

评级：增持(首次)

市场价格：18.16元

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师：宋瀚清

执业证书编号：S0740524060001

Email: songhq01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	541	954	1,215	1,551	2,001
增长率 yoy%	-22%	76%	27%	28%	29%
净利润(百万元)	78	164	185	235	305
增长率 yoy%	-21%	111%	13%	27%	30%
每股收益(元)	0.86	1.82	2.05	2.62	3.39
每股现金流量	0.86	1.61	1.72	2.19	3.13
净资产收益率	14%	23%	21%	22%	22%
P/E	21.0	11.0	8.8	6.9	5.4
P/B	2.8	2.3	1.9	1.5	1.2

备注：股价取自2024年6月21日

报告摘要

■ 深耕隧道工程装备制造业，营收利润快速增长

深耕隧道智能装备，进军矿山装备领域。公司自2010年成立以来，一直专注于隧道智能装备的生产研发，覆盖野外隧道施工中各个重要的工序环节；主要包括凿岩类、锚杆台车类、立拱装药台车、湿喷机等，应用于隧道建设、地下矿山等领域。公司股权结构稳定，积极回购股票并用于2024年实施员工激励，彰显公司对长期发展的信心。

营收规模稳健增长，盈利能力有望持续提升。2018-2023年，公司营业收入CAGR=21.49%，归母净利润CAGR=28.39%，受益于隧道装备自动化需求，收入利润均维持高速增长。同时，公司财务质地优秀，资产负债率维持30%左右且不使用有息借款，经营现金流充沛。

■ 机械代人大势所趋，隧道与矿山智能化需求不断提升

提升机械化水平是未来发展趋势，基建投资带动隧道施工增长。近年由于隧道工程事故处罚加重和工人短缺，双重因素导致施工方对机械代人的诉求大大增加。同时，我国的轨交中远期建设目标清晰，《新时代交通强国铁路先行规划纲要》提出2035年，全国铁路里程将达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右；公路总里程数逐年增加，固定资产投资整体呈增长态势。与之对应，隧道机械行业规模连续增长，2022年达到252.66亿元，过去五年CAGR约为9.26%。

矿山资本开支高增，矿山机械行业长坡厚雪。随着有色金属与贵金属价格的不断提升，全球采矿业投资景气度维持高位；同时我国大力推行“基石计划”，带动国内铁矿开采需求。多因素叠加下，矿山机械需求旺盛回暖，2022年国内市场规模达到4880亿元。同时，我国矿山智能化渗透率低，可替代空间巨大，根据头豹产业研究院测算，2023年中国智慧矿山市场规模仅为1.48万亿元，可替代空间高达17万亿元。

■ 公司产品竞争力突出，十年有望打造“百亿五新”

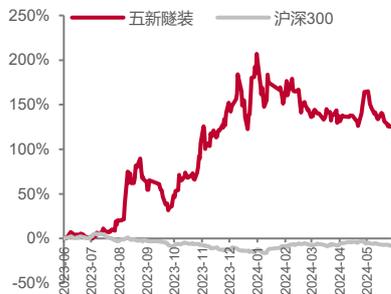
公司产品优势明显，下游认可度高。公司湿喷机产品市场占有率高；凿岩机、衬砌台车等主要产品技术水平处于国内第一梯队，在综合性能与性价比方面均有一定优势。同时，公司积极投入研发，研发费用率逐年提升，新产品有望丰富公司在下游领域的产品布局并持续提升市场竞争力。客户结构看，2022年公司国企客户收入占比达到50%以上，客户结构稳定。

管理层制定“百亿五新”战略规划，出海+后市场增量可期。公司规划10年销售规模突破100亿元，结构上，国内与海外各占50%；基建与矿山各占50%；设备与后市场各占50%，并进入全球工程机械50强。对比当前收入结构，公司在矿山领域和海外市场贡献仍然偏低，可提升空间较大。矿山领域，近年公司以国内的中小矿山为切入点，

基本状况

总股本(百万股)	90
流通股本(百万股)	51
市价(元)	18.16
市值(百万元)	1,635
流通市值(百万元)	935

股价与行业-市场走势



相关报告

与大型国企进行项目合作，并逐渐延伸至中大型矿山应用场景；海外业务方面，重点布局“一带一路”沿线国家与俄罗斯市场；后市场领域，参考瑞典矿山装备龙头安百拓，其后市场业务收入达到约 278 亿元，占其总收入 68%。

盈利预测与投资建议：给予“增持”评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 12.15/15.51/20.01 亿元，净利润分别为 1.85/2.35/3.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.8/6.9/5.4 倍。隧道施工的机械化将带来隧道装备的持续成长；公司作为隧道智能装备的龙头，具有卡位优势，目前估值低于可比公司的均值水平，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示：宏观经济环境变化风险；隧道施工机械化进度不及预期；国际市场和矿山市场进展不及预期风险；市场竞争风险；研报所使用的信息更新不及时的风险。

内容目录

1、深耕隧道工程装备制造制造业，营收利润快速增长.....	6
1.1 公司定位：国内隧道施工装备领军“小巨人”，积极拓展非煤矿山等新市场.....	6
1.2 产品体系：广泛应用于钻爆法隧道施工与矿山开采，客户覆盖国内头部企业.....	6
1.3 股权结构：公司股权结构稳定.....	8
1.4 经营情况：营收规模稳健增长，盈利能力有望持续提升.....	9
2、机械代人大势所趋，隧道与矿山智能化需求不断提升.....	10
2.1 提升机械化水平是未来发展趋势，基建投资带动隧道施工增长。.....	10
2.2 矿山资本开支高增，矿山机械行业长坡厚雪.....	14
3、公司产品竞争力突出，十年有望打造“百亿五新”.....	17
3.1 公司产品力突出，下游客户认可度高.....	17
3.2 管理层制定“百亿五新”战略规划，出海+后市场增量可期.....	19
4、盈利预测与投资建议.....	21
5、风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司主要产品列表.....	7
图表 3: 公司历次直接融资募投项目	8
图表 4: 股权结构图 (截至 2024 年 3 月 31 日)	8
图表 5: 员工持股计划.....	9
图表 6: 公司营业收入及同比情况.....	9
图表 7: 公司归母净利润及同比情况	9
图表 8: 期间费用率情况 (%)	10
图表 9: 毛利率/归母净利率情况 (%)	10
图表 10: 经营活动现金流量 (万元)	10
图表 11: 公司资产负债率和有息负债率情况.....	10
图表 12: 使用智能装备与传统人工作业对比.....	11
图表 13: 隧道施工装备制造产业链.....	12
图表 14: 国家铁路网络布局文件及主要内容.....	12
图表 15: 2023 年铁路固定资产投资恢复至疫情前水平.....	13
图表 16: 2017-2023 年年末全国铁路营业里程	13
图表 17: 2017-2023 年年末全国公路里程	13
图表 18: 历年公路固定资产投资.....	13
图表 19: 2016-2021 年中国隧道施工市场规模	14
图表 20: 2018-2022 年中国隧道施工机械行业市场规模.....	14
图表 21: 矿山机械主要产品及分类.....	14
图表 22: 铜与黄金现货价格持续上升: 年末价	15
图表 23: 采矿业固定资产投资仍然维持较高景气.....	15
图表 24: 2010-2024 年 4 月中国铁矿石原矿产量	15
图表 25: 澳大利亚与巴西占据全球 47% 铁矿储量	15
图表 26: 2015-2022 年中国矿山机械行业市场规模.....	16
图表 27: 我国智慧矿山相关政策.....	16
图表 28: 2023 中国各类型矿山智能化市场占比	17
图表 29: 2023-2028E 中国智慧矿山市场规模测算 (亿元)	17
图表 30: 湿喷机市场占有率情况 (2020 年)	17
图表 31: 湿喷机产品与可比公司对比情况	18
图表 32: 公司历年前五大客户	19
图表 33: 锂电版智能掘进钻车 EWD561 特点.....	20

图表 34: 电动铲运机 DC-1 特点	20
图表 35: 公司部分国际展会图片	20
图表 36: 安百拓 2023 年收入占比	21
图表 37: 2009-2023 年安百拓后市场业务收入	21
图表 38: 2021-2026E 主要业务拆分及预测	22
图表 39: 可比公司估值	23
图表 40: 盈利预测 (百万元)	24

1、深耕隧道工程装备制造制造业，营收利润快速增长

1.1 公司定位：国内隧道施工装备领军“小巨人”，积极拓展非煤矿山等新市场

- ◆ 隧道设备“小巨人”，成立于 2010 年，手握 300+ 专利，产品销往海外多个国家和地区。2021 年，公司成为国家级第三批专精特新“小巨人”企业。公司重视技术研发创新，截至 2023 年报，公司已拥有授权专利 350 项，并构建了较为完备的知识产权保护体系。产品服务于国内外 4000 多个项目，产品远销至欧洲、南美洲、非洲、东南亚、南亚、中亚、中东等近 20 个国家和地区。
- ◆ 深耕隧道施工智能装备 10 余年，公司实现了台车、凿岩机、湿喷机等产品，下游覆盖隧道施工、矿山、抽水蓄能下游领域。
 - 2015-2017 年，公司研发出隧道拱架作业车、新一代混凝土喷浆车、自动浇筑衬砌台车、防水板作业台车、三臂凿岩台车等产品，覆盖野外隧道施工中各个重要的工序环节，产品形成公司业务基本盘。
 - 2021 年，公司成功研发了数字锚杆台车、数字养护台车、智能掘进钻车和国内首创双曲臂凿岩台车，进军矿山领域。
 - 2023 年，公司积极把握非煤矿山、抽水蓄能等工程建设机遇，推出锂电版智能掘进钻车、电动铲运机等电动化装备。通过多年积累，公司已掌握先进的整机智能控制技术、机械手设计及智能控制技术、高性能喷嘴和喷射装置设计及制造技术、液压系统技术和自动浇筑混凝土技术等，产品性能处于国内领先水平。

图表 1：公司发展历程



来源：2015年-2023年度和半年度报告，公司招股书，公司公告，公司官网，中泰证券研究所

1.2 产品体系：广泛应用于钻爆法隧道施工与矿山开采，客户覆盖国内头部企业

- ◆ 钻爆法是当前主流的一种隧道挖掘方法。钻爆法和盾构法是隧道工程中常用的两种施工方法，它们有着各自独特的优势和适用范围。我国采用钻爆法修建的隧道占比高达 70% 以上，是当前主流的一种隧道挖掘方法。
 - 钻爆法：一种传统的隧道开挖方法，通过使用钻机和爆破装置来进行隧道的开挖。它的优势在于可以适应不同类型的地质条件，施工速度较快。但是钻爆法在施工过程中会产生大量的粉尘和噪音，对周围环境和工人的健康造成影响，同时爆破作业对周围建筑物和地下管线有一定的影响。
 - 盾构法：近年来发展起来的一种新型隧道开挖方法，它是将盾构机械在地中推进，通过盾构外壳和管片支承四周围岩防止发生往隧道内的坍塌，同时在前方用切削装置进行挖掘。盾构法施工过程中，对周围环境和周围建筑物的影响相对较小，适

用于对环境影响要求较高的工程。但是盾构法对地质条件有一定的要求，适用范围相对较窄，同时施工速度相对较慢。

- ◆ 产品广泛应用于钻爆法隧道施工与矿山开采，已批量供货国内隧道施工和矿山开采企业。公司目前主要产品为凿岩类、锚杆台车类、立拱装药台车、湿喷机等，广泛应用于铁路隧道、公路隧道、地下矿山、水利水电、抽水蓄能电站、地下洞库等领域。

图表 2：公司主要产品列表

产品分类	产品名称	图示	产品特点
隧道产品	双曲臂凿岩台车WD200E		用于30m ² -154m ² 的应用场景作业，仰拱开挖，效率是人工风钻的5-6倍。
	立拱装药台车HLC312E		45分钟完成三榀拱架安装、钢筋网铺设、爆破装药等多种高空作业功能；节省3-4人投入。
	混凝土湿喷机GHP30F		用于喷锚支护作业；第七代新型臂架；配备油电双动力系统。
	智能数字化浇筑衬砌台车ST12		信息化监控；混凝土分层布料；智能振捣拱部混凝土。
	防水板钢筋作业台车		仅需1人即可完成隧道的挂布及辅助钢筋绑扎作业。
	数字养护台车SYG12		适用于二次衬砌后的混凝土养护。
矿山产品	锂电池智能掘进钻车EWD561		适用于4m ² -21m ² 的掘进钻孔作业和锚杆孔作业。
	智能掘进钻车WD581		适用于7m ² -35m ² 的掘进钻孔作业和锚杆孔作业，最小工作面2.4m×2.9m。
	锚杆台车MT571		适用于9-36m ² 断面的锚杆支护作业，最小工作面3.2m×3.2m，最大工作面6.4m×6.3m。
	电动铲运机DC-1		适用于2m×2m以上的铲运作业。
	梳毛台车QT650		主要适用于4m ² -36m ² 的梳毛作业。

来源：公司设备宣传手册，中泰证券研究所

- ◆ 积极布局智能化产品，扩充隧道设备产能。2016年3月，公司增发430万股，募集金额为2580万元，主要用于新产品研发及基础设施建设。2021年7月，公司通过IPO募投项目中募集的资金约8700万元用于隧道装备智能制造升级改造项目、

隧道智慧工地研究中心建设项目和补充流动资金。达产后预计形成每年 150 台混凝土湿喷机/组、250 台台车和 20 台立拱安装车的生产能力。公司积极布局智能化组件生产，扩充三大类产品产能，有望促进生产线数字化和产品智能化技术升级迭代。

图表 3：公司历次直接融资募投项目

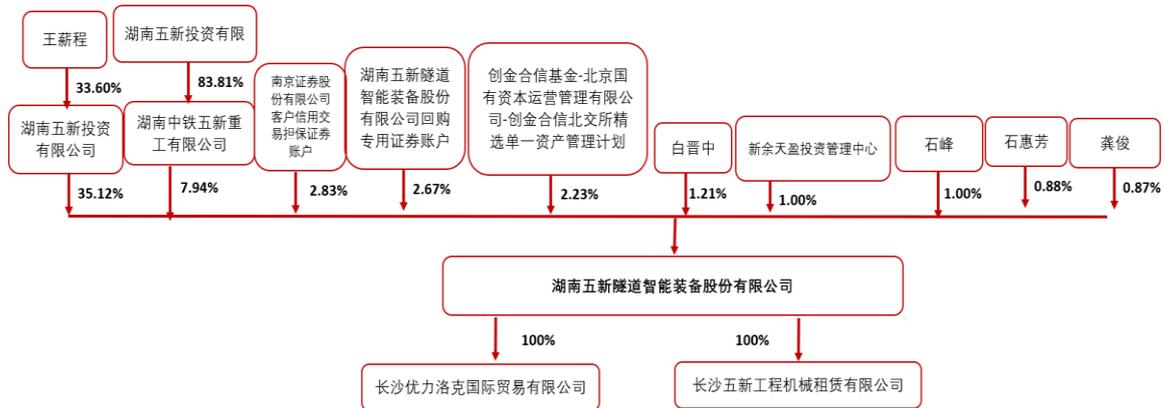
产品类别	升级改造前(台、套/年)	升级改造后(台、套/年)
混凝土湿喷机/组	95	150
台车	216	250
拱架安装车	13	20

来源：公司招股书，2016年年报，2021年年报，2022年年报，2023H1年报，中泰证券研究所

1.3 股权结构：公司股权结构稳定

- ◆ 公司最大股东为五新投资有限公司，股权结构稳定。截至 2024 年 3 月 31 日，五新投资直接持有公司 35.12% 的股份，同时通过其所控制的五新重工间接控制公司 6.65% 的股份（五新重工持有公司 7.94% 的股份，五新投资持有五新重工 83.81% 的股份），五新投资直接或间接控制公司 41.77% 的股份，为公司控股股东。王薪程通过五新投资、五新重工间接控制公司 14.04% 的股份，为公司实际控制人。

图表 4：股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）



来源：ifind，中泰证券研究所

- ◆ 公司看好长期发展，积极回购股份用于员工激励。截至 2024 年 1 月 29 日，公司通过回购股份专用证券账户以连续竞价方式回购公司股份约 240 万股，成交金额为 5338 万元。2024 年 5 月 17 日，公司公告发布 2024 年员工持股计划，资金总额 3192 万元，持股规模合计不超过 240 万股，占公司当时总股本的 2.6660%。激励条件为，以 2023 年净利润为基数，2024-2027 年的净利润增长率分别达到 10%、21%、33.1%、46.41%，且每年经营现金流净额/净利润不低于 70%。2023 年公司净利润 1.6 亿元，2024-2027 年目标净利润分别约为 1.8、2.0、2.2 和 2.4 亿元。

图表 5：员工持股计划

解锁期/ 考核年度	考核指标		目标数值		解锁比例
	净利润	现金流	净利润	现金流	
第一解锁期 2024 年	以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 10.00%	2024 年经营现金流净额/净利润不低于 70%	1.8006 亿元	1.2604 亿元	20%
第二解锁期 2025 年	以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 21.00%	2025 年经营现金流净额/净利润不低于 70%	1.9806 亿元	1.3864 亿元	20%
第三解锁期 2026 年	以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 33.1%	2026 年经营现金流净额/净利润不低于 70%	2.1787 亿元	1.5251 亿元	30%
第四解锁期 2027 年	以 2023 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 46.41%	2027 年经营现金流净额/净利润不低于 70%	2.3966 亿元	1.6776 亿元	30%

来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4 经营情况：营收规模稳健增长，盈利能力有望持续提升

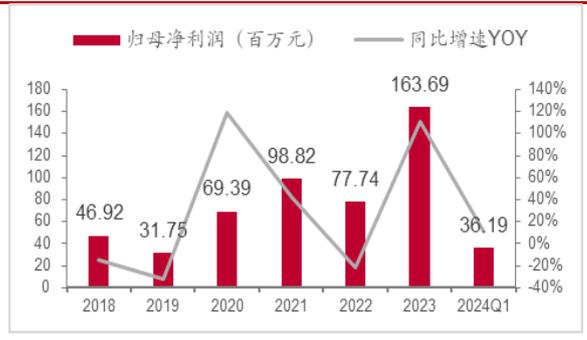
- ◆ 过去 5 年营收、归母净利润 CAGR 均保持在 20% 以上。2018-2023 年，营业收入 CAGR=21.49%，归母净利润 CAGR=28.39%。得益于公司加速拓展水利水电、地下洞库、非煤矿山开采市场，公司业务量在疫情后迅速增长，2023 年实现营收 9.54 亿元，同比+76%；实现归母净利润 1.64 亿元，同比+111%。

图表 6：公司营业收入及同比情况



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 7：公司归母净利润及同比情况

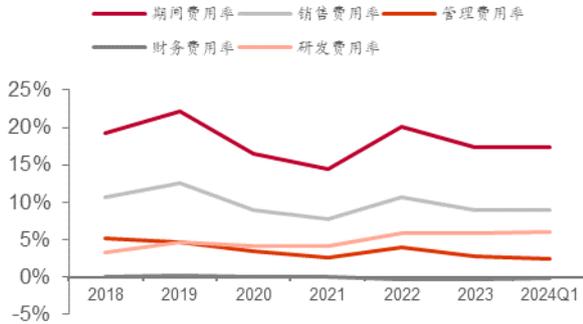


来源：ifind，中泰证券研究所

- ◆ 费用管控良好，研发投入持续增加。2018-2024Q1，公司期间费用率（销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率）基本维持在 15%-20% 左右。其中研发费用率总体呈上涨趋势，研发占收入比例持续增长。
- ◆ 毛利率水平稳定，利润率水平稳步提升。2018-2024Q1 公司整体毛利率水平稳定在 30% 以上，归母净利率水平由 13.01% 逐渐上升至 18.71%。负债方面，2021 年起

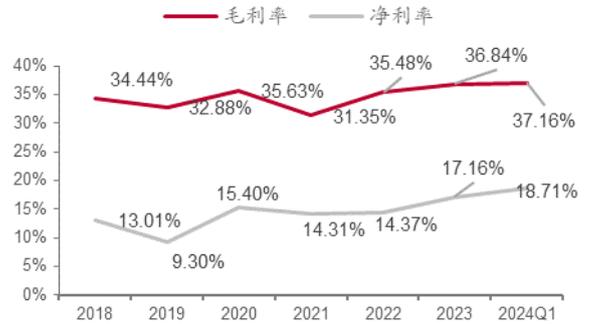
公司无银行借款等有息负债，经营情况较为健康。公司 2018-2021 经营活动现金流量较为稳定，2022、2023 年出现高水平增长。

图表 8：期间费用率情况(%)



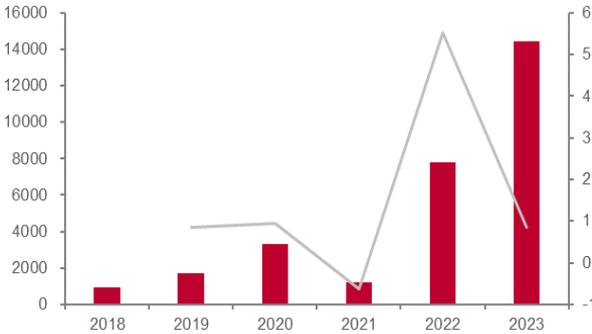
来源：ifind，中泰证券研究所

图表 9：毛利率/归母净利率情况 (%)



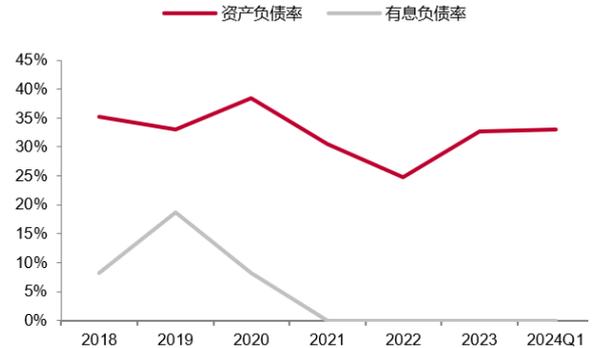
来源：ifind，中泰证券研究所

图表 10：经营活动现金流量 (万元)



来源：ifind，中泰证券研究所

图表 11：公司资产负债率和有息负债率情况



来源：ifind，中泰证券研究所

2、机械代人大势所趋，隧道与矿山智能化需求不断提升

2.1 提升机械化水平是未来发展趋势，基建投资带动隧道施工增长。

- ◆ **多因素共振，隧道施工机械化水平亟待提升。** 面对隧道施工中存在的安全风险、劳动力短缺和效率不足等问题，机械化施工能够减少工人在危险环境中的暴露、减少对人力的依赖、提升施工效率和作业质量，所以提升机械化率显得尤为迫切。
- **安全事故频发，处罚力度加大。** 近年隧道施工安全事故层出不穷，2022年7月29日云南一隧道项目发生突泥涌水，导致3人死亡，4人受伤，1人失联；2024年3月18日四川资阳一在建高速公路隧道突发坍塌事故，导致2人死亡，3人重伤，还有1人轻伤；更严重的还有2023年8月21日四川G4216线高速公路施工人员驻地被冲毁，导致6人死亡、46人失联、21人受伤，最终71人被立案侦查，其中11人被逮捕、6人追究刑责，包括涉事公司董事长、总经理等高管。机械化施工可以减少工人在危险环境中工作的时间，如隧道内的不稳定岩石和有毒气体，从而降低工作风险。
- **老龄化导致隧道工人短缺。** 目前国内工人老龄化趋势严重，2023年全国农民工平均年龄43.1岁，比上年提高0.8岁，50岁以上农民工占比达30.6%，比上年提高1.4%且该比例自2012年以来逐年提升。同时，隧道施工强度高，尤其夏天隧道外

暴晒、隧道内闷热，工作环境差导致招工困难。

- **机械化大大提升施工效率和作业质量。**机械化施工可以减少人工误差，提高精度和稳定性，并且机器的作业速度高于人工，大大缩短施工时间，提高工程的进度和效率。以公司双曲臂凿岩台车为例，人工开凿需要 18-20 人进行施工，而使用凿岩台车后施工人数减少至 3 人，效率却提升了 5-6 倍。

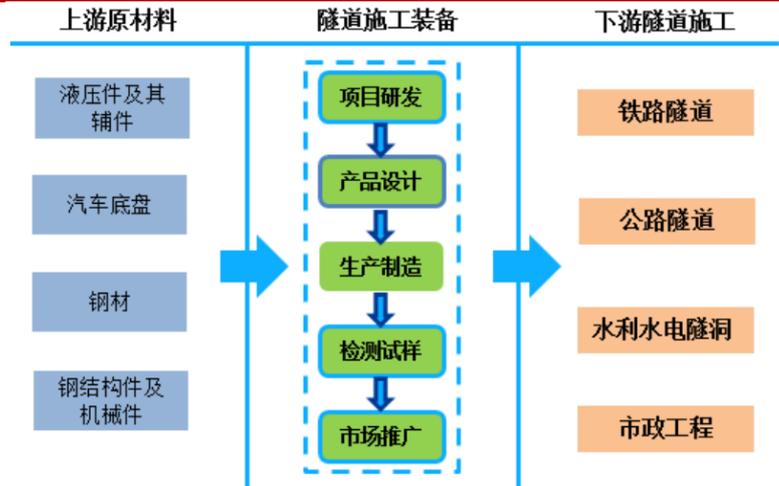
图表 12：使用智能装备与传统人工作业对比

产品名称	智能装备作业			传统方法			其他方面
	施工人数	施工效率	施工质量	施工人数	施工效率	施工质量	
双曲臂凿岩台车	3	5-6 倍		18-20	1		
立拱装药台车	3-4		机械臂施工作业，拱架位置可精准调整	7-8		拱架重量大，位置调整困难	
铁建重工 ZYS113 全智能凿岩台车	2-4	单孔 2h		20	单孔 4.5h		相同时间内，凿岩车钻孔数量比风机多 50 个，钻孔深度多 1.5m。
铁建重工 HPS3016S 混凝土喷射台车	3			6-8			预计每年节约人工成本 20 万元以上，降低回弹率 5%~10%，材料成本节约 40 万元以上。工作强度低。

来源：五新隧装微信公众号，施工装备与技术微信公众号，中泰证券研究所

- ◆ **海外隧道施工机械化水平较高，国内机械化率提升空间巨大。**海外隧道大规模建设起步较早，经过多年发展，隧道施工在开挖、支护、锚杆、注浆、喷射混凝土、出渣等各工序都配置了全机械化作业生产线，机械化程度较高，相应的隧道施工装备自动化程度高、技术先进且配套完整。我国自 20 世纪 50 年代以来，隧道工程施工方式经过了人工开挖、半机械化施工到大型机械设备配套施工的发展历程。自 20 世纪 90 年代开始，我国陆续引进喷射混凝土设备等一系列装备，一定程度上提高了施工效率，较海外近百年的自动化施工普及时间仍有较大差距。因此，提高机械化率是我国未来隧道施工发展的趋势，具备广阔的市场空间。
- ◆ **隧道施工装备位于产业链中游，下游需求主要来自于铁路、公路、水利、市政等基础设施建设。**目前，国家正大力拓展基础设施建设空间，提升基础设施现代化水平，基础设施建设投资力度仍然较强。同时，随着国家对环境保护、工程质量、职业健康等要求的提升，对于专业装备的需求有望持续提升。

图表 13: 隧道施工装备制造产业链



来源：公司招股书，中泰证券研究所

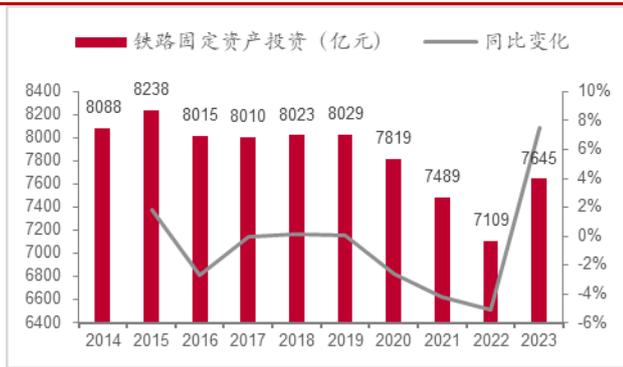
- ◆ **铁路中长期建设目标明确，投资增长带动景气度提升。** 工程机械行业作为投资依赖型行业，其行业景气度与基础设施建设等国家固定资产投资关系密切。自 2023 年以来，中央政府通过“着力扩大国内需求”和“优化投资结构”等重大决策部署，积极推动铁路建设投资的提升，使得 2023 年铁路投资强度基本恢复至疫情前水平。根据中国国家铁路集团有限公司的公开发文，截至 2023 年，全国铁路完成固定资产投资 7645 亿元，同比增长 7.5%。
 - 截至 2023 年底，我国全国铁路的营业里程达到 15.9 万公里，其中高铁的营业里程为 4.5 万公里。当年新投产的铁路线路达到 3637 公里，其中高铁线路占 2776 公里。
 - 2025 年完成铁路营业里程达到 16.5 万公里以上，其中高速铁路(含部分城际铁路)5 万公里左右的建设目标。
 - 2035 年全国铁路里程将达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。

图表 14: 国家铁路网络布局文件及主要内容

文件名称	内容
《中长期铁路网规划》	到 2025 年，铁路网络覆盖进一步扩大，骨干作用更加显著，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。
《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	到 2025 年铁路高质量发展取得新成效，“八纵八”高速铁路主通道基本建成，铁路营业里程达到 16.5 万公里以上，其中高速铁路(含部分城际铁路)5 万公里左右，覆盖 95% 以上的 50 万人口以上城市，基本形成“全国 123 高铁出行圈”。
《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到 2035 年，全国铁路里程将达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右；20 万人口以上城市实现铁路覆盖，其中 50 万人口以上城市高铁通达。

来源：国家发改委，交通运输部，中国政府网，中泰证券研究所

图表 15：2023 年铁路固定资产投资恢复至疫情前水平



来源：交通运输部，立鼎产业研究中心，中泰证券研究所

图表 16：2017-2023 年年末全国铁路营业里程



来源：iFinD，中泰证券研究所

- ◆ **公路总里程逐年增加，固定资产投资维持较高水平。**我国对公路建设的投资增长更为显著且呈上升趋势。iFinD 数据显示，2023 年，全国公路建设投资完成 2.82 万亿元，同比减少约 1.01%，与 2022 年水平接近；2023 年末全国公路里程 543.70 万公里，比上年末增加 8.22 万公里。

图表 17：2017-2023 年年末全国公路里程



来源：iFinD，中泰证券研究所

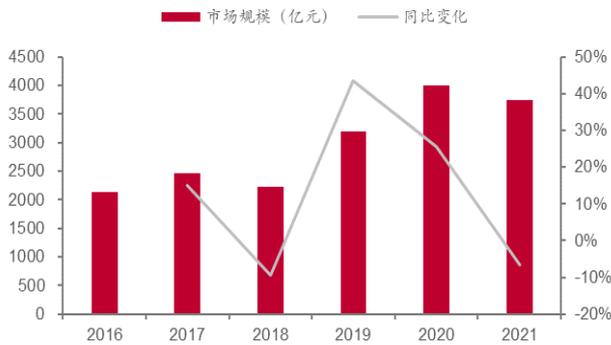
图表 18：历年公路固定资产投资



来源：iFinD，中泰证券研究所

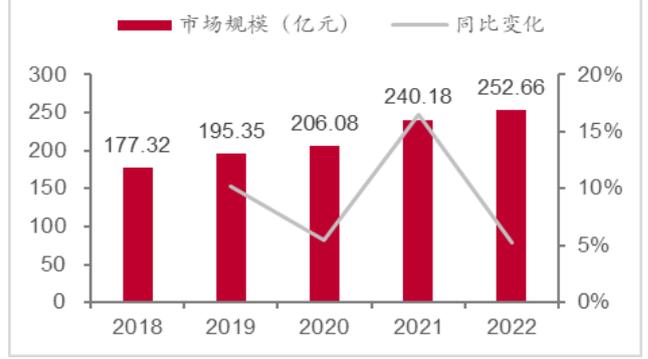
- ◆ **基建驱动隧道施工行业需求，中国隧道施工机械行业 2022 年达到 253 亿元。**目前我国已经成为全球发展最快的隧道建设市场。据观研报告网数据显示，2021 年中国隧道施工市场规模达到 3750 亿元。与之对应，隧道施工机械行业整体市场规模持续增长。2018-2022 年期间，中国隧道施工机械行业市场规模呈现不断增长状态。2022 年市场规模达到 252.66 亿元，过去五年 CAGR= 9.26%。从近五年总体趋势来看，隧道施工机械行业市场规模呈现稳定增长趋势。

图表 19：2016-2021 年中国隧道施工市场规模



来源：观研报告网，中泰证券研究所

图表 20：2018-2022 年中国隧道施工机械行业市场规模



来源：观研报告网，中泰证券研究所

2.2 矿山资本开支高增，矿山机械行业长坡厚雪

- ◆ 矿山机械是直接用于矿物开采等作业的机械，包括采矿机械和选矿机械，也可细分为建井设备、采掘凿岩设备、矿山提升设备、破碎粉磨设备、筛分洗选设备五大类。矿山机械主要应用于砂石、煤炭、金属矿产等基础工业领域。

图表 21：矿山机械主要产品及分类

种类	主要产品
建井设备	钻井机、平巷掘进机、天井掘进设备、伞形钻架、抓岩机等
采掘、凿岩设备	凿岩机、矿用钻车、钻孔设备、装药填充设备、矿用挖掘机、装岩机、矿用装载机、刨煤机、采煤机、截煤机、液压支架等
矿山提升设备	矿井提升机、矿用提升绞车、矿用辅助绞车等
矿物破碎粉磨机械	鄂式破碎机、旋回破碎机、辊式破碎机、辊压机等矿物破碎机械； 振动磨机、钢球磨煤机、辊盘式磨煤机、砾磨机、立式水泥磨机等矿物粉磨机械
矿物筛分、洗选设备	振动筛等矿物筛分设备； 分级设备、磁选设备、浮选设备、重力选矿设备、脱水设备等矿物洗选设备

来源：智研咨询，中泰证券研究所

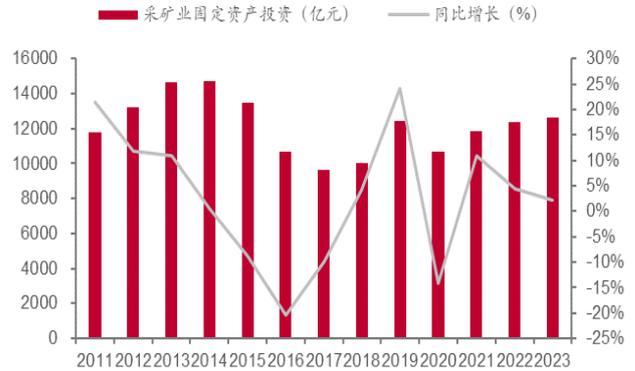
- ◆ 铜、黄金价格持续上升带动采矿业投资维持较高景气度。通过对比 2011 年以来数据，黄金、铜价格与采矿业固定资产投资呈现较明显的正相关；铜价与金价分别从 2022 年最低时的约 55000 元/吨、约 370 元/克增长至 2024 年 5 月底的约 84000 元/吨、约 550 元/克。主要金属价格维持高位有望继续促进采矿业投资。

图表 22：铜与黄金现货价格持续上升：年末价



来源：iFinD，中泰证券研究所

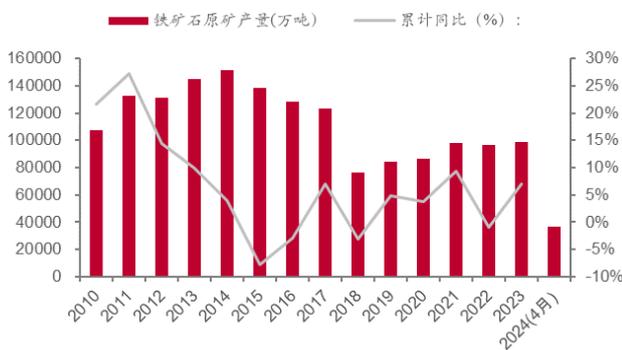
图表 23：采矿业固定资产投资仍然维持较高景气



来源：iFinD，国家统计局，中泰证券研究所

- ◆ “基石计划”有望长期提振国内铁矿行业资本开支。我国铁矿石严重依赖进口，进口依赖度高达 80%，且上游供给端高度集中，四大矿山高利润垄断导致国内钢企利润被严重压缩。为打造自主可控、安全可靠的产业链，2022 年我国开始推动“基石计划”，计划用 2-3 个 5 年时间，改变我国铁资源来源构成，从根本上解决钢铁产业链资源短板问题。
 - 预计到 2025 年实现国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到 3.7 亿吨、3 亿吨和 2.2 亿吨，分别比 2020 年增加 1 亿吨、0.7 亿吨和 1 亿吨。
 - 经过 1 年多的强力推动，“基石计划”成效明显。据统计，2023 年，全国生产铁矿石原矿 99055.5 万吨，比上年同期增长 7.1%；生铁产量 8.7 亿吨左右，折合为 65% 铁精矿计算，全国炼铁需要铁精矿 134002 万吨左右，自给率 21.43%，铁精矿的自给率已处于上升状态。

图表 24：2010-2024 年 4 月中国铁矿石原矿产量



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 25：澳大利亚与巴西占据全球 47% 铁矿储量

国家	原矿储量(亿吨)	储量占比	含铁量(亿吨)	平均铁品位
澳大利亚	510	28%	270	53%
巴西	340	19%	150	44%
俄罗斯	290	16%	140	48%
中国	200	11%	69	35%
其他国家	460	26%	221	48%

来源：iFinD，中泰证券研究所

- ◆ 矿山机械行业市场规模巨大，2022 年中国矿山机械市场规模近 5000 亿元。2013 年至 2017 年，我国矿山机械设备行业产量整体保持增长，2018 年至 2020 年，受供给侧改革影响，使矿山机械行业成本上升，同时新能源行业快速发展，矿山机械行业需求疲软，产量整体下降。2021 年煤炭、金属等产品价格持续上涨与 2022 年“基石计划”的推动，促使下游扩产意愿持续提升，刺激矿山机械需求增长，同时带动行业整体规模增长。据智研咨询数据显示，矿山机械的产量与需求量也分别从 2015

年的 671 万吨、652 万吨增长至 2023 年的 754 万吨和 732 万吨。矿山机械行业销售规模平稳增长，从 2014 年的 4139 亿元增长到了 2022 年的 4880 亿元。

图表 26：2015-2022 年中国矿山机械行业市场规模



来源：智研咨询，中泰证券研究所

- ◆ **高频次出台政策指引行业发展方向，矿山智能化发展迫在眉睫。**2021 年 4 月，自然资源部公示的《智能矿山建设规范（报批稿）》指出，矿山掘进各工序宜选用自动化、智能化设备，实现设备遥控操作和车辆遥控驾驶。2022 年 8 月的《“十四五”矿山安全生产规划》中也提到协同推进矿山自动化智能化建设相关政策配套，分级分类推进矿山智能化建设。2024 年 4 月，七部门联合发布的《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》指出，2026 年，建立完整的矿山智能化标准体系；2030 年，建立完备的矿山智能化技术、装备、管理体系，推动矿山开采作业少人化、无人化。在此背景下，实现传统矿山向智慧矿山的转型升级，是我国矿山行业发展的必然趋势。

图表 27：我国智慧矿山相关政策

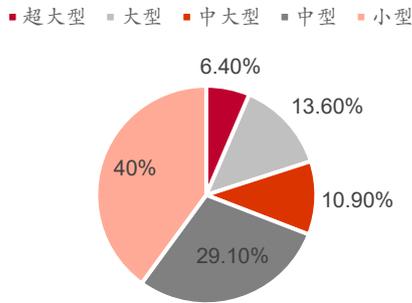
时间	名称	主要内容
2021 年 4 月	《智能矿山建设规范（报批稿）》	矿山掘进各工序宜选用自动化、智能化设备，工作面应减少用人数量，推进自动化作业，宜实现设备遥控操作和车辆遥控驾驶。
2022 年 8 月	《“十四五”矿山安全生产规划》	协同推进矿山自动化智能化建设相关政策配套，分级分类推进矿山智能化建设。因地制宜建设一批效果突出、带动性强的智能化示范工程，总结提炼可复制的智能化建设模式，发挥智能化示范矿山引领作用。
2024 年 4 月	《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》	到 2026 年，建立完整的矿山智能化标准体系，推进矿山数据融合互通，实现环境智能感知、系统智能联动、重大灾害风险智能预警。 到 2030 年，建立完备的矿山智能化技术、装备、管理体系，实现矿山数据深度融合、共享应用，推动矿山开采作业少人化、无人化，有效防控重大安全风险，矿山本质安全水平大幅提升。

来源：自然资源部，应急管理部，国家矿山安监局，中泰证券研究所

- ◆ **我国矿山智能化渗透率仍较低，可替代空间巨大。**根据头豹产业研究院测算，2023 年中国智慧矿山市场规模为 14784 亿元，可替代空间高达 170016 亿元。目前矿山智能化渗透率仍较低，处于初步发展阶段，其可替代市场空间巨大。其中，由

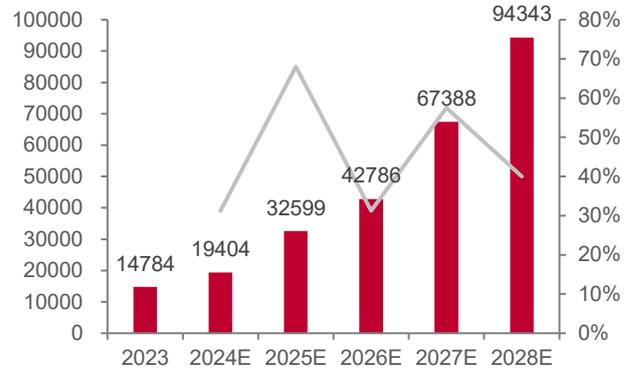
于中小型矿山数量多，其智能化替代需求最大，中小型智慧矿山市场规模合计占比约 70%，达到 10214 亿元。预计未来智慧矿山规模将以 CAGR=44.9% 的速度增长，2028 年有望达到 94343 亿元。

图表 28：2023 中国各类型矿山智能化市场占比



来源：头豹研究院，中泰证券研究所

图表 29：2023-2028E 中国智慧矿山市场规模测算（亿元）



来源：头豹研究院，中泰证券研究所

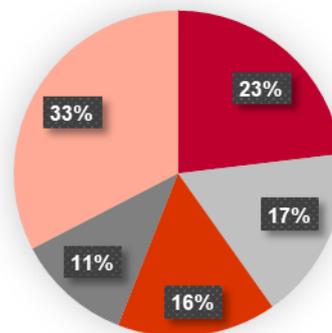
3、公司产品竞争力突出，十年有望打造“百亿五新”

3.1 公司产品力突出，下游客户认可度高

- ◆ **公司主要产品在市场占据领先地位。**2020 年，公司湿喷机的市占率为 17.18%，位居国内第二；公司的智能数字化浇筑衬砌台车关键技术达到世界先进水平，部分技术达到国际领先水平，已在国内外超过 2000 个项目实际应用；公司全球首创的曲臂臂架结构的双曲臂凿岩台车，被列入《湖南省 2022 年度 100 项重点工业新产品推荐目录》，广泛应用于公路铁路隧道、抽水蓄能电站、水电站等项目。

图表 30：湿喷机市场占有率情况（2020 年）

■ 铁建重工 ■ 五新隧装 ■ 耿力工程 ■ 长沙科达 ■ 其它



来源：铁建重工招股书，中泰证券研究所

- ◆ **公司产品综合性能、性价比均具有一定优势。**公司根据市场需求，推出更贴近市场需求的入门级产品。与非入门级产品相比，入门级产品采用了价格更低的配件，售

价更低，但并无性能上的显著差别。

- 湿喷机：**湿喷机的整车控制和机械臂寿命等方面；台车的浇筑系统和信息化等方面与竞争对手同类产品比较优势明显。对于公司湿喷机，首先，在整机控制方面，公司湿喷机的最小整机长度为 7800mm，有利于隧道施工的进行；其次，公司产品的臂架具备自动清理功能，进一步提高了操作的效率；最后，公司产品的发动机功率相对较大，使工程底盘具备更强的爬坡能力。

图表 31：湿喷机产品与可比公司对比情况

产品种类	整车控制	整机长度	机械臂	最大喷射方量	底盘与爬坡度	发动机功率	产品类型总数	混凝土缸（内径 mm*行程 mm）	混凝土最大出口压力（MPa）
公司非入门级产品	1)远程控制，实时、自动调整喷射方量，浇筑出来的混凝土质量更高，减少作业强度。2)故障实时监控、检测、远程故障判断	7800mm-9380mm	1)使用寿命长,喷射时不摇晃;2)自动润滑和清渣,减少清理作业强度	25-30m ³ /h	工程底盘爬坡度46%;汽车底盘爬坡度20%	93kw-132kw	7种	160*1000	7.5
入门级产品		8050mm-9380mm					2种		
铁建重工产品	湿喷机可记录施工过程中的各项参数，自动生成施工日志，并上传到大数据平台，进行远程数据分析。	11234mm	两级回转和整体滑移，同时具有三节折叠和一节伸缩的功能	20-50m ³ /h	工程底盘爬坡度36%	75kw	9种	180*1200	8.0
安徽佳乐建设机械有限公司	远程遥控喷射	7650mm-9450mm	使用寿命比公司短，人工清理	15-30m ³ /h			6种	160*800	7.5
河南省耿力工程设备有限公司	故障实时监控、远程诊断	7810mm-9300mm	使用寿命比公司短，自动清理	25-30m ³ /h		75-170kw	11种	180*1000	7.5
湖南鹏翔星通汽车有限公司	无	8200mm	使用寿命短,人工清理	28-30m ³ /h		95kw	3种	180*800	7.5
指标说明		越短,越容易施工	伸缩臂架更能适用于小断面,适用范围更广;折叠臂架更有利于仰拱底部施工	25立方米/h是目前主流能满足大部分施工需求	越灵活越好	发动机功率和设备动力相关		越大,一次性装的混凝土更多	

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 及时响应市场需求，研发能力驱动技术迭代升级。**公司拥有自主核心技术和研发团队，主要产品及核心技术能满足我国隧道工程复杂的环境施工需求，解决客户施工过程中面临的难点、痛点问题。截至 2023 年报，公司已拥有授权专利 350 项，其中发明专利 75 项、实用新型专利 254 项、外观设计专利 21 项，并构建了较为完备的知识产权保护体系。技术突破和公司出色的研发能力息息相关，公司拥有一套完善的研发体系，有一个省级企业技术中心，一个省级隧道施工装备工程技术研究中心，成立了科技研究院，研究院下设 15 个专业研究所，两个实验室，研发人员超过 100 人（公司员工共 600 余人），并且，公司每年投入不低于销售额 5% 的经费用于技术人才培养和新产品研发领域。
- 公司前五大客户多为大型国企，客户结构较为稳定。**在隧道施工智能装备细分领域，公司已经具备较高的市场竞争力和产品知名度，并与中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司等大型集团公司及其下属子公司或分公司客户建立了稳定的合作关系，历年前 5 大客户营收占比为 50% 左右。

图表 32：公司历年前五大客户

公司前5大客户						
	2022年		2021年		2020年	
	公司名称	占营收比例	公司名称	占营收比例	公司名称	占营收比例
第一名	中国中铁股份有限公司	25.10%	中国中铁股份有限公司	27.21%	中国中铁股份有限公司	22.95%
第二名	中国铁建股份有限公司	22.82%	中国铁建股份有限公司	16.82%	中国铁建股份有限公司	21.47%
第三名	中国交通建设股份有限公司	2.26%	中国交通建设股份有限公司	2.47%	山西路桥建设集团有限公司	3.27%
第四名	四川公路桥梁建设集团有限	1.39%	中国电力建设股份有限公司	1.57%	中国交通建设股份有限公司	3.25%
第五名	德宏亿磊工程有限公司	1.00%	中国葛洲坝集团股份有限公司	0.84%	福建城雄建筑工程有限公司	1.74%
合计		52.57%		48.92%		52.68%

来源：iFind，中泰证券研究所

3.2 管理层制定“百亿五新”战略规划，出海+后市场增量可期

- ◆ **立足隧道、开拓矿山、走向世界，十年打造“百亿五新”。**公司坚定推进“立足隧道、开拓矿山、走向世界”的发展战略，纵向覆盖隧道施工和矿山开采全套智能装备，加速拓展海外市场，让矿山开采与海外市场成为未来公司发展的重要增长点。同时，公司树立了十年奋斗目标：
 - **10年销售规模力争突破100亿元。**打造基建和矿山市场销售规模各占50%、国内和国外市场销售规模各占50%、主机和后市场销售规模各占50%的业务新格局，产品行销全球50个国家，进入全球工程机械50强，成为世界一流的隧道施工和矿山开采成套智能装备供应商。
- ◆ **矿山装备与隧道装备具备技术同源性，公司以中小矿山作为市场切入点。**矿山领域有望成为公司未来的一大增长点，矿山市场空间远高于隧道行业；其次，公司隧道装备与地下矿山装备具有技术同源性，切入难度低。公司以中小矿山为切入点，开发锂电版智能掘进钻车、电动铲运机等电动化装备，其中，公司为非煤矿山中小巷道掘进量身打造的智能掘进钻车，彻底解决了矿山3×3M以下中小巷道机械化施工的行业痛点。公司产品已成功应用于山东黄金三山岛金矿、焦家金矿、辽宁招金白云金矿等矿山项目，新市场开拓卓有成效。

图表 33：锂电版智能掘进钻车 EWD561 特点



适用范围	主要特点
适用于 4m ² -21m ² 的矿山巷道、抽水蓄能电站、水电站、水库灌溉隧洞的掘进钻孔作业和锚杆孔作业。最大作业面积 21m ² 。	外形尺寸小，最小可满足 1.9×1.9m 工作断面； 钻孔速度快，配置 18kW 凿岩机，最高 2.5m/分钟； 遥控操作，简单易学，作业安全； 锂电动力取代柴油动力，零碳排放，噪音低，发热低。

来源：公司矿山产品介绍手册，中泰证券研究所

图表 34：电动铲运机 DC-1 特点



适用范围	主要特点
适用于 2m×2m 以上的矿山巷道、公路隧道、水电隧洞的铲运作业。	无污染、低能耗，高海拔地区可选装高原电机； 全液压控制行驶换向、调速系统，反应迅捷、灵敏； 全盘湿式制动装置，液压解除，停机立即产生制动，安全可靠； 液压转向，零故障、易维护； 液压先导控制工作系统，控制方便，降低使用者的劳动强度。

来源：公司矿山产品介绍手册，中泰证券研究所

- ◆ 公司开启出海战略，积极布局“一带一路”沿线和俄罗斯市场。公司积极响应国家“一带一路”战略倡议，跟随中国大型央企的步伐，参与建设东南亚的铁路、公路隧道建设。2023 年 9 月设立了新加坡全资子公司，进一步促进海外业务发展，开拓东南亚等海外市场，同时积极参与国际工程机械展览活动，组织欧洲、非洲等地的海外客户业务洽谈活动，也成立了海外销售、线上推广团队，提高品牌曝光率和影响力。俄罗斯矿山领域是未来主要拓展方向，俄罗斯开采金属和矿物所需的采矿设备 50% 以上源自进口，而且现有的矿业机械设备存在较大的市场缺口。

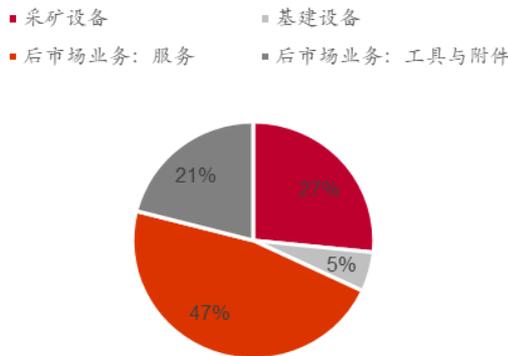
图表 35：公司部分国际展会图片



来源：公司2023年报，中泰证券研究所

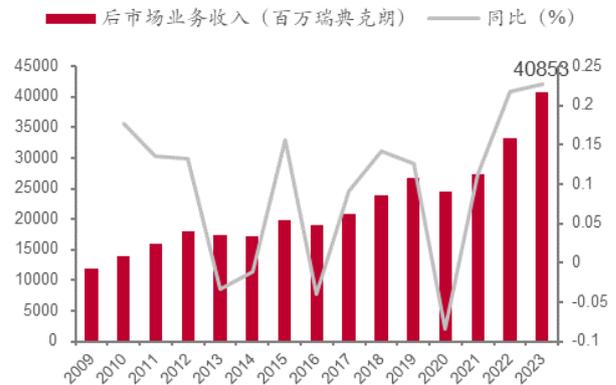
- ◆ **以海外龙头安百拓为鉴，后市场业务增量广阔。**目前工程机械市场存量设备规模较大，工程机械新需求减弱，老设备维修需求增长，后市场业务成为未来发展的重要方向。后市场业务的营业额与利润更高，同时提高客户粘性。维修服务和配件的后市场有上千亿的规模，二手设备和租赁市场更是达到了万亿的规模。海外矿山机械巨头安百拓（Epiroc）具有 150 年历史，业务遍布全球 150 多个国家和地区，在最新的全球工程机械 50 强榜（Yellow Table 2023）中排名 14 位，是全球矿山设备领域领军企业。2023 年安百拓营业收入 603 亿瑞典克朗（合约 422 亿元），其中后市场业务收入从 2009 年的 119 亿瑞典克朗增长至 2023 年的 409 亿瑞典克朗（合约 278 亿元），占到总收入的 68%。中期服务与自动化数字化解决方案等服务类后市场业务占总收入 47%。

图表 36：安百拓 2023 年收入占比



来源：安百拓2023年报，中泰证券研究所

图表 37：2009-2023 年安百拓后市场业务收入



来源：安百拓2023年报，中泰证券研究所

4、盈利预测与投资建议

- ◆ 公司作为隧道智能装备的龙头，不断根据市场需求研发新产品，并在近几年积极拓展水利水电工程、非煤矿山和国际市场领域，响应机械代人诉求具有卡位优势。
- ◆ **混凝土湿喷机/组：**湿喷机为公司的明星产品，下游机械化渗透率提升带动销量增长，但随着竞争对手的增多，毛利率逐年有一定比例的下降。我们假设，2024-2026 年该项业务营业收入分别同比变化 20.0%、20.0%和 20.0%。毛利率逐步小幅下降，分别为 33.0%、32.0%和 30.0%。
- ◆ **隧道衬砌台车：**下游机械化渗透率提升带动销量增长，但随着竞争对手的增多，毛利率逐年有一定比例的下降，我们假设，2024-2026 年该项业务营业收入分别实现同比变化 20.0%、20.0%和 20.0%，毛利率逐步小幅下降，分别为 33.0%、32.0%和 30.0%。
- ◆ **凿岩台车：**公司的双曲臂凿岩台车，解决了目前中小矿山痛点，在 2022 年进行了升级，产品放量，且未来公司会大力发展矿山领域，该产品营收水平可能会迅速增加，且新产品一般毛利水平较高。我们假设 2024-2026 年该项业务营业收入分别实现同比变化 50.0%、50.0%和 50.0%，毛利率处在较高水平，分别为 38.0%、36.0%和 35.0%。

- ◆ **掘进机**：公司以中小型矿山为切入点，为非煤矿山中小巷道掘进量身打造智能掘进钻车。考虑公司产品正处于放量期，我们假设，2024-2026 年该项业务营业收入分别实现同比变化 100.0%、50.0%和 50.0%，毛利率处在较高水平，分别为 40.0%、38.0%和 36.0%。

图表 38：2021-2026E 主要业务拆分及预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
湿喷机	总收入（百万元）	690.87	540.93	954.12	1214.94	1550.93	2000.62
	增速（%）	53.5%	-21.7%	76.4%	27.34%	27.65%	28.99%
	毛利率（%）	31.4%	35.5%	37.0%	36.04%	35.97%	35.91%
湿喷机	收入（百万元）	270.20	181.03	179.00	214.80	257.76	309.31
	YoY	55.0%	-33.0%	-1.1%	20.00%	20.00%	20.00%
	销量（台）	270	181	179	215	258	309
	均价（万元）	100	100	100	100	100	100
	毛利率	32.0%	35.0%	35.0%	33.0%	32.0%	30.0%
衬砌台车	收入（百万元）	310.57	222.06	359.19	431.03	517.23	620.68
	YoY	47.0%	-28.5%	161.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	销量（台）	265	190	307	368	442	530
	均价（万元）	117	117	117	117	117	117
	毛利率	26.0%	30.0%	35.0%	33.0%	32.0%	30.0%
凿岩台车	收入（百万元）	50.00	80.00	180.00	270.00	405.00	607.50
	YoY		60.00%	125.00%	50.00%	50.00%	50.00%
	销量（台）	9	15	33	49	74	110
	均价（万元）	550	550	550	550	550	550
	毛利率	42.00%	42.00%	42.00%	38.00%	36.00%	35.00%
掘进机	收入（百万元）		5.00	20.00	40.00	60.00	90.00
	YoY				100.00%	50.00%	50.00%
	销量（台）		3	13	27	40	60
	均价（万元）		150	150	150	150	150
	毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	40.0%	38.0%	36.0%

来源：ifind，中泰证券研究所（部分2021-2023年产品收入、销量、均价数据系预测值，与公司当年实际数据或有差异）

- ◆ 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 12.15/15.51/20.01 亿元，净利润分别为 1.85/2.35/3.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.8/6.9/5.4 倍。隧道施工的机械化将带来隧道装备的持续成长；公司作为隧道智能装备的龙头，具有卡位优势，

我们选取主营业务类型同为大型工程机械的上市公司作为可比公司，目前估值低于可比公司的均值水平，因此我们首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 39：可比公司估值

公司	代码	2024/6/21		EPS (元)			PE (倍)			
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
创力集团	603012.SH	4.60	0.58	0.72	0.80	\	9.47	6.42	5.75	\
中联重科	000157.SZ	7.89	0.42	0.53	0.67	0.82	18.94	15.01	11.71	9.58
三一重工	600031.SH	15.94	0.54	0.74	0.96	1.17	24.74	21.54	16.69	13.61
三一国际	0631.HK	4.86	0.60	0.74	0.87	0.98	11.32	6.53	5.56	4.97
可比公司均值								12.4	9.9	9.4
五新隧装	835174.BJ	18.16	1.82	2.05	2.62	3.39	11	8.8	6.9	5.4

来源：wind，中泰证券研究所（可比公司采用wind一致预期，选取2024年6月21日股价）

5、风险提示

- ◆ 1、宏观经济环境变化风险。若国内外宏观经济环境发生变化，下游行业投资放缓，轨道交通和水利水电市场需求可能受到影响。
- ◆ 2、隧道施工机械化进度不及预期。目前绝大多数隧道施工的环节还由于各种原因使用人工施工，机械化的转化需要时间。
- ◆ 3、国际市场和矿山市场进展不及预期风险。我国在施工机械化程度和欧美发达国家仍存在较大的差距，考虑到国际市场和矿山领域是公司的新业务，存在国际市场和矿山市场进展不及预期风险。
- ◆ 4、市场竞争风险。开拓国际市场和矿山市场会有大量竞争对手的加入，公司需要不断根据市场需求研发优秀产品，稳固住自己在市场上的地位。后续若研发进程不及预期，则可能会对公司矿山领域和国际市场的业务发展产生不利影响。
- ◆ 5、研报使用的信息更新不及时的风险。研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

其他影响	-14	9	13	18	应付账款周转天数	76	91	97	97
投资活动现金流	-108	-512	-473	-433	存货周转天数	73	69	69	72
资本支出	-4	-512	-472	-433	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.82	2.05	2.62	3.39
其他长期资产变化	-104	0	-1	0	每股经营现金流	1.61	1.72	2.19	3.13
融资活动现金流	-33	260	421	233	每股净资产	7.84	9.70	12.11	15.30
借款增加	0	279	439	251	估值比率				
股利及利息支付	-27	-43	-52	-81	P/E	11	9	7	5
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	-6	24	34	63	EV/EBITDA	-2	-2	-1	-1

来源: wind, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。