

公司研究

2020年降杠杆圆满完成，2021年一季度业绩高增长

——中国建筑（601668.SH）2020年年报及2021年一季度报点评

要点

事件：

中国建筑2020年实现营业总收入16150亿元，同增14%，实现归母净利润449亿元，同增7%，实现扣非归母净利润427亿，同增0.5%。其中Q4收入同增21%，归母净利润同增16%，扣非归母净利润同增-10%。

2021年一季度，公司实现营业总收入4047亿，同增53%，较2019Q1复合增速为17%；实现归母净利润110亿，同增45%，较2019Q1复合增速为12%；实现扣非归母净利润110亿，同增48%，较2019Q1复合增速为13%。

点评：

2020年，公司房建、基建业务收入增速较上年放缓，房地产业务收入增速保持上升势头。房建业务营收同增14.8%，增速较上年同期放缓；基建业务营收同增9.5%，增速较上年同期放缓；房地产开发业务营收同增25%，连续三年保持上升势头。公司2020年毛利率10.83%，同降0.27pct，主要受房地产开发业务毛利率下降拖累，房地产开发业务毛利率同降4.9pct，下滑较明显，属于行业整体现象。2020年，经营性现金流净额同比明显好转，资产负债率降至73.67%，降杠杆目标圆满完成。主要受益于少数股东权益占总资产比重提升。

2021年一季度，公司各项业务收入均保持高增长，受益于低基数。2021年一季度，公司毛利率8.78%，同降0.47pct，推测受房地产开发业务毛利率下降影响所致；归母净利率2.72%，同降0.15pct，主要受毛利率同降影响。2021年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-458亿，较上年同期（-910亿）显著好转；收现比117%，同增5.5pct。

盈利预测、估值与评级：2020年，公司房地产业务毛利率随行业整体下滑，导致公司总体毛利率同比略降，我们预计未来公司房地产业务毛利率仍将承压，因此下调2021-2022年公司EPS预测至1.2元（下调1.3%）、1.29元（下调6%），新增2023年EPS预测1.41元。现价对应2021年动态市盈率为4x。我们看好公司在房建、基建等领域的竞争力，公司新签订单及收入快速增长，显示龙头在市场需求整体偏弱的背景下依旧能够通过市占率提升实现稳定增长，表明龙头集中度持续提升。经营质量层面，公司经营现金流净额明显改善，经营周转效率各项指标向好，看好公司未来经营的高质量发展，自由现金流层面随着投资性项目逐步回款及新投项目占比下降，自由现金流有改善空间。维持“买入”评级。

风险提示：房建及基建投资增速大幅下滑。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 1,419,837 | 1,615,023 | 1,831,419 | 2,026,901 | 2,255,457 |
| 营业收入增长率 | 18.39% | 13.75% | 13.40% | 10.67% | 11.28% |
| 净利润（百万元） | 41,881 | 44,944 | 50,203 | 54,301 | 59,017 |
| 净利润增长率 | 9.52% | 7.31% | 11.70% | 8.16% | 8.69% |
| EPS（元） | 1.00 | 1.07 | 1.20 | 1.29 | 1.41 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 15.11% | 14.96% | 14.70% | 14.09% | 13.64% |
| P/E | 5.0 | 4.6 | 4.2 | 3.8 | 3.5 |
| P/B | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-06

买入（维持）

当前价：4.97元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

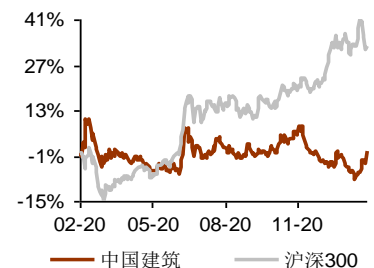
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

| | |
|------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 419.48 |
| 总市值(亿元) | 2084.82 |
| 一年最低/最高(元) | 4.68/5.70 |
| 近3月换手率 | 26.05% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|------|-------|
| 相对 | -5.90 | 2.64 | -1.97 |
| 绝对 | -4.99 | 3.55 | -1.06 |

资料来源：Wind

相关研报

单三季度业绩加速，回购彰显信心——中国建筑（601668.SH）2020年三季度报点评（2020-10-28）

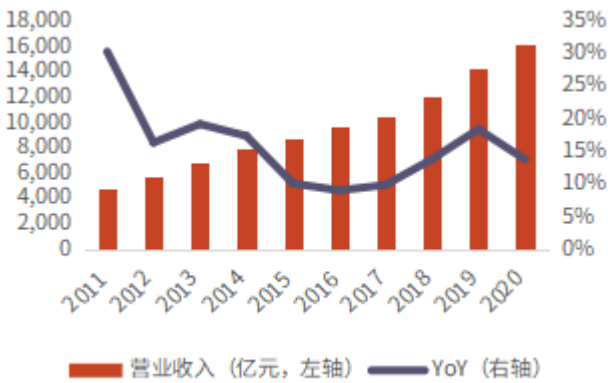
业绩稳步向好，疫情后有望更进一步——中国建筑（601668.SH）2020年半年报点评（2020-08-29）

1、主营业务分析

1.1、2020 年主营业务情况：2020 年房建、基建业务收入增速较上年放缓，房地产业务收入保持上升势头。

中国建筑 2020 年实现营业总收入 16150 亿元，同增 14%，实现归母净利润 449 亿元，同增 7%，实现扣非归母净利润 427 亿，同增 0.5%。其中 Q4 收入同增 21%，归母净利润同增 16%，扣非归母净利润同增-10%。

图 1：2011-2020 中国建筑营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2011-2020 中国建筑归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

2020 年，公司各项主营业务中，房建业务实现营收 10011 亿元，同增 14.8%；基建业务实现营收 3484 亿元，同增 9.5%；房地产开发业务实现营收 2713 亿元，同增 25%；勘察设计业务实现营收 106 亿元，同增 7.2%。

2020 年，公司新签订单 3.2 万亿，同增 11.6%。其中房建业务新签订单 20779 亿元，同增 6.5%；基建业务新签订单 6798 亿元，同增 30.1%；房地产开发业务合约销售金额 4287 亿元，同增 12.1%；勘察设计业务新签订单 143 亿元，同增 9.1%。

1.1.1、房建业务：收入增速放缓，订单增速低于收入增速

2020 年，公司房建业务营收 10011.01 亿元，同增 14.8%，增速较上年同期放缓。房建订单金额 20779 亿元，同增 6.5%，订单增速低于收入增速。房建业务收入增速在 2017 年 (+0.8%) 达到历史低点后，2018 (+15.9%)、2019 (+20.5%) 持续回升，达到近 9 年的高点，2020 年增速开始回落。

1.1.2、基建业务：收入增速放缓，订单增速快于收入增速

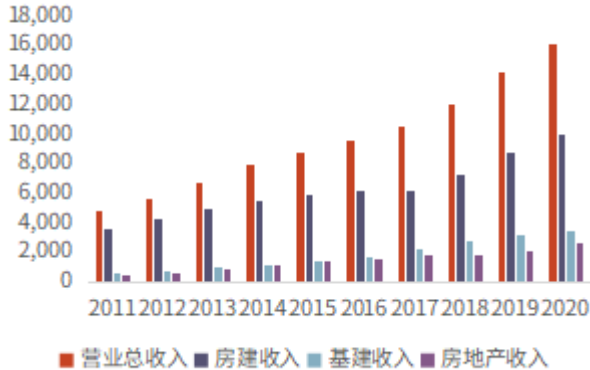
2020 年，公司基建业务营收 3484.35 亿元，同增 9.5%，增速较上年同期放缓。基建订单金额 6798 亿元，同增 30.1%，订单增速快于收入增速。基建业务收入增速在 2017 年 (+32.8%) 达到近 8 年的高点后，2018-2020 持续回落。

1.1.3、房地产开发业务：收入增速保持上升，销售额增速低于收入增速

2020 年，公司房地产开发业务营收 2712.92 亿元，同增 25%，收入增速连续三年保持上升势头。房地产开发业务合约销售金额 4287 亿元，同增 12.1%，合约销售额增速低于收入增速。房地产开发业务收入增速自 2018 年 (+2.7%) 以来

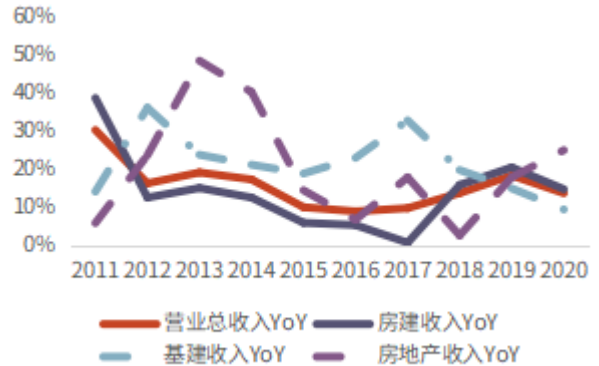
连续三年保持上升势头，在 2020 年达到近 6 年的增速高点，推测和 2017-2019 合约销售额的高增长 (21%、31%、28%) 在 2020 年逐步结算有关。

图 3：2011-2020 中国建筑主营业务收入 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4：2011-2020 中国建筑主营业务收入增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.2、 2021 年一季度主营业务情况：低基数下，各项业务收入均保持高增长

2021 年一季度，公司实现营业总收入 4047 亿，同增 53%，较 2019Q1 复合增速为 17%；实现归母净利润 110 亿，同增 45%，较 2019Q1 复合增速为 12%；实现扣非归母净利润 110 亿，同增 48%，较 2019Q1 复合增速为 13%。

2021 年一季度，公司各项主营业务中，房建业务实现营收 2665 亿元，同增 50.9%；基建业务实现营收 955 亿元，同增 49.8%；房地产开发业务实现营收 395 亿元，同增 76%；勘察设计业务实现营收 26 亿元，同增 48.4%。

2021 年一季度新签订单 8327 亿元，同增 33.6%。其中房建业务新签订单 5729 亿元，同增 27.7%；基建业务新签订单 1658 亿元，同增 50.7%；房地产开发业务合约销售金额 913 亿元，同增 47.5%；勘察设计业务新签订单 26 亿元，同增 -0.8%。

2、 盈利能力分析

2.1、 2020 年毛利率同降，主要受房地产开发业务毛利率下滑影响，房建毛利率同比略增

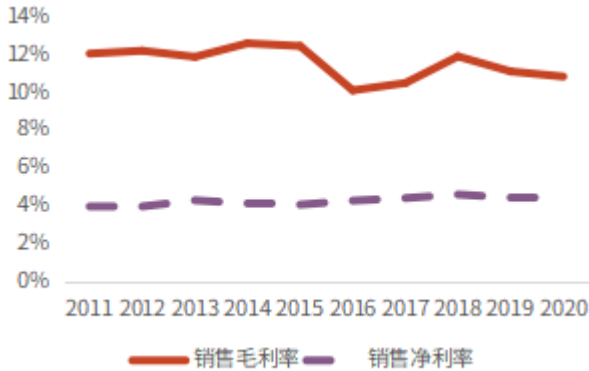
2.1.1、 毛利率同降，主要受房地产开发业务毛利率下降拖累

公司 2020 年毛利率 10.83%，同降 0.27pct，主要受房地产开发业务毛利率下降拖累。2020 年，公司房建业务毛利率 6.7%，同增 0.3pct。基建业务毛利率 8.5%，同比持平。房地产开发业务毛利率 26.2%，同降 4.9pct，下滑较明显，属于行业整体现象，主要由于 2017-2018 年的高价地在 2020 年进入结算期，同时新房限价政策限制了高价地的利润率空间，因此各家房企 2020 年毛利率普遍降低。在限价政策没有发生改变的情况下，预计未来房地产开发业务的毛利率很难向上，推测 2021 年房地产开发业务的毛利率可能仍有压力。

2.1.2、归母净利率同降，受毛利率降低、期间费用率上升等因素影响

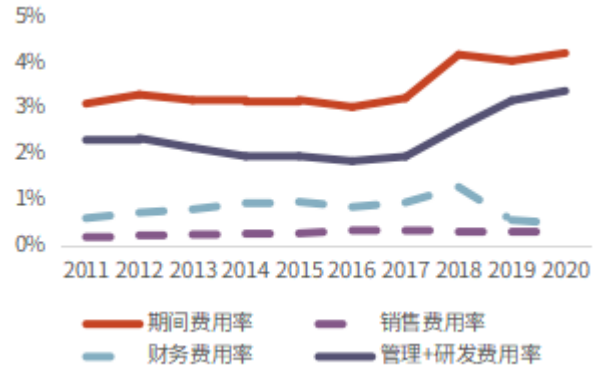
2020 年期间费用率 4.2%，同增 0.17%，其中销售、管理（含研发）、财务三项费用率分别同增 0.04pct、0.2pct、-0.08pct。营业外支出同降 0.2pct，主要由于营业外支出中的诉讼预计负债减少所致，2019 年诉讼预计负债计提较多，导致基数偏高。2020 年归母净利率 2.78%，同降 0.17pct，毛利率降低、期间费用率上升、实际税率提升等因素共同导致归母净利率的同降。

图 5：2011-2020 中国建筑毛利率及净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：2011-2020 中国建筑期间费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、2021Q1 归母净利率同降，主要受毛利率同降影响

2021 年一季度，公司毛利率 8.78%，同降 0.47pct，推测受房地产开发业务毛利率下降影响所致。期间费用率 3.85%，同降 0.26pct，其中销售、管理（含研发）、财务三项费用率分别同增-0.04pct、0.14pct、-0.36pct。投资净收益占收入比例同降 0.28pct。归母净利率 2.72%，同降 0.15pct，主要受毛利率同降影响。

3、经营质量分析

3.1、2020 年经营性现金流净额同比明显好转，资产负债率降至 73.67%，降杠杆目标圆满完成

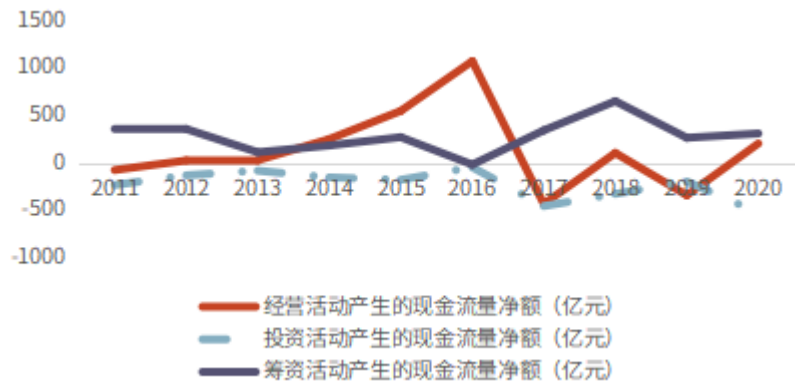
3.1.1、经营活动产生的现金流量净额同比明显好转，主要由于经营性应收项目的增加较上年同期明显放缓。

2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 203 亿，较上年同期（-342 亿）显著好转，主要由于经营性应收项目的增加较上年同期明显放缓（同降约 800 亿元）。收现比同比 106.4%，同比略增 0.5pct，自 2016 年起呈上升趋势，近两年上升幅度放缓。企业自由现金流（FCFF）为 -373.6 亿，较 2019 年（-42 亿）流出明显扩大。

3.1.2、投资活动产生的现金流量净额流出扩大

2020年，投资活动产生的现金流量净额为-526亿，较2019年(-198亿)流出扩大。2020年末，应收款项融资38亿，占总资产的0.17%，占应收款项的2%。投资类项目中，房地产开发业务投资额3109亿（占总投资额的70.9%），同增11.8%，实现投资回款3286亿元，同增16.1%，投资收支比105.7%，同增3.9个pct。基础设施和房建投资业务投资额1102亿（占总投资额的25.1%），同增0.6%，实现投资回款465亿元，同增4.9%；投资收支比42.2%，同增1.7个pct。城镇综合建设业务投资额146亿（占总投资额的3.3%），同增-3.4%，实现投资回款158亿元，同增64.5%；投资收支比108.2%，同增44.6个pct。

图 7：2011-2020 中国建筑现金流情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

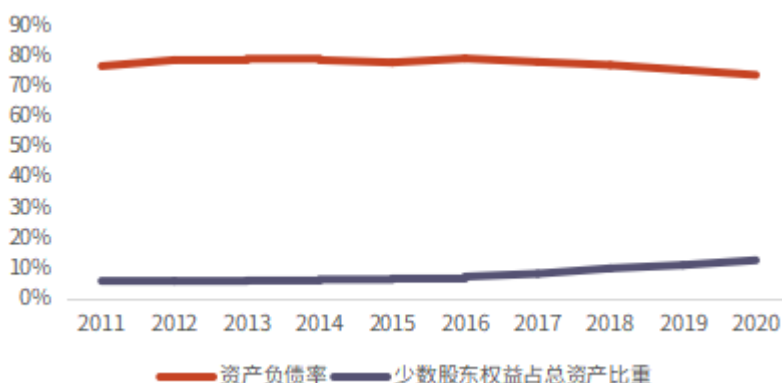
3.1.3、在实施 PPP 项目合计 387 个，其中进入运营期的 118 个

截至 2020 年末，公司在实施 PPP 项目合计 387 个（占总在建项目数的 2.6%），项目总投资 12851.8 亿元，其中，公司权益投资额 6261.5 亿元；PPP 项目进入运营期 118 个，占在实施 PPP 项目数量的 30.41%，项目总投资 2353.2 亿元，其中，公司权益投资额约 1588 亿元，占在实施 PPP 项目权益投资额的 25.36%。2020 年，公司已进入运营期的 PPP 项目运营绩效考核情况良好，已完成年度运营绩效考核的项目达标率为 98.7%，回款实现率 96.4%。2020 年，公司新中标 PPP 项目 18 个，项目总投资 478 亿元，其中，公司权益投资额 154 亿元，涉及高速公路、铁路工程和水务环保等业务领域。

3.1.4、公司资产负债率同降 1.66pct，受益于少数股东权益占总资产比重提升

2020 年，公司资产负债率为 73.67%，同降 1.66pct，降杠杆目标圆满完成，主要受益于少数股东权益占总资产比重提升(+1.58pct)。少数股东权益自上市以来持续增长，除 2011 年外，其他年份同比增速均在 20%-50%之间。其他权益工具共有 100 亿，全部为永续债，永续债金额同比增长 67%。相比上年，其他权益工具中的优先股在 2020 年全部赎回，同比减少 149.75 亿。综合来看，权益工具对负债率的降低没有重大影响，近两年权益工具占总资产比重呈现下降趋势。

图 8：2011-2020 中国建筑资产负债率及少数股东权益占总资产比重

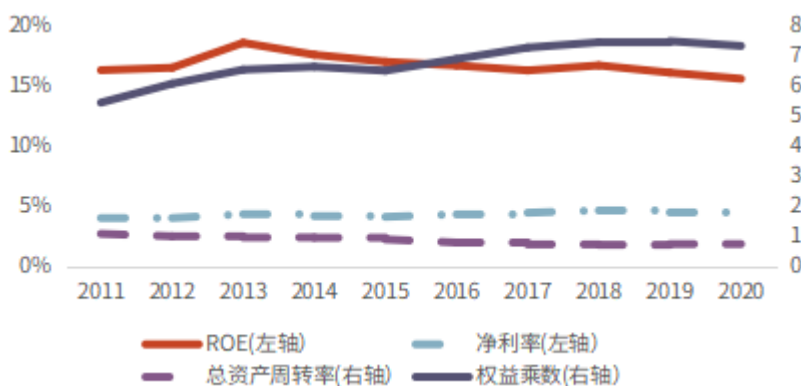


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.1.5、总资产周转率提升，营业周期缩短，经营效率提升明显

2020 年，公司总资产周转率 0.76，同增 0.03。总资产周转率自 2009 年上市以来呈下降趋势，2019 年后有小幅回升。存货周转率 2.3，同增 0.22。存货周转率上市以来总体呈下降趋势，2019 年后呈上升趋势。应收账款周转天数 35 天，同降 6 天，创历史新低。结合收现比同增，可以看出公司的收款情况在 2020 年有所改善。营业周期 192 天，同降 22 天，经营效率提升明显。2020 年加权 ROE 为 15.54%，同降 0.06pct，受净利率下降、权益乘数下降的影响所致。

图 9：2011-2020 中国建筑 ROE 及杜邦分析

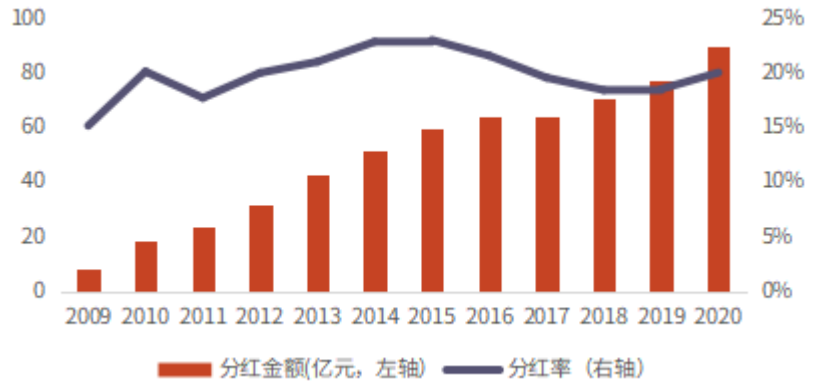


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.1.6、拟分红率 20%，同增 1.5pct

2020 年，公司拟分红约 90 亿，分红率 20.04%，同增 1.5pct；根据最新交易日期，公司当前股息率是 4.3%。公司自上市以来累计分红率是 20.1%。

图 10: 中国建筑上市以来分红金额及分红率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3.2、 2021Q1 经营性现金流净额同比明显好转

2021 年一季度, 公司经营活动产生的现金流量净额为-458 亿, 较上年同期 (-910 亿) 显著好转; 收现比 117%, 同增 5.5pct; 资产负债率 74.08%, 较 2020 年末增加 0.41pct; 投资活动产生的现金流量净额为-76 亿, 同降约 5 亿元。

4、 盈利预测

2020 年, 公司房地产业务毛利率随行业整体下滑, 导致公司总体毛利率同比略降, 我们预计未来公司房地产业务毛利率仍将承压, 因此下调 2021-2022 年公司 EPS 预测至 1.2 元 (下调 1.3%)、1.29 元 (下调 6%), 新增 2023 年 EPS 预测 1.41 元。现价对应 2021 年动态市盈率为 4x。我们看好公司在房建、基建等领域的竞争力, 公司新签订单及收入快速增长, 显示龙头在市场需求整体偏弱的背景下依旧能够通过市占率提升实现稳定增长, 表明龙头集中度持续提升。经营质量层面, 公司经营现金流净额明显改善, 经营周转效率各项指标向好, 看好公司未来经营的高质量发展, 自由现金流层面随着投资性项目逐步回款及新投资项目占比下降, 自由现金流有改善空间。维持“买入”评级。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 1,419,837 | 1,615,023 | 1,831,419 | 2,026,901 | 2,255,457 |
| 营业收入增长率 | 18.39% | 13.75% | 13.40% | 10.67% | 11.28% |
| 净利润 (百万元) | 41,881 | 44,944 | 50,203 | 54,301 | 59,017 |
| 净利润增长率 | 9.52% | 7.31% | 11.70% | 8.16% | 8.69% |
| EPS (元) | 1.00 | 1.07 | 1.20 | 1.29 | 1.41 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 15.11% | 14.96% | 14.70% | 14.09% | 13.64% |
| P/E | 5.0 | 4.6 | 4.2 | 3.8 | 3.5 |
| P/B | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-05-06

5、风险分析

房建投资增速大幅下滑风险

公司 2020 年房建业务收入占比 62%，若房屋竣工高峰过后，房建投资增速大幅下滑，对公司的整体收入增速可能会有显著冲击。

基建投资增速大幅下滑风险

公司 2020 年基建业务收入占比 22%，近年我国基建投资增速持续走低，若出现大幅下滑，可能会对公司收入增速造成明显影响。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 1,419,837 | 1,615,023 | 1,831,419 | 2,026,901 | 2,255,457 |
| 营业成本 | 1,262,226 | 1,440,132 | 1,633,630 | 1,807,775 | 2,010,553 |
| 折旧和摊销 | 8,709 | 8,590 | 8,453 | 9,726 | 11,176 |
| 税金及附加 | 17,220 | 15,896 | 18,025 | 19,949 | 22,199 |
| 销售费用 | 4,331 | 5,522 | 6,262 | 6,931 | 7,712 |
| 管理费用 | 27,685 | 28,983 | 32,866 | 36,374 | 40,476 |
| 研发费用 | 17,290 | 25,523 | 28,942 | 32,032 | 35,643 |
| 财务费用 | 7,912 | 7,798 | 8,706 | 10,250 | 12,263 |
| 投资收益 | 4,213 | 6,152 | 6,152 | 6,152 | 6,152 |
| 营业利润 | 83,795 | 94,482 | 105,784 | 116,477 | 128,735 |
| 利润总额 | 81,468 | 94,291 | 105,593 | 116,286 | 128,543 |
| 所得税 | 18,263 | 23,340 | 24,039 | 26,473 | 29,264 |
| 净利润 | 63,205 | 70,950 | 81,554 | 89,812 | 99,280 |
| 少数股东损益 | 21,324 | 26,006 | 31,351 | 35,512 | 40,262 |
| 归属母公司净利润 | 41,881 | 44,944 | 50,203 | 54,301 | 59,017 |
| EPS(按最新股本计) | 1.00 | 1.07 | 1.20 | 1.29 | 1.41 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|----------|----------|---------|----------|
| 经营活动现金流 | -34,220 | 20,272 | 24,368 | 40,555 | 40,216 |
| 净利润 | 41,881 | 44,944 | 50,203 | 54,301 | 59,017 |
| 折旧摊销 | 8,709 | 8,590 | 8,453 | 9,726 | 11,176 |
| 净营运资金增加 | -31,992 | 108,655 | 78,016 | 71,951 | 86,730 |
| 其他 | -52,818 | -141,918 | -112,304 | -95,422 | -116,707 |
| 投资活动产生现金流 | -19,813 | -52,628 | -18,798 | -18,848 | -18,848 |
| 净资本支出 | -18,250 | -46,220 | -25,000 | -25,000 | -25,000 |
| 长期投资变化 | 74,917 | 86,439 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -76,479 | -92,846 | 6,202 | 6,152 | 6,152 |
| 融资活动现金流 | 26,308 | 30,818 | 33,722 | 14,067 | 20,458 |
| 股本变化 | -10 | -11 | -17 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 43,703 | 34,230 | 51,437 | 34,919 | 44,397 |
| 无息负债变化 | 56,338 | 48,232 | 107,367 | 99,960 | 114,201 |
| 净现金流 | -27,082 | -3,866 | 39,292 | 35,773 | 41,826 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 11.1% | 10.8% | 10.8% | 10.8% | 10.9% |
| EBITDA 率 | 7.1% | 6.7% | 6.6% | 6.6% | 6.7% |
| EBIT 率 | 6.5% | 6.2% | 6.1% | 6.1% | 6.2% |
| 税前净利润率 | 5.7% | 5.8% | 5.8% | 5.7% | 5.7% |
| 归母净利润率 | 2.9% | 2.8% | 2.7% | 2.7% | 2.6% |
| ROA | 3.1% | 3.2% | 3.4% | 3.4% | 3.4% |
| ROE (摊薄) | 15.1% | 15.0% | 14.7% | 14.1% | 13.6% |
| 经营性 ROIC | 11.7% | 10.3% | 10.4% | 10.3% | 10.3% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 75% | 74% | 73% | 72% | 72% |
| 流动比率 | 1.28 | 1.32 | 1.33 | 1.36 | 1.38 |
| 速动比率 | 0.77 | 0.75 | 0.76 | 0.76 | 0.77 |
| 归母权益/有息债务 | 0.60 | 0.60 | 0.62 | 0.66 | 0.69 |
| 有形资产/有息债务 | 4.30 | 4.31 | 4.32 | 4.42 | 4.49 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 总资产 | 2,034,452 | 2,192,174 | 2,423,522 | 2,637,611 | 2,883,813 |
| 货币资金 | 292,441 | 295,857 | 335,150 | 370,923 | 412,749 |
| 交易性金融资产 | 902 | 244 | 244 | 295 | 346 |
| 应收帐款 | 153,962 | 160,442 | 181,447 | 200,460 | 222,546 |
| 应收票据 | 26,918 | 31,989 | 36,275 | 40,147 | 44,675 |
| 其他应收款 (合计) | 0 | 54,627 | 61,946 | 68,558 | 76,289 |
| 存货 | 578,918 | 675,125 | 771,802 | 863,559 | 970,945 |
| 其他流动资产 | 144,841 | 98,099 | 108,919 | 118,693 | 130,121 |
| 流动资产合计 | 1,461,506 | 1,577,630 | 1,781,606 | 1,970,643 | 2,191,588 |
| 其他权益工具 | 8,069 | 5,838 | 5,838 | 5,838 | 5,838 |
| 长期股权投资 | 74,917 | 86,439 | 86,439 | 86,439 | 86,439 |
| 固定资产 | 37,554 | 39,127 | 41,408 | 44,449 | 47,583 |
| 在建工程 | 10,086 | 10,933 | 18,700 | 24,525 | 28,894 |
| 无形资产 | 16,409 | 22,559 | 27,058 | 31,467 | 35,787 |
| 商誉 | 2,347 | 2,290 | 2,290 | 2,290 | 2,290 |
| 其他非流动资产 | 147,949 | 139,946 | 139,946 | 139,946 | 139,946 |
| 非流动资产合计 | 572,946 | 614,544 | 641,915 | 666,969 | 692,226 |
| 总负债 | 1,532,617 | 1,615,079 | 1,773,883 | 1,908,762 | 2,067,360 |
| 短期借款 | 28,498 | 29,317 | 60,754 | 75,673 | 100,070 |
| 应付账款 | 493,130 | 502,387 | 539,098 | 569,449 | 603,166 |
| 应付票据 | 7,030 | 5,266 | 5,973 | 6,610 | 7,351 |
| 预收账款 | 450 | 607 | 689 | 762 | 848 |
| 其他流动负债 | 174,577 | 66,462 | 77,282 | 87,056 | 98,484 |
| 流动负债合计 | 1,145,728 | 1,196,015 | 1,334,819 | 1,449,698 | 1,588,296 |
| 长期借款 | 247,800 | 292,897 | 312,897 | 332,897 | 352,897 |
| 应付债券 | 99,597 | 88,782 | 88,782 | 88,782 | 88,782 |
| 其他非流动负债 | 34,836 | 31,328 | 31,328 | 31,328 | 31,328 |
| 非流动负债合计 | 386,889 | 419,064 | 439,064 | 459,064 | 479,064 |
| 股东权益 | 501,835 | 577,095 | 649,639 | 728,849 | 816,453 |
| 股本 | 41,976 | 41,965 | 41,948 | 41,948 | 41,948 |
| 公积金 | 19,744 | 20,367 | 25,405 | 30,835 | 31,257 |
| 未分配利润 | 197,541 | 231,953 | 268,126 | 306,395 | 353,315 |
| 归属母公司权益 | 277,198 | 300,421 | 341,615 | 385,313 | 432,655 |
| 少数股东权益 | 224,638 | 276,674 | 308,025 | 343,536 | 383,798 |

| 费用率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 0.31% | 0.34% | 0.34% | 0.34% | 0.34% |
| 管理费用率 | 1.95% | 1.79% | 1.79% | 1.79% | 1.79% |
| 财务费用率 | 0.56% | 0.48% | 0.48% | 0.51% | 0.54% |
| 研发费用率 | 1.22% | 1.58% | 1.58% | 1.58% | 1.58% |
| 所得税率 | 22% | 25% | 23% | 23% | 23% |

| 每股指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.19 | 0.21 | 0.25 | 0.28 | 0.31 |
| 每股经营现金流 | -0.82 | 0.48 | 0.58 | 0.97 | 0.96 |
| 每股净资产 | 6.60 | 7.16 | 8.14 | 9.19 | 10.31 |
| 每股销售收入 | 33.83 | 38.48 | 43.66 | 48.32 | 53.77 |

| 估值指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 5.0 | 4.6 | 4.2 | 3.8 | 3.5 |
| PB | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 9.3 | 9.9 | 9.8 | 9.6 | 9.4 |
| 股息率 | 3.7% | 4.3% | 5.1% | 5.6% | 6.2% |

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE