

三一重工 (600031)

2022 年报点评: 全球化战略进入兑现期, 看好利润及估值双升

买入 (维持)

2023 年 04 月 02 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061
weiyj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 80,822 | 84,853 | 95,374 | 123,539 |
| 同比 | -24% | 5% | 12% | 30% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 4,273 | 6,801 | 9,437 | 12,985 |
| 同比 | -64% | 59% | 39% | 38% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.50 | 0.80 | 1.11 | 1.53 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 33.94 | 21.32 | 15.37 | 11.17 |

关键词: #业绩符合预期 #出口导向

事件: 公司披露 2022 年年度报告。业绩接近预告中值, 符合市场预期。

投资要点

■ 2022 年工程机械受国内周期压制, 出口表现亮眼

2022 年公司实现营业收入 808 亿元, 同比下滑 24%, 归母净利润 43 亿元, 同比下滑 64%。净利润接近业绩预告中值, 符合市场预期。分产品看, 2022 年主要产品海外均正增长, 挖机板块表现亮眼: (1) 挖机实现收入 358 亿元, 同比下滑 14%, 其中国内收入 177 亿元, 同比下滑 43%, 与行业 44% 的降幅接近, 海外收入 181 亿元, 同比增长 69%, 显著高于行业 60% 的增速。(2) 混凝土机械实现收入 151 亿元, 同比下滑 43%, 其中国内收入 75 亿元, 同比下滑 61%, 海外收入 75 亿元, 同比提升 6%, 表现均好于行业。(3) 起重机械实现营收 127 亿元, 其中国内 76 亿元, 同比下滑 57%, 海外收入 51 亿元, 同比提升 25%。

■ 2023 年全球战略进入兑现期, 看好利润及估值双升

分区域看, 2022 年公司国内营收 415 亿元, 同比下滑 47%; 2022 年海外营收 366 亿元, 同比增长 47%, 较前三季度再加快 3pct, 出口收入占比升至 45%, 同比+22pct, 2023 年出口收入占比有望增至 60%。出口分区域看, 亚澳仍为第一大出口市场, 收入同比增长 41%, 占总出口 41%。欧、美增速最快, 收入分别同比增长 44%、76%, 占比 32%、19%。2022 年公司挖机、起重机、混凝土机械出口均保持第一。根据我们测算, 2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币, 公司份额仅约 7%, 国际化长期增长潜力可观。我们认为, 公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内, 分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估期应享有更高估值, 2023 年起公司业绩有望开启筑底反弹, 看好公司利润及估值双升。

■ 22Q4 毛利率回升明显, 利润率有望持续修复

2022 年公司销售毛利率 24.0%, 同比-1.8pct, 其中国内市场毛利率 21.9%, 同比-4.8pct, 海外市场毛利率 26.4%, 同比+2.2pct, 海外毛利率高于国内约 5pct, 若扣除海外子公司普遍影响, 公司海外毛利率相较国内将高于 5pct。2023 年出口高增背景下有望带来利润率修复。销售净利率 5.5%, 同比-6.1pct。2022 年公司期间费用率 19.3%, 同比+4.4pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.8%/3.3%/-0.4%/8.6%, 同比+1.5/+0.7/-0.2/+2.5pct。规模效应减弱, 研发投入、渠道建设强度维持高水平, 导致净利率下滑幅度较大。单 Q4 看, 公司毛利率修复明显, Q4 毛利率回升至 27.3%, 同/环比提升 8.4/3.7pct。我们判断系钢材价格和海运费回落, 海外收入中挖机占比提升、规模效应释放, 2023 年看好公司利润率修复。

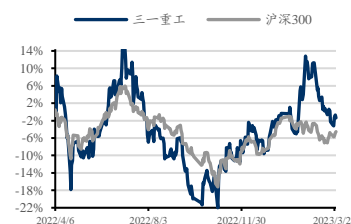
■ 拟回购股份用于员工持股计划, 彰显发展信心

公司于 3 月 31 日发布公告, 拟用自有资金, 通过集中竞价交易方式, 以不超过 18 元/股的价格回购公司股份。回购资金总额不低于 5 亿元, 不超过 8 亿元。回购股份实施期限为 3 月 30 日起的 45 天内。本次回购用于员工持股计划, 有助于完善激励机制、彰显公司增长信心。由于回购价接近当前股价、回购实施期限短, 该回购规划有望较快落地。

■ 盈利预测与投资评级: 考虑行业景气度, 我们调整公司 2023-2024 年归母净利润为 68 (原值 69)/94 (原值 85) 亿元, 预计 2025 年归母净利润 130 亿元, 当前市值对应 PE 为 21/15/11 倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 地缘政治冲突、行业竞争加剧、基建不及预期、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 17.09 |
| 一年最低/最高价 | 13.30/20.38 |
| 市净率(倍) | 2.23 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 144,653.45 |
| 总市值(百万元) | 145,036.03 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.65 |
| 资产负债率(% ,LF) | 58.42 |
| 总股本(百万股) | 8,486.60 |
| 流通 A 股(百万股) | 8,464.22 |

相关研究

《三一重工(600031): 2022 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 全球化逻辑持续兑现》

2022-10-29

《三一重工(600031): Q2 业绩符合预期, 下半年起有望触底回暖》

2022-09-04

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 业绩符合预期，Q4 海外收入增长再提速 | 4 |
| 2. Q4 毛利率回升明显，利润率有望持续修复 | 6 |
| 3. 工程机械：预计全年内销前低后高、外销增速分化，看好龙头业绩复苏 | 10 |
| 4. 拟回购股份用于员工持股计划，彰显发展信心 | 11 |
| 5. 盈利预测与投资评级 | 11 |
| 6. 风险提示 | 11 |

图表目录

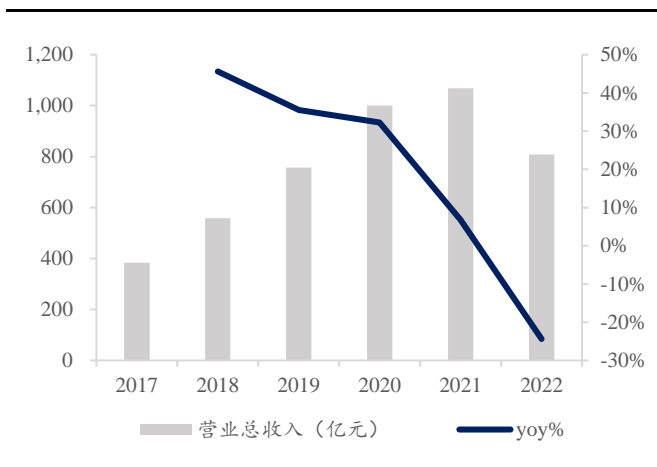
| | |
|--|----|
| 图 1: 2022 年公司实现营业收入 808 亿元, 同比下滑 24% | 4 |
| 图 2: 2022 年公司实现归母净利润 43 亿元, 同比下降 64% | 4 |
| 图 3: 2022 年海外收入 366 亿元, 同比增长 47%, 营收占比提高 23pct 至 47% | 5 |
| 图 4: 欧美为海外增速最快区域, 2022 年欧洲/北美洲/南美洲营收同比分别增长 44%/86%/64% | 5 |
| 图 5: 2022 年挖机营收 358 亿元, 同比下降 14%, 收入占比提升 5pct 达 44% (单位: 亿元) | 5 |
| 图 6: 2022 年挖机出口收入 181 亿元, 同比增长 69%, 海外收入占比达 51% | 5 |
| 图 7: 2022 年公司海外毛利率 26.36%, 同比提高 2.23pct, 首次超过国内 | 6 |
| 图 8: 2022 年公司毛利率/净利率分别为 24.0%/5.5%, 同比下降 1.8/6.1pct | 7 |
| 图 9: 2022 年公司期间费用率 19.3%, 同比增长 4.4pct | 7 |
| 图 10: 钢材在挖掘机生产成本中占比 17%, 2023 年挖机成本端压力有望明显缓解 | 7 |
| 图 11: 头部企业销售毛利率与钢材价格呈反向波动 | 8 |
| 图 12: 头部企业归母净利率与钢材价格呈反向波动 | 8 |
| 图 13: 2022 年三季度开始钢材价格逐渐回落, 下游成本压力缓解 | 8 |
| 图 14: 当前国内钢材库存量处于历史高位, 2023 年价格下行压力较大 | 8 |
| 图 15: 2022 年公司净现比 0.96, 经营保持稳健 | 9 |
| 图 16: 2022 年公司应收账款周转率 3.58 次, 同比下降 1.57 次 | 9 |
| 图 17: 2022 年内资企业在海外工程机械市场份额偏低 | 10 |
| 图 18: 2022 年三一重工/徐工机械挖掘机在海外市场份额分别为 7%/4% | 10 |
| 图 19: 2023 年 1-2 月挖机出口销量同比提升 15%, 占总销量比重达 53% | 11 |
| | |
| 表 1: 以 2022 年数据为例, 假设收入规模、期间费用率不变, 预计钢价下降 20% 可提升利润率 3pct | 9 |

事件：公司发布 2022 年年度报告。

1. 业绩符合预期，Q4 海外收入增长再提速

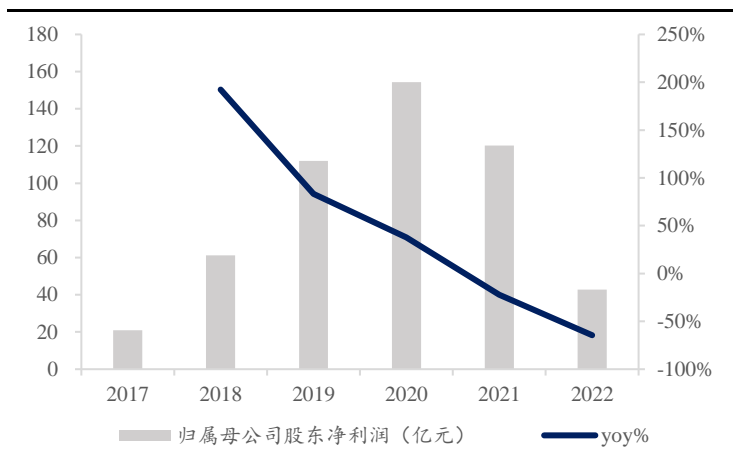
业绩符合预期，单 Q4 收入同环比改善。收入端，2022 年公司实现营业收入 808 亿元，同比下滑 24%，相较于三季报降幅缩窄 8.6pct，主要系 Q4 公司国内市场边际改善、海外市场继续保持高速增长。单 Q4 公司营收 217 亿元，同比增长 16.5%，环比提升 13.4%。利润端，2022 年公司实现归母净利润 43 亿元，同比下滑 64%，净利润降幅高于收入，主要系公司收入规模同比下降但费用保持相对刚性。

图1：2022 年公司实现营业收入 808 亿元，同比下滑 24%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

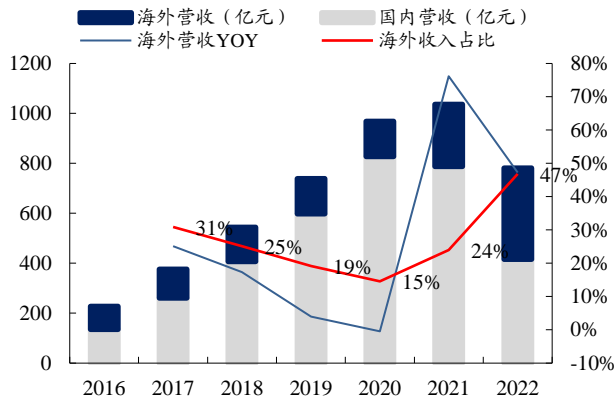
图2：2022 年公司实现归母净利润 43 亿元，同比下降 64%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

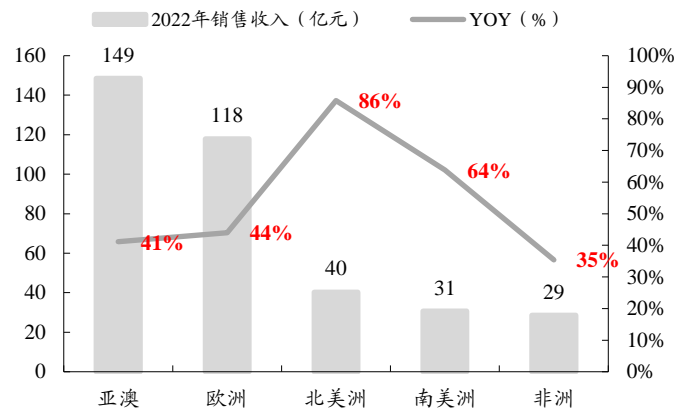
海外市场持续发力，欧美地区增速亮眼。2022 年公司国内营收 415 亿元，同比下滑 47%。海外营收 366 亿元，同比增长 47%，较前三季度再加快 3pct。亚澳仍为第一大出口市场，收入同比增长 41%，占总出口 41%。欧、美增速最快，2022 年欧洲/北美洲/南美洲营收同比分别增长 44%/86%/64%。公司为海外布局最早、渠道建设最好的主机厂之一，国际化战略已进入兑现期，份额提升驱动收入增长。

图3: 2022年海外收入366亿元,同比增长47%,营收占比提高23pct至47%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

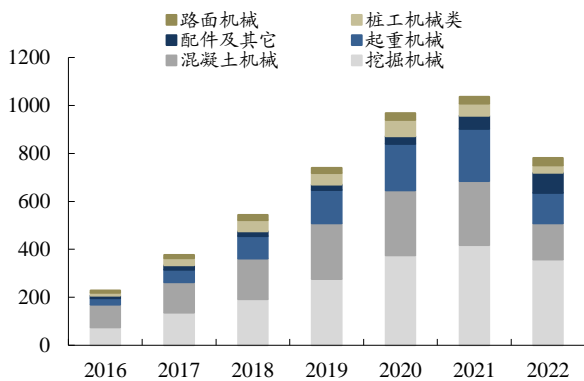
图4: 欧美为海外增速最快区域,2022年欧洲/北美洲/南美洲营收同比分别增长44%/86%/64%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

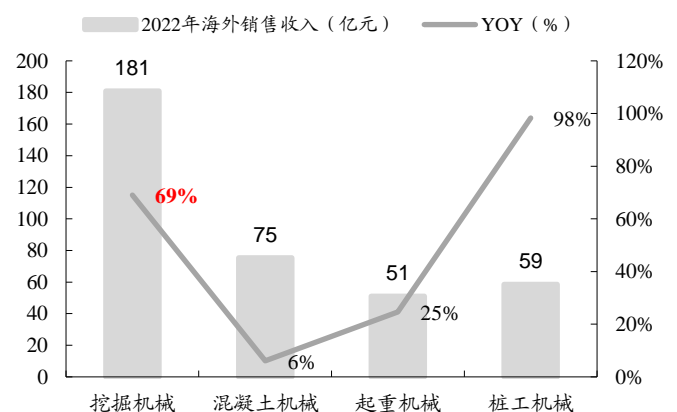
得挖机者得天下,公司挖掘机国内外增速均好于行业。2022年三一主要产品海外均正增长,挖机表现最为亮眼: (1) 挖机实现收入358亿元,同比下滑14%,其中国内收入177亿元,同比下滑43%,与行业44%的降幅接近,海外收入181亿元,同比增长69%,显著高于行业60%增速。(2) 混凝土机实现收入151亿元,同比下滑43%,其中国内收入75亿元,同比下滑61%,海外收入75亿元,同比提升6%,表现均好于行业。(3) 起重机实现营收127亿元,其中国内76亿元,同比下滑57%,海外收入51亿元,同比提升25%。

图5: 2022年挖机营收358亿元,同比下降14%,收入占比提升5pct达44% (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

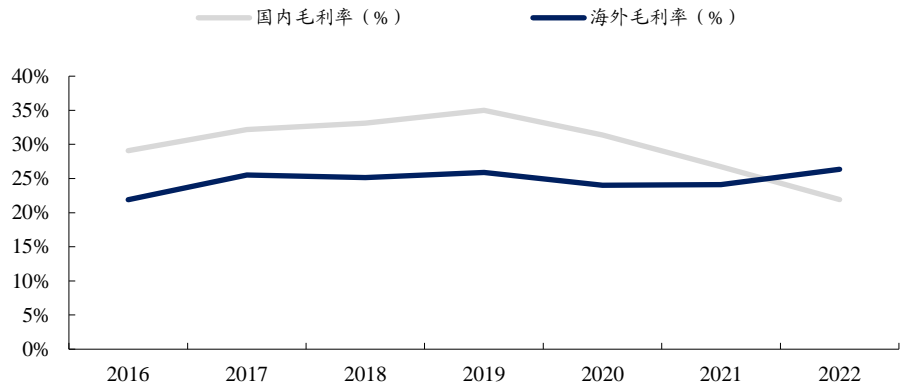
图6: 2022年挖机出口收入181亿元,同比增长69%,海外收入占比达51%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海外业务毛利率稳步提升，2022 年首次超过国内。受益于海外销售规模增大、产品结构改善，公司海外主营业务利率稳步提升，毛利率从上半年的 24.42% 提升至下半年的 27.97%。2022 年全年海外业务毛利率达 26.36%，同比提高 2.23pct，首次超过国内（21.92%）。

图7：2022 年公司海外毛利率 26.36%，同比提高 2.23pct，首次超过国内

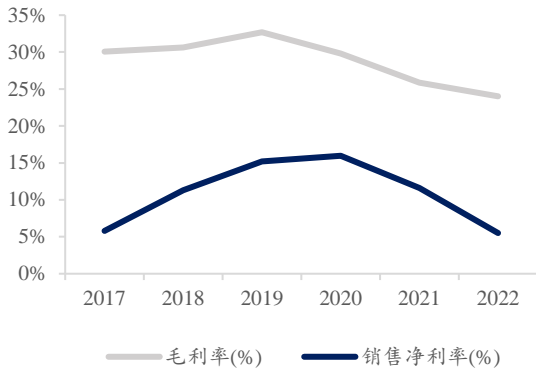


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. Q4 毛利率回升明显，利润率有望持续修复

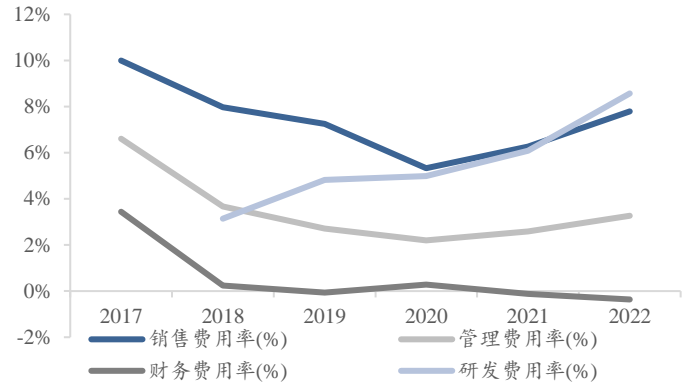
规模效应减弱、费用保持刚性，净利率下滑幅度大于毛利率。2022 年公司销售毛利率 24.0%，同比下滑 1.8pct；销售净利率 5.5%，同比下滑 6.1pct。费用端，2022 年公司期间费用率 19.3%，同比增加 4.4pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.8%/3.3%/-0.4%/8.6%，同比变动 1.5/0.7/-0.2/2.5pct。公司收入规模下降导致规模效应减弱，但研发投入、渠道建设强度维持高水平，导致净利率下滑幅度较大。单 Q4 看，公司毛利率修复明显，Q4 毛利率回升至 27.3%，同/环比提升 8.4/3.7pct。我们判断系①22 年 Q3 以来钢材价格和海运费持续回落，②海外收入中挖机占比提升、规模效应释放。展望 2023 年，以上毛利率修复逻辑仍持续，加上经营优化降低费用率，看好公司利润率修复。

图8: 2022 年公司毛利率/净利率分别为 24.0%/5.5%，同比下降 1.8/6.1pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

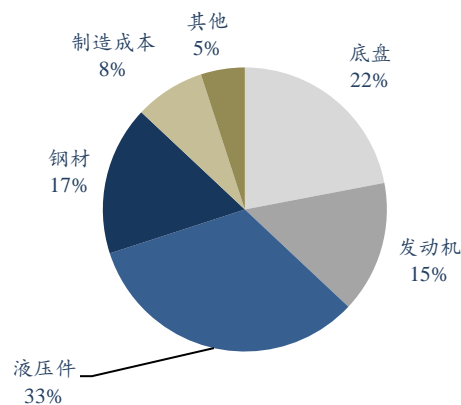
图9: 2022 年公司期间费用率 19.3%，同比增长 4.4pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

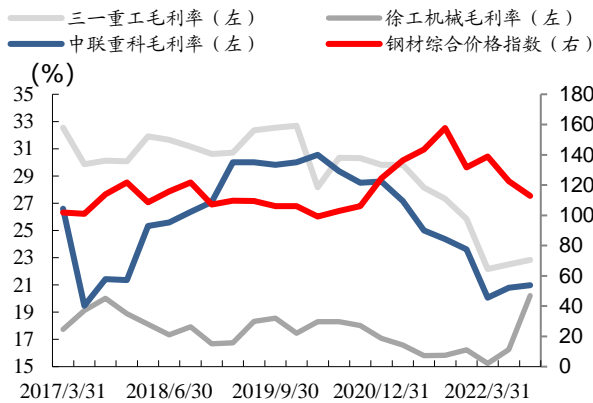
钢材占设备成本比重约 17%，显著影响毛利率。 挖机生产成本主要由液压件、底盘、钢材和发动机组成，其中钢材的价格变动较大，且在生产成本中占比 17%，是影响挖机成本波动的关键因素。通过观察头部企业毛利率/净利率与钢材价格指数之间的走势，可以看出企业盈利能力与钢材价格基本呈现反方向变动。基于 2023 年钢材价格低位震荡的预测，挖机成本端压力减弱，毛利率将显著抬升，在费用大体不变的情况下，净利润增速有望高于营收。

图10: 钢材在挖掘机生产成本中占比 17%，2023 年挖机成本端压力有望明显缓解



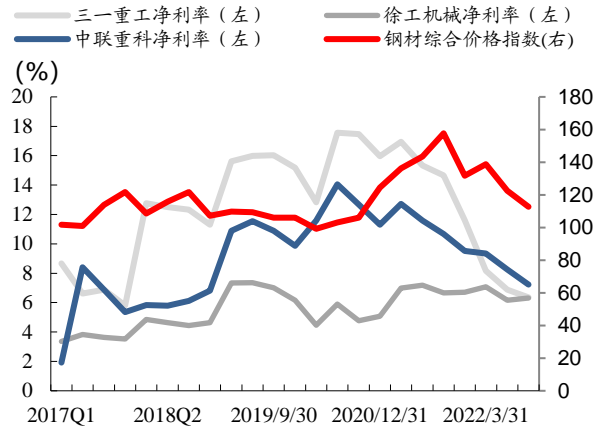
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 头部企业销售毛利率与钢材价格呈反向波动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

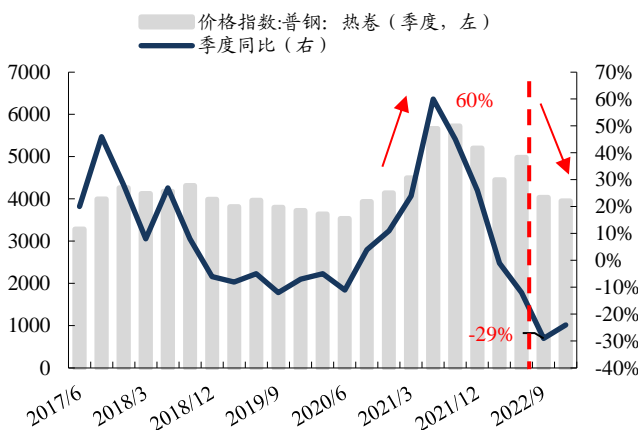
图12: 头部企业归母净利润率与钢材价格呈反向波动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

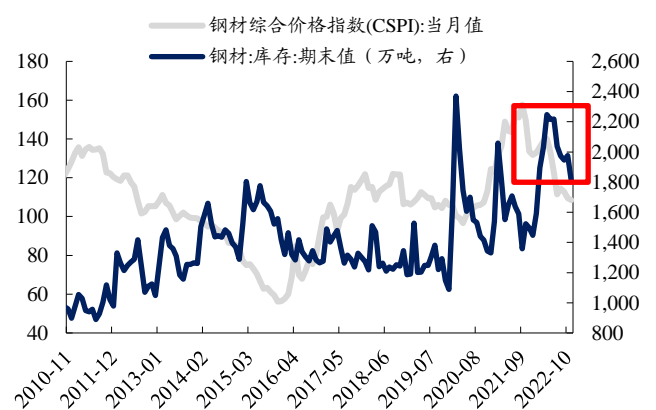
2023 年钢材价格大概率下行, 缓解下游成本压力。2020 年受疫情影响, 全球原材料价格一路飙升。我国铁矿石主要依靠进口, 国内外复工复产步调不一、全球交通运输持续受阻等因素导致国内钢材供应紧张, 2021 年钢价涨幅一度达到 60%。2022 年上半年俄乌战争影响下钢价持续维持高位。2022 年三季度开始国内需求减弱, 钢材价格逐渐恢复至 2019 年水平。展望 2023 年, 国内外均面临较大的经济增长压力, 预计钢铁等大宗商品价格以弱势震荡运行为主。考虑到目前国内钢材库存量还处于历史高位, 价格下行压力较强, 下游行业成本端压力将得到缓解。

图13: 2022 年三季度开始钢材价格逐渐回落, 下游成本压力缓解



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 当前国内钢材库存量处于历史高位, 2023 年价格下行压力较大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们测算 2023 年钢材成本回落可提升公司毛利率约 3pct。我们测算了在钢材价格同比下降 10%/20%/30%情况下毛利率的变动情况。2022 年三一重工成本率为 75.98%，其中钢材在成本占比为 20%，即钢材采购在三一营收占比为 15.20%，若钢材价格同比下降 10%/20%/30%，则钢材采购在收入中的占比降低至 13.7%/12.2%/10.6%，在收入规模及期间费用率不变的情况下，三一重工毛利率将分别提高 1.5/3.0/4.6pct，中性预计下，我们预计 2023 年钢材价格回落可提升毛利率约 3 个百分点。

表1: 以 2022 年数据为例，假设收入规模、期间费用率不变，预计钢价下降 20%可提升利润率 3pct

| 项目 | 毛利率测算 | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|
| ①原毛利率 | 24.02% | | |
| ②成本率 | 75.98% | | |
| ③钢材成本率 | 20% | | |
| ④钢材采购占收入比例=②*③ | 15.20% | | |
| ⑤预计钢材价格同比跌幅 | 10% (保守) | 20% (中性) | 30% (乐观) |
| ⑥跌价后钢材采购占收入比例 | 13.7% | 12.2% | 10.6% |
| ⑦毛利率变动 | 1.5pct | 3.0pct | 4.6pct |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

公司经营保持稳健，应收款周转速度承压。2022 年在工程机械行业景气度大幅下行的状况下，公司净现比仍保持接近 1 的水平，呈现稳健经营态势。应收账款方面，2022 年公司应收账款周转率为 3.58 次，同比下降 1.57 次，主要系行业景气度较低，下游客户经营质量下行，回款能力下降。

图15: 2022 年公司净现比 0.96，经营保持稳健

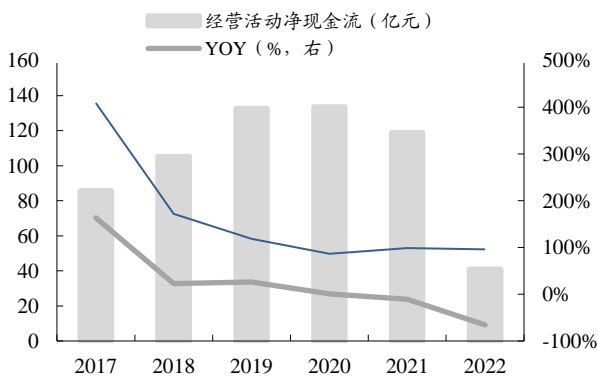
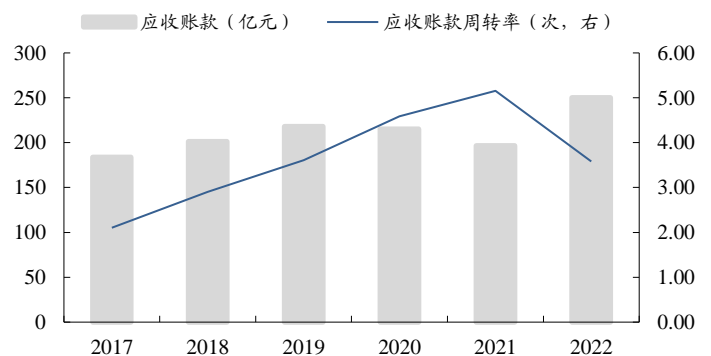


图16: 2022 年公司应收账款周转率 3.58 次，同比下降 1.57 次



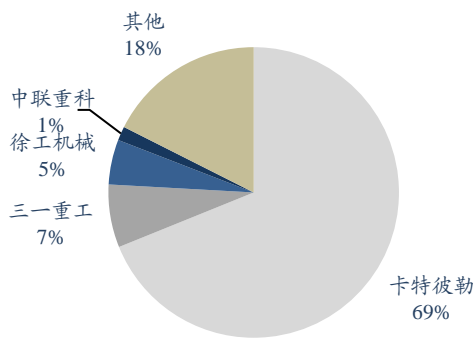
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 工程机械：预计全年内销前低后高、外销增速分化，看好龙头业绩复苏

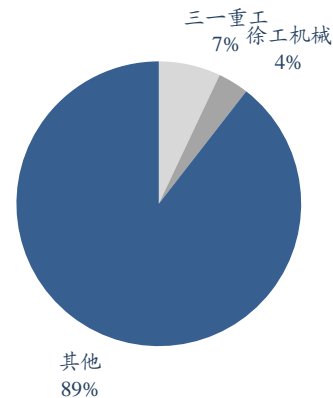
海外工程机械市场规模约 5000 亿，国产品牌份额仅个位数。2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，其中卡特彼勒占据 69% 的市场份额，而三一重工/徐工机械/中联重科在海外工程机械市场份额仅为 7%/5%/1%。单看挖掘机这一种类，海外市场规模约为 1900 亿元，三一重工/徐工机械市场份额分别为 7%/4%。在新兴国家经济发展及城镇化建设、海外整体份额提升背景下，工程机械全球化长期增长潜力可观。

图17: 2022年内资企业在海外工程机械市场份额偏低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

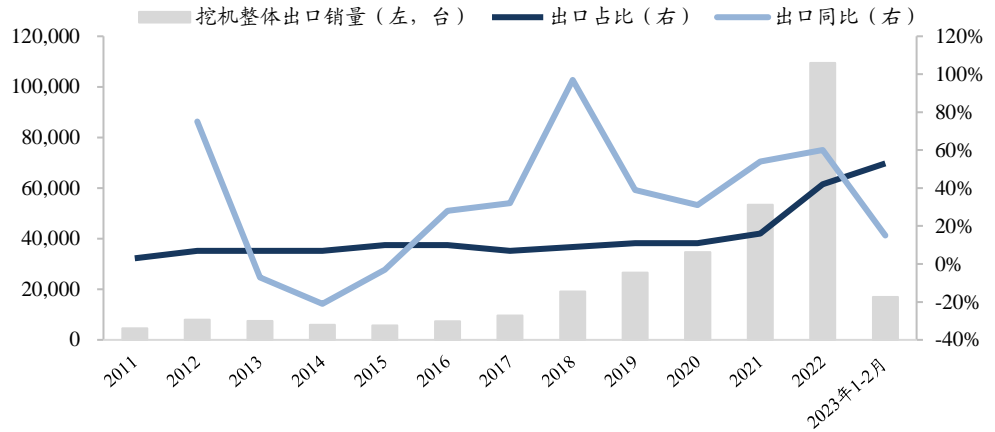
图18: 2022年三一重工/徐工机械挖掘机在海外市场份额分别为7%/4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3月行业销量低于预期。主机厂外销增速分化，龙头表现或明显优于行业。CME 预估 2023 年 3 月挖机销量 25,000 台，同比下降 33%，其中国内销量 15,000 台，同比下降 44%，出口销量 10,000 台，同比下滑 5%。受下游项目资金面紧张，开工小时复苏放缓影响，3 月工程机械内销下滑幅度仍较大。出口方面，主要龙头实际情况或好于协会预计，全年出口仍维持高速增长判断。随着 4 月开始行业销量基数走低，我们预计 2023 年行业增速前低后高，工程机械全球制造优势下，我们对龙头海外份额提升保持乐观。

图19: 2023年1-2月挖机出口销量同比提升15%，占总销量比重达53%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 拟回购股份用于员工持股计划，彰显发展信心

拟回购股份用于员工持股计划，规划有望较快落地。公司于3月31日发布公告，拟用自有资金，通过集中竞价交易方式，以不超过18元/股的价格回购公司股份。回购资金总额不低于5亿元，不超过8亿元。回购股份实施期限为3月30日起的45天内。本次回购用于员工持股计划，有助于完善激励机制、彰显公司增长信心。由于回购价接近当前股价、回购实施期限短，该回购规划有望较快落地。

5. 盈利预测与投资评级

由于工程机械行业景气度与宏观经济联系较为紧密，受下游房地产、基建工程影响较大，存在一定程度的不确定性，出于谨慎性的考虑，我们调整公司2023-2024年归母净利润为68（原值69）/94（原值85）亿元，预计2025年归母净利润130亿元，当前市值对应PE为21/15/11倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

地缘政治冲突、行业竞争加剧、基建不及预期、原材料价格波动等。

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) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 105,762 | 114,178 | 134,548 | 165,873 | 营业总收入 | 80,822 | 84,853 | 95,374 | 123,539 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 36,159 | 52,538 | 69,857 | 88,997 | 营业成本(含金融类) | 61,178 | 62,422 | 68,572 | 88,888 |
| 经营性应收款项 | 26,946 | 22,221 | 24,942 | 32,308 | 税金及附加 | 368 | 341 | 383 | 496 |
| 存货 | 19,738 | 19,667 | 20,666 | 24,608 | 销售费用 | 6,302 | 6,109 | 6,676 | 8,648 |
| 合同资产 | 59 | 41 | 46 | 60 | 管理费用 | 2,639 | 2,376 | 2,384 | 2,471 |
| 其他流动资产 | 22,859 | 19,711 | 19,037 | 19,900 | 研发费用 | 6,923 | 6,364 | 6,867 | 8,648 |
| 非流动资产 | 52,993 | 51,724 | 52,837 | 54,078 | 财务费用 | -294 | 170 | 191 | 124 |
| 长期股权投资 | 2,239 | 2,673 | 2,673 | 2,673 | 加:其他收益 | 1,117 | 825 | 479 | 447 |
| 固定资产及使用权资产 | 20,080 | 23,987 | 26,192 | 27,697 | 投资净收益 | 746 | 821 | 903 | 993 |
| 在建工程 | 3,971 | 1,449 | 724 | 362 | 公允价值变动 | -250 | -250 | -250 | -250 |
| 无形资产 | 4,438 | 4,624 | 4,895 | 5,166 | 减值损失 | -665 | -415 | -373 | -339 |
| 商誉 | 48 | 47 | 47 | 46 | 资产处置收益 | 93 | 38 | 36 | 34 |
| 长期待摊费用 | 73 | 55 | 58 | 65 | 营业利润 | 4,747 | 8,090 | 11,095 | 15,150 |
| 其他非流动资产 | 22,145 | 18,889 | 18,248 | 18,068 | 营业外净收支 | 85 | -70 | -67 | -64 |
| 资产总计 | 158,755 | 165,902 | 187,385 | 219,952 | 利润总额 | 4,832 | 8,020 | 11,029 | 15,086 |
| 流动负债 | 67,630 | 59,889 | 65,817 | 80,575 | 减:所得税 | 428 | 1,032 | 1,419 | 1,941 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 6,632 | 1,617 | 1,661 | 1,867 | 净利润 | 4,405 | 6,988 | 9,610 | 13,145 |
| 经营性应付款项 | 28,908 | 26,925 | 29,577 | 38,340 | 减:少数股东损益 | 132 | 187 | 172 | 160 |
| 合同负债 | 1,897 | 1,627 | 1,787 | 2,317 | 归属母公司净利润 | 4,273 | 6,801 | 9,437 | 12,985 |
| 其他流动负债 | 30,194 | 29,720 | 32,792 | 38,052 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.50 | 0.80 | 1.11 | 1.53 |
| 非流动负债 | 25,116 | 33,017 | 38,961 | 43,625 | EBIT | 3,412 | 7,241 | 10,492 | 14,388 |
| 长期借款 | 21,625 | 30,172 | 35,869 | 40,143 | EBITDA | 5,985 | 8,114 | 11,361 | 15,372 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 24.02 | 26.44 | 28.10 | 28.05 |
| 租赁负债 | 308 | 462 | 565 | 642 | 归母净利率(%) | 5.29 | 8.02 | 9.90 | 10.51 |
| 其他非流动负债 | 3,183 | 2,383 | 2,527 | 2,840 | 收入增长率(%) | -24.38 | 4.99 | 12.40 | 29.53 |
| 负债合计 | 92,746 | 92,905 | 104,778 | 124,200 | 归母净利润增长率(%) | -64.49 | 59.18 | 38.76 | 37.59 |
| 归属母公司股东权益 | 64,966 | 71,767 | 81,204 | 94,190 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,043 | 1,230 | 1,402 | 1,562 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 66,009 | 72,997 | 82,606 | 95,751 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 158,755 | 165,902 | 187,385 | 219,952 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 4,099 | 12,465 | 14,331 | 18,451 | 每股净资产(元) | 7.65 | 8.45 | 9.56 | 11.09 |
| 投资活动现金流 | -1,838 | 1,997 | -1,515 | -2,359 | 最新发行在外股份(百万股) | 8,487 | 8,487 | 8,487 | 8,487 |
| 筹资活动现金流 | 4,826 | 1,615 | 4,302 | 2,897 | ROIC(%) | 3.50 | 6.32 | 8.09 | 9.68 |
| 现金净增加额 | 7,002 | 16,077 | 17,118 | 18,989 | ROE-摊薄(%) | 6.58 | 9.48 | 11.62 | 13.79 |
| 折旧和摊销 | 2,572 | 873 | 869 | 983 | 资产负债率(%) | 58.42 | 56.00 | 55.92 | 56.47 |
| 资本开支 | -5,538 | -2,272 | -2,597 | -2,394 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 33.94 | 21.32 | 15.37 | 11.17 |
| 营运资本变动 | -2,264 | 2,571 | -912 | -2,030 | P/B(现价) | 2.23 | 2.02 | 1.79 | 1.54 |

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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>

