

建筑工程

隧道股份 600820

增持

2007/01/25

首次评级 — 增持

## 踏上驶向春天的地铁

当前股价 2007/01/24  
RMB 8.29

### 基础数据

总股本 (百万股)	591
流通 A 股 (百万股)	375
流通 B 股 (百万股)	N/A
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (亿元)	31.09

### 财务数据

市净率 05A (X)	2.54
每股净资产 06Q3 (元)	3.41
EPS 06Q3 (元)	0.14
股息率 (%)	0
TRACING P/E (X)*	43.63

\*最近四季盈利计算。

### 相关研究

《隧道股份调研简报》20070115

分析师  
鱼晋华  
(0755) 8249 2232  
yujinhua@lhqz.com  
邱波  
(0755) 8249 2417  
qjubo@lhqz.com

### 经营预测与估值

	2005A	2006E	2007E	2008E
主营收入 (百万元)	6400	6838	9158	11258
主营利润 (百万元)	402	461	653	825
净利润 (百万元)	105	120	239	344
增长率 (%)	10	14	99	44
EPS (元)	0.18	0.20	0.40	0.58
净资产收益率 (%)	5.45	6	--	--

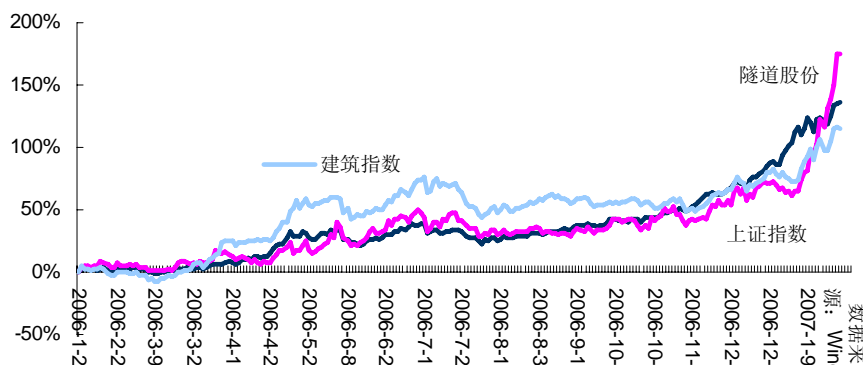
■ 虽然一直是国内市政施工的领军企业，公司前几年也如同行业内的其他企业一样，忍受着低价中标及由此而来的低利润率的煎熬。不过随着公司管理层的改变，公司正积极扭转低利润率及业绩下滑的被动局面。我们认为“3+1”战略为公司理顺内部业务结构和利润率上升，业绩反转创造了内部条件。

■ 外部方面，上海受 2010 年世博会的推动，近几年处在基建的高峰期，尤其是公司业务擅长的跨江隧道和地铁隧道施工方面，投资规模井喷。以公司在行业内突出的施工能力，和技术优势，将有望甜蜜分享上海基建规模爆发性增长的大蛋糕。

■ 作为中国软土盾构施工企业的第一，公司不仅仅在软土隧道施工方面具有突出的优势，还成功实现了产业链的延伸，成为国内首家能自主规模生产盾构机的企业。盾构机的制造为国家鼓励发展的技术，公司在该领域取得的突破，将为公司业绩增长提供新的引擎。

■ 除上海本地市场外，公司还战略布局经济发达的长三角区域。未来发展还将受益上海以外地区的经济增长。我们认为公司需要被市场重新认识和定位。目标股价 13.58 元，增持。

### 最近 52 周股价表现 - 2007/1/24



## “3+1”战略，理顺内部业务结构

### 行业现状低价中标

由于行业的进入门槛不高，加上民营企业的崛起，国内的建筑施工企业近年来普遍面临着低价中标及由此而来的低利润率的煎熬。作为国内市政工程的领军企业，隧道股份近几年的发展也基本折射了行业的这一缩影。

### 新管理层，新战略

2005年初，公司新任董事长上任，结合公司的优势及行业发展趋势，及时提出并推进了以“3+1”为重点的发展战略，即市政施工、投资、盾构制造三项业务+工程咨询和养护业务。希望通过“3+1”战略的实施，提升核心盈利能力，培育新的盈利增长，并进一步巩固公司在行业中的龙头地位，引领公司前进方向。

## 市政工程：增加地下，减少地上，发挥核心竞争优势

### 地下施工毛利率较高，也是公司优势竞争力所在

### 地下业务毛利率较高

传统的市政施工领域，可分为地上施工与地下施工两大类。地上施工主要包括高架桥和高速公路的施工，地下施工则主要包括地铁和越江隧道的施工。

地下施工与地上施工相比，难度大，工程风险大，此外还需配置专用的工程机械以及大量的富有经验的工程技术人员。对企业的技术能力，施工经验，资金以及人力的要求都较高，因而相对于地上施工而言，地下施工的行业进入门槛和技术壁垒、资金壁垒都较高，竞争的激烈程度略低，因此毛利率及净利率也都相对较高。

### 优势所在亦是地下业务

在地下施工中，隧道股份的大型软土地基盾构法施工的能力在行业中最具竞争优势。公司是国内最早具备软土盾构法施工能力的企业，同时也是国内唯一一家能施工直径在14米以上的超大型盾构的企业。在隧道施工众多领域，公司许多工法被列为国家一级工法，其中双圆隧道施工、盾构法隧道施工、地铁工程施工、上海地铁基坑工程施工等工法被列为上海市甚至国家标准。凭借在地下施工领域的核心竞争力，隧道股份基本垄断了上海市黄浦江越江隧道工程，以及50%的上海地铁区间隧道工程。

### 战略提高地下施工比重，以带动施工业务毛利率的提高

### 战略提升地下业务比重

基于公司在地下隧道施工领域的强大竞争力，以及地下业务毛利率较高的行业特征，以及公司当时的现状：对于地下与地上业务的跟踪、投标和承揽并没有任何侧重，经营优势不突出，施工整体毛利率不高。新任管理层对市政施工的经营重点做出了战略调整：重点跟踪、投标与承揽地下隧道工程，对于地上高架、高速等工程的投标则以确保收益为前提，有选择的投标。此外，在重点跟踪和投标的工程中，

也开始以毛利率较高的大型重点市政工程合同为主, 战略性缩小金额小, 毛利率低的合同比重。以此期望通过业务结构的调整, 带动整个施工业务毛利率的提升。

**将带动毛利率回升**

在 2005 年以前, 公司的地下业务与地上业务收入之比基本在 1:1, 随着公司地下、地上业务结构的战略调整, 我们预期从 2006 年开始, 公司的地下业务比重会逐步提高, 到 2008 年, 将有望提高至 2:1 的比例。加上公司重点抓大项目, 收缩小项目的策略调整, 我们预期公司的毛利率将被带动出现回升。预期公司 2006 年的毛利率将提高到 10.24% 左右。

图 1、隧道行业毛利超过高架行业

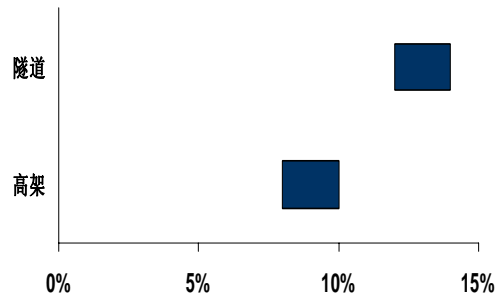
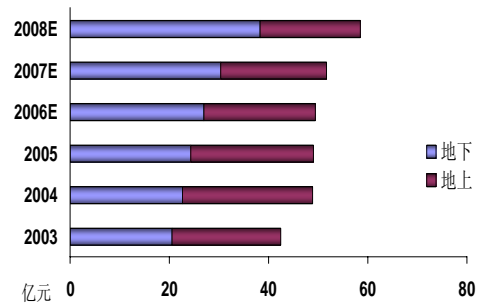


图 2、地下收入比重将超越地上



数据来源: 公司公告, 联合证券研究所预测、整理

**投资业务: 收益稳定, 还带动施工, 将继续加大**

**投资是优质业务**

公司的投资业务以高速公路或隧道的 BOT、BT 模式为主。在每年获得稳定的收益外, 公司的投资运营业务还一定程度上带动了施工业务的增长。

现阶段公司投资业务收益来源主要是两隧和两路, 分别是宁波常洪隧道、大连路隧道、嘉浏高速与沪嘉高速。2006 年公司又新增 2 个 BT 项目(常州打包项目、浙江奉化三高连接线项目), 预期将分别于 07 年及 09 年开始获得收益。

**将继续做大**

做为“3+1”战略的重点之一, 公司今后还将进一步加大对投资业务的投入。目前跟踪的几个重点项目基本都在上海以及长三角城市。预计在 07 年还陆续会有新的 BOT 项目签约。

表 1、主要投资项目

项目	权益	05 年净利润	预期年稳定收益
宁波常洪隧道	90%	826 万元	1000 万元
大连路隧道	100%	3217 万元	3200 万元
嘉浏高速	100%	1018 万元	1500 万元
沪嘉高速	24.86%	4600 万元	4600 万元
浙江奉化三高连接	80%	2009 年开始贡献利润	1600 万元
常州打包项目	100%	2007 年开始贡献利润	800 万元
合计		9661 万元	12700 万元

资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

## 盾构制造: 07 年开始将成为新盈利增长点

### 盾构法为隧道施工的主要工法

隧道施工方法基本分为明挖和暗挖两种, 盾构法施工则属于暗挖的一种。主要是利用盾构作为开挖地下土体及支护土体和拼装隧道衬砌的机具, 掘进 1 环, 拼装 1 环, 循环工作, 直至完成整条隧道。

#### 盾构法日益盛行

盾构法施工除竖井施工外, 施工作业均在地下进行, 既不影响地面交通, 又可减少对附近居民的噪声和振动, 具有施工速度快、洞体质量稳定、对周围建筑物影响较小等特点, 因而适合在地面交通繁忙, 地面建筑物和地下管线密布, 对地面沉降要求严格的城区施工。因此也越来越多的为地铁施工所采用。

### 城市轨道交通大发展, 刺激盾构机需求

#### 地铁建设拉动盾构机需求

盾构机的需求依附于隧道的建设, 尤其是以地铁为主流的城市轨道交通的建设。近几年我国城市轨道交通平均每年的建设速度基本上都在 800~1000 公里。仅“十一五”期间, 全国就有 20 个城市规划建设地铁, 建设的总长度将达到 1700 公里。

盾构机的平均使用寿命为 8 公里, 因此在不考虑各地将建设的跨越江河隧道、大型引水隧道、污水隧道、电厂取排水隧道等其他方面对盾构机需求的前提下, 全国仅“十一五”期间地铁建设对盾构机的需求就达到了 213 台。再减去国内现存已在服务中 73 台盾构机的总掘进力, 则“十一五”期间地铁建设对盾构机的新增需求将有 140 台。

### 盾构机制造为国家鼓励发展技术, 属进口替代产品

#### 现市场仍为进口产品天下

作为盾构法施工的关键工程机械, 盾构以往在我国基本靠进口解决。主要的生产厂家包括欧洲海瑞克, 日本三菱重工及小松。在隧道股份之前, 国内也有其他工程机械厂家通过与上述境外厂家合作的方式生产盾构机。但由于外资往往将关键技术控制在自己手中, 而只将国内厂家作为提供简单组装的一方, 国内厂家获利非常有限, 导致这些合作大多进展不利, 并没有形成规模化生产的能力。目前市场需求基本上仍有 90% 的比例是依靠进口解决的。

#### 自主创新, 受国家产业政策支持

为了扭转我国大型工程施工领域依赖进口工程机械的现状, 国务院曾专门发布《国务院关于加快振兴装备制造业若干意见》, 明确提出要“满足铁路、水利工程、城市轨道交通等建设项目的需要, 加快大断面岩石掘进机等大型施工机械的研制, 尽快掌握关键设备制造技术”。而盾构机就属于大断面岩石掘进机的范畴, 因而也是

国家重点鼓励发展, 期望取代进口的技术。

### 具备规模生产能力, 还将实现产业化

#### 已掌握关键技术

隧道股份最早于上世纪 50 年代就开始研制国产盾构, 并与海瑞克、三菱等国外的知名盾构制造企业保持合作关系。通过为这些公司在国内组装盾构, 再加上自己的研发, 以及作为建筑施工企业对盾构施工的要求和施工方法的深入了解, 逐渐掌握了生产盾构的关键技术。

#### 具备规模生产能力

公司于 2004 年生产了国内第一台自主研发的“先行 1 号”盾构机, 到 2006 年公司生产的“先行 2 号”下线, 公司已掌握包括 33 项专利技术在内的核心技术。目前公司盾构机年产能达到了 15 台, 具备规模生产的能力。本次公司定向增发所募集资金主要用途也是用来实现盾构生产的产业化, 投产后, 公司盾构机的产能还将进一步提升到 20 台以上。

### 已获 22 台定单, 未来销售将进一步扩大

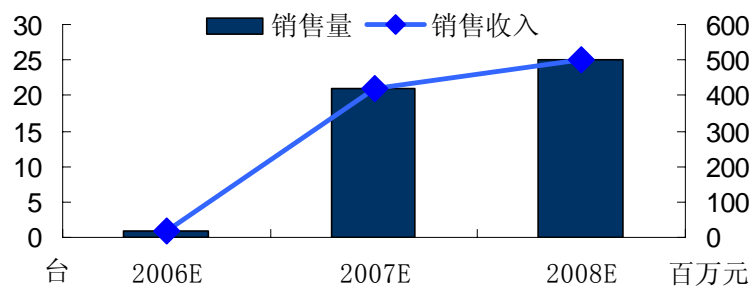
#### 22 台定单

公司现已接到的定单为 22 台, 基本以 6.3M 直径的土压平衡式为主, 每台售价 2000 万元。虽然公司目前所接到的定单全部来自上海地区, 有较强的地域特征, 不过与进口同直径同类型的盾构机, 每台需要 3000 万元以上的价格相比, 隧道股份生产的盾构机具有明显的价格优势以及本土售后服务的优势。

#### 推动 07 年业绩增长

盾构销售收入的实现方法为: 先由购买方预交 20~30% 的订金, 交付时付款累计达到总机价款的 80~90%, 使用过程中最后再交付 10% 左右的质保金。我们预测公司现有 22 台定单的结算速度为 2006 年 1 台, 2007 年 21 台。公司力争 2007 年接到的定单超过 20 台, 我们预测 2008 年公司可结算的台数可有望为 25 台左右。

图 3、公司盾构销售预测



数据来源: 联合证券研究所预测

盾构机由于体格庞大, 运输不便, 因此由厂家运送到买家及建筑工地后, 都要由专业的力量进行组装或拆卸。而每台每次拆装的价格超过 100 万元。由于该业务投入非常少, 仅仅是技术人员的投入, 因此是一项利润率非常高的附加业务。公司一直在为上海市的存量盾构机的拆装提供服务, 现提供服务的机器超过 20 台。随



着公司自己开始销售盾构机，将要提供拆装服务的盾构台数也将直线上升。因此盾构机的销售除为公司贡献可观的销售收入及较高的毛利外，还将拉动公司对盾构机提供拆装和养护等高毛利的附加业务收入。

## 盾构生产的壁垒在于技术和市场

### 行业进入有壁垒

作为工程机械的一个重要的专业机械，盾构机具有单台金额较大，生产周期较长，投资风险大，关键技术较难掌握的特点。同时由于是专业机械，销售对象及市场较为固定，行业外的厂家非常难以进入。

作为专业的建筑施工企业，隧道股份了解盾构的性能及使用方法，因此在售后服务方面具有绝对的优势。同时其盾构机的生产遵循“自主设计、国际采购、国内配套、上海总装”的原则，保证了盾构机的技术含量与性能品质。

### 相对进口产品，有竞争力

加上公司产品所具有的价格优势，我们认为，隧道股份在盾构机的生产销售方面，与外资企业相比，具有非常强的竞争力。在国家产业政策的支持下，公司的盾构生产将成为公司的一个新的利润引擎。

## AECOM 认股，将促进管理及业务双提升

### 向全球行业巨头定向增发

隧道股份近期计划向 AECOM Technology Corporation 定向增发 6568 万股，占增发后的公司总股本的 10%，增发完成后，AECOM 将成为公司的第二大股东。增发募集资金将全部用来提升公司的盾构生产能力，以实现盾构生产的产业化。

### 将介入管理领域

AECOM 公司是一家全球性建筑集团公司，在 60 多个国家和地区开展业务，设有 50 多个办事机构。在享有国际工程界“晴雨表”之誉的美国《工程新闻记录》2004 年的排名中，AECOM 列设计类第一、综合类（含施工）第四。AECOM 在正式认股隧道股份后，将向公司派出董事，并介入公司的管理领域。

我们认为以 AECOM 公司在国际建筑界的领军地位，愿意现金认购隧道股份的股份，应该是出于多方面的考虑：首先是对公司专业能力及在国内市场的竞争优势的认可；其次是期望借用隧道股份的平台，拓展其在中国，这个最大的建筑市场的影响。

### 管理与业务双受益

对于隧道股份而言，引进 AECOM 这样的国际业界龙头企业作为自己的股东，在管理和业务拓展方面可双重获益。AECOM 在海外拥有的强大业务平台将给隧道股份拓展海外市场提供支持。同时隧道股份随着业务快速发展而日益突出的管理、技术等方面的人才紧缺问题，也有望在 AECOM 的帮助下得到缓解。AECOM 在咨询、设计方面处于世界一流水平，与它的联合将使隧道股份在施工咨询、设计咨询

等新兴业务方面取得突破, 从而为公司未来几年创造更好的业绩奠定了基础。

## 全国基建规模爆发性增长, 提供外部发展机遇

### 上海基建规模井喷式增长

#### 2010 年世博会成为上海越江隧道大建设的契机

##### 跨江交通压力巨大

浦东自开发以来日新月异, 与浦西及周边长三角城市的人流、车流、物流交流日益紧密并飞速发展。黄浦江的跨江设施因此承受了巨大的交通压力。而 2010 年即将在上海举办的世博会, 其地址又选在南浦与卢浦大桥间的黄浦江两岸。从而给黄浦江的跨江交通又带来了新的压力。

##### 巨额投资跨江交通

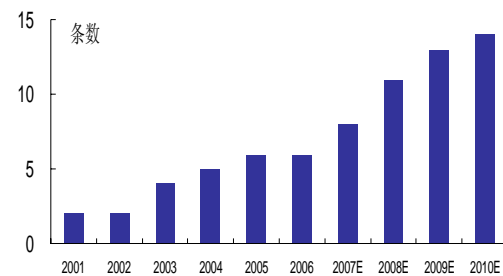
为了缓解这一压力, 上海市政府除正在黄浦江上修建的“六桥六隧”外, 还规划到 2010 年建成翔殷路隧道、上中路隧道、军工路隧道、西藏南路隧道和沪崇越江隧道另外 5 条隧道。从完善城市功能布局的角度出发, 上海市政府还计划到 2020 年, 实现中心城内沿平均 2 公里即有一处过江隧道。预计总投资将超过 400 亿元。

表 2、公司已获得及预期获得的黄浦江隧道合同

黄浦江越江隧道	开工期	工期(月)	长度(公里)	金额(万元)
中环线上中路越江隧道	2004 年 1 月	30	2.8	102000
沪崇长江隧道管片预制	2005 年 10 月	38	----	86604
西藏南路越江隧道	2005 年 11 月	27	2.67	81988
新建路越江隧道	2006 年 6 月	28	2.76	78200
打浦路隧道复线	2006 年 6 月	30	2.99	84700
沪崇越江隧道	2006 年 12 月	38	8.9	185000
军工路越江隧道	2007 年 4 月	30	2.8	80000
龙耀路越江隧道	2007 年 6 月	30	2.8	79200
长江路越江隧道	2008 年 1 月	30	2.8	80000

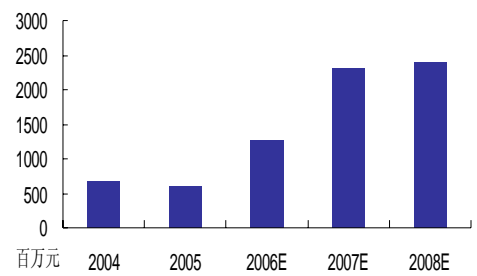
数据来源: 公司公告, 联合证券研究所整理

图 4、上海黄浦江隧道建设规划



数据来源: 上海交通规划, 联合证券研究所

图 5、公司隧道业务收入预测



数据来源: 联合证券研究所

## 地铁建设规模井喷，并将跻身全球前三大

### 地铁建设大发展

2006 年底，上海轨道交通已经拥有五条线路，运营总里程为 139 公里。按照国家批准的轨道交通基本网络规划，上海地铁到 2007 年将要建成 8 条线路，运营里程达到 230 公里。到 2010 年则将建成 11 条线、运营里程超过 400 公里，届时地铁要承担全市公共交通客流量的 40% 左右，同时以 400 公里的运营长度，上海地铁规模也将跻身世界城市前三位。而到 2012 年，上海地铁的运营里程将进一步提升，超过 500 公里。

图 6、上海地铁规划

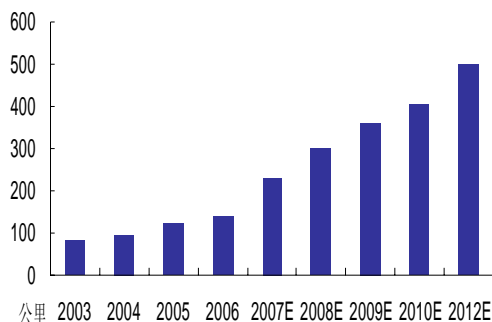
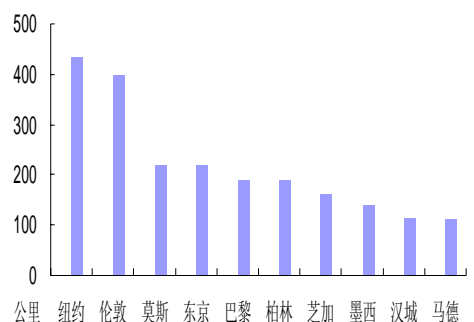


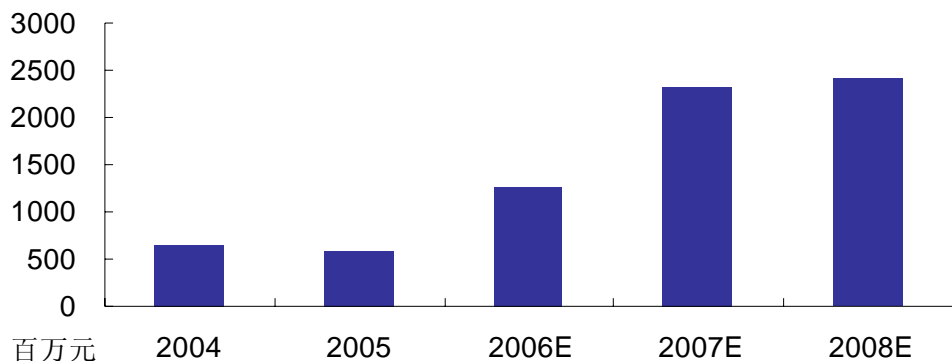
图 7、1999 年全球十大地铁城市



隧道股份曾承接了上海地铁一号线地下工程 67% 的业务量和地铁二号线 85% 的业务量。基本占有上海地铁土木施工市场 50% 以上的市场份额。面对上海地铁井喷式增长的基建规模，公司的目标是力争保持新增市场的 50% 份额。不过考虑到上海地铁“十一五”规划施工总量增长过快，即使保守估计公司只占到新增市场份额的 40% 左右，也将极大的拉动公司近几年的业绩增长。

图 8、隧道股份近年地铁施工收入预测

将直接受益



数据来源：联合证券研究所

### 与上海建工在本地形成差异化竞争

公司地处上海，是上海国资委下属的大型市政建筑企业。在上海与公司经营范围类似的大型建筑施工国企还有上海建工。不过两家公司各有所长，基本实现了差



异化竞争。隧道股份优势在于地下的隧道施工,而上海建工在地上的高架、高速的施工方面竞争力更强。我们认为上海本地的两家大型建筑施工国企竞争领域的差异化,对隧道股份确保和维持在上海地铁市场的市场份额提供了非常好的条件。

## 中国是全球最大的工地,上海以外的市场同样广阔

地铁是城市轨道交通的主要方式,相对于其他交通方式,虽然投资昂贵,但对于解决因城市化过快所给大城市带来的交通、环境污染、能源、人口增长等方面压力非常有效。因此世界各国,包括我国在内都把地铁建设放在非常重要的地位。

### 全国地铁建设如火如荼,蛋糕巨大

在我国申报地铁项目的城市,一般地方财政预算收入需要在 100 亿元以上,GDP 达到 1000 亿元以上,城区人口则在 300 万人以上。目前北京、上海、广州、深圳等 10 个城市已建成一定的地铁规模,并在继续扩大地铁建设规模。此外有地铁建设规划的城市已经达到了 25 个。作为全球最大的工地,我国当前已规划的轨道交通总里程已达 5000 公里,而总投资估算则将超过 8000 亿元。

表 3、各地地铁建设规划

北京	现地铁线路 114 公里,到 2007 年将再新建 91 公里。到 2020 年,北京地铁线路总长将达到 562 公里。
宁波	2015 年前建成 72.1 公里地铁,总投资 253.7 亿元。至 2020 年,将建成 102 公里地铁。
广州	到 2010 年地铁要建成 255 公里。
杭州	将在 5 年内建设 2 条城市轨道交通线路,总长度将达 80 公里以上。
深圳	到 2010 年,地铁线路将达到 140 公里,预计总投资 385 亿元。
南京	2009 年前地铁线路将达到 83 公里,到 2050 年,地铁总长度将达到 4 3 3 公里。

资料来源:联合证券研究所

## 战略布局以长三角为主

2005 年公司 91% 的主营收入来自上海本地,相对于 2004 年 85% 的比例,以及 2003 年 76% 的比例,来自上海的收入比例在不断提高之中。对于未来的发展重点区域,公司仍将以上海为主,主要是基于上海本地“十一五”期间基建规模的井喷式增长。不过公司也会战略布局杭州、南京等地处长三角的经济发达,城市基建规模大,并且增长潜力较大的城市。

## 盈利预测

我们预测公司毛利率有望从 07 年开始回升到 10% 以上的水平。主要基于以下因素:

- ✓ 毛利率较高的地下业务比重将加大,而毛利率较低的地上业务比重将缩小;
- ✓ 从 2005 年开始以跟踪、投标大合同为重点,逐步放弃小合同,调整了项

目的利润率结构;

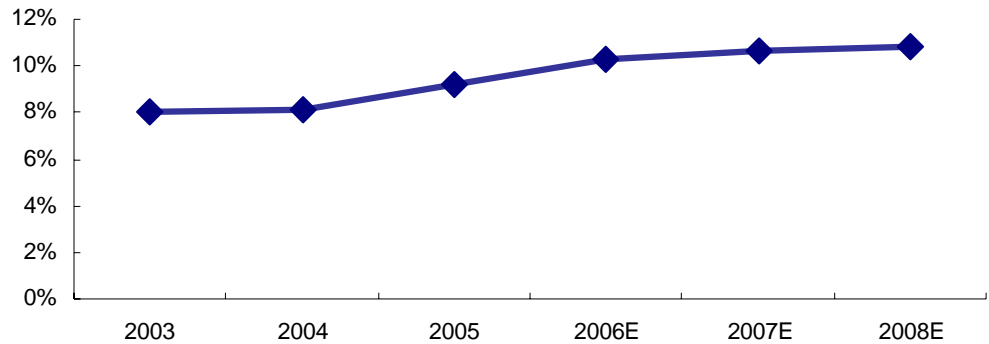
- ✓ 公司以往承揽业务时重市场份额而轻利润, 造成承揽的部分项目贡献收入却不贡献利润。随着管理层思路的转变, 公司现承揽项目以利润为主要考虑, 将有效降低不赚钱的合同数量;
- ✓ 合同管理水平在提高。以往公司签了大量的闭口合同, 无法向业主转嫁钢材、水泥等原材料价格上升的风险。但是公司在逐步改善合同的签定条件, 开始改签半开口合同, 即在原材料波动 8% 以内, 风险由公司承担, 在 8% 以外的价格波动, 由业主承担。将有效控制原材料价格上升的风险。

**表 4、盈利预测**

(单位: 百万元)	2005	2006E	2007E	2008E
一、主营业务收入	6400	6838	9158	11258
隧道施工	595	1257	2319	2409
地铁施工	2426	2210	3170	5160
其他施工	2919	2823	2734	2651
投资运营	198	225	256	293
盾构	0	20	420	500
房地产	99	104	109	115
减: 主营业务成本	5813	6138	8184	10038
隧道施工	547	1156	2111	2168
地铁施工	2256	2055	2916	4747
其他施工	2826	2732	2618	2498
投资运营	83	94	107	123
盾构	0	16	344	410
房地产	79	83	87	92
主营业务税金及附加	185	239	321	394
二、主营业务利润	402	461	653	825
加: 其他业务利润	8	9	11	11
减: 营业费用	21	28	36	47
管理费用	231	249	265	285
财务费用	107	122	143	155
三、营业利润	51	72	220	349
加: 投资收益	48	49	50	51
补贴收入	33	40	50	60
营业外收入	9	5	6	9
减: 营业外支出	5	2	3	6
四、利润总额	137	164	323	463
减: 少数股东收益	-2	5	6	8
所得税	33	39	77	111
五、净利润	105	120	239	344
EPS	0.18	0.20	0.40	0.58

数据来源: 联合证券研究所预测

图 9、综合毛利率预测



数据来源: 联合证券研究所

## 估值与投资建议

合理估值为 10.45 元

基于公司主营构成主要由建筑施工、高速公路投资运营以及盾构三大部分组成, 我们将三块业务分拆估值, 然后合并得到公司的综合估值。我们的估值结果为, 公司的合理估值为 10.45 元。

表 5、业务分拆估值

业务分项	EPS 分拆 (元)	P/E (X)	合理估值
建筑施工	0.25	25	6.25
高速公路运营	0.06	25	1.50
盾构	0.09	30	2.70
合理估值 (元/股)			10.45

数据来源: 联合证券研究所

隧道股份作为上海本地的大型建筑施工企业, 历年的股价表现不佳, 与公司过去几年业绩持续下滑, 基本面不佳有直接的关系。我们认为随着公司新任董事长的到位, 以及“3+1”战略的推进, 公司的业务结构得到了优化和理顺, 为业绩反转创造了内部条件。

内因、外因共同驱动

外部方面, 上海受 2010 年世博会的推动, 近几年处在基建的高峰期, 尤其是公司业务擅长的跨江隧道和地铁隧道施工方面, 投资规模井喷。我们相信以公司在行业内突出的施工能力, 和技术优势, 将有望甜蜜分享上海基建规模爆发性增长的大蛋糕。

从产业链角度, 公司在盾构机的制造和销售方面成功突破, 成为国内首家能大规模生产盾构机的厂家。盾构机属于国家重点鼓励的企业拥有自主知识产权的工程机械, 受到国家产业政策的支持, 加上公司所具备的价格优势, 未来几年公司生产的盾构机在国内市场逐步取代进口产品的可能性非常大。盾构机将有望成为拉动公司业绩增长的另一引擎。

需重新定位, 增持

公司需要被市场重新认识和定位, 而重新认识, 应当给公司一个估值溢价。我

们认为应当比公司合理估值水平溢价 30%，也即公司股价应在 13.58 元左右。目前股价 8.29 元，离目标价格折让近 40%，给予增持评级。

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001

TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

## 上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

**重要申明** — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2007。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。