

中信特钢(000708.SZ)

行业景气拐点浮现，特钢投资价值凸显——当下中信特钢投资价值解析

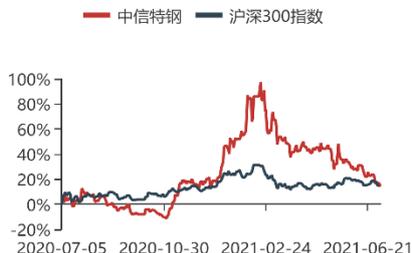
推荐（维持）

现价：20.45元

主要数据

行业	钢铁
公司网址	www.citicsteel.com
大股东/持股	中信泰富特钢投资有限公司 175.05%
实际控制人	中华人民共和国财政部
总股本(百万股)	5,047
流通A股(百万股)	1,259
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,032
流通A股市值(亿元)	257
每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	66.6

行情走势图



相关研究报告

《中信特钢*000708*业绩环比均保持增长，研发力度持续加强》 2021-04-28
《中信特钢*000708*业绩逐季增长，降本成效显著》 2021-02-05
《中信特钢*000708*成功竞买电气钢管40%股权，协同发展再下一城》 2021-01-20
《中信特钢*000708*巨头已成，迈向卓越》 2020-12-24

证券分析师

李军
证券投资咨询
S1060519050001
LIJUN243@pingan.com.cn



平安观点：

- **中信特钢是一家什么样的公司？** 中信特钢是我国特钢行业龙头企业。2019年通过资产重组实现整体上市，目前具备年产1400多万吨特殊钢生产能力，产能产量位居国内特钢上市企业首位。公司产品竞争力行业领先，市场占有率高，盈利能力强。2018-2020年，公司股价上涨了266.85%，期间最高涨幅超过390%，是SW上市钢企同期涨幅最高的个股。
- **如何看待今年上半年公司股价的表现？** 上半年公司股价下跌1.75%，显著跑输大盘和行业指数，与前三年强势表现迥异。我们认为，这主要是市场因素而非基本面变化所致。我国经济中长期发展趋势和钢铁行业结构决定了特钢板块在行业景气下行周期时更能对抗周期，而在行业景气上行周期时则弹性不足。中信作为特钢龙头企业也难以逃避这个规律的约束。
- **如何看待公司当下的投资价值和未来成长空间？** 我们认为当前是布局公司的好时机，主要逻辑：（1）行业景气下行拐点浮现，公司弹性将得到提升；（2）公司未来三年有明确产能产量增长，业绩增长确定性强；（3）公司高端产品规划项目进度超预期，未来业绩保持增长有支撑；（4）环保改造进一步提升公司成本竞争力；（5）可转债发行有望提升公司股本流动性。
- **投资建议：** 当下时点，公司抗周期性在行业景气下行趋势中将再次凸显；短中期公司都有新增产量投放，高端特钢材料项目和环保项目稳步推进，未来三年成长空间十分确定。同时，公司股本流动性随着可转债的实施将得到提升，且公司当前估值水平较低、安全边际较足，正是布局投资公司的好时机。我们上调公司2021-2023年归母净利润预测分别为76.85亿元、84.57亿元、91.12亿元，对应EPS分别为1.52元（+0.16元）、1.68元（+0.10元）、1.81元（+0.01元），维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 1、公司产能新建项目投产达效不及预期；2、制造业投资下行导致特钢需求不及预期；3、原材料价格上涨幅度超预期。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	72,620	74,728	80,241	86,473	92,944
YOY(%)	477.6	2.9	7.4	7.8	7.5
净利润(百万元)	5,386	6,024	7,685	8,457	9,112
YOY(%)	955.8	11.8	27.6	10	7.7
毛利率(%)	18	18	19.5	19.6	19.3
净利率(%)	7.4	8.1	9.6	9.8	9.8
ROE(%)	21.3	21.3	24.3	24.0	23.2
EPS(摊薄/元)	1.07	1.19	1.52	1.68	1.81
P/E(倍)	19.2	17.1	13.4	12.2	11.3
P/B(倍)	4.1	3.6	3.3	2.9	2.6

正文目录

一、中信特钢是一家什么样的公司？	4
二、如何看待今年上半年公司股价的表现？	5
三、如何看待公司当下的投资价值和未来成长空间？	9
1、行业景气下行拐点浮现，公司弹性将得到提升.....	9
2、公司未来三年有明确产能产量增长，业绩增长确定性较强	9
3、公司高端产品规划项目进度超预期，未来公司业绩增长有支撑	10
4、环保改造进一步提升公司成本竞争力	11
5、可转债发行有望提升公司股本流动性	12
四、投资建议	12
五、风险提示	13

图表目录

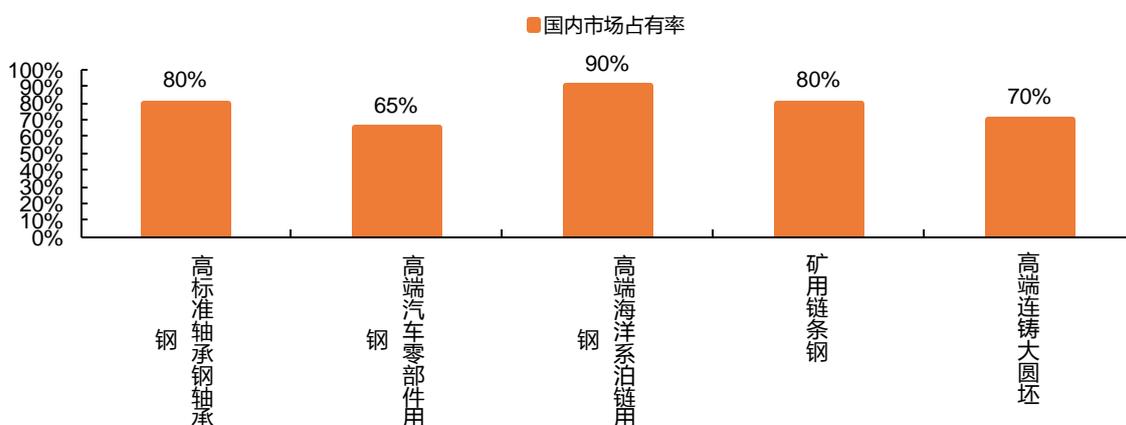
图表 1	公司多项产品市占率居国内首位.....	4
图表 2	公司上市以来盈利情况.....	5
图表 3	2018-2020SW 钢铁与沪深 300 涨跌幅比较.....	5
图表 4	2018—2020SW 钢铁板块个股涨跌幅.....	5
图表 5	上半年公司股价与沪深 300 指数、SW 钢铁指数走势对比.....	6
图表 6	公司单季度业绩自 2020 年来保持增长趋势.....	6
图表 7	上半年特钢代表产品价格振幅显著低于普钢代表产品.....	7
图表 8	上半年部分钢企公告 Q2 业绩环比增幅情况.....	7
图表 9	上半年 SW 特钢与 SW 普钢指数走势对比.....	7
图表 10	特钢板块指数走势与行业景气度存在较明显的反向关系.....	8
图表 11	我国 GDP 增速走势示意图.....	8
图表 12	我国钢材消费趋势图.....	8
图表 13	我国重点优特钢企业钢材产量占比 10%左右.....	9
图表 14	特钢下游需求分布分散.....	9
图表 15	公司 2011—2020 年销售净利率和销售毛利率走势.....	10
图表 16	部分行业高端特殊钢进口依赖度较高.....	11
图表 17	焦炭市场价格走势情况.....	11
图表 18	公司 2010—2020 销售成本率走势.....	12
图表 19	SW 特钢上市企业 2020 年销售成本率排序.....	12
图表 20	一季报公司不同类型股本占比情况.....	12
图表 21	一季报公司前 10 大股东持股情况.....	12

一、 中信特钢是一家什么样的公司？

中信特钢是我国特钢行业龙头企业。2019年通过实施重大资产重组，中信泰富特钢集团实现整体上市，目前具备年产1400多万吨特殊钢生产能力，是当前全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地，产能产量位居国内特钢上市企业首位。

公司产品竞争力行业领先，市占率高。根据公司资产重组公告，截至2018年末，子公司兴澄特钢的高标准轴承钢产销量世界第一，国内市场占有率超过80%；汽车零部件用钢国内产销量第一，高端汽车钢国内市场占有率65%以上；高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过90%；矿用链条钢国内市场占有率超过80%；高端连铸大圆坯国内市场占有率超过70%。受益于公司细分市场较高的市占率，公司与下游领域客户粘性较强，生产订单稳定，市场地位稳固。

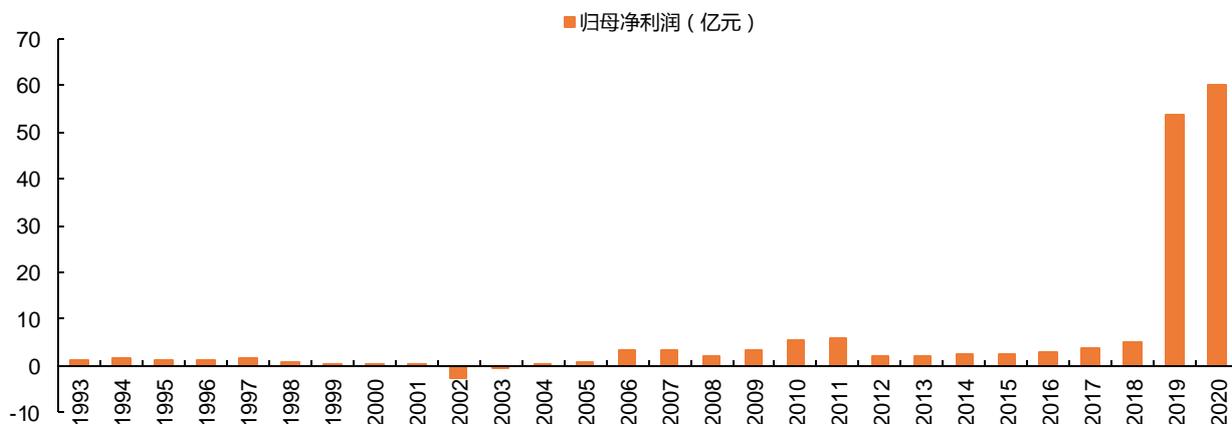
图表1 公司多项产品市占率居国内首位



资料来源：wind，平安证券研究所

公司盈利能力强。公司自1993年上市以来，仅有2002和2003年出现亏损，是SW钢铁上市公司中为数不多的基本保持持续盈利的上市钢企。特别是2019年完成资产重组以来，公司2019-2020两年实现归母净利润总额分别位列SW上市钢企第2位和第3位，在SW特钢板块牢牢占据首位。

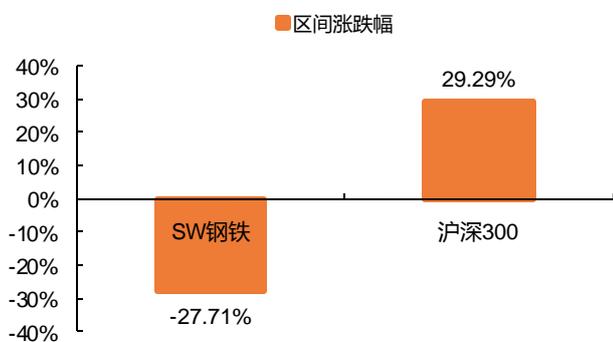
图表2 公司上市以来盈利情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

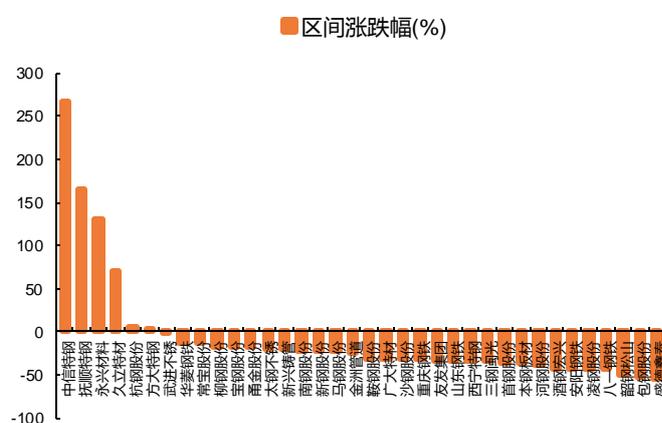
公司投资价值受到市场认可, 股价能够穿越行业下行周期。2018-2020年, 行业进入景气下行周期, SW 钢铁指数累计下跌 27.71%, 同期沪深 300 指数上涨 29.29%, 明显跑输大盘。但公司同期上涨了 266.85%, 期间最高涨幅超过 390%, 是 SW 上市钢企同期涨幅最高的个股, 反映市场对公司投资价值的认可。

图表3 2018-2020SW 钢铁与沪深 300 涨跌幅比较



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 2018—2020SW 钢铁板块个股涨跌幅



资料来源: wind, 平安证券研究所

二、如何看待今年上半年公司股价的表现?

从上半年公司股价走势来看, 公司股价显著跑输大盘和行业指数。截止到 6 月 30 日, 公司股价上半年下跌 1.75%, 分别跑输沪深 300 指数和 SW 钢铁指数 2 个百分点、25.37 个百分点, 走势与前三年强势表现迥异。

图表5 上半年公司股价与沪深300指数、SW钢铁指数走势对比



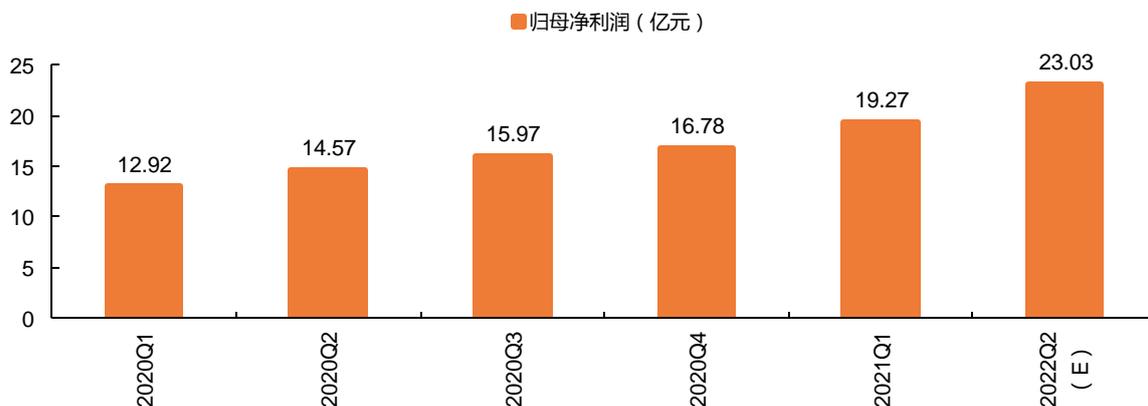
资料来源: wind, 平安证券研究所

什么因素导致公司股价走势偏差这么大?

我们认为,这主要是市场因素而非基本面变化所致。

从基本面来看,公司上半年业绩依然稳健增长。根据公司半年业绩预告,上半年公司实现归母净利润同比增长 50.24%—53.87%。分季度来看,公司一季度实现归母净利润 19.27 亿元,二季度测算实现归母净利润为 22.03—23.03 亿元,环比一季度增长 14.32%—19.51%,单季度业绩自 2020 年以来保持增长趋势。

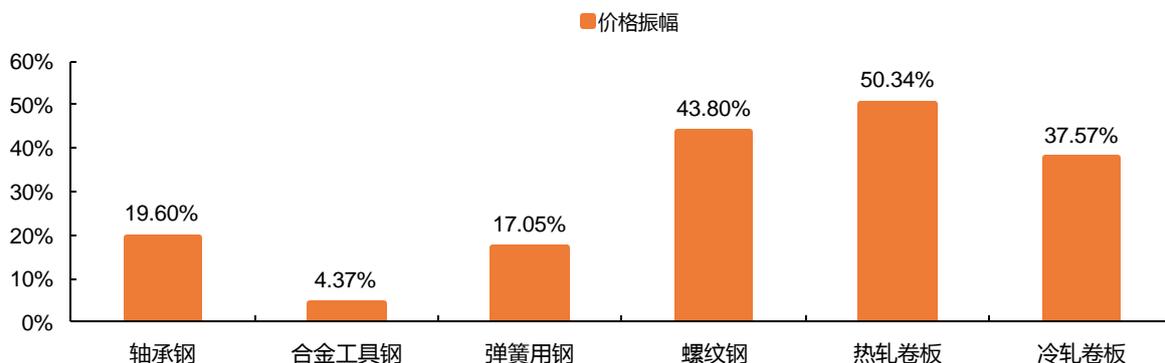
图表6 公司单季度业绩自 2020 年来保持增长趋势



资料来源: wind, 平安证券研究所

但从市场交易角度来看,公司业绩弹性不及普钢公司。首先,这是由公司特钢属性所决定的。由于特钢下游需求广泛且分散,并且特钢产品普遍量少但规格多(类似定制),产品附加值一般比普钢要高,因此价格弹性不如普钢产品。我们选取了轴承钢、合金工具钢、弹簧用钢和螺纹钢、热轧卷板、冷轧卷板等特钢、普钢代表品种今年上半年价格运行情况,发现特钢品种的价格振幅显著低于普钢价格振幅(区间钢材产品最高价与最低价之间的波动幅度)。

图表7 上半年特钢代表产品价格振幅显著低于普钢代表产品



资料来源: wind, 平安证券研究所

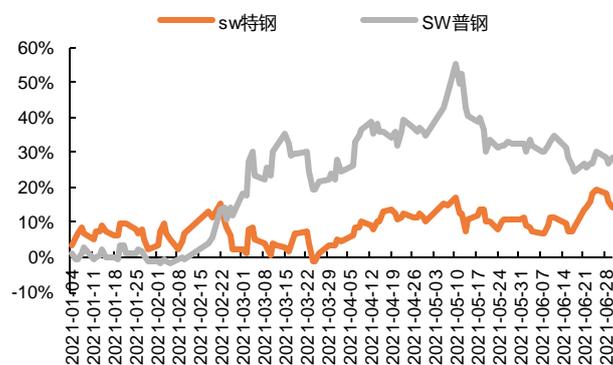
产品价格弹性不足导致特钢企业业绩弹性不如普钢企业。截止到6月30日,根据已公告上半年业绩的部分钢企数据测算,特钢类上市钢企Q2业绩增幅整体低于普钢类企业。市场据此也是给出了正反馈,上半年SW特钢指数走势明显不如SW普钢指数。

图表8 上半年部分钢企公告Q2业绩环比增幅情况

企业类别	企业名称	2021Q2业绩环比增幅
SW特钢企业	中信特钢	14.29%~19.48%
	太钢不锈	50.95%~66.50%
	沙钢股份	-40.0%~40.07%
	金洲管道	-16.9%~52.24%
SW普钢企业	河钢股份	90.74%~132.27%
	本钢板材	120.42%
	鞍钢股份	115.80%
	华菱钢铁	58.08%~77.55%
	首钢股份	122.00%
	南钢股份	30.80%

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 上半年SW特钢与SW普钢指数走势对比



资料来源: wind, 平安证券研究所

其次,从历史来看,特钢板块在行业景气下行周期股价弹性更好,而在景气上行周期股价弹性则较弱。通过梳理2010—2021H1以来SW钢铁指数与沪深300指数走势对比情况,我们发现行业指数跑赢大盘时,特钢板块指数基本跑输行业指数;行业指数跑输大盘时,特钢板块指数基本跑赢行业指数。反映特钢板块在行业景气下行周期时更能对抗周期,而在行业景气上行周期时则弹性不足。2021年上半年,行业处于上行周期,特钢板块指数再次跑输行业指数。中信特钢作为特钢龙头企业,也难逃这个规律。

图表10 特钢板块指数走势与行业景气度存在较明显的反向关系

年度	SW 钢铁涨跌幅 (%)	沪深 300 涨跌幅 (%)	SW 钢铁指数与沪深300指数对比 (%)	行业景气周期判断	SW 特钢涨跌幅 (%)	SW 特钢指数与行业指数对比 (%)	跑赢 or 跑输行业指数
2010	-28.32	-12.51	-15.81	下行	-2.58	25.75	跑赢
2011	-28.24	-25.01	-3.22	下行	-28.27	-0.03	跑输
2012	-4.78	7.55	-12.34	下行	-5.90	-1.12	跑输
2013	-17.27	-7.65	-9.62	下行	-3.75	13.52	跑赢
2014	78.34	51.66	26.68	上行	77.30	-1.04	跑输
2015	1.80	5.58	-3.79	下行	23.38	21.58	跑赢
2016	-8.13	-11.28	3.15	上行	-21.48	-13.35	跑输
2017	19.74	21.78	-2.03	下行	-5.63	-25.38	跑输
2018	-29.62	-25.31	-4.31	下行	-35.51	-5.89	跑输
2019	-2.09	36.07	-38.16	下行	10.88	12.97	跑赢
2020	4.90	27.21	-22.31	下行	54.09	49.19	跑赢
2021Q1	23.62	0.24	23.37	上行	14.16	-9.45	跑输

资料来源: wind, 平安证券研究所

为何会出现这种规律? 我们认为这是由我国经济中长期发展趋势和钢铁行业结构所决定的。

从我国经济中长期发展趋势来看, 经济增速自 2010 年再次到达两位数增长后, 开始进入到中低速发展“新常态”。经济增速这种转变也就决定了我国钢铁行业需求景气高点已过, 未来行业需求趋势将从平台期逐步向下回落。

这期间会有波动, 波动主要来自两个方面:

(一) 经济政策导致的波动。比如出现对社会经济发展造成重大冲击的突发事件, 导致政府出台短期、非常规的刺激政策, 以便社会经济回归正常道路。典型的例子就是 2020 新冠疫情爆发导致全球流动性大宽松, 叠加国内不断出台强刺激政策, 引发了包括钢铁在内的大宗商品涨价潮。

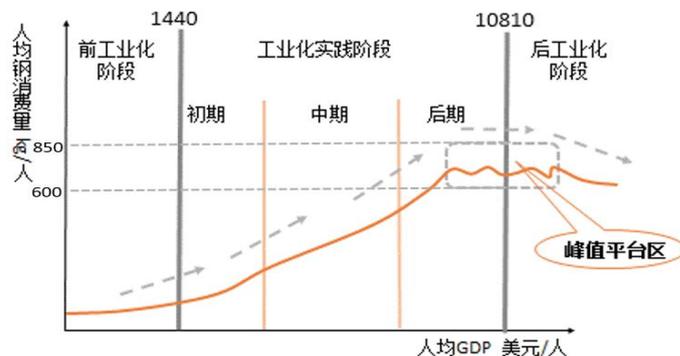
(二) 行业政策导致的波动。最典型例子是 2016 年国家出台钢铁行业供给侧结构性改革, 从行业供给端来调整钢铁行业竞争秩序, 引发钢铁行业一波新的景气高潮。

图表11 我国 GDP 增速走势示意图



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 我国钢材消费趋势图



资料来源: wind, 平安证券研究所

从我国钢铁行业结构来看，我国钢铁行业结构中，普钢产品和普钢企业占据绝大多数，特钢企业及特钢产品占比较小，这就导致普钢供需两端更容易受到政策扰动影响，而特钢受影响则相对较小。比如 2017 年国家出台淘汰地条钢等落后产能政策，普钢受益最大；再如 2012 年，房地产调控政策相比上一年明显边际放松，同时叠加央行当年多次下调存贷款利率，由此地产复苏带动普钢景气回升了一波。

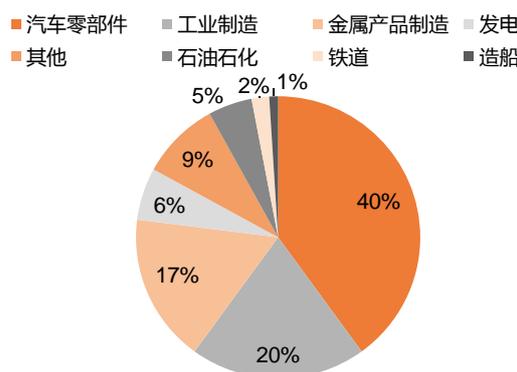
特钢在国内钢铁结构占比较小，同时下游需求主要集中在制造业领域，分散而又庞杂，这就造成了特钢产品价格比较平稳，特钢行业的盈利也比较稳定。因此在行业整体下行周期，特钢盈利的稳定性就相对有优势，股价弹性就较好；相反在行业整体上行周期，由于特钢盈利稳定性，爆发力度不如普钢，所以其股价弹性就相对较弱。

图表 13 我国重点优特钢企业钢材产量占比 10%左右



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 14 特钢下游需求分布分散



资料来源: 中国特钢企业协会, 平安证券研究所

三、如何看待公司当下的投资价值和未来成长空间？

我们认为，在当下这个时点，是布局投资公司的良好时机，主要逻辑如下：

1、行业景气下行拐点浮现，公司弹性将得到提升

我们在 6 月 17 日发布的钢铁行业中期策略报告《行业景气环比或回落，关注两条投资主线》中提出：随着疫情影响逐渐消退、经济恢复常态发展的背景下，下半年钢铁行业景气将回落，钢铁行业未来将回归疫情前的发展轨道，疫情以来的行业景气上行周期面临拐点。结合本文前述部分分析，在行业下行周期里，特钢企业的弹性相对更足。同时，上半年公司涨幅跑输行业指数和大盘，相对其他涨幅较高的普钢企业，公司安全边际较足。

2、公司未来三年有明确产能产量增长，业绩增长确定性较强

公司 2020 年产量达 1400 多万吨，“十四五”规划产销量要达到 2000 万吨以上。目前，公司在手的新增产量来源有：

- (1) 青岛特钢环保搬迁项目，预计 2021 年下半年竣工投产，2022 年将全部达产达效，这将给公司带来 110 万吨以上新增产量；
- (2) 大冶特钢高品质模具钢生产线项目 2021 年投产，新增 3 万吨特冶锻造产品；
- (3) 2021 年 1 月成功竞买上海电气钢管 40% 股权，从而能够参与天津钢管经营管理。加上公司原有的产线，目前管理超过 500 万吨的无缝钢管产能，这部分产能未来有望全部纳入公司合并范围。

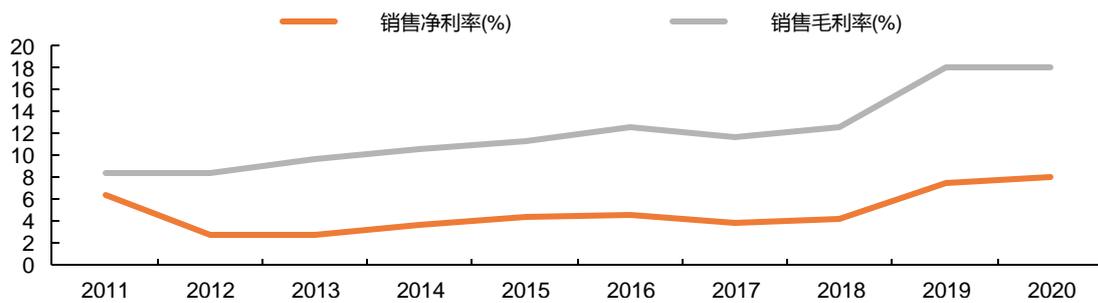
另外，根据公司公布的5月27投资者交流活动记录，公司也在积极寻找能与公司优势互补的优秀同行企业开展合作，并积极稳妥推进国际化发展、寻求多元海外合作模式。因此，不排除公司未来在国内外展开新的并购项目，进一步提升公司产量规模和全球品牌影响力。

3、公司高端产品规划项目进度超预期，未来公司业绩增长有支撑

5月11日，公司公布了公开发行可转债预案。根据公司公告，公司将发行总规模不超过50亿元的可转债，其中拟使用12亿元用于大冶基地的特冶锻造产品升级改造项目，也就是公司的“三高一特”高端产品建设项目。

该项目总投资35亿元，除拟使用募集资金12亿元外，不足部分公司自行解决。该项目包含2个子项目：“大冶特殊钢有限公司特冶锻造产品升级改造项目（二期）”和“大冶特殊钢有限公司特冶锻造产品升级改造项目（三期）”，建设期均为3年。这是公司自年报公布“十四五”高端产品规划以后，该项目最新实质性进展信息披露。根据公司同期发布的《公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》内容，该“三高一特”高端项目在土地、环评、备案等方面均已经完成，已经开始转入建设阶段。根据公司自己测算，该项目二期内部收益率为22.18%，三期内部收益率为18.22%，均高于公司当前整体产品销售毛利率水平。

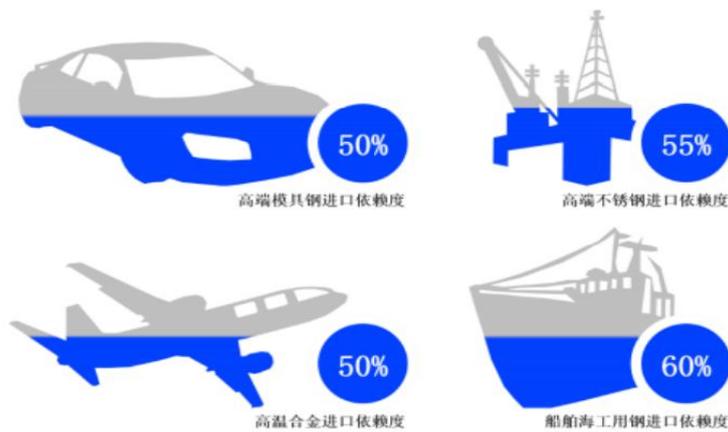
图表15 公司2011—2020年销售净利率和销售毛利率走势



资料来源：wind，平安证券研究所

“三高一特”特钢材料（高温/耐蚀合金、高强钢/超高强钢、高端工模具钢、特种不锈钢）因其具有高强度、耐热性和耐用性，被广泛应用于航空航天、船舶和汽车制造等高、精、尖领域。这一领域目前国内自主保障程度较低，未来有很大的进口替代空间。同时该产品项目建设投资大，技术研发能力要求高，认证周期长，具有一定的生产壁垒，因此该项目投产后将为公司未来业绩保持增长提供强有力支撑。

图表16 部分行业高端特殊钢进口依赖度较高



资料来源:《钢铁工业年鉴》,《广大特材招股说明书》,平安证券研究所

4、环保改造进一步提升公司成本竞争力

公司 2020 年报披露,共生产焦炭 486.54 万吨,按照吨钢消耗焦炭 150 公斤来计算(不考虑公司短流程粗钢产量),完全能够满足公司现有钢铁产能的需要。本次可转债拟将 14 亿元投资于湖北中特新化能科技有限公司焦化环保升级综合改造项目(项目总投资 35 亿元),用于将该公司现有 2 座 4.3 米捣固焦炉进行淘汰并建设 2 座 60 孔 7 米顶装焦炉,焦炭产能和环保水平都将得到显著提升。该项目建成后,既能满足国家环保和产业政策的现实要求,也能够有效满足对大冶特殊钢有限公司钢铁生产的配套需求,保障焦炭产品的供应质量和稳定性,稳定大冶特殊钢有限公司的生产工序,降低其生产成本。

图表17 焦炭市场价格走势情况



资料来源:wind,平安证券研究所

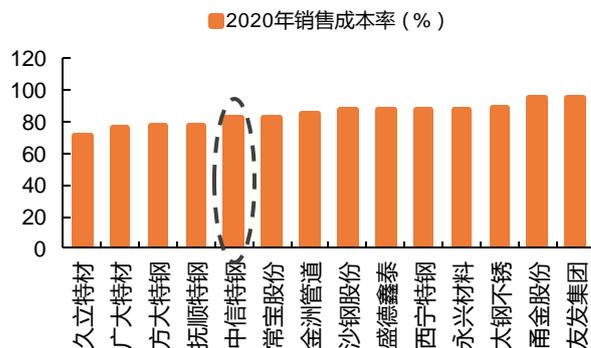
同时,本次募集资金还将建设高参数集约化余热余能利用项目,包括“青岛润亿清洁能源有限公司续建煤气综合利用热电项目”、“铜陵泰富特种材料有限公司 80MW 超高温亚临界煤气、蒸汽综合利用发电项目”和“大冶特殊钢有限公司新增 80MW 亚临界燃汽轮发电机组项目”三个子项目。该项目主要内容为建设超高温亚临界煤气、蒸汽综合利用发电工程,并采购相关配套设施用于消化公司内部的富余焦炉煤气,提高资源利用率。该项目建成后,所生产的电力和蒸汽用于自供或兄弟单位的电力及蒸汽需求,不仅能减少对项目所在地的污染物排放,同时能够缓解企业用电供需矛盾,降低企业生产成本、提高经济效益。

图表18 公司 2010—2020 销售成本率走势



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表19 SW 特钢上市企业 2020 年销售成本率排序

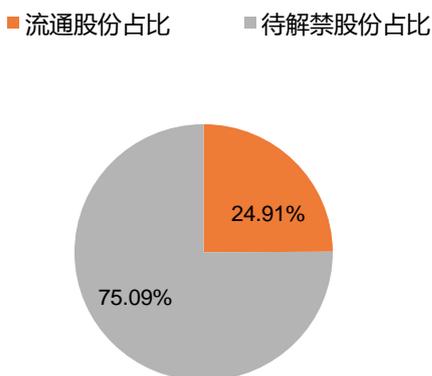


资料来源: wind, 平安证券研究所

5、可转债发行有望提升公司股本流动性

截止到 2021 年一季报, 公司总股本 50.47 亿股, 其中流通股本 12.57 亿股, 占比只有 24.91%。若扣除买卖受限的关联公司湖北新冶钢和中信泰富投资公司合计持有 4.44 亿股, 公司在市场上自由流通股份仅有 8.13 亿股, 占总股本比重仅有 16.11%, 占比较低。公司第一大股东中信特钢投资公司所持有总股本 75.05%股份于 2022 年 9 月 20 日解禁, 在现有市场条件下, 即使解禁也难以出现重大变化, 所以本次发行可转换公司债将有助于提升公司股本的流动性。在没有重大变动因素情况下, 乐观预计公司年内或将能够成功发行可转换公司债。按照公司可转债发行预案, 若到期全部转股, 公司将新增流通股至少超过 2 亿股, 占一季度流通股总额 25%左右, 有效提高公司股本的流动性。

图表20 一季报公司不同类型股本占比情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表21 一季报公司前 10 大股东持股情况

序号	股东名称	占总股本比例(%)
1	中信泰富特钢投资有限公司	75.05
2	湖北新冶钢有限公司	4.53
3	江阴信泰企业管理合伙企业(有限合伙)	4.39
4	中信泰富(中国)投资有限公司	4.26
5	安吉治泰企业管理合伙企业(有限合伙)	1.61
6	安吉扬泰企业管理合伙企业(有限合伙)	1.51
7	安吉青泰企业管理合伙企业(有限合伙)	1.10
8	全国社保基金一零八组合	0.85
9	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.68
10	安吉信富企业管理合伙企业(有限合伙)	0.66
合计		94.64

资料来源: wind, 平安证券研究所

四、投资建议

公司作为我国特钢行业龙头企业, 产能规模行业居首, 主导产品市占率高, 市场竞争力强。当下时点, 公司抗周期性在行业景气下行趋势中将再次凸显; 短中期公司都有新增产量投放, 高端特钢材料项目和环保项目稳步推进, 未来三年成长空间十分确定。同时, 公司股本流动性随着可转债的实施将得到提升, 且公司当前估值水平较低、安全边际较足, 正是布局投资公

司的良好时机。我们上调公司 2021-2023 年归母净利润预测分别为 76.85 亿元、84.57 亿元、91.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.52 元（+0.16 元）、1.68 元（+0.10 元）、1.81 元（+0.01 元），维持“推荐”评级。

五、风险提示

- 1、公司产能新建项目投产达效不及预期。如果公司高品质模具钢生产线项目和青岛特钢环保搬迁项目续建工程因故不能够按时投产达效，将影响公司产品销量和业绩释放；
- 2、制造业投资下行导致特钢需求不及预期。若未来经济受疫情影响复苏不及预期，制造业投资下行，将导致特钢产品需求不及预期，公司营收及业绩将受到压制；
- 3、原材料价格上涨幅度超预期。如果铁矿石、焦炭、废钢等主要原材料价格未来继续出现超预期上涨，将侵蚀公司业绩，导致公司业绩不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	31757	32045	34516	37133
现金	9247	8024	8647	9294
应收票据及应收账款	11799	12743	13732	14760
其他应收款	161	173	187	201
预付账款	751	966	1041	1119
存货	8617	8871	9542	10290
其他流动资产	1181	1268	1367	1469
非流动资产	45684	44873	44197	42560
长期投资	572	572	572	572
固定资产	32223	31699	31806	32297
无形资产	4121	4027	3934	3840
其他非流动资产	8767	8575	7886	5851
资产总计	77441	76918	78713	79693
流动负债	37579	33856	32001	29047
短期借款	3964	10460	6829	1911
应付票据及应付账款	19695	20763	22335	24086
其他流动负债	13921	2634	2836	3050
非流动负债	11477	11358	11358	11358
长期借款	9098	9621	9621	9621
其他非流动负债	2378	1737	1737	1737
负债合计	49056	45215	43359	40405
少数股东权益	35	39	44	49
股本	5047	5047	5047	5047
资本公积	9206	9206	9206	9206
留存收益	14097	17410	21057	24986
归属母公司股东权益	28350	31664	35310	39239
负债和股东权益	77441	76918	78713	79693

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6487	173	13052	14043
净利润	6028	7486	8258	8913
折旧摊销	3051	3475	3851	4306
财务费用	292	700	775	587
投资损失	200	0	0	0
营运资金变动	-4062	-11729	-74	-5
其他经营现金流	978	242	242	242
投资活动现金流	-1702	-2702	-3213	-2707
资本支出	1854	2821	3175	2669
长期投资	767	0	0	0
其他投资现金流	-4322	-5524	-6388	-5376
筹资活动现金流	-2081	1306	-9216	-10688
短期借款	1397	6496	-3630	-4919
长期借款	713	522	0	0
其他筹资现金流	-4192	-5712	-5585	-5770
现金净增加额	2715	-1223	623	647

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	74728	80241	86473	92944
营业成本	61300	64625	69518	74966
税金及附加	462	554	597	641
营业费用	643	562	476	465
管理费用	1456	1581	1703	1831
研发费用	2707	2992	3225	3466
财务费用	292	700	775	587
资产减值损失	-427	0	0	0
信用减值损失	-40	0	0	0
其他收益	310	206	206	206
公允价值变动收益	-12	0	0	0
投资净收益	-200	0	0	0
资产处置收益	21	9	9	9
营业利润	7519	9443	10395	11203
营业外收入	45	95	95	95
营业外支出	60	60	60	60
利润总额	7505	9479	10431	11239
所得税	1477	1790	1969	2122
净利润	6028	7689	8461	9117
少数股东损益	4	4	5	5
归属母公司净利润	6024	7685	8457	9112
EBITDA	10848.3	13653.7	15056.3	16131.6
EPS (元)	1.19	1.52	1.68	1.81

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	2.9	7.4	7.8	7.5
营业利润(%)	15.8	25.6	10.1	7.8
归属于母公司净利润(%)	11.8	27.6	10.0	7.7
获利能力				
毛利率(%)	18.0	19.5	19.6	19.3
净利率(%)	8.1	9.6	9.8	9.8
ROE(%)	21.3	24.3	24.0	23.2
ROIC(%)	17.6	20.7	17.5	18.5
偿债能力				
资产负债率(%)	63.3	58.8	55.1	50.7
净负债比率(%)	13.4	38.0	22.1	5.7
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	6.5	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	4.62	4.62	4.62	4.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.52	1.68	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	0.03	2.59	2.78
每股净资产(最新摊薄)	5.62	6.27	7.00	7.77
估值比率				
P/E	17.1	13.4	12.2	11.3
P/B	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	10.56	9.03	7.95	7.12

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033