

山推股份(000680)

报告日期: 2024 年 12 月 02 日

“挖”出新空间,“推”向新高度 ——山推股份“四问四答”

投资要点

一句话逻辑:

工程机械低估值品种,推土机迈向全球,挖掘机打开空间。山东重工集团旗下,工程机械资产承诺 5 年内解决同业竞争问题。

问题一: 公司挖掘机业务如何做大做强?

①1995 年,公司与日本小松合资成立小松山推,主营挖掘机,具有近 30 年的挖掘机研制经验。2022 年 1 月,公司减资退出小松山推,不再持有小松山推股权,并解除小松山推对于公司发展挖掘机业务的竞业限制。

②11 月 11 日晚,公司公告称拟 18 亿元现金收购山重建机 100% 股权,2024 年 1-9 月山重建机挖掘机市占率为 4.03%。

③山东重工集团承诺 5 年内解决雷沃重工、潍柴青岛与山推股份挖掘机业务的同业竞争问题。2023 年雷沃重工营业收入达 50 亿元。

公司挖掘机业务依托推土机销售渠道及山东重工集团平台优势和供应链优势,有望快速崛起。

①**黄金内核:**“黄金内核”由山东重工集团内山推股份、潍柴动力、林德液压三大公司海内外六个研究中心协同,在潍柴发动机、林德液压件、山推传动件基础上专业匹配、改进、验证的动力传动系统总成,具有更省油、更高效、更可靠的独特优势。山推“黄金内核”系列产品:相同效率下,对标省油 10~15%;相同油耗下,对标效率提高 15% 以上;内核关键零部件三包期可延长至 5 年 1 万小时。同时,潍柴发动机具有高性价比和交付周期短等优势。

②**配件自制:**公司的配件主要包括四轮一带、变速箱、变矩器、斗杆、动臂等。2023 年公司工程机械配件及其他收入为 27 亿元,收入占比达 26%。公司配件除公司内部配套以及满足公司产品后市场需求外,还向国内外各大工程机械主机厂配套。据公司 2023 年 6 月 5 日投资者关系活动记录表,公司配套的主机厂有小松、雷沃、徐工、临工、柳工、中联、三一、山河智能等。公司配件自制率相对较高,有望为公司提供成本优势。

③**渠道协同:**公司挖掘机产品有望借助推土机等产品渠道实现销售,目前公司国内外销售渠道布局完善,产品远销海外 160 多个国家和地区,现已发展 160 余家海外代理商。同时,公司挖掘机有望借助山东重工集团旗下潍柴动力、中国重汽等品牌影响力实现产品销售。

④**两端突破:**公司有望加大对技术门槛较高的矿挖、大挖和微挖的投产与销售,实现产品结构优化、盈利能力提升。

问题二: 大马力推土机未来增长的潜力如何?

大马力推土机主要用于大型露天煤矿、铁矿、铜矿以及石灰石矿等矿山。据 AEM 协会,2010 年以来,400 马力以上推土机年销量平均在 1,000 台左右,其中 2012 年达至约 1,757 台,主要销售市场包括俄罗斯、澳大利亚、印度、印尼、加拿大、中国等。截至 2020 年底,全球已探明煤炭储量中美国、俄罗斯、澳大利亚、中国、印度分别占 23%、15%、14%、13%、10%。2022 年全球铁矿储量中俄罗斯、巴西、澳大利亚、加拿大、中国分别占 21%、19%、13%、10%、9%。2022 年全球铜矿储量中智利、秘鲁、俄罗斯、美国、墨西哥分别占 26%、11%、8%、7%、5%。2020 年公司大马力推土机年产量在 10 台左右,募投项目计划于 2025 年年产达 300 台。非洲、东南亚、南美、中东、澳大利亚等市场矿产资源丰富,公司大马力推土机增长潜力大。

问题三: 山推股份“含矿率”有多高?

据 Precedence Research,2023 年全球矿山机械市场规模达 1191.2 亿美元,预计 2024 年将达 1259.1 亿美元,预计 2034 年将达 2181.5 亿美元,预计 2024-2034 年 CAGR 为 5.6%;2023 年全球露天采矿市场规模达 313.8 亿美元,预计 2024 年将达 323.9 亿美元,预计 2033 年将达 430.8 亿美元,预计 2024-2033 年 CAGR 为 3.2%。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 何家恺

执业证书号: S1230523080007

hejiakai@stocke.com.cn

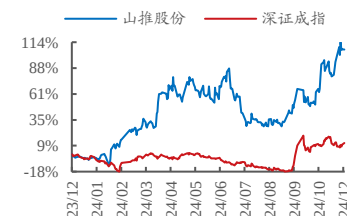
研究助理: 徐琛奇

xuchenqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.42
总市值(百万元)	15,633.41
总股本(百万股)	1,500.33

股票走势图



相关报告

- 1 《推土机迈向全球,挖掘机打开空间》 2024.11.19
- 2 《业绩超预期,海外市场驱动增长、经营质量显著提升》 2024.10.31
- 3 《业绩符合预期,海外收入高增+大推占比提升+降本控费力度加大》 2024.08.23

公司积极推进矿用一体化解决方案，主要产品包括大马力推土机、大挖及矿挖、矿卡、大吨位装载机、平地机等。公司积极推进大推国产替代和出口，拓展大挖、矿挖及矿卡业务。未来随着矿山机械业务的发展，有望带动公司盈利能力的提升。公司大马力推土机、大挖、矿挖等产品在业绩中占据主导地位，山推股份“含矿率”我们测算在工程机械5大主机厂（三一、徐工、中联、柳工、山推）中居前。

问题四：公司未来3年业绩增长有多快？

1) 大推增长：据我们测算，预计2024年推土机收入占29%；预计2024-2026年推土机收入CAGR=8%，大马力推土机收入CAGR=11%；预计2024-2026年推土机毛利率分别达31.8%、32.3%、32.6%。

- **①收入：**公司大马力推土机有望在非洲、东南亚、南美、中东、澳大利亚等区域实现突破与增长。
- **②毛利率：**2020年1-9月公司大马力推土机综合毛利率达33.63%，高于公司推土机综合毛利率26.15%。随着公司大马力推土机占比提升，有望助力公司推土机毛利率提升。

2) 挖机发力：据我们测算，预计2024年挖掘机收入占20%；预计2024-2026年挖掘机收入CAGR=53%，其中出口收入CAGR=67%，国内收入CAGR=17%；预计2024-2026年挖掘机毛利率分别达19.4%、20.1%、20.7%。

- **①收入：**公司挖掘机业务依托黄金内核、配件自制及渠道协同优势，积极拓展矿挖、大挖及微挖领域，有望快速崛起。
- **②毛利率：**山重建机主要负责挖掘机制造端，并通过山重建机及山推股份渠道实现国内外销售，销售产品主要为山推品牌挖掘机。山推股份收购山重建机有望实现产业链整合，进一步提升挖掘机业务的盈利能力。同时，未来随着挖掘机销量提升，规模效应逐步显现，公司挖掘机业务毛利率有望实现提升。

3) 降本控费：2023年公司实现降本1.54亿元。

- 公司加大降本控费力度，助力盈利能力提升。公司通过利用集团集采及招标集采、设计工艺改善、自动化水平提升、费用节流管控等方式实现降本控费。

4) 配件增长：据我们测算，预计2024年工程机械配件及其他收入占24%；预计2024-2026年工程机械配件及其他收入CAGR=25%；2023年毛利率达8.8%。

- 公司零部件产品涵盖履带链轨、工程机械四轮、液力变矩器、变速箱、驾驶室、金属结构件、保养件和易损件等，形成山推后市场推、挖、装三大系列配件产品。据公司2023年6月5日投资者关系活动记录表，公司配件配套的主机厂有小松、雷沃、徐工、临工、柳工、中联、三一、山河智能等。目前工程机械行业反转逻辑加强，海外市场占率提升，国内周期筑底复苏，有望带动公司配件业务增长。

盈利预测与估值：

预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.25亿、14.51亿、18.95亿元，同比增长34%、42%、31%（2024-2026年CAGR为36%），12月2日收盘价对应PE为15、11、8倍，低于行业平均水平，且2025年PE处于相对低位。维持“买入”评级。

风险提示

挖掘机业务拓展不及预期；海外贸易摩擦风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10541	14301	17494	21351
(+/-) (%)	5%	36%	22%	22%
归母净利润	765	1025	1451	1895
(+/-) (%)	21%	34%	42%	31%
每股收益(元)	0.51	0.68	0.97	1.26
P/E	20	15	11	8
ROE (%)	15%	19%	25%	25%

资料来源：浙商证券研究所

1 大马力推土机：新兴市场矿业资源丰富，增长潜力大

大马力推土机主要用于大型露天煤矿、铁矿、铜矿以及石灰石矿等矿山。据 AEM 协会，2010 年以来，400 马力以上推土机年销量平均在 1,000 台左右，其中 2012 年达至约 1,757 台，主要销售市场包括俄罗斯、澳大利亚、印度、印尼、加拿大、中国等。截至 2020 年底，全球已探明煤炭储量中美国、俄罗斯、澳大利亚、中国、印度分别占 23%、15%、14%、13%、10%。2022 年全球铁矿储量中俄罗斯、巴西、澳大利亚、加拿大、中国分别占 21%、19%、13%、10%、9%。2022 年全球铜矿储量中智利、秘鲁、俄罗斯、美国、墨西哥分别占 26%、11%、8%、7%、5%。2020 年公司大马力推土机年产量在 10 台左右，募投项目计划于 2025 年年产达 300 台。非洲、东南亚、南美、中东、澳大利亚等市场矿产资源丰富，公司大马力推土机增长潜力大。

图1：2022 年全球铁矿储量分布：俄罗斯、巴西、澳大利亚、加拿大、中国分别占 21%、19%、13%、10%、9%

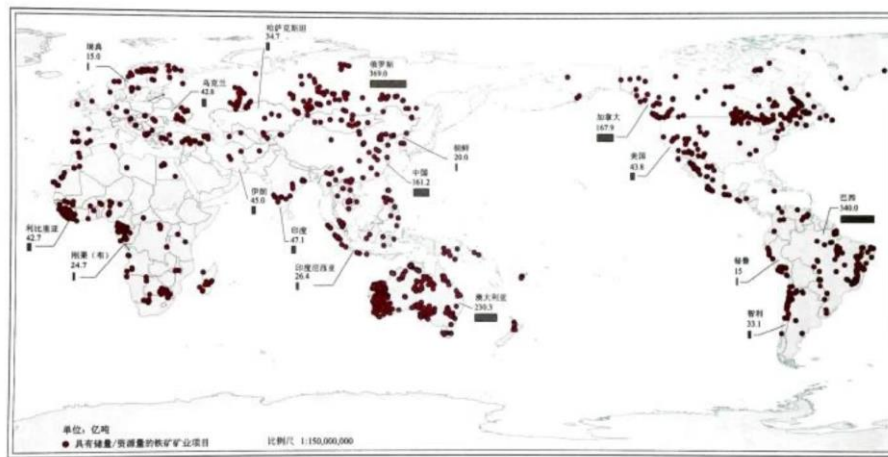


图1-1 全球铁矿高级项目及主要国家储量分布
(2022年，储量：铁矿石，亿吨)

排名	国家	储量 (铁矿石, 亿吨)	全球占比 (%)
1	俄罗斯	369.0 ^a	20.95
2	巴西	340.0 ^a	19.30
3	澳大利亚	230.3 ^a	13.08
4	加拿大	167.9	9.53
5	中国	161.2	9.15
6	印度	47.1 ^a	2.67
7	伊朗	45.0 ^a	2.56
8	美国	43.8	2.49
9	乌克兰	42.8	2.43
10	利比亚	42.7	2.43
11	哈萨克斯坦	34.7 ^a	1.97
12	智利	33.1	1.88
13	印度尼西亚	26.4 ^a	1.50
14	刚果(布)	24.7	1.40
15	朝鲜	20.0 ^a	1.13
16	瑞典	15.0	0.85
17	秘鲁	15.0	0.85
18	其他	102.7	5.83
	合计	1,761.3	100.00

资料来源：《全球矿产资源储量评估报告（2024 年）》，浙商证券研究所

图2：2022 年全球铜矿储量分布：智利、秘鲁、俄罗斯、美国、墨西哥分别占 26%、11%、8%、7%、5%

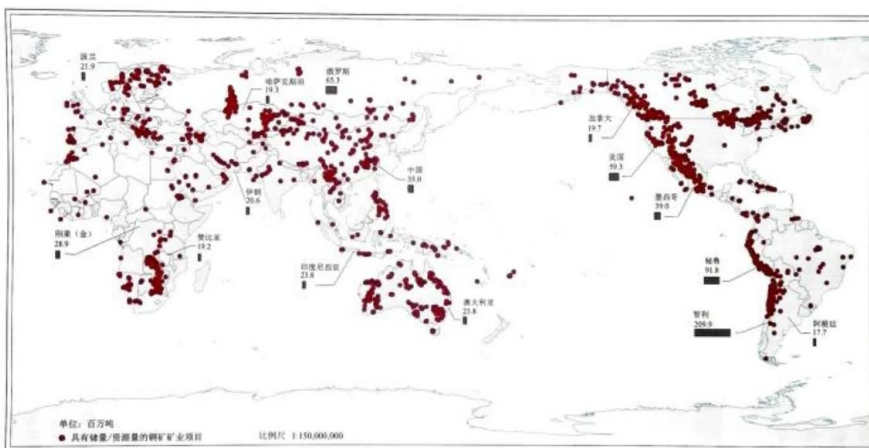


图6-1 全球铜矿高级项目及主要国家储量分布
(2022年，储量：铜金属量，百万吨)

排名	国家	储量 (金属量, 万吨)	全球占比 (%)
1	智利	20,995 ^a	25.90
2	秘鲁	9,178 ^a	11.32
3	俄罗斯	6,529 ^a	8.05
4	美国	5,925 ^a	7.31
5	墨西哥	3,898 ^a	4.81
6	中国	3,495	4.31
7	刚果(金)	2,891 ^a	3.57
8	澳大利亚	2,381 ^a	2.94
9	印度尼西亚	2,378 ^a	2.93
10	波兰	2,190	2.70
11	伊朗	2,060	2.54
12	加拿大	1,972	2.43
13	哈萨克斯坦	1,929 ^a	2.38
14	赞比亚	1,915	2.36
15	阿根廷	1,773	2.19
16	其他	11,564	14.26
	合计	81,072	100.00

资料来源：《全球矿产资源储量评估报告（2024 年）》，浙商证券研究所

2 拟收购山重建机，集团旗下工程机械资产 5 年内解决同业竞争

山重建机：山推股份拟 18 亿元收购山重建机，主导产品为山推系列液压挖掘机。山重建机成立于 1999 年，是集研发、生产、销售于一体的专业液压挖掘机制造商，产品主要包括微挖（ $T < 4.5t$ ）、小挖（ $4.5t \leq T < 20t$ ）、中挖（ $20t \leq T < 30t$ ）、大挖（ $30t \leq T \leq 50t$ ）、矿挖（ $T \geq 55t$ ）以及新能源挖掘机，形成 1.2 吨-125 吨挖掘机整机产品序列。目前拥有临沂、济宁两个生产基地，具备 2 万台挖掘机的生产能力。据中国工程机械工业协会数据，山重建机 2024 年 1-9 月挖掘机市占率为 4.03%。2024 年前三季度合并报表山重建机营业收入为 24.26 亿元，归母净利润为 7505.50 万元。山重工程对于交割完成后三个年度，即 2024 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日（简称“业绩承诺期”）山重建机实现的净利润（扣非归母净利润）承诺分别不低于 8,621.31 万元、12,590.50 万元及 16,740.89 万元，累计不低于 37,952.71 万元。

图3： 2024 年前三季度山重建机营业收入为 24.26 亿元，归母净利润为 7506 万元

山东重工集团财务情况		山重建机财务情况				
(亿元)	2023年	(亿元)	合并财务报表		母公司财务报表	
			2023年	2024年前三季度	2023年	2024年前三季度
资产总额	4,533.08	资产总额 (亿元)	23.83	30.25	23.86	26.11
负债总额	2,999.71	应收账款 (亿元)	2.30	5.74	1.55	3.85
归属于母公司所有者权益合计	1,533.37	负债总额 (亿元)	17.22	22.86	15.84	17.11
营业总收入	3,171.63	归属于母公司所有者权益 (亿元)	6.62	7.39	8.02	9.00
净利润	182.42	营业收入 (亿元)	24.09	24.26	15.29	15.72
		营业利润 (亿元)	0.49	0.91	0.02	0.96
		归属于母公司所有者的净利润 (万元)	4322.90	7505.50	303.57	9624.20
		经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.40	-0.01	0.38	0.03

交易完成前后，山推股份合并报表主要财务数据变动情况

	2023年		2024年前三季度	
	本次交易前	本次交易后 (备考)	本次交易前	本次交易后 (备考)
总资产 (亿元)	134.27	156.09	157.63	181.56
总负债 (亿元)	75.64	109.51	94.32	130.53
归属于母公司股东的所有者权益 (亿元)	55.71	43.67	60.35	48.07
营业收入 (亿元)	105.41	113.64	98.36	102.46
归属于母公司股东的净利润 (亿元)	7.65	7.83	6.74	7.25
基本每股收益 (元/股)	0.51	0.52	0.45	0.48
加权平均净资产收益率	14.7%	18.8%	11.6%	15.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

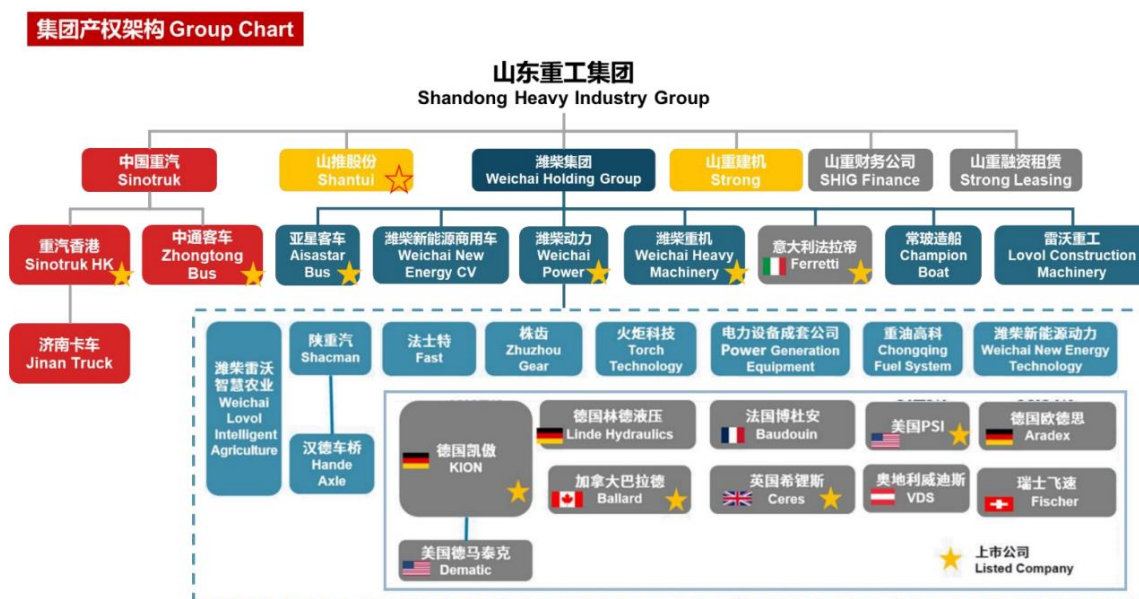
图4： 山重建机产品主要包括微挖、小挖、中挖、大挖、矿挖及新能源挖掘机

微型挖掘机	小型挖掘机	中型挖掘机	大型挖掘机	矿用挖掘机	新能源挖掘机
$T < 4.5t$	$4.5t \leq T < 20t$	$20t \leq T < 30t$	$30t \leq T \leq 50t$	$T \geq 55t$	
					
适用于园林、小型水利、小规模土木工程、挖沟、大棚、桥梁建设、矿道施工等各种狭小的工作环境。	适用于市政工程、交通等施工，主要用于小型土石方工程、市政工程、路面修复、埋设电缆、自来水管道路铺设、园林栽培及河道沟渠清淤工程。	适用于公路、铁路等道路施工、桥梁建设、城市建设以及机场、港口和水利施工。	适用于大型基建施工中的土石方工程挖掘、装车转运、破碎等。	适用于大型矿山等开采施工，主要用于大型资源矿开采过程中的剥离、装载等。	适用于对尾气排放和噪音要求高的区域，地表高寒、温差大、供氧不足的高原环境，井下、隧道相对密闭空间，危化、危爆等环境的挖掘作业。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

山东重工集团承诺5年内解决雷沃工程机械、潍柴青岛同业竞争问题。本次交易完成后，公司将与控股股东山东重工集团下属的雷沃重工集团有限公司（简称“雷沃工程机械”）、潍柴（青岛）智慧重工有限公司（简称“潍柴青岛”）在挖掘机业务层面存在同业竞争情形。为避免同业竞争，2024年11月10日山东重工集团出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，具体内容包括：自本承诺函生效之日起5年内，采取包括但不限于业务调整、资产重组等措施，解决本次收购完成后雷沃工程机械、潍柴青岛与山推股份挖掘机业务存在的同业竞争情形。据山东重工集团官网，2023年雷沃工程机械营业收入达50亿元，整机销量达1.1万台。

图5：山东重工集团旗下拥有潍柴动力、德国林德液压、德国凯傲、中国重汽、山推股份、雷沃重工等国内外著名品牌



资料来源：山东重工集团官网，浙商证券研究所

雷沃重工：潍柴控股集团全资子公司，主要产品包括挖掘机、装载机及宽体矿卡等。雷沃重工成立于2004年，是潍柴控股集团旗下国有全资子公司。雷沃重工主营业务涵盖挖掘机、装载机、宽体矿卡、挖掘装载机四大核心业务。挖掘机、装载机、挖掘装载机的研发、生产、销售位于青岛，现占地900余亩；宽体矿卡的研发、生产位于江苏扬州，占地面积300余亩。目前公司可为客户提供200吨及以下挖掘机、160T及以下宽体矿卡、12T及以下轮式装载机等场景解决方案。雷沃重工依托潍柴集团高端非道路全系列发动机、液压动力总成、黄金产业链（潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥）等核心产业资源，建立核心竞争优势。据山东重工集团官网，2023年雷沃工程机械营业收入达50亿元，整机销量达1.1万台。据雷沃重工官网，目前雷沃重工布局有300余个销售渠道，180余家工程机械经销商，60余家海外经销商，产品销往120余个国家和地区。

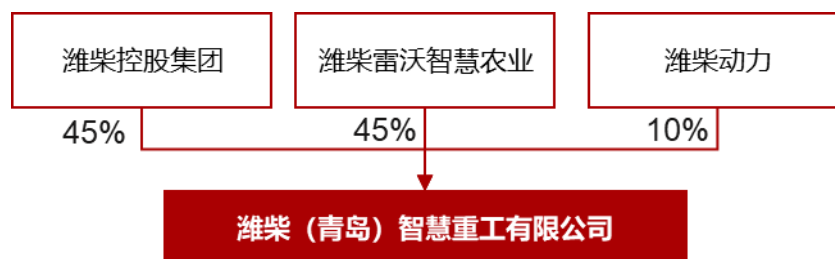
图6：雷沃重工为潍柴集团六大核心业务板块之一，聚焦四大核心业务：挖掘机、装载机、宽体矿卡、挖掘装载机



资料来源：雷沃重工官网，浙商证券研究所

潍柴青岛将聚焦挖掘机、宽体矿卡两大业务。潍柴（青岛）智慧重工有限公司成立于2022年，将聚焦挖掘机、宽体矿卡两大核心战略业务，未来同步考虑旋挖钻机、潜孔钻机、刚性矿卡等新业务孵化。2022年9月，青岛市政府与山东重工集团签署战略合作协议，青岛西海岸新区与潍柴集团签订潍柴（青岛）智慧重工智造中心项目合作协议。据大众日报，潍柴（青岛）智慧重工智造中心项目总投资100亿元，占地469亩，主要建设大型挖掘机制造中心，厂房主要功能为生产大中型挖掘机，达产后年产各类大型高端智能挖掘机、矿机2.3万台，将打造国内领先、国际一流的“灯塔工厂”。

图7：潍柴青岛股权架构：潍柴控股集团、潍柴雷沃智慧农业、潍柴动力分别持股45%、45%、10%



资料来源：爱企查，浙商证券研究所

3 可比公司估值表

图8：可比公司估值表：2025 年山推股份 PE 估值为 11 倍，低于行业平均水平

可比公司估值表（数据更新至2024年12月2日）													
代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB (LF)	ROE (平均) (2023)
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
600031.SH	*三一重工	1470	17.34	45.3	61.7	80.2	98.0	32	24	18	15	2.1	7%
000425.SZ	*徐工机械	974	8.24	53.3	62.2	78.2	97.9	18	16	12	10	1.7	10%
000157.SZ	*中联重科	607	6.99	35.1	39.1	51.8	63.7	17	16	12	10	1.1	6%
000528.SZ	*柳工	221	11.13	8.7	15.4	20.2	26.5	25	14	11	8	1.3	5%
	平均值	818	10.93	35.6	44.6	57.6	71.5	23	17	13	11	1.5	7%
000680.SZ	*山推股份	156	10.42	7.7	10.2	14.5	18.9	20	15	11	8	2.6	15%

注：*采用浙商证券研究所预测数据；柳工的 PE 估值暂不考虑柳工转债。
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 风险提示

- **挖掘机业务拓展不及预期：**公司挖掘机业务拓展不及预期，或对公司收入、利润及市场预期造成影响。
- **海外贸易摩擦风险：**海外部分区域贸易摩擦相关风险或对公司出口造成影响，进而影响公司收入。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10192	14529	16593	21102
现金	3288	6183	4908	6816
交易性金融资产	152	131	175	153
应收账款	3397	4149	6388	7811
其它应收款	140	198	292	335
预付账款	366	484	622	785
存货	2170	2535	3345	4349
其他	679	849	862	853
非流动资产	3235	2867	2962	2917
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	513	485	494	497
固定资产	1317	1269	1274	1204
无形资产	412	408	404	400
在建工程	221	197	178	162
其他	772	508	612	653
资产总计	13427	17396	19554	24019
流动负债	7263	11606	12340	14909
短期借款	618	646	658	641
应付款项	5678	9105	10053	12385
预收账款	0	0	0	0
其他	967	1854	1629	1882
非流动负债	301	400	366	358
长期借款	50	50	50	50
其他	251	350	316	308
负债合计	7564	12006	12706	15267
少数股东权益	292	297	304	313
归属母公司股东权	5571	5093	6544	8439
负债和股东权益	13427	17396	19554	24019

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	349	1901	858	1879
净利润	768	1030	1458	1904
折旧摊销	202	104	108	111
财务费用	(5)	30	38	49
投资损失	(45)	(193)	(119)	(156)
营运资金变动	793	3400	(1635)	1150
其它	(1364)	(2472)	1008	(1180)
投资活动现金流	128	2476	(2123)	114
资本支出	117	(11)	(73)	(5)
长期投资	(378)	264	(50)	(55)
其他	390	2222	(2000)	174
筹资活动现金流	(482)	(1793)	(320)	(357)
短期借款	(92)	28	12	(17)
长期借款	50	0	0	0
其他	(440)	(1821)	(332)	(340)
现金净增加额	(4)	2583	(1585)	1635

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10541	14301	17494	21351
营业成本	8597	10935	13359	16353
营业税金及附加	59	77	98	118
营业费用	365	872	971	1046
管理费用	390	572	612	747
研发费用	458	858	909	1068
财务费用	(5)	30	38	49
资产减值损失	(64)	(120)	(147)	(180)
公允价值变动损益	2	1	1	1
投资净收益	45	193	119	156
其他经营收益	170	119	147	145
营业利润	800	1076	1557	2008
营业外收支	7	2	2	2
利润总额	808	1078	1559	2010
所得税	39	49	101	106
净利润	768	1030	1458	1904
少数股东损益	3	5	7	9
归属母公司净利润	765	1025	1451	1895
EBITDA	989	1073	1536	1981
EPS（最新摊薄）	0.51	0.68	0.97	1.26

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	5.43%	35.67%	22.33%	22.04%
营业利润	14.48%	34.45%	44.69%	28.97%
归属母公司净利润	21.16%	33.88%	41.61%	30.58%
获利能力				
毛利率	18.44%	23.53%	23.64%	23.41%
净利率	7.29%	7.20%	8.33%	8.92%
ROE	14.63%	19.22%	24.94%	25.29%
ROIC	11.63%	15.36%	17.79%	18.92%
偿债能力				
资产负债率	56.34%	69.02%	64.98%	63.56%
净负债比率	10.16%	6.84%	6.69%	5.34%
流动比率	1.40	1.25	1.34	1.42
速动比率	1.10	1.03	1.07	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.93	0.95	0.98
应收账款周转率	3.35	3.86	3.46	3.18
应付账款周转率	4.83	4.24	3.83	4.13
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.68	0.97	1.26
每股经营现金	0.23	1.27	0.57	1.25
每股净资产	3.71	3.39	4.36	5.62
估值比率				
P/E	20.42	15.26	10.77	8.25
P/B	2.81	3.07	2.39	1.85
EV/EBITDA	5.19	9.83	7.69	5.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>