

# 中曼石油 (603619)

证券研究报告

2021年11月19日

## 首次覆盖报告：从油田服务，进军勘探开发

### 1. 公司简介：从油服转型勘探开发

公司专注石油勘探开发、油服工程及石油装备制造业务领域，坚持“石油装备制造和工程服务一体化，井筒技术服务一体化，勘探开发与工程服务一体化”的发展战略，从单一的装备制造起步，逐步延伸至综合工程服务及上游勘探开发。公司已成为国内最具实力的国际化钻井工程大包服务承包商和高端石油装备制造厂商之一，同时也是国内首家进入上游常规油气勘探开发领域的民营企业，打通产业链上游，具有一体化的业务优势。

### 2. 原油勘探开发业务：温7区块已转生产

公司于2018年2月取得新疆温宿区块1086.26平方公里的探矿权。公司于2021年10月19日获得温7区块采矿许可证，矿区面积为43.3平方公里，石油与天然气的生产规模分别为40万吨/年、0.22亿立方米/年。截止2021年6月30日，新疆温宿区块实现产量10.19万吨。采矿证的取得有利于公司高效完成油田产能建设，提高产量规模，使公司在油气勘探开发业务上的投入和发展上达到良性循环，给公司业绩带来积极影响。

未来温11、红旗坡、赛克区块进展，以及哈萨克斯坦两个项目进展，亦值得关注。

### 3. 钻井服务和钻井装备制造：受益油价回升

公司原主业钻井服务和装备制造，2018、2019、2020年营业收入和净利润分下滑，主要受疫情和油价暴跌双重影响。2021年，随着疫情缓解与油价上涨，公司海外业务开始复工复产，公司钻井服务和钻机销售的盈利水平有所回升。

### 4. 盈利预测、估值和投资评级

给予21/22/23年归母净利润预测1.2/3.3/4.4亿元，EPS分别0.31/0.82/1.09元，当前股价对应PE估值41/15/12倍。考虑公司主业油服随着油价回升将有所修复；新疆温7区块逐渐达产带来成长性，且还有较多待勘探开发面积，2023以后成长性亦可期。给予2023年15倍PE，目标价16.35元，首次给予“增持”评级。

**风险提示：**油价大跌的风险；温7区块上产速度低于预期的风险，以及其他区块勘探开发进度慢于预期的风险；温7区块成本高于预期的风险；疫情反复影响公司油服板块海外作业的风险。

### 投资评级

行业	采掘/采掘服务
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	12.25元
目标价格	16.35元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	400.00
流通A股股本(百万股)	400.00
A股总市值(百万元)	4,900.00
流通A股市值(百万元)	4,900.00
每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	62.50
一年内最高/最低(元)	18.55/7.83

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**李鲁靖** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中曼石油-半年报点评:订单过渡致业绩低于预期，新订单增长业绩可期》2019-08-29
- 《中曼石油-年报点评报告:服务订单平稳过渡，有望进军油气资源》2018-04-27
- 《中曼石油-首次覆盖报告:优质的油服供应商，行业复苏有望持续受益》2018-01-24

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,462.90	1,584.66	2,262.81	2,934.08	3,268.43
增长率(%)	77.22	(35.66)	42.79	29.67	11.40
EBITDA(百万元)	432.24	(88.46)	378.65	681.23	844.31
净利润(百万元)	17.22	(486.09)	122.27	329.65	436.99
增长率(%)	(42.52)	(2,922.02)	(125.15)	169.61	32.56
EPS(元/股)	0.04	(1.22)	0.31	0.82	1.09
市盈率(P/E)	293.06	(10.38)	41.29	15.31	11.55
市净率(P/B)	2.13	2.65	2.46	2.12	1.79
市销率(P/S)	2.05	3.19	2.23	1.72	1.54
EV/EBITDA	13.11	(45.31)	17.06	9.45	7.27

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 公司简介	3
1.1. 主营业务：从油服转型勘探开发	3
1.2. 实际控制人	3
2. 原油勘探开发业务	4
2.1. 新疆温宿区块已拿到采矿证，产量快速提升，毛利高达 57%	4
2.2. 哈萨克斯坦岸边项目和坚戈项目	5
2.3. 油价分析：国际油价有望维持相对高位	5
2.4. 公司温 7 区块净现值估算	6
3. 油田装备和服务业务	6
3.1. 钻井工程服务——复工复产，形势好转	6
3.2. 装备制造——营收呈现高速增长趋势	7
4. 盈利预测和投资评级	8
4.1. 经营假设	8
4.2. 盈利预测、估值和评级	9
5. 风险提示	9

## 图表目录

图 1：公司营业总收入（左轴，万元）与增速（右轴，%）	3
图 2：公司净利润（左轴，万元）与增速（右轴，%）	3
图 3：中曼石油公司发展历程和未来发展规划	3
图 4：中曼石油股权结构（截至 2021 年 11 月 17 日）	4
图 5：原油市场平衡情况：call-on OPEC（万桶/天）	6
图 6：OPEC 剩余产能（万桶/天）	6
图 7：公司温 7 区块净现值对油价敏感性分析（亿元）	6
图 8：钻井工程服务收入（左轴，万元）与增速（右轴，%）	7
图 9：钻井工程服务毛利率	7
图 10：装备制造收入（左轴，万元）与增速（右轴，%）	8
图 11：装备制造毛利率	8
表 1：2021 年上半年，温宿产油量情况	5
表 2：中曼石油盈利预测与主要假设	8
表 3：中曼石油与同行业估值比较	9

## 1. 公司简介

### 1.1. 主营业务：从油服转型勘探开发

公司专注石油勘探开发、油服工程及石油装备制造业务领域，坚持“石油装备制造和工程服务一体化，并筒技术服务一体化，勘探开发与工程服务一体化”的发展战略，从单一的装备制造起步，逐步延伸至综合工程服务及上游勘探开发。公司已成为国内最具实力的国际化钻井工程大包服务承包商和高端石油装备制造商之一，同时也是国内首家进入上游常规油气勘探开发领域的民营企业，打通产业链上游，具有一体化的业务优势。

公司在 2017 年上市，上市之初主营业务为钻井工程服务和装备制造。2018、2019、2020 年营业收入分别为 13.9 亿、24.6 亿、15.9 亿，归母净利润分别为 2997 万、1722 万、-48609 万。2020 年，受疫情和油价暴跌双重影响，营业收入和利润大幅下滑。2021 年，随着疫情缓解与油价上涨，公司海外业务开始复工复产，公司钻井服务和钻机销售的盈利水平有所回升。

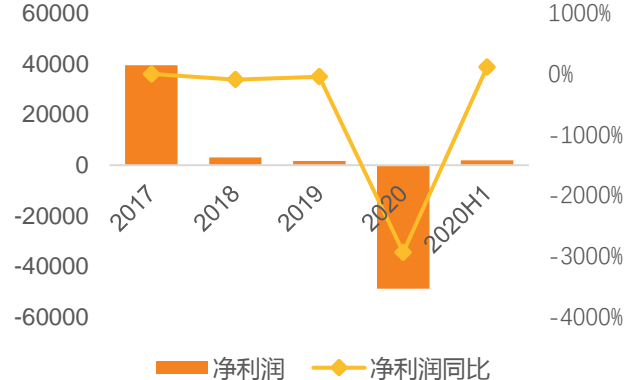
公司 2018 年开始进军上游勘探开发，陆续完成了温宿项目、参股哈萨克斯坦坚戈项目、收购岸边项目的国内外布局；在 2018 年，公司取得新疆温宿区块的探矿权，2020 年开始出产量，2021 年开始产生原油生产收入。

图 1：公司营业总收入（左轴，万元）与增速（右轴，%）



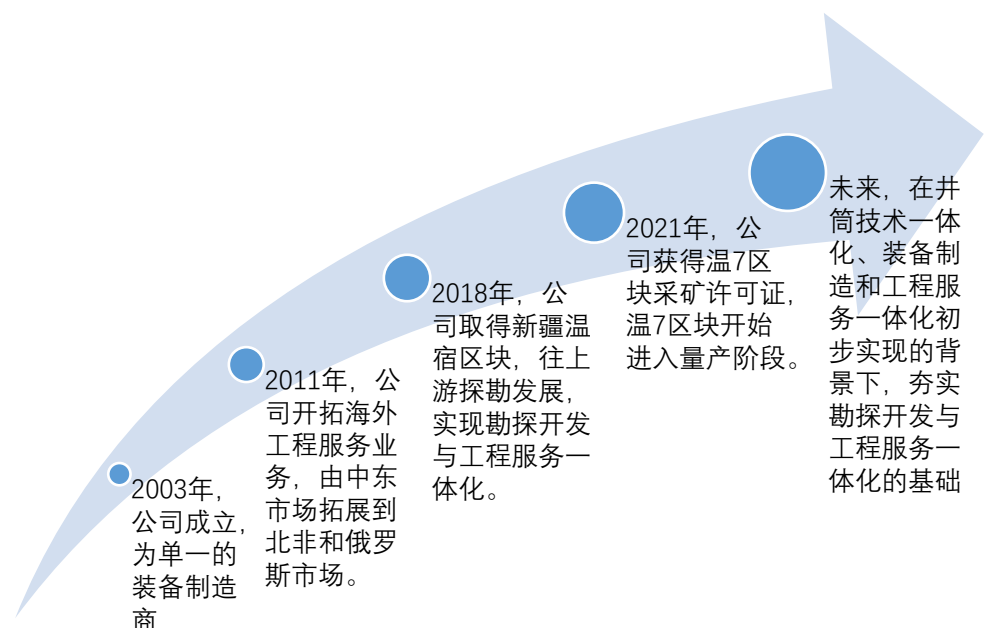
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司净利润（左轴，万元）与增速（右轴，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：中曼石油公司发展历程和未来发展规划

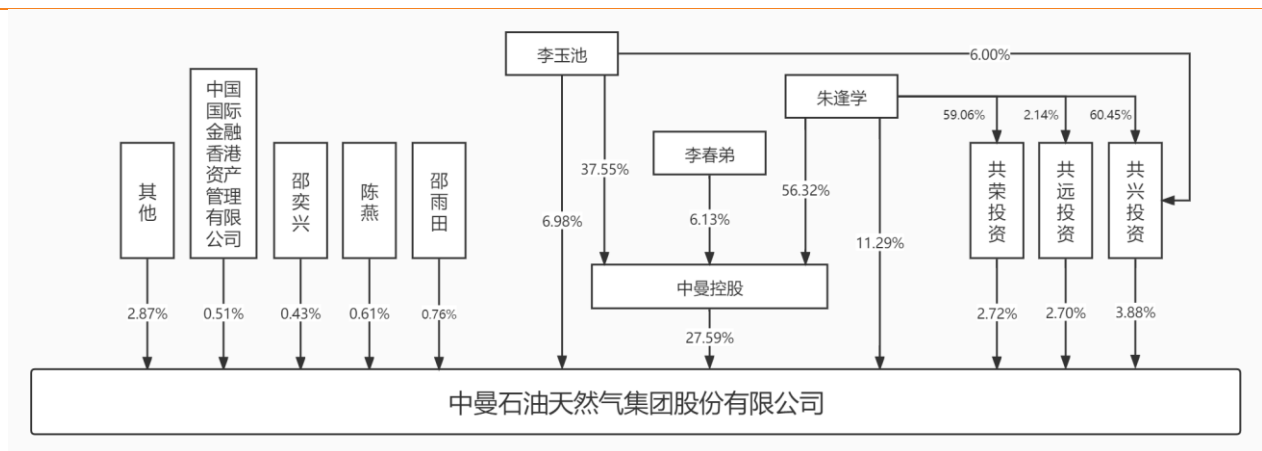


资料来源：招募说明书，公司年报，天风证券研究所

### 1.2. 实际控制人

公司实际控制人为朱逢学、李玉池，两人实际控制公司 55.16%股权。公司现董事长李春弟与公司多位高管均有中石化、中石油、国际四大油服任职经历。核心管理人员在油气行业平均服务年限超 30 年，拥有深厚的行业底蕴和专业经验。

图 4：中曼石油股权结构（截至 2021 年 11 月 17 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 原油勘探开发业务

### 2.1. 新疆温宿区块已拿到采矿证，产量快速提升，毛利高达 57%

**温宿区块矿权取得情况：**2018 年 2 月，公司取得新疆温宿区块 1086.26 平方公里的探矿权，开始布局国内石油区块勘探开发业务；两年来，公司大力推进温宿区块勘探工作，完成其中 377 平方公里的勘查，细分为 4 个勘探有利目标区域，分别为温北油田温 7 区块、温北油田红 11 区块、红旗坡油田红 6 区块和赛克鼻状构造区；目前，温 7 区块已经探明储量并且转入生产阶段。

**温 7 区块勘探情况：**目前，温 7 区块探明原油地质储量 3011 万吨，技术可采储量 645 万吨，经济可采储量 551 万吨，剩余经济可采储量 549 万吨；探明天然气地质储量 4.49 亿立方米，技术可采储量 3.60 亿立方米，经济可采储量和剩余经济可采储量均为 2.63 亿立方米，按国家油气田储量规模分类是一个中型油气田。

**温 7 区块生产情况：**公司于 2021 年 10 月 19 日获得温 7 区块采矿许可证，矿区面积为 43.3 平方公里，石油与天然气的生产规模分别为 40 万吨/年、0.22 亿立方米/年。在 2021 年 8 月 31 日到 2041 年 8 月 31 日期间，公司持有其 100% 的权益。采矿证的取得有利于公司高效完成油田产能建设，提高产量规模，使公司在油气勘探开发业务上的投入和发展上达到良性循环，给公司业绩带来积极影响。

截止 2021 年 6 月 30 日，新疆温宿区块实现产量 10.19 万吨。2021 年上半年产量为 5.02 万吨，完成半年度产量目标的 103%，全年计划生产 17.5 万吨。

表 1: 2021 年上半年, 温宿产油量情况

时间	产油 (吨)	平均单日产量 (吨)	年度累计产油量 (吨)
2019 年	-	16.17	5903.6
2020 年	-	125.42	45778.5
2021 年 1~3 月	21022.32	233.58	21022.32
2021 年 4~6 月	29178.8	320.65	50201.12

资料来源: 公司 2021 年半年报, 天风证券研究所

**温 7 区盈利情况:** 原油销售作为公司新的盈利增长点, 在 2021 年上半年, 公司销售原油 40454 吨, 实现原油销售收入 8517 万元, 收入占比 11.46%; 实现毛利润 4873 万元。原油单吨实现价格为 2105 元/吨, 单吨毛利为 1204 元/吨, 吨成本约 900 元, 折合 21 美元/桶 (不含三费)。

## 2.2. 哈萨克斯坦岸边项目和坚戈项目

### 哈萨克斯坦岸边项目:

2020 年, 公司持有岸边项目 87.5% 的探矿权权益, 岸边区块勘探开发许可证面积 18.2 平方公里, 勘探许可证有效期至 2021 年 11 月, 总共收购成本大约为 1.14 亿人民币; 经评估岸边区块地质储量 2480 万吨。

### 哈萨克斯坦坚戈项目:

目前, 坚戈项目已经是一个成熟的盈利项目, 且经营活动现金流为正; 经评估坚戈区块探明地质储量 6544 万吨。

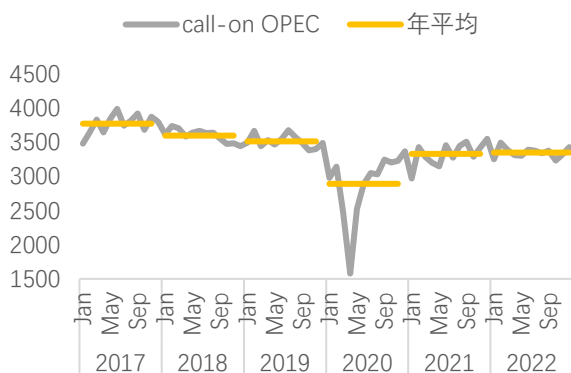
## 2.3. 油价分析: 国际油价有望维持相对高位

2021 年以来国际油价快速反弹, Brent 原油从年初的 51 美金/桶左右反弹到近期 80 美金/桶以上。主要原因是:

- 1) 需求疫情后的修复: 根据 EIA 预测, 全球原油需求将在 2021 年底修复至接近疫情前水平达到 1 亿桶/天以上, 2022 年底有望超过 2019 年底的前高水平。
- 2) 供给端, 页岩油受制于碳中和产量难以快速反弹, 以及 OPEC 对于释放产量相对谨慎的态度。在本轮油价上涨中, 美国页岩油资本开支和钻井活动反弹速度比较慢, 主要原因是美国重回气候协定之后, 资本市场对于传统化石能源的偏好进一步下降, 而从事页岩油的上市公司也倾向于提高分红、还债, 而非增加资本开支。根据 EIA 的预测, 美国原油产量 2021 年在 1854 万桶/天, 同比基本持平; 2022 年或有 150 万桶/天左右的恢复。但考虑 2022 年其对全球需求预测为同比恢复 350 万桶/天, 页岩油的增量远不能弥补需求增长。

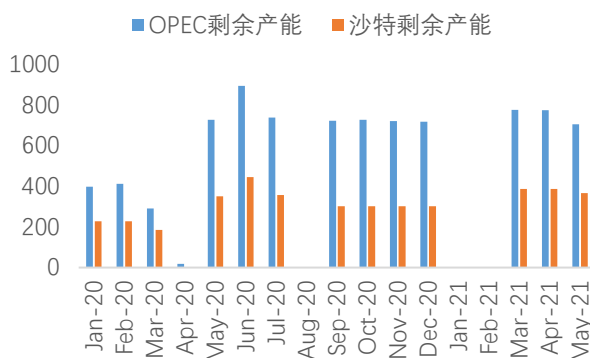
因此, 在 2022 年市场平衡的关键变量是 OPEC 如何释放其限产的产能。考虑到 OPEC 的立场, 及其近期对增产相对保守的态度。我们估计 OPEC 在 2022 年将根据市场变化温和释放产能, 使得油价维持在 70-80 美金/桶的相对高位水平。

图 5：原油市场平衡情况：call-on OPEC（万桶/天）



资料来源：EIA，天风证券研究所

图 6：OPEC 剩余产能（万桶/天）



资料来源：IEA，天风证券研究所

## 2.4. 公司温 7 区块净现值估算

在下述基本假设下，公司温 7 区块净现金流在不同油价下呈现出下图所示关系。乐观假设油价维持当前 80 美金/桶左右的水平，温 7 区块的 NPV 可达 53 亿。保守假设油价在 60 美金/桶水平，温 7 区块的 NPV 可达 26 亿。

产量假设：根据公司采矿证生产规模 40 万吨，以及我们预测的达产进度。

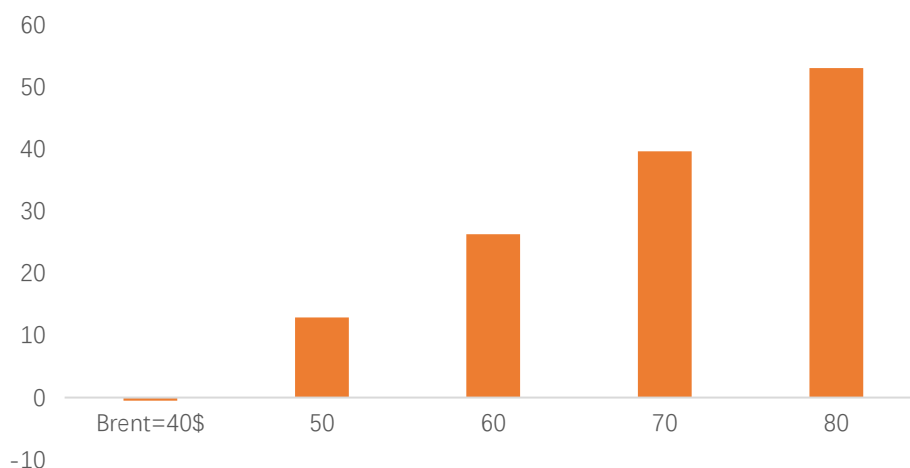
资本开支假设：前期资本开支预估 20 亿，包括钻井开支和地面工程开支。达产之后，假设每年需要 10%的维护性资本开支。

实现价格假设：考虑公司项目预计主要销售给新疆当地炼厂，可能比布油有一定折价。

操作成本假设：参照中石油 2021H 操作成本约 11 美金/桶。

财务费用假设：按照 50%的负债率和 6%借款利率。

图 7：公司温 7 区块净现值对油价敏感性分析（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 油田装备和服务业务

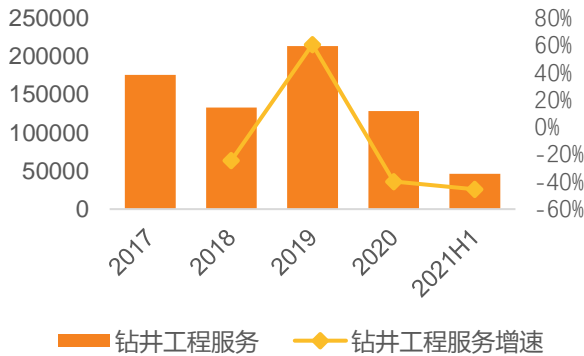
### 3.1. 钻井工程服务——复工复产，形势好转

公司的工程服务主要涵盖钻井、测井、录井、固井、完井、钻井液以及定向井等并筒技术一体化服务。2018 年、2019 年、2020 年，钻井工程服务营业收入为 13.3 亿、21.3 亿、12.9 亿，毛利率分别为 23%、18%、11%；板块营收与毛利率整体呈现下降。

公司前几年长期服务的俄罗斯天然气工业股份有限公司在伊拉克的巴德拉项目于 2018 年二季度结束，使公司从巴德拉项目获得的收益相比 2017 年大幅减少，同时，新增项目尚处于客户的开拓、项目启动与业务磨合期，收入与盈利的体现尚需一定的时间，导致板块营业收入与毛利率在 2018 年均呈现下降趋势；2019 年，得益于 2018 年在市场与布局上的优化，公司客户呈现多元化发展，板块利润跟收入提高，但是由于大包项目的增加，成本也跟着大幅度提高，毛利率依旧处于下降趋势；2020 年，疫情导致多数项目停产以及新项目的延期，营业收入与毛利率均有所下降。

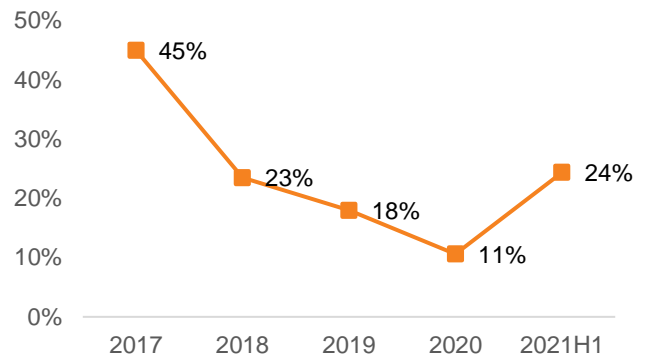
2021 年以来，随着疫情缓解、公司业务与市场日渐成熟、品牌知名度提升，未来形势有望好转。

图 8：钻井工程服务收入（左轴，万元）与增速（右轴，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：钻井工程服务毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

在整个行业缩减投资、压缩成本的背景下，公司 2020 年新签油服工程订单仍然达到 17.24 亿元，体现了公司在油服工程板块强大的市场开拓能力和持续经营能力，未来业绩有保证。

2021 年，公司钻井工程在海外业务与国内业务方面“两开花”，有望扭跌为涨。

### 海外业务——开拓高端市场，项目经营恢复

今年 3 月，公司与沙特阿美签订了金额约 1.2 亿美元的钻井工程项目合同，标志着公司成功进入世界油服行业公认的门槛最高的沙特钻井工程市场，实现历史性的突破，成为第一家与沙特阿美合作的中国民营钻井企业。

今年 9 月 30 日，公司与沙特阿美签订修井项目合同，金额预计为 4,980 万美元（约合 3.22 亿人民币），这是公司今年与沙特阿美签订的第二份工程合同。此次合同的签订标志着公司的钻修井综合能力得到沙特阿美的全面认可；同时，公司通过科威特资审，为进一步拓展沙特高端市场奠定基础。

伴随着疫情的缓解，公司去年因疫情等停工的海外工程项目已全面复工复产，公司上半年的海外钻井项目新签订单金额已达 13.58 亿元，较去年同期增加 41.61%。

### 国内业务——积极开拓国内市场，订单金额大幅增加

2021 年上半年，公司在新疆玛湖、塔里木等项目接连取得新成绩，同时，支援温宿油田开发，安全、高效交井 56 口。上半年公司新签国内钻井订单 13 个，合同金额 2.28 亿元较去年同期增长 153.33%。

未来，随着疫情缓解、海外项目复工复产、国内市场开拓等等，公司项目利润空间和盈利能力将会有所改善。

## 3.2. 装备制造——营收呈现高速增长趋势

公司钻机销售与租赁服务收入呈现高速增长趋势，在 2017~2020 年期间，装备制造收

入从 1306 万提高至 3.0 亿元，复合增长率为 183%；2021 年上半年，装备制造收入为 1.9 亿元，同比增长 456%。主要因为公司在 2019 年实现了从配件形式销售到整机形式销售的转型，使营业收入与毛利率大幅度增长。

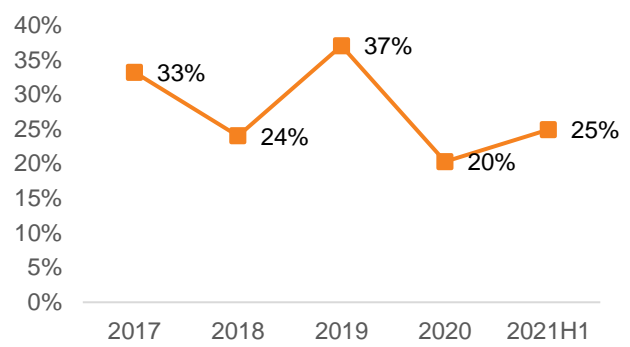
2020 年，原油价格受疫情影响创 20 年来新低，导致对石油装备的需求减少，公司为了拿到项目，不得不采取一些让利手段来保证生存，所以 2020 年的板块营收出现了小幅下滑，毛利率也从 37% 跌至 20%。

图 10：装备制造收入（左轴，万元）与增速（右轴，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 11：装备制造毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2021 年上半年，随着油价的提升，对石油装备的需求提高，公司装备制造板块的营业收入为 1.9 亿元，同比提高 456%，毛利率也提高至 25%。

未来，内部方面，公司的勘探板块为公司装备制造板块提供有力支撑；外部方面，公司与中石化、贝克休斯达成新的合作，为公司进入三桶油和四大油服的市场拓宽了通道，为后续订单打好基础。综上，公司未来的装备制造板块营收与毛利率预计能够呈现持续上升趋势。

## 4. 盈利预测和投资评级

### 4.1. 经营假设

- 1) **原油勘探开发板块：**假设 2021/2022/2023 年温 7 产量分别 17、35、40 万吨。假设实现油价 65 美金/桶。成本假设根据预估的资本开支，以及参考同行的操作费用。
- 2) **钻井工程服务和钻机装备制造板块：**假设 2021/2022/2023 年营收随着疫情恢复和油价上升增长；毛利率谨慎假设均维持在 2021H1 水平。

表 2：中曼石油盈利预测与主要假设

	单位	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	万元	246291	158466	230148	301370	335943
开采辅助活动	万元	213493	128535	141388	155527	171080
专用设备制造	万元	31862	29602	38483	42331	46564
原油销售	万元			46410	95550	109200
毛利率	(%)	20.6	12.4	30.8	34.6	34.8
开采辅助活动	(%)	18.0	10.6	24.4	24.4	24.4
专用设备制造	(%)	37.0	20.3	24.9	24.9	24.9
原油销售	(%)			55.5	55.5	55.5
<b>勘探生产板块主要假设</b>						
原油产销量-温 7	万吨			17	35	40
实现油价	元/吨			2730	2730	2730
Brent	美元/桶			60	60	60



实现油价	美元/桶	75	75	75
成本	元/吨	1215	1215	1215
——DDA	元/吨	714	714	714
——操作费用	元/吨	501	501	501

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.2. 盈利预测、估值和评级

给予 21/22/23 年归母净利润预测 1.2/3.3/4.4 亿元，EPS 分别 0.31/0.82/1.09 元，当前股价对应 PE 估值 41/15/12 倍。考虑公司主业油服随着油价回升将有所修复；新疆温 7 区块逐渐达产带来成长性，且还有较多待勘探开发面积，2023 以后成长性亦可期。给予 2023 年 15 倍 PE，目标价 16.35 元，首次给予“增持”评级。

表 3：中曼石油与同行业估值比较

	股价	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
中海油服	15.32	0.57	0.78	0.94	27	20	16
石化油服	2.08	0.03	0.06	0.07	60	35	27
海油工程	4.33	0.23	0.37	0.50	19	12	9
平均	7.24	0.28	0.40	0.50	35	22	17
中曼石油	13.66	0.31	0.82	1.09	41	15	12

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 油价大跌的风险，油价大跌将同时造成油服业务盈利下滑和勘探开发板块盈利下滑；
- 2) 温 7 区块上产速度低于预期的风险，以及其他区块勘探开发进度慢于预期的风险；
- 3) 温 7 区块成本高于预期的风险；
- 4) 疫情反复影响公司油服板块海外作业的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	450.74	345.65	181.02	234.73	261.47
应收票据及应收账款	1,208.74	722.01	905.12	880.22	980.53
预付账款	46.79	96.73	77.83	113.08	110.11
存货	492.81	438.33	427.18	627.94	548.44
其他	261.41	293.76	322.96	304.77	394.98
<b>流动资产合计</b>	<b>2,460.48</b>	<b>1,896.48</b>	<b>1,914.12</b>	<b>2,160.74</b>	<b>2,295.53</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,909.56	1,885.72	2,244.58	2,663.80	3,057.81
在建工程	304.86	395.65	717.39	850.43	380.17
无形资产	55.23	54.00	52.58	51.16	49.74
其他	695.12	813.12	573.09	564.99	522.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,964.77</b>	<b>3,148.49</b>	<b>3,587.65</b>	<b>4,130.39</b>	<b>4,009.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,425.25</b>	<b>5,044.97</b>	<b>5,501.77</b>	<b>6,291.12</b>	<b>6,305.50</b>
短期借款	933.16	1,086.82	1,640.15	1,742.37	1,519.83
应付票据及应付账款	1,296.19	1,026.13	799.53	1,119.82	1,009.69
其他	594.10	659.47	528.28	662.10	659.59
<b>流动负债合计</b>	<b>2,823.45</b>	<b>2,772.42</b>	<b>2,967.96</b>	<b>3,524.28</b>	<b>3,189.11</b>
长期借款	136.00	273.80	386.56	286.15	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	100.92	95.00	92.28	96.07	94.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>236.92</b>	<b>368.80</b>	<b>478.84</b>	<b>382.21</b>	<b>294.45</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,060.37</b>	<b>3,141.22</b>	<b>3,446.80</b>	<b>3,906.50</b>	<b>3,483.56</b>
少数股东权益	0.06	(1.01)	(1.01)	(1.00)	(0.68)
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	1,013.53	1,013.53	1,013.53	1,013.53	1,013.53
留存收益	2,019.80	1,533.71	1,655.98	1,985.63	2,422.62
其他	(1,068.52)	(1,042.49)	(1,013.53)	(1,013.53)	(1,013.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,364.88</b>	<b>1,903.75</b>	<b>2,054.97</b>	<b>2,384.63</b>	<b>2,821.94</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,425.25</b>	<b>5,044.97</b>	<b>5,501.77</b>	<b>6,291.12</b>	<b>6,305.50</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	17.19	(487.16)	122.27	329.65	436.99
折旧摊销	230.71	244.99	120.81	149.16	177.67
财务费用	68.12	92.12	105.00	120.00	120.00
投资损失	(0.44)	(0.81)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(163.45)	224.00	(276.50)	255.30	(176.44)
其它	144.48	144.62	0.00	0.01	0.33
<b>经营活动现金流</b>	<b>296.62</b>	<b>217.76</b>	<b>71.58</b>	<b>854.12</b>	<b>558.54</b>
资本支出	416.12	239.99	802.72	696.21	101.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,004.56)	(668.66)	(1,602.72)	(1,396.21)	(201.62)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(588.44)</b>	<b>(428.67)</b>	<b>(800.00)</b>	<b>(700.00)</b>	<b>(100.00)</b>
债权融资	1,247.75	1,538.35	2,178.20	2,197.78	1,885.99
股权融资	(71.40)	(94.76)	(76.05)	(120.00)	(120.00)
其他	(953.34)	(1,245.18)	(1,538.35)	(2,178.20)	(2,197.78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>223.02</b>	<b>198.41</b>	<b>563.80</b>	<b>(100.41)</b>	<b>(431.79)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(68.81)</b>	<b>(12.49)</b>	<b>(164.62)</b>	<b>53.70</b>	<b>26.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,462.90</b>	<b>1,584.66</b>	<b>2,262.81</b>	<b>2,934.08</b>	<b>3,268.43</b>
营业成本	1,955.45	1,387.94	1,564.86	1,919.35	2,129.51
营业税金及附加	3.15	2.38	3.40	4.41	4.92
营业费用	50.07	29.29	41.82	54.23	60.41
管理费用	171.35	418.42	294.16	293.41	261.47
研发费用	100.98	70.54	100.72	130.60	145.48
财务费用	68.70	120.79	105.00	120.00	120.00
资产减值损失	0.00	4.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.44	0.81	0.00	0.00	0.00
其他	2.88	(4.33)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>109.90</b>	<b>(445.70)</b>	<b>152.84</b>	<b>412.07</b>	<b>546.64</b>
营业外收入	4.46	0.20	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.17	1.96	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>114.18</b>	<b>(447.45)</b>	<b>152.84</b>	<b>412.07</b>	<b>546.64</b>
所得税	97.00	39.71	30.57	82.41	109.33
<b>净利润</b>	<b>17.19</b>	<b>(487.16)</b>	<b>122.27</b>	<b>329.66</b>	<b>437.31</b>
少数股东损益	(0.04)	(1.07)	0.00	0.01	0.33
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>17.22</b>	<b>(486.09)</b>	<b>122.27</b>	<b>329.65</b>	<b>436.99</b>
每股收益(元)	0.04	(1.22)	0.31	0.82	1.09

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	77.22%	-35.66%	42.79%	29.67%	11.40%
营业利润	21.21%	-505.56%	-134.29%	169.62%	32.66%
归属于母公司净利润	-42.52%	-2922.02%	-125.15%	169.61%	32.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.60%	12.41%	30.84%	34.58%	34.85%
净利率	0.70%	-30.67%	5.40%	11.24%	13.37%
ROE	0.73%	-25.52%	5.95%	13.82%	15.48%
ROIC	1.18%	-14.40%	9.07%	12.27%	14.14%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.41%	62.26%	62.65%	62.10%	55.25%
净负债率	33.70%	62.65%	97.19%	82.32%	57.57%
流动比率	0.87	0.68	0.64	0.61	0.72
速动比率	0.70	0.53	0.50	0.43	0.55
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.60	1.64	2.78	3.29	3.51
存货周转率	5.92	3.40	5.23	5.56	5.56
总资产周转率	0.51	0.30	0.43	0.50	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.04	-1.22	0.31	0.82	1.09
每股经营现金流	0.74	0.54	0.18	2.14	1.40
每股净资产	5.91	4.76	5.14	5.96	7.06
<b>估值比率</b>					
市盈率	293.06	-10.38	41.29	15.31	11.55
市净率	2.13	2.65	2.46	2.12	1.79
EV/EBITDA	13.11	-45.31	17.06	9.45	7.27
EV/EBIT	20.01	-15.61	25.06	12.09	9.21

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com