

三一重工 (600031)

工程机械电动化大势所趋，助力弯道超车迈向全球龙头

买入 (维持)

2024年08月14日

证券分析师 周尔双

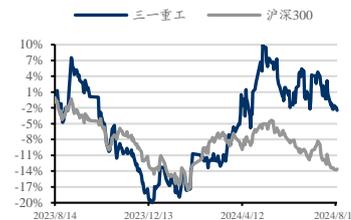
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	80839	74019	78963	89601	102693
同比 (%)	(24.36)	(8.44)	6.68	13.47	14.61
归母净利润 (百万元)	4290	4527	6284	8494	11321
同比 (%)	(64.35)	5.53	38.79	35.17	33.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.51	0.53	0.74	1.00	1.34
P/E (现价&最新摊薄)	29.61	28.06	20.22	14.96	11.22

股价走势



投资要点

- **国内工程机械龙头，全面布局电动化工程机械产品矩阵。**公司高度重视工程机械电动化发展，2018年开始电动化领域研究、2021年设立电动化事业部，覆盖电池、电驱、电控、电子电器、控制算法、热算法等多个领域，全面推进工程车辆、挖掘机、装载机、起重机等产品电动化进程。公司已建立丰富的电动化产品线、齐全的产品型谱，覆盖土石方机械、混凝土机械、起重机、自卸车等多个工程机械主要板块。
- **电动化技术先驱者与领军者，前瞻性进入电动化 2.0 布局。**截止至 2023 年年底，公司获得电动化专利 972 项，领跑全行业。公司以**电芯、电驱桥技术、VCU 集控平台、充换电站、燃料电池系统及控制技术**为核，围绕高压、高效、集成三大理念，重点突破集成电驱桥、滑板底盘、电子电气架构等核心技术。其中，**VCU 集控平台是半分布式传动架构的核心控制结构，电驱桥是电动化 2.0（行走与回转系统电动化）的关键性技术**，而市场上其他电动化参与者则大多停留在电动化 1.0（动力系统电动化）阶段。三一重工的电动化技术布局对全工程机械行业电动化具有重要前瞻性意义。
- **坚持产品力为纲拒绝低价策略，产品市场竞争力初显。**公司拒绝低价竞争逻辑，从产品本质出发，电动化赋能挖掘机产品。目前三一电动中挖售价已略高于卡特同吨位油挖，在挖掘性能基本持平的基础之上，能源成本、智能化水平、操控舒适度显著提升。除电挖外，公司多种电动化工程机械领跑全市场，2022年9月公司电动起重机、新能源重卡、新能源牵引车、电动搅拌车销量均位列市场第一。强大产品力是公司竞争逻辑的长期指引，市场已经验证了公司产品战略的有效性。
- **差异化产品+健全渠道建设打开全球市场，有望借电动化换道超车全球龙头。**公司挖掘机产品在挖掘性能基本与卡特等龙头产品持平的基础之上，在能源成本、智能化水平、操控舒适度等参数上加大投入，取得显著成效。2023年三一重工全球市场份额约 4.2%，与全球龙头卡特彼勒、小松等（市占率 16.8%、10.4%）仍有较大差距。卡特、小松依靠百年经营与全球化战略建立稳固的工程机械帝国，在燃油工程机械领域具有绝对话语权。公司作为国内工程机械龙头和电动化工程机械领军者，有望借电动化浪潮在全球范围内实现“换道超车”。
- **盈利预测与投资评级：**国内工程机械行业更新周期渐近，全球化、电动化、智能化战略再造三一重工，坚定看好公司长期成长性。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 63/85/113 亿元，当前市值对应 PE 为 20/15/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业周期波动、行业竞争加剧、国际贸易摩擦、电动化技术突破不及预期。

市场数据

收盘价(元)	15.26
一年最低/最高价	12.60/17.57
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	129,163.93
总市值(百万元)	129,328.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.19
资产负债率(% ,LF)	54.29
总股本(百万股)	8,474.98
流通 A 股(百万股)	8,464.22

相关研究

《三一重工(600031): 电动挖掘机在欧洲取得新突破，全球化、电动化助力迈向全球龙头》

2024-07-03

《三一重工(600031): 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 业绩符合预期，看好国际化推进、盈利能力回升》

2024-05-01

内容目录

1. 国内工程机械龙头入主电动化，受益电动化之路长坡厚雪	4
2. 盈利预测与投资评级	9
3. 风险提示	9

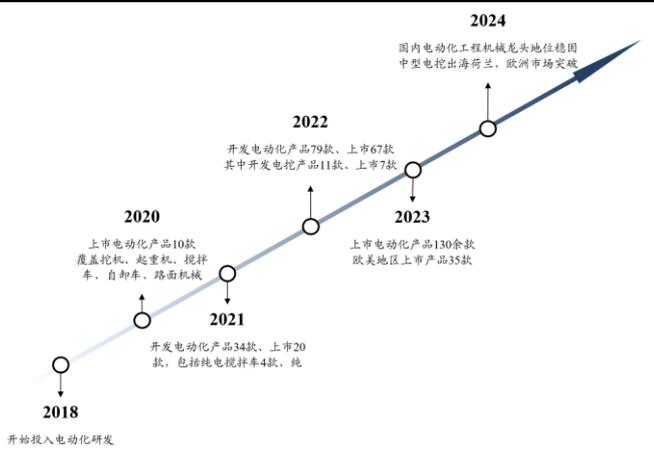
图表目录

图 1: 公司电动化发展时间轴.....	4
图 2: 公司电动化产品研发进程不断加速, 市场化顺利.....	4
图 3: 公司产品矩阵齐全, 覆盖多个工程机械产品细分板块.....	4
图 4: 公司电动挖掘机相关专利有相当比例集中在传动、行走系统、全电操作方式等领域.....	5
图 5: 公司针对五大电动化领域进行技术布局.....	6
图 6: 公司电动化布局已进入电动化 2.0 阶段.....	6
图 7: 公司产品聚焦高端市场拒绝价格战, 通过电动化实现换道超车.....	6
图 8: 2022 年 9 月, 公司多种电动化产品居市场第一.....	7
图 9: 电动挖掘机市场潜力大, 远期渗透率预期达 35%.....	7
图 10: 公司全球化布局逐渐完善, 海外收入增速较快.....	8
图 11: 公司 2023 年全球份额 4.2%, 仍有较大成长空间.....	8
图 12: 三一在电动化领域深耕多年, 已有强大产品与市场基础, 有望受益电动化上行浪潮.....	9

1. 国内工程机械龙头入主电动化，受益电动化之路长坡厚雪

公司深耕工程机械电动化领域，持续加码研发率先建立电动化护城河。公司自 2018 年起率先投入电动化工程机械技术研发，于 2021 年在每个产品事业部成立并行电动化事业部，研发领域覆盖电池、电驱、电控、电子电器、控制算法、热算法等多个领域。子公司三一重机作为三一重工核心事业部，集挖掘机、旋挖钻机、装载机等土石方机械研发、制造、销售于一体，截止至 2023 年 12 月已有研发人员超 5000 人，从硬件到软件全面支撑三一数字化、智能化、电动化、国际化发展。

图1：公司电动化发展时间轴



数据来源：公司官网，定期报告，东吴证券研究所

图2：公司电动化产品研发进程不断加速，市场化顺利

	2020年	2021年	2022年	2023年
电动化产品数量	下线10款	当年开发34款上市20款	当年开发79款上市67款	推出新品130多款，欧美新增产品上市35款，海外大设备新增上市15款
产品拆分	覆盖挖机、起重机、搅拌车、自卸车、路面机械	4款纯电搅拌车，4款纯电自卸车，4款电动挖掘机	电动挖机开发11款上市7款	产品涉及工程车辆、挖掘机械、装载机、起重机械等领域，取得行业领先地位
收入规模（亿元）	/	电动化工程车辆产品销量破千，收入近10亿元	销售额突破27亿元，增速超200%	实现收入31.46亿元
电动化研发人员数量	/	不足100人	超1600人	/

数据来源：公司官网，定期报告，东吴证券研究所

公司电动化产品矩阵丰富产线齐全，未来将进一步健全分档位机型布局。公司目前电动化产品线已全面覆盖土石方机械、混凝土机械、起重机、自卸车等多个产品大类，全面领跑电动化工程机械板块。截止至 2024 年 6 月，公司已基本实现 1.9 吨微挖、21.5 吨中挖电动化进程，预计未来三年内补齐产品线、完成覆盖 2 吨~300 吨所有主力挖掘机型型的原型机。

图3：公司产品矩阵齐全，覆盖多个工程机械产品细分板块

种类	代表性产品					
土石方机械	微型电动挖掘机 SY19E	中型电动挖掘机 SY215E	电动轮式装载机 SW966E			
混凝土机械	408 充电版搅拌车 SYM5316GJB1BEV	412 充换电一体版搅拌车 SYM5311GJB3BEV	412 充电版搅拌车 SYM5311GJB1BEV			
起重机	汽车起重机 STC500E 插电版	汽车起重机 STC120T5-1插电版	汽车起重机 STC250C5-8插电版			
自卸车	城建工程电动自卸车 SYM3180ZZX6BEV1	城建渣土电动自卸车 SYM3314ZZX1BEV	矿山坑口混动自卸车 SYM3311ZM6PHEV			

数据来源：公司官网，公司定期报告，东吴证券研究所

公司积极推进电动化研究，电动化专利兼具广度深度。截止至 2023 年底，公司累计获得各项电动化专利 972 项，领跑全市场。以电动挖掘机为首的电动化工程机械技术难点集中在传动、行走系统与全电操作方式等纯电挖技术，三一重工的电挖相关专利有近半集中在上述板块，而其他友商的电挖相关专利则主要集中在拖电、混电、换电等较为初级的动力阶段。

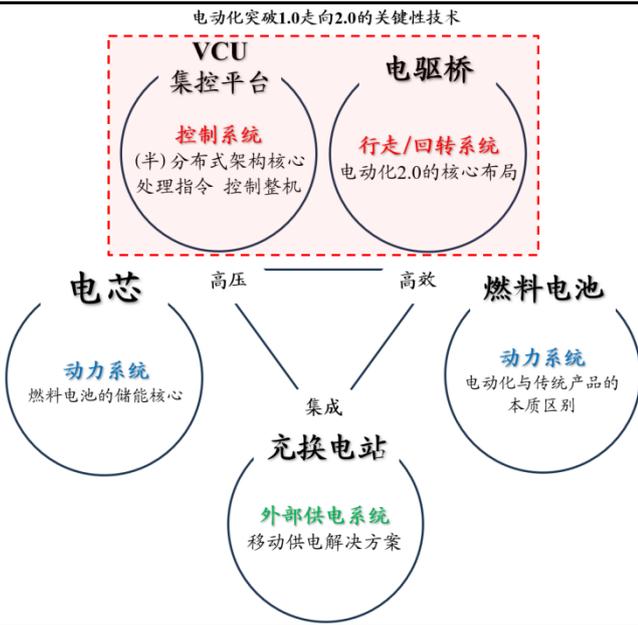
图4：公司电动挖掘机相关专利有相当比例集中在传动、行走系统、全电操作方式等领域

三一重工	柳工
挖掘机辅助管路的控制方法、装置、作业机械及电子设备	一种电动挖掘机散热系统、方法及电动挖掘机
电控挖掘机正反手切换方法、系统、电子设备及存储介质	挖掘机及其履带防滑移控制系统、方法、装置和电子设备
用于挖掘机的电子围墙系统、控制方法及电子设备	一种电动挖掘机剩余行驶里程的估算方法
电液比例控制系统和挖掘机	电动挖掘机CN114086625A
油电力控制方法、装置、挖掘机和可读存储介质	一种属具流量调节系统及挖掘机
热管理系统及电动液压挖掘机	电动挖掘机CN112431241A
挖掘机行走控制系统、电控挖掘机和行走安全控制方法	一种挖掘机熄火延时断电的控制方法
全电控挖掘机的安全控制方法、装置、系统及挖掘机	一种挖掘机熄火延时断电的控制方法及控制系统
一种电液混合动力装置、挖掘机及方法	中联重科
一种挖掘机用电液混合动力方式及挖掘机	电动挖掘机的电机控制方法、控制器及电动挖掘机
一种电动挖掘机的动力系统	用于电动挖掘机的电芯加热的方法及电芯加热系统
一种电动挖掘机的电气控制系统	电比例控制液压系统和挖掘机
拖电挖掘机放线线缆的保护方法和装置	电动液压挖掘机
电动挖掘机电源模块控制方法、系统及电动挖掘机	徐工
电动挖掘机集成控制系统及电动挖掘机系统	一种轮式挖掘机转向控制系统及控制方法
一种纯电动挖掘机及其控制方法	一种挖掘机发动机耦合控制装置及方法
	一种箱体防倾翻装置、方法及电动挖掘机
	一种自动放电控制系统、控制方法及拖电式挖掘机
	一种挖掘机发动机程序远程安装更新的方法及系统
	一种拖电挖掘机的供电系统、控制方法及拖电挖掘机
	一种电动挖掘机换电系统及其控制方法
	一种挖掘机机器人电驱流量匹配系统与控制方法
	一种电滑环和回转接头的连接结构及挖掘机
	一种铁路挖掘机的电液控制系统

数据来源：公开专利信息，东吴证券研究所

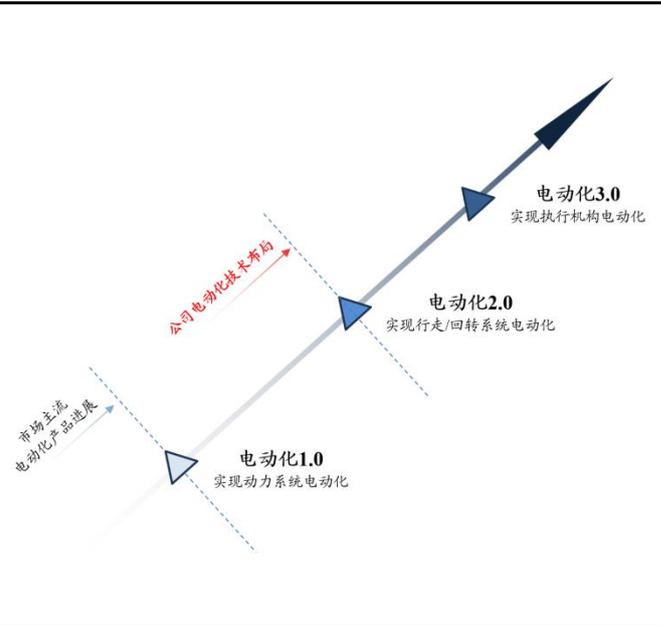
公司在纯电挖领域实现多项技术突破，技术布局达电动化 2.0。公司在电动化领域重点针对电芯、电驱桥技术、VCU 集控平台、充换电站、燃料电池系统及控制技术五大方向布局，重点突破集成电驱桥、滑板底盘、电子电气架构等核心技术。工程机械电动化可以分为“三步走”：电动化 1.0 实现动力系统电动化；电动化 2.0 实现行走回转系统电动化与半分布式传动架构；电动化 3.0 实现执行机构电动化与分布式传动架构，而 VCU 是分布/半分布式架构的集成控制中心、电驱桥是行走/回转系统电动化的核心。以机械特性更强的电动挖掘机为例，目前进入电挖领域的公司大多数停留在电动化 1.0 阶段，而公司自 2021 年起开始布局电动化 2.0 架构，是电动化领域的绝对领军者。

图5：公司针对五大电动化领域进行技术布局



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图6：公司电动化布局已进入电动化 2.0 阶段



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

产品力为公司立业基石，差异化竞争策略打开高端市场+电动化之路换道超车。公司拒绝低价竞争逻辑，从产品本质出发，电动化赋能挖掘机产品，主要面向电力基础设施完善、环保驱动力较强的发达国家高端市场客户。目前三一电动中挖售价已略高于卡特同吨位油挖，在挖掘性能基本持平的基础之上，能源成本、智能化水平、操控舒适度显著提升，加上公司目前已成为国内工程机械电动化龙头，在全世界范围内有望率先建立电动化品牌优势，借助电动化打开高端市场。

图7：公司产品聚焦高端市场拒绝价格战，通过电动化实现换道超车

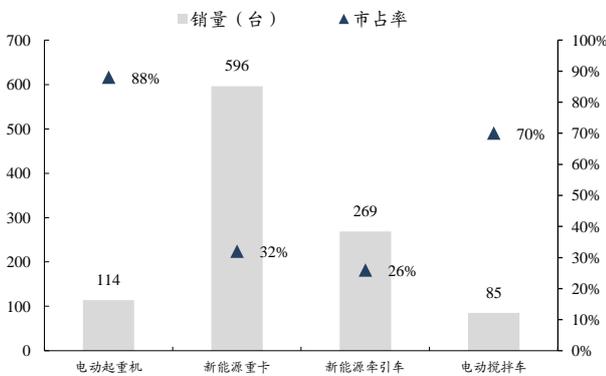
性能参数	SY215E (三一电动中挖)	SY215C-S (三一柴油中挖)	CAT 320 (卡特柴油中挖)
海外价格(万元)	120	80	100
整机重量(kg)	22000	21900	21700
发动机	永磁同步电机	三菱扶桑 4M50	CAT C4.4
额定功率(kW/rpm)	150/1800	118/2000	128.5/2000
最大挖掘深度(mm)	6255	6600	6720
最大挖掘高度(mm)	9600	9600	9370
最大卸载高度(mm)	6730	6730	6490
最大挖掘半径(mm)	10280	10280	9862
铲斗挖掘力(kN)	138	138	150
斗杆挖掘力(kN)	103	103	106
回转速度(rpm)	12.5	11.6	11.25
行走速度(km/h)	5.4/3.3	5.4/3.4	5.7/3.5

能源容量	422kWh	370L	345L
综合续航时长(h)	6-10	19-25	18-22
单次补能成本	1.5 元/kWh*422kWh=633 元	12 元/L*370L=4440 元	12 元/L*345L=4140 元
能源年节约成本	约 16 万元	/	/
补能时长	1.5h	/	/
智能化	电动化大型电池带来较大功率输出，推动智能化、无人化可行性迅速提升		
注：欧洲电价取 1.5 元/kWh，柴油价格取 12 元/L			

数据来源：三一重工官网，卡特彼勒官网，东吴证券研究所

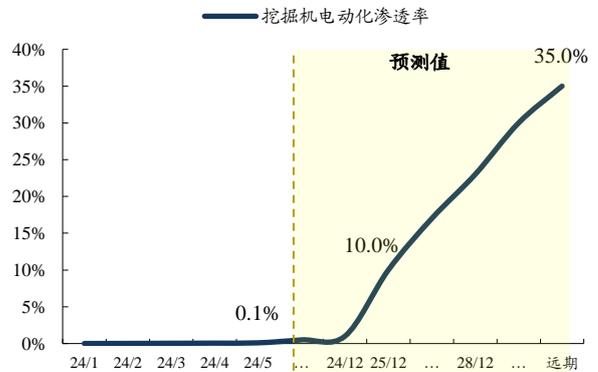
公司多种类电动化产品市场占有率已领跑市场，电挖渗透率空间广阔。公司 2022 年、2023 年电动化产品收入 27+亿元、31.5 亿元，同比+200%/+16.7%。三一多款电动化产品市占率行业领先，其中 2022 年 9 月电动起重机销量 114 台，市占率 88%；新能源重卡销量 596 台，市占率 32%，全国第一；新能源牵引车销量 269 台，市占率 26%，领先第二名 103 台；电动搅拌车销量 85 台，市占率 70%。公司电动挖掘机产品也取得重大进展，2024 年 6 月公司在欧洲发布首款海外中型电动挖掘机 SY215E，并取得荷兰 20 台签约预售订单，首次实现中型电动挖掘机出海，是电动挖掘机产品市场化的重要里程碑。

图8：2022 年 9 月，公司多种电动化产品居市场第一



数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

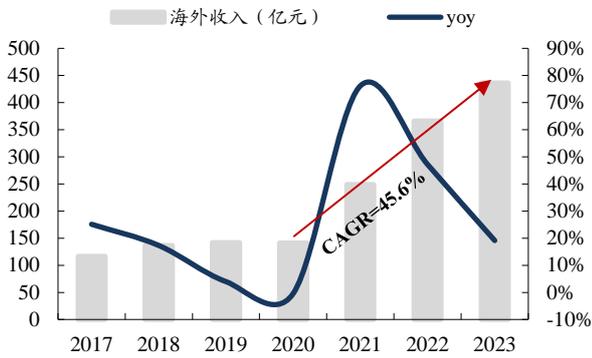
图9：电动挖掘机市场潜力大，远期渗透率预期达 35%



数据来源：工程机械行业协会，Offhighway，东吴证券研究所预测

公司海外市场表现优异，全球市场仍有较大提升空间。在产品力与渠道建设共同作用下，公司 2023 年实现海外收入 435.6 亿元，2020 年至 2023 年复合增长率 45.6%。根据 KHL 发布的 Yellow Table 2024 统计，2023 年三一重工全球市场份额约 4.2%，与全球龙头卡特彼勒、小松等（市占率 16.8%、10.4%）仍有较大差距。

图10: 公司全球化布局逐渐完善, 海外收入增速较快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司 2023 年全球份额 4.2%, 仍有较大成长空间

排名	公司	总部所在地	市场份额
1	卡特彼勒	美国	16.8%
2	小松	日本	10.4%
3	约翰迪尔	美国	6.1%
4	徐工集团	中国	5.3%
5	利勃海尔	德国	4.2%
6	三一重工	中国	4.2%
7	沃尔沃建机	瑞典	4.1%
.....			
12	中联重科	中国	2.4%
19	柳工	中国	1.6%
31	山推	中国	0.6%
32	龙工	中国	0.6%
34	临工集团	中国	0.6%
37	铁建重工	中国	0.4%
39	浙江鼎力	中国	0.4%
41	山河装备集团	中国	0.3%
43	通力科技	中国	0.3%
49	福田雷沃	中国	0.3%
50	星邦智能	中国	0.2%

数据来源: Yellow Table 2024, 东吴证券研究所预测

电动化布局全球领先, 有望借电动化实现“换道超车”。国内工程机械整体起步晚, 全球范围来看。卡特、小松依靠百年经营与全球化战略建立稳固的工程机械帝国, 在燃油工程机械领域具有绝对话语权, 但在电动化领域, 尽管全球各大龙头公司均先后入局, 但由于市场需求与锂电降本等问题无法得到妥善解决, 电动化进展始终不温不火。三一重工始终秉持产品战略, 在电动化领域布局早、布局全, 且受益于国内锂电产业链降本幅度显著、电力基础设施先进完善, 已经成为全球电动化工程机械领军者。未来三一重工有望借电动化浪潮在全球范围内实现“换道超车”。

图12: 三一在电动化领域深耕多年, 已有强大产品与市场基础, 有望受益电动化上行浪潮

	时间	电动化进程	电动化产品布局
三一重工 Sany	2020年	与宁德时代签订战略合作协议	2018年开始全面推动电动化研发; 至今国内外电动化产品已上市 250余款 , 覆盖土石方机械、混凝土机械、起重机、自卸车等多个板块; 2022/2023年实现收入27/31.5亿元, 同比+200%/16.7% ; 电动化产品正在积极寻求全球化拓展, 纯电中挖已打开欧洲市场
	2021年	各大工程机械品类成立下属电动化事业部	
	2022年8月	成立三一锂能	
	2022年10月	成立红象电池	
卡特彼勒 Caterpillar	2023年1月	投资电池技术公司 Lithos Energy, 着手开发混电、纯电等产品	2008年推出首台电驱履带式推土机; 2022年推出两款纯电小挖与纯电轮式装载机; 2024年电动地下铲运装载机等 电动化产品尚未实现规模收入
小松 Komatsu	2023年11月	收购电池制造商 American Battery Solutions	2008年推出全球首台混动挖掘机 PC200-8E0; 2020年推出电动微挖 PC30E-5; 2023年推出电动微挖 PC30E-6、PC05E-1;
沃尔沃建机 Volvo	2022年2月	收购 Proterra 的动力电池与动力总成业务线	2024年推出电动轮式挖掘机 EWR150 Electric、电动轮式装载机 L90 Electric 和 L120 Electric; 2024Q2 全电设备交付量占总交付量 2.7%
约翰迪尔 John Deere	2022年2月	收购奥地利电池开发商 Kreisel Electric	2015年推出首台纯电拖拉机; 2022年推出 Steam2 680 马力纯电拖拉机; 2023年推出电动无级变速器 EVT, 适用于 410 马力 8 系列拖拉机; 预计 2026 年电动化覆盖所有草坪和紧凑型拖拉机
	2023年8月	在美国北卡罗来纳州建立电池专用工厂	
日立建机 Hitachi	2023年10月	建立零排放业务规划项目, 与九州电力合作日本市场电动化开发、与伊藤忠商事和 Alfen 合作欧洲市场电动化开发	2019年推出纯电/混电 8 吨挖掘机试制机 ZE85; 2022H1 推出纯电/拖电 5 吨挖掘机 ZX55U-6EB; 同年推出 2 吨纯电挖机 ZX23U-6EB 和 13.5 吨纯电挖机 ZX135-7EB; 致力于氢能开发, 纯电产品尚未实现规模化收入
JCB	/	/	2022年推出首台氢能工程机械
洋马 Yanmar	2022年	收购 Helmond 电池技术公司	2024年6月首次推出纯电小挖 SV17e、纯电小型轮式装载机 V8e、纯电小型履带式运输车 C08e; 电动化产品尚未实现规模收入

数据来源: 各大公司官网, 各大公司公告, 东吴证券研究所

2. 盈利预测与投资评级

国内工程机械行业更新周期渐近, 全球化、电动化、智能化战略再造三一重工, 坚定看好公司长期成长性。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 63/85/113 亿元, 当前市值对应 PE 为 20/15/11 倍, 维持“买入”评级。

3. 风险提示

1、国内宏观经济波动：工程机械属于周期性行业，“大规模设备更新+行业自身更新”双重周期共振可能不及预期，使公司面临下游需求风险。

2、行业竞争格局加剧：电动工程机械起步阶段，中小主机厂进入导致行业竞争格局持续恶化，价格承压导致整体盈利空间收窄。

3、国际贸易争端：当前公司依靠品类拓展和电动化出海抢占市场份额，出海受阻或进度不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

4、电动化技术突破不及预期：电动工程机械渗透需要国内三电技术不断突破更新，技术更新受阻将放缓工程机械电动化进程。

三一重工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	97,633	96,545	106,441	126,905	营业总收入	74,019	78,963	89,601	102,693
货币资金及交易性金融资产	28,921	39,118	30,438	61,936	营业成本(含金融类)	53,326	56,717	63,277	71,670
经营性应收款项	25,588	20,470	28,235	22,086	税金及附加	424	382	457	533
存货	19,768	15,271	23,820	20,456	销售费用	6,218	6,475	7,168	7,702
合同资产	67	63	71	82	管理费用	2,651	2,527	2,688	3,081
其他流动资产	23,289	21,623	23,876	22,345	研发费用	5,865	5,527	6,093	6,675
非流动资产	53,569	54,026	55,066	55,721	财务费用	(463)	315	358	411
长期股权投资	2,401	2,401	2,401	2,401	加:其他收益	765	884	1,017	1,210
固定资产及使用权资产	24,233	24,948	25,446	25,681	投资净收益	(177)	395	448	513
在建工程	1,367	683	842	921	公允价值变动	21	0	0	0
无形资产	4,832	5,257	5,641	5,982	减值损失	(1,258)	(985)	(1,103)	(1,045)
商誉	50	50	50	50	资产处置收益	(6)	9	3	2
长期待摊费用	184	184	184	184	营业利润	5,343	7,322	9,925	13,301
其他非流动资产	20,502	20,502	20,502	20,502	营业外净收支	(26)	31	24	21
资产总计	151,202	150,570	161,506	182,626	利润总额	5,317	7,353	9,950	13,322
流动负债	54,415	57,993	60,185	69,654	减:所得税	710	886	1,205	1,672
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,937	5,987	6,037	6,087	净利润	4,606	6,467	8,744	11,650
经营性应付款项	22,693	28,209	28,580	35,741	减:少数股东损益	79	183	250	329
合同负债	2,178	1,792	1,999	2,264	归属母公司净利润	4,527	6,284	8,494	11,321
其他流动负债	23,608	22,006	23,569	25,561	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.53	0.74	1.00	1.34
非流动负债	27,614	27,624	27,624	27,624	EBIT	5,046	9,204	12,039	15,288
长期借款	23,556	23,566	23,566	23,566	EBITDA	8,196	11,906	14,927	18,351
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.71	28.17	29.38	30.21
租赁负债	551	551	551	551	归母净利率(%)	6.18	7.96	9.48	11.02
其他非流动负债	3,508	3,508	3,508	3,508	收入增长率(%)	(8.44)	6.68	13.47	14.61
负债合计	82,029	85,617	87,809	97,278	归母净利润增长率(%)	5.53	38.79	35.17	33.28
归属母公司股东权益	68,040	63,637	72,131	83,451					
少数股东权益	1,133	1,316	1,566	1,896					
所有者权益合计	69,173	64,953	73,697	85,347					
负债和股东权益	151,202	150,570	161,506	182,626					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,708	24,851	(3,975)	35,936	每股净资产(元)	8.02	7.51	8.51	9.85
投资活动现金流	(2,694)	(2,725)	(3,452)	(3,183)	最新发行在外股份(百万股)	8,475	8,475	8,475	8,475
筹资活动现金流	(7,530)	(1,999)	(1,254)	(1,256)	ROIC(%)	4.51	8.33	10.64	12.19
现金净增加额	(4,554)	20,128	(8,680)	31,498	ROE-摊薄(%)	6.65	9.87	11.78	13.57
折旧和摊销	3,150	2,702	2,888	3,064	资产负债率(%)	54.25	56.86	54.37	53.27
资本开支	(4,128)	(3,119)	(3,900)	(3,696)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.06	20.22	14.96	11.22
营运资本变动	(3,050)	13,829	(17,538)	19,407	P/B(现价)	1.87	2.00	1.76	1.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>