBA）、日立（HITACHI）、通用电气（GE）、三菱重工（MITSUBISHI）、西门子（SIEMENS）、阿尔斯通（ALSTON）六个著名国际公司工厂认证。

表 1 华锐铸钢注入后主营业务简介

产品名称	图例	下游行业	行业地位
1. 散料装卸机械 堆取料机 翻车机		广泛应用于矿山、港口、电力、钢铁、焦化、水泥和化工等行业。	技术水平达到国际一流，市场占有率国内第一。主要竞争对手振华重工。
2. 冶金机械 炼焦设备 矿热电炉		钢铁行业	技术水平国际领先，市占率国内第一，成套出口南非、巴西、土耳其、伊朗等国家。主要竞争对手是太原重工。

资料来源：公司公告与网站

续上表　华锐铸钢注入后主营业务简介

产品名称	图例	下游行业	行业地位
3. 起重机械 桥式起重机 门式起重机 冶金起重机		广泛服务于机械制造、冶金、矿山、化工、造纸、电力、能源、交通等各行业。	国内技术领先，市占率第一，出口至俄罗斯、印度、巴西、墨西哥、泰国、马来西亚、越南、阿尔巴尼亚等国家。主要竞争对手是太原重工。
4. 港口机械 装卸船机 岸桥 门桥		港口散货和集装箱的装卸	国内技术和占有率仅次于振华重工，装船机和卸船机具有竞争优势。岸桥竞争力与振华重工相差较大。
5. 风电核心配件 齿轮箱 偏航和变桨 控制系统 润滑系统 轮毂和机座		风力发电机	依托华锐风电，综合风机配件国内设计和制造能力最强，主要竞争对手有南高齿和重庆齿轮。
6. 核电用起重设备		核电站建设和运营	国内技术水平和市占率第一，主要竞争对手是太原重工和上海起重设备公司
7. 大型船用曲轴		5 万吨以上船舶	产品已获得中、美、挪威等七家船级社的产品证书，得到了斗山大柴、沪东重机、宜柴、上海中船三井柴油机等国内外用户的认可。
8. 隧道掘进机（盾构）		公路、铁路和城市轨道建设	国内能生产的厂家较多
9. 大型铸锻件		火力发电、水力发电、风力发电和核电	国内一流的高端铸锻件制造商，竞争对手有一重、二重、通裕重工、太原重工。

资料来源：公司公告与网站

2.行业地位分析：最会挣钱的行业龙头

2.1.连续 17 年盈利行业第一

根据中国重型机械工业协会的统计，重工·起重集团在工业总产值上排协会所属行业第一名，如下图示，交易完成后，2010 年上市公司的盈利规模在 5 家同行业上市公司中的排名前列，营业收入排名第 2 位，营业利润排名第 1 位；净利润排名第 1 位。上市公司的盈利规模和盈利能力大幅提升，成为国内重工机械类上市公司当之无愧的龙头。

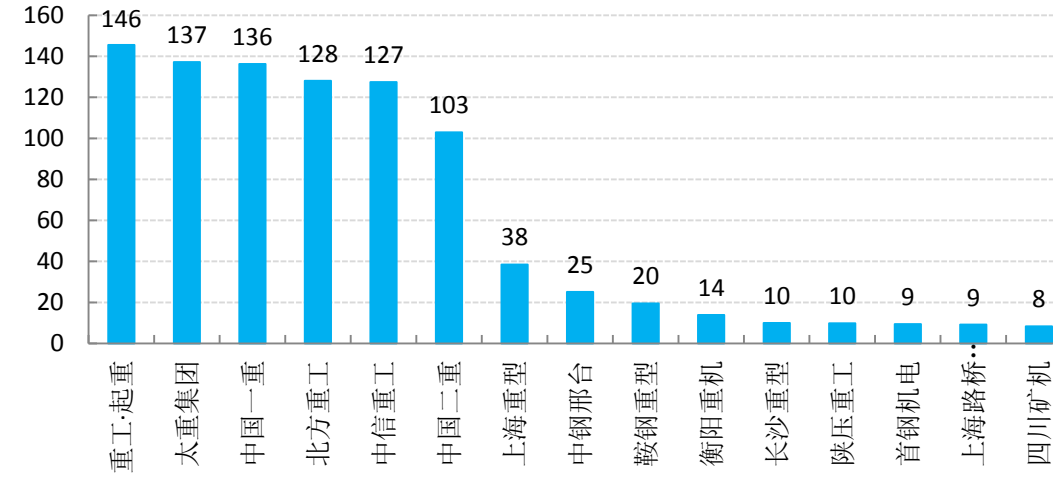
表 2 2010 年重机类上市公司收入和盈利规模比较

股票名称	营业收入	营业利润	净利润
中国一重	859,123	63,414	80,044
太原重工	965,374	69,578	65,178
振华重工	1,711,618	-86,407	-71,252
二重重装	672,498	24,273	27,980
通裕重工	11273	20694	19265
均值	**843,977**	**18,310**	**24,243**
交易后备考	**1,338,337**	**101,627**	**89,761**

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

重型机械工业协会的企业包括中国一重集团、二重集团、太重集团、上海重型等国有大型企业，大连重工起重集团的盈利规模在协会所属企业中连续 17 年名列第一，表现出行业繁荣时候能抓住机遇快速发展，行业萧条时能利用产品创新超越行业发展，显示公司高水平的企业管理和深厚的文化积淀。

图 1 2010 年重型机械行业主要企业工业产值排名 (亿元)



资料来源： 中国重工机械行业协会

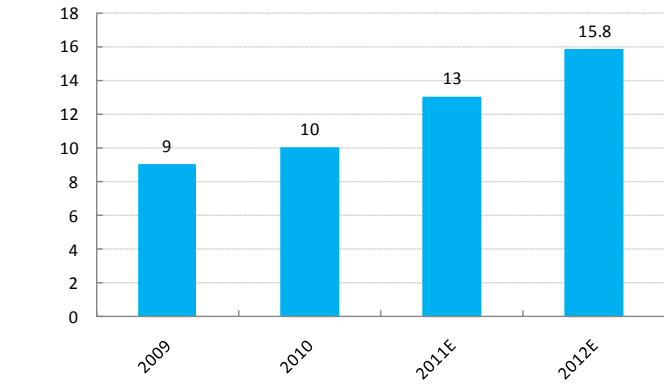
2.2.传统业务逆势增长

市场上没有进行深入调研的人对公司的冶金机械和起重机未来三年增长的持续性是充满疑虑的，因为几乎没有人相信在欧美经济萧条和国内经济增速放缓的情况下，作为传统行业的冶金机械和起重机还能继续保持增长。然而我们经过深入调研之后认为公司的冶金机械和起重机依靠产品创新和精细化管理，快速进口替代和抢夺其他厂家份额，近年来实现了逆势增长，未来三年增长仍将保持较快的增速。

焦炉机械是公司的冶金机械的主要产品，公司抓住近年来国家大力推行焦化行业节能环保、上大压小政策的契机，自主开发了多种型号的大型环保节能型焦炉机械，实现了大型焦炉设备的进口替代，其中 7.63m 大容积环保型焦炉机械达到国际先进水平，填补了国内空

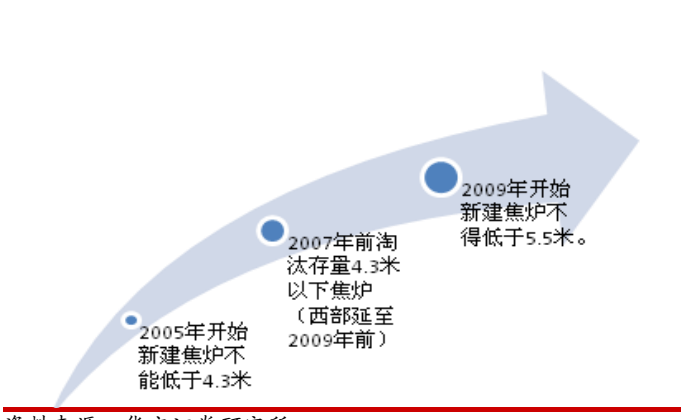
白。随着国家接连出台焦化行业的准入政策，不断提高准入门槛，先是强制淘汰 4.3 米以下的焦炉，接着开始淘汰 5.5 米以下的焦炉，这种上大压小的产能替代为公司大型的节能环保型焦炉机械提供了巨大的增长空间。同时凭借先进的技术，公司的焦炉机械已经出口到南非、巴西、土耳其、伊朗等国家。

图 2 公司焦炉机械快速增长　　单位：亿元



资料来源：华宝证券研究所

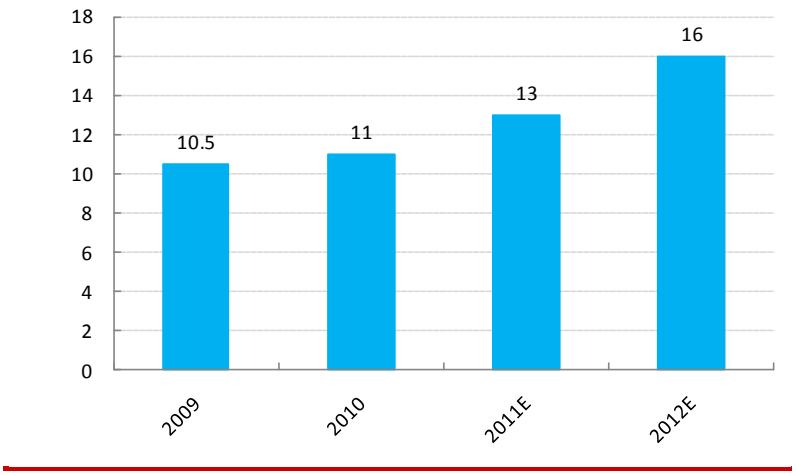
图 3 焦化行业上大关小时间表



资料来源：华宝证券研究所

起重机在一般人眼里也是竞争激烈，增长前景黯淡的行业，然而公司近年来却实现了起重机的逆势增长。通过产品系列化和标准化以及精细化管理，公司成功推出了小型化轻型化系列产品，在保住传统冶金、军工、航天等优势领域份额的同时，向化工、食品等新领域拓展。在一些小型高端领域成功夺取了原来被科尼、德马格等外资企业占据的市场，实现了逆势增长。同时公司还向起重机之乡俄罗斯出口起重机，目前出口呈现快速增长势头。目前公司手持订单超过 10 亿元，明年增长速度有望超过 20%。

图 4 公司起重机销售快速增长　　单位：亿元



资料来源：　华宝证券研究所整理

注：本图中金额不包含核电起重机

2.3.新业务进口替代空间巨大

2.3.1.风电配件走向国际水平

通过股权多元化的改革使得华锐风电在不到 10 年的时间内从零做到了国内第一和世界前三的风机制造商。大连重工起重集团的风电核心零部件也“乘风而起”迅速成长为国内一流的风电核心零部件供应商。大连重工除齿轮箱外，还已经具备电控系统、轮毂、偏航齿圈、机架、偏航驱动器、变桨减速机等部件研发、制造能力，其品质、产能可以满足目前华锐风电的需要，在同业竞争中具备明显优势。

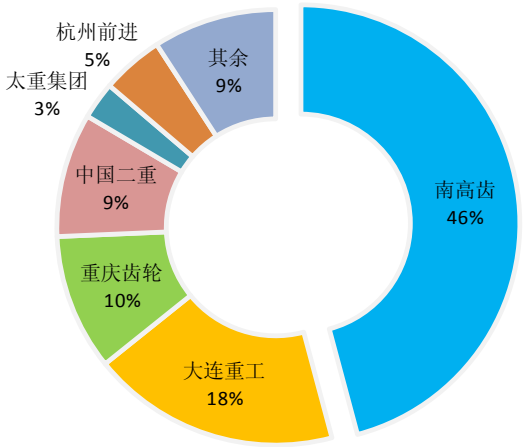
表 3 2010 年全球六大风机供应商

排名	公司	2010 年出货量（万千瓦）	市占率
1	Vestas	584.2	14.80%
2	华锐风电	438.6	11.10%
3	金风科技	385.1	9.75%
4	GE 风能	379.6	9.60%
5	Gamesa	240.5	6.08%
6	东方电气	239.8	6.06%

资料来源：华宝证券研究所根据各家公司公告整理

2009 年度，大连重工产出风电齿轮箱 2,007 台，1.5 兆瓦风电控制系统 2,150 套，生产偏航驱动器和变桨驱动器 4,930 套，核心零部件装机容量位居全国首位。2010 年 2 月，我国第一个国家海上风电示范工程—上海东海大桥 10 万千瓦海上风电场所有 34 台风电机组整体安装成功。该项目全部采用华锐风电自主研发的全球技术最先进的 3MW 海上风电机组。

图 5 2009 年风电齿轮箱市场份额分布



资料来源： 华宝证券研究所整理

注：此图只统计风电齿轮箱产量，不包括同一厂家风电齿轮箱以外的产品

2011 年公司生产的风电控制系统（包括高能变频器和低电压穿越技术）已经在华锐风电的产品中使用，使用的效果令华锐风电十分满意，明年有望获得华锐风电大比例使用。风电电控系统的进口替代是高端装备中具有战略意义的进步。标着着公司开始成为真正的国际一流风电配件公司。

表 4 2009 年中国主要风电齿轮供应商

公司	主要机型	配套用户	产能
南高齿	0.2-2MW	GE、金风科技、恩德集团、REPOWER、东方电气、浙江润达、Vestas、锋电能源、广东明阳风电、沈阳华创风能、	5000台/每年
大连重工	1.5MW-3MW、5MW（样机已研制成功）	华锐风电	2,000台/年
重庆齿轮	600kW-2.0MW风电齿轮箱，正在研究 3MW、6MW的风电齿轮箱	东方电气、浙江盛运、重庆海装、锋电能源、广东明阳风电、沈阳华创风能、	1,000台/年
中国二重	1.5MW、2.5MW	东方电气	1,000台/年
太重（集团）	1.0MW、 1.5MW、2.0MW、 2.5MW、3.0MW、5.0MW	汉维风电公司、恩德（银川）风电设备制造有限公司	300台/年，天津滨海新区将生产整机机组，计划主机年产量250台。
杭州前进	FZ63型（650kW)、FZ800型(800kW)、FZ600型	浙江运达风电、沈阳远大集团	500台/年

	(600kW)、 FZ150型（1.5MW）系列产品		

资料来源：华宝证券整理

2.3.2.船用曲轴国内一流

大型船用曲轴生产一直是制约我国造船业快速发展的重大瓶颈。大型船用曲轴是船用柴油机的关键部件，制造精度高，性能要求苛刻，工艺复杂。据介绍，大型船用曲轴要求与船舶寿命相等，终身免维护，使用期限一般在二三十年以上。能否自主研制大型船用曲轴代表着一个国家的造船工业水平。当今世界，大型船用曲轴市场一直被日本、韩国、捷克和西班牙等少数几个国家垄断。在2007年到2008年前后，由于世界造船业的迅速发展，大型船用曲轴出现了全球性供不应求的短缺局面，价格不断上涨，交货期也越来越长，致使我国造船业经常出现"船等机、机等轴"的现象。我国作为世界最大的造船国，也是世界最大的船用曲轴市场，每年光是从韩国斗山重工进口曲轴就达到数亿美金。

表 5 华锐铸钢注入资产后主要产品行业地位

	市占率估计	主要竞争对手	主要客户
1. 大型堆取料机	60%	上海电力环保设备总厂、中国华电工程集团、上海振华重工	中国中冶、首钢京唐钢铁、梅山钢铁、莱芜钢铁。
2. 翻车机	50%	武汉电力设备厂、兰州宏祥电力技术开发有限公司、大连三峰港口机械	首钢京唐钢铁、上都发电、河南华能沁北发电华泰重工。
3. 焦炉机械	50%	太原重型机械集团有限公司 咸阳四环工业装备（集团）公司	武汉钢铁、冀中能源、中国神华、山西金地煤焦、梅山钢铁
4. 大型矿热电炉	60%	中钢集团吉林机电设备有限公司	亿利能源、天辰化工、中泰化学、云南恒安电冶有限公司
5. 港口机械	30%	上海振华重工; 无锡工力	渤海船舶、湛江中粤能源、东莞市海昌实业、汕头港务集团、华能国际。
6. 起重设备	30%	太原重型机械集团、卫华集团、上海起重运输机械厂	首钢新钢、山海关造船、东北特钢 大连船舶重工
7. 核电起重设备	75%	太原重工股份有限公司 杭州华新机电工程有限公司	中广核、中国核电工程、法国 EIFFEL 公司 台山核电合营有限公司
8. 风电核心零部件	21%	南高齿、江苏吉鑫、宁波日月、宁波永祥铸造、 一汽解放汽车有限公司无锡柴油机厂	华锐风电、中国南车株洲电力机车研究所、大连中航技经贸、东方汽轮机、恩德（银川）风电设备、三一电气
9. 船用曲轴	15%	上海船用曲轴有限公司 青岛海西重工有限责任公司	大连船用柴油机、韩国斗山柴油机、宜昌船舶柴油机、青岛海西重工、上海中船三井造船柴油机。
10. 隧道掘进机	5%	广州海瑞克隧道机械有限公司 北方重工 中铁隧道集团有限公司 上海隧道工程股份有限公司	中国水利水电第十四工程局、中铁十三局 北京城建、罗宾斯(上海)地下工程有限公司 宏润建设。
11. 火电、水电、风电铸锻件	火电 33%，风电 30%。	中国一重、二重重装、江阴吉鑫、宁波日月、	哈汽、北汽、东汽、上汽、扬子江船厂、三菱、日立、东芝、通用电器、西门子、阿尔斯通

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

国务院将大型船用曲轴自主研制列为"十一五"期间我国装备制造业的重点攻关项目之一。在国家发改委的组织协调下，在省委、省政府的关心支持下，大连重工起重集团联合中国一重集团、中船重工集团、中船工业集团 4 家国内知名企业合资组建了大连华锐船用曲轴有限公司，承担起自主研制大型船用曲轴的使命。从曲轴一期项目正式开工建设，到首根大型船用曲轴的正式下线，大连重工·起重集团有限公司华锐曲轴公司仅用了 600 天的时间就攻克了 7 大技术难关，在 2007 年 7 月正式具备了年产 40 根曲轴的加工制造能力，使企业发展迈上了一个新的台阶。截至目前，该公司已生产 50~70 型曲轴共 31 支，今年将生产 60 支。目前该公司一期工程全部完成，产能达到年产 75 支，现已进入二期工程，达产后将达到年产 150 支。

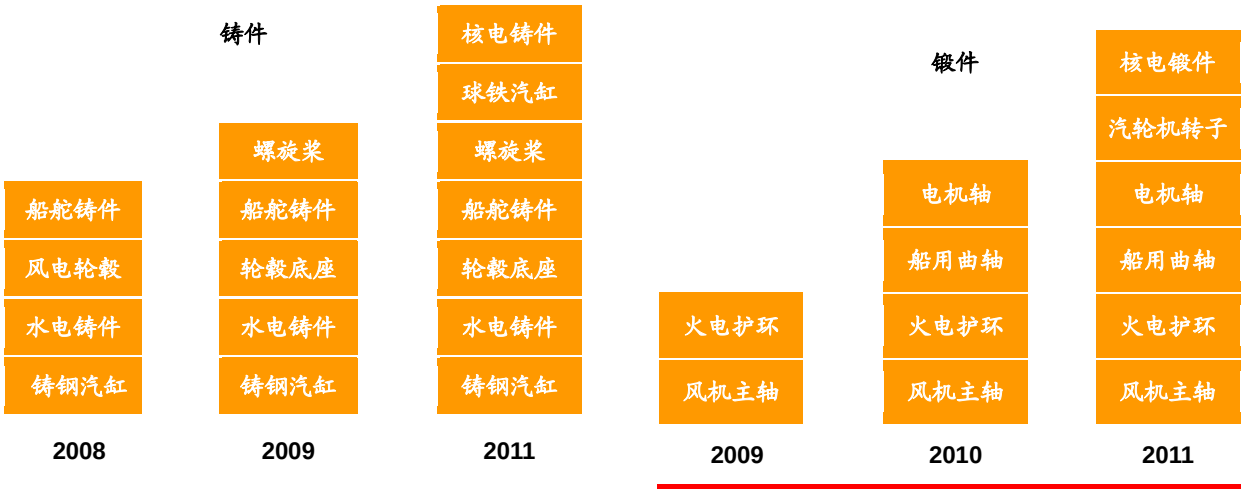
目前国内仅有三家企业能生产船用曲轴，分别是上海船用曲轴有限公司、青岛海西重工和公司下属华锐曲轴公司。上海船用曲轴有限公司 2007 年生产了 40 根曲轴，随着二期

项目启动和可达 120 根； 青岛海西重工已形成年产 50 根半组合式曲轴的装配、机械加工生产能力。二期项目建成投产以后将形成年产 150 支船用大型柴油机曲轴。大连华锐曲轴公司现在已经形成了年产 40 根曲轴的生产能力，而到 2009 年，其生产能力将达到 75 根。二期项目投产后产能将达到 150 根。

2.3.3.高端铸锻件世界级水平

公司二级子公司大连华锐重工铸钢股份有限公司大型铸件专业制造商，是国内生产大型铸件的龙头企业，近几年先后开发了 30 万千瓦电站汽缸体，60-100 万千瓦超临界电站汽缸体，70 万千瓦长江三峡水电上冠、下环和叶片，10 万吨、30 万吨船用挂舵臂、25 吨船用螺旋桨等高端铸件产品。公司承担的核电核岛主泵外壳铸件的研制也已经接近尾声，近期有望投入生产。

图 6 铸件和锻件新产品不断升级



资料来源：华宝证券研究所整理

华锐铸钢已通过英国船级社、中国船级社、美国船级社、德国船级社等九个船级社认证，以及日本东芝、日立、美国通用电气、德国西门子等著名国际公司工厂认证，曾承担三峡三期地下电站用全国最大的 70 万千瓦水电机组的转轮叶片等大型铸钢件国产化研制任务，并被国务院三峡设备制造检查组列为大型水电不锈钢铸件的主要供货商。公司 2005 年初为日本东芝电力公司制造的 1000MW 超超临界汽轮机缸体部件，是国内首台自主生产的 1000MW 超超临界汽轮机缸体部件，添补了国内空白，打破了该系列产品一直为日韩所垄断的格局，结束了我国 1000MW 超超临界汽轮机缸体长期依赖于进口的局面。华锐铸钢与上海福伊特西门子水电设备有限公司和中科院沈阳金属材料研究所建立了战略合作伙伴关系，整体技术开发能力在国内大型铸锻件行业处于领先地位。

2.3.4.积极布局海工装备

2009 年，重工起重集团成功参与中海油申请国家重大专项课题 2×8000 吨全回转起重机项目部分，该项目要求自主设计研发 2 台单台起重能力为 8000 吨的全回转起重机，用于半潜式铺管起重船，此起重机是目前世界上起重能力最大的海上起重机。依托该项目，重工·起重集团已进入中海油系统合格供应商名单。2010 年公司又与中海油合作正式承担国家 16 个重大专项课题之一的大型油气田及煤层气开发项目子课题-——深水工程重大装备及配套工程技术的科研任务。2011 年公司又与中海油签订单点系泊液体旋转接头研制开发合同，标志着公司已经正式涉足海工装备领域。

3.激励机制：管理层持股激发创业精神

大连市国企改革一直有着“敢为人先”的风格，通过出让部分国有股权引进战略投资者，吸引世界500强和国际性大公司、国内同行业领先企业及有实力、有信誉的民营企业参股参股国有企业。在这种背景下，大连重工起重集团成为国内几家大型重工企业中最早实行股权多元化改革的企业。股权多元化改革引进了社会上背景和实力雄厚的企业，大大提升了企业调动资源的能力。

股权多元化的改革也让大连重工起重集团实现了管理层持股，大大激发了核心管理人员和技术人员的积极性，提高了公司的战略规划能力和执行力。重工起重集团管理层是我们见到的国有重工类企业中最实干最敬业的，甚至和一些民营企业比起来，公司的管理层和技术团队的敬业程度都毫不逊色。重工起重集团能连续十几年排名重工机械行业第一，华锐风电能在不到10年的时间内从零做到了国内第一和世界前三的风机制造商，华锐铸钢能成为世界级的大型电站铸锻件制造商，都是与战略投资者的引进和管理层持股有着不可分割的关系。

表6 重工起重集团管理层持股情况

公司名称	管理层持股公司	持股数（万股）	持股比例	解禁期
重工起重集团	华锋投资	11,025	6.25%	
华锐铸钢	大连华成投资发展有限公司	1600	7.48%	2011-1-28
华锐风电	北京天华中泰投资有限公司	12000	11.94%	2014-1-13

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

如果说中国一重、中国二重是重工行业承担国家战略任务的两个亲儿子，那么大连重工则是早就背井离家在市场上混饭吃的一个干儿子。国家战略任务为一重、二重的发展带来业务量和资金、政策等的支持，但也是造成企业缺乏市场敏感度和追逐利润动力不足的一个原因。大连重工相对一重、二重，承担国家战略性的机会要少一些，其业务主要是靠自己在市场抢夺的，长期激烈的市场竞争大大提升了大连重工起重集团对市场的相应速度和市场竞争力。宝剑锋从磨砺出，公司在激烈的市场竞争中，保持了主要经济指标在国内重机行业中连续十几年排名第一，始终保持着经营规模最大、劳动生产率最高、人均利税最多的领先地位。

4.技术研发：瞄准国际水平

公司产品研发能力较强，设有独立的国家级设计研究院和技术开发中心，拥有博士后工作站和研究所、实验室，是国家高技能人才培养示范基地。近年来公司沿着引进、消化、吸收再创新的思路，先后与美、英、德、日等十个国家（地区）30多家世界知名公司合作，其主要产品设计和制造水平总体接近国际先进水平，部分达到国际先进水平。2008年公司完成了1,100吨回转式海上平台起重机等22项新产品开发、3兆瓦风电增速机研发等55项科研攻关项目；申报专利达到60项；实现了16项共81种传统产品工艺、检验文件模板化。公司风电齿轮箱等核心部件在国内同行业中始终保持技术领先，实现了批量化生产，目前国产化率及性价比在国内同行业中最高。公司率先研发成功3兆瓦海上、陆地风电机组配套部件，并实现小批量生产；率先进行5兆瓦机组部件的研制工作，目前技术攻关已完成，2010年投入生产。

2009年，公司完成了6锤捣固机、DBK8000.45型矿石堆料机等30项新产品开发，形成了技术储备和一批重大装备研制。此外，开展了海上风电场用起重运输船舶(平台)大型露天矿开采及自动排料系统、4,200t/h连续卸船机、运载火箭发射平台等技术研发；取得科研成果64项，设计“三化”30项，申报83项专利（2项国际专利），新获国际专利授权1项。公司创新能力获得认可，荣获“国家创新型企业”、“大连市自主创新企业”称号。公司2项产品荣获市级以上科技奖项；3项产品被认定为第十四批中国企业新纪录；3项产品通过新产品投产和科技成果技术鉴定。2009年公司重大装备产品实现新突破，国内

最大的 90 型曲轴等核心部件成功下线；研制出风电双馈变频器、箱变、液压制动器和润滑系统等一批风电核心零部件，成功研制了拥有自主知识产权、填补国内空白的 3MW 海陆两用风电齿轮箱，破解了又一重大装备国产化难题，1.65MW、2MW 齿轮箱研发也获得成功；研制出 40 吨、150 吨潮间带风电履带运输车和填补市场空白的打印式数控切割机；总包天津地铁盾构机等重大装备产品研制或运行成功，标志着集团公司重大装备自主研发和总承包能力再上新台阶；研制的 9 种盾构机系列刀具，性能均达到国际同类产品水平。

5.区位优势：分享地利之便

公司所在的东北地区是我国传统的老工业基地，近年来国家出台相关政策支持东北地区建成具备国际竞争力的装备制造业基地。2003 年，国务院振兴东北地区等老工业基地领导小组办公室成立，温家宝总理任组长。2007 年，国务院批复东北地区振兴规划，原则同意《东北地区振兴规划》(以下简称“《规划》”)。根据《规划》批复内容，要将东北地区建成具备国际竞争力的装备制造业基地。2009 年 3 月 5 日，国务院总理温家宝在十一届全国人大二次会议上作政府工作报告时指出，要继续实施东北地区等老工业基地振兴战略，要打造装备制造等优势产业基地。2009 年 7 月 1 日，国务院常务会议讨论并原则通过《辽宁沿海经济带发展规划》，规划加快包括大连等沿海城市在内的辽宁沿海经济带发展，对于振兴东北老工业基地，完善我国沿海经济布局，促进区域协调发展和扩大对外开发，具有战略意义。规划要求加快辽宁沿海经济带发展，要紧密结合应对国际金融危机的实际，充分考虑现有开发强度、资源环境承载能力和发展潜力，推进产业结构优化升级，淘汰落后产能，形成以先进装备制造业为主的现代产业体系。

图 7 公司的泉水临海研制基地

资料来源：公司网站
注：泉水基地建有 3 个长 288 米、宽 188 米现代化联合厂房和 2 个 5000 吨级自用码头，拥有 110 余台世界先进的加工设备和 22.9 万平方米的大型临海产品露天总装场地，具有超大型装备加工、总装和发运能力。

图 8 瓦房店制造基地

资料来源：
注：位于瓦房店市西郊工业园区，占地 56 万平方米，是我公司最大的制造基地，目前拥有国内第一套 30 吨中频炉，40 吨/小时和 60 吨/小时连续式混砂机等先进的铸造、机械加工和检测设备，年产大型高端球铁件、船用螺旋桨 6 万吨。

辽宁沿海经济带发展上升为国家战略，大连具有核心地位并要发挥龙头作用，大连将发展高技术水平、高附加值的基础机械、重型装备、新能源设备制造等行业和优势产品，建成我国先进装备制造业的重要基地，为公司在调整中快速发展提供了良好的经济环境和市场空间。大连市 2010 年 1 月 5 日召开工业经济和信息化工作会议，明确提出将着力发展新能源装备、海洋工程与高技术船舶、先进装备制造 10 个新兴产业。其中以风电装备、核电装备和太阳能光伏为主的新能源装备。风电装备重点发展以齿轮箱、偏航系统、轮毂、主机架、风电电机、风电轴承、电控系统、变桨系统等要害部件的生产和整机总装；同时批量投产 3MW 风电设备，研制 5MW 风电设备并实现批量化生产，满足市场对大功率和海陆两用风机的需求。

公司地处辽宁沿海经济带的核心城市大连，建有中国重机行业唯一、亚洲最大的泉水临海现代化重大装备研制基地、中革风电和热加工及核心部件研制基地、旅顺开发区专业

化制造基地、双 D 港高精部件专业化制造基地和瓦房店西郊工业园区制造基地，拥有 2 座 5,000 吨天然码头，具备得天独厚的临海临港优势。

6.国际市场：增长潜力巨大

从零部件出口到整机批量出口再到海外工程总承包，短短几年，大连重工•起重集团完成了国际化经营的“三级跳”，企业整机产品和核心零部件出口达 27 个品种，遍及日本、法国、德国、巴西等 40 多个国家和地区。早在 2004 年，大连重工•起重集团就成为国内同行业中为数不多的几家具备承揽海外工程总承包资质的企业。2007 年 4 月，大连重工•起重集团成功签订了叙利亚拉塔基亚集装箱码头 4 台岸桥总承包合同。针对技术难度较大的大型堆、取料机、大型冶金起重机、连铸轧钢设备、转炉等出口产品，公司先后与德国西马克公司、蒂森克虏伯公司，日本石川岛播磨公司、三菱商社，澳大利亚必和必拓公司等国外知名企业签订长期的战略合作协议，进一步提升了公司的国际竞争力。2007 年，大连重工•起重集团与德国克虏伯公司合作，向世界上最大的采矿业企业———澳大利亚必和必拓公司出口了 2 台 10000 吨/小时取料机、1 台 12500 吨/小时取料机、1 台 10000 吨/小时取料机。2008 年，大连重工•起重集团又为澳大利亚必和必拓公司制造了 3 台万吨级超大型堆料机和取料机。同时，公司还为世界第一大铁矿石生产和出口商———巴西淡水河谷公司提供 4 台 10000 吨/小时斗轮取料机、7 台 8000 吨/小时回转式堆料机、1 台 1920 吨/小时固定臂堆料机及 12 条机下皮带机，且全部由大连重工•起重集团独立设计制造。公司已经跻身世界上少数几家拥有自主品牌的大型散料装备制造商行列。能同时为上述两大世界矿业巨头提供大型散料设备，充分说明大连重工•起重集团的设计制造能力已经达到世界级水平，预示着公司在国际市场巨大的发展潜力。

表 7 重工起重集团集团公司前 10 位国际客户名单

序号	合同号	订货单位
1	R61WJ09008	日本三菱商事株式会社
2	R61WJ13001	巴西淡水河谷公司
3	R61WJ11001、R61WJ12001	俄罗斯马克西公司
4	R61WP11049	印度伊诺风电有限公司
5	R61WJ11005	印度 JSW 钢厂
6	R61WJ10005	印度塔塔
7	R61WJ11003	泰国港务局（PAT)公司
8	R61WJ09011	蒂森克虏伯物料搬运有限公司
9	R61WJ11017	印度米普国贸公司
10	R61WP11001	法国埃费尔公司

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司的堆取料机、翻车机、岸桥、装船机等十几个整机产品和大型铸钢件、低压缸等零部件等主导产品及核心零部件在国际上都具备了一流的竞争力，已经出口美国、巴西、德国和日本等 40 多个国家和地区。但由于公司在过去几年将主要精力放在国内市场，对国际市场的开拓缺乏系统的战略和投入，出口占比一直没有超过 20%，“十二五”期间，公司将会把国际市场的开拓放到更重要的位置，争取将出口占比扩展到 40%以上。

7.盈利预测与估值

假设公司传统散料装卸机械、冶金机械、港口机械和起重机械都有恢复性增长，风电产品不出现下滑，参考公司对业绩的承诺，我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.08 元、2.36 元和 2.60 元，主要财务指标预测如下表示。

表 8 华锐铸钢主要财务数据预测

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1386.44	13587.09	14945.80	16440.38
同比(%)	-0.13%	880.00%	10.00%	10.00%
归属母公司净利润	136.35	890.75	1010.79	1113.79
同比(%)	-11.86%	553.26%	13.48%	10.19%
毛利率(%)	21.30%	19.79%	20.00%	19.90%
ROE(%)	11.15%	42.58%	34.35%	28.74%
每股收益(元)	0.64	2.08	2.36	2.60
P/E	0.00	8.02	7.07	6.42
P/B	0.00	3.52	2.48	1.87
EV/EBITDA	2.39	10.57	10.98	6.67

资料来源：华宝证券研究所

注入资产后的华锐铸钢在原有大型高端铸锻件产品的基础上，增加散料装卸机械、冶金机械、起重机械、港口机械四大类传统主导产品和兆瓦级风力发电设备核心部件、大型船用曲轴、隧道掘进机/盾构机、核电站用设备等新拓展产品，从而由单一铸锻件制造业公司变为综合性装备制造业公司。成为中国一重、二重重装、太原重工等重工类上市公司盈利规模最大的一家，同类公司中国一重等 6 家公司除去市盈率过高的振华重工和二重重装 2011-2013 年平均市盈率分别达 24 倍、26 倍和 21 倍，市盈率中值分别为 24 倍、19 倍、和 16 倍。即使按保守的原则，华锐铸钢也可以支承 2011 年 20 倍市盈率，合理价位在 40.16 元。

表 9 行业内公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
002552.SZ	宝鼎重工	13.360	0.9500	0.48	0.56	0.64	14.06	27.64	23.83	20.94
300185.SZ	通裕重工	15.720	0.7100	0.81	1.18	1.55	22.14	19.38	13.32	10.14
600169.SH	太原重工	6.620	0.9118	0.28	0.34	0.41	7.26	23.66	19.40	15.99
600320.SH	振华重工	5.700	-0.1600	0.02	0.22	0.38	-35.63	250.00	26.09	15.08
601106.SH	中国一重	4.030	0.1300	0.09	0.12	0.16	31.00	45.95	32.50	25.62
601268.SH	二重重装	9.250	0.1680	0.12	0.20	0.34	55.06	78.92	47.17	26.86
平均值（去除振华重工和二重重装）							22.14	23.66	19.40	15.99
中值（去除振华重工和二重重装）							20.13	29.66	21.74	17.25

资料来源：wind 资讯，华宝证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1596.52	18793.36	8439.60	22101.16
现金	155.34	2787.58	2606.76	5511.36
应收账款	772.59	8568.13	3574.92	8669.25
其它应收款	2.46	21.80	7.98	22.98
预付账款	34.60	312.34	99.98	336.05
存货	303.84	5340.91	864.71	5963.45
其他	327.69	1762.61	1285.25	1598.07
非流动资产	1280.08	1235.81	1213.52	1176.90
长期投资	0.00	0.03	0.05	0.07
固定资产	946.31	841.18	729.67	631.39
无形资产	186.50	232.58	277.83	321.32
其他	147.27	162.02	205.97	224.12
资产总计	2876.59	20029.17	9653.12	23278.07
流动负债	1492.78	17801.56	6592.46	19303.03
短期借款	295.00	197.50	2356.92	221.88
应付账款	803.71	12427.78	3095.89	13429.31
其他	394.07	5176.29	1139.64	5651.85
非流动负债	158.01	133.27	112.80	89.93
长期借款	98.56	75.83	54.36	32.00
其他	59.44	57.43	58.44	57.94
负债合计	1650.79	17934.83	6705.25	19392.96
少数股东权益	60.29	60.21	60.21	60.15
归属母公司股东权益	1165.51	2034.13	2887.66	3824.95
负债和股东权益	2876.59	20029.17	9653.12	23278.07

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1386.44	13587.09	14945.80	16440.38
营业成本	1091.10	10898.21	11956.64	13169.57
营业税金及附加	6.72	72.01	77.72	86.31
营业费用	6.27	339.68	361.69	404.43
管理费用	94.81	1141.32	1225.56	1364.55
财务费用	17.76	81.86	126.19	87.07
资产减值损失	19.75	13.59	14.95	16.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.06	0.03	0.05
营业利润	150.04	1040.50	1183.09	1312.05
营业外收入	11.57	47.19	50.00	48.60
营业外支出	3.40	11.61	11.61	11.61
利润总额	158.22	1076.08	1221.48	1349.04
所得税	21.57	182.93	207.65	229.34
净利润	136.65	893.14	1013.83	1119.70
少数股东损益	0.29	-0.09	0.00	-0.06
归属母公司净利润	136.35	893.23	1013.83	1119.76
EBITDA	175.61	1128.16	1298.97	1380.32
EPS（元）	0.64	2.08	2.36	2.61

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-180.71	2943.78	-1971.05	5383.26
净利润	136.65	893.14	1013.83	1119.70
折旧摊销	0.00	84.36	85.81	87.25
财务费用	17.76	81.86	126.19	87.07
投资损失	0.00	-0.06	-0.03	-0.05
营运资金变动	-330.09	1881.97	-3195.59	4088.66
其它	-5.02	2.51	-1.26	0.63
投资活动现金流	-80.77	-42.54	-62.23	-51.22
资本支出	76.74	-39.78	-24.57	-35.50
长期投资	0.00	-0.03	-0.02	-0.02
其他	-4.02	-82.35	-86.82	-86.75
筹资活动现金流	155.23	-269.00	-258.21	-316.77
短期借款	195.00	-97.50	48.75	-24.38
长期借款	18.56	-22.73	-21.48	-22.36
其他	-58.34	-148.77	-285.49	-270.04
现金净增加额	-106.25	2632.24	-2291.49	5015.27

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-0.13%	880.00%	10.00%	10.00%
营业利润	-10.84%	593.47%	13.70%	10.90%
归属母公司净利润	-11.86%	555.08%	13.50%	10.45%
获利能力				
毛利率	21.30%	19.79%	20.00%	19.90%
净利率	9.86%	6.57%	6.78%	6.81%
ROE	11.15%	42.65%	34.39%	28.82%
ROIC	9.04%	36.76%	18.77%	25.95%
偿债能力				
资产负债率	57.39%	89.54%	69.46%	83.31%
净负债比率	37.00%	13.99%	82.47%	7.04%
流动比率	1.07	1.06	1.28	1.14
速动比率	0.87	0.76	1.15	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.53	1.19	1.01	1.00
应收帐款周转率	2.01	2.91	2.46	2.69
应付帐款周转率	1.43	1.65	1.54	1.59
每股指标(元)				
每股收益	0.64	2.08	2.36	2.61
每股经营现金	-0.84	13.76	-9.21	25.16
每股净资产	5.73	4.88	6.87	9.06
估值比率				
P/E	0.00	6.47	5.70	5.16
P/B	0.00	2.84	2.00	1.51
EV/EBITDA	2.38	8.14	8.86	4.67

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市　A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市　B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市　C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级　N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理		
上海	**北京**	**深圳**
宋歌	程楠	袁月
021-5012 2086	010 -6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★　市场有风险，投资须谨慎。

★　本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★　本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★　在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★　本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。