

中国中冶 (601618.SH)

业绩稳步增长，充分减值和费用压控助力高质量发展

增持

核心观点

坚持聚焦核心业务，新签营收稳步增长。2021 全年实现新签合同额 12049.8 亿元 (+18.2%)，营收 5005.7 亿元 (+25.1%)，归母净利润 83.8 亿元 (+6.5%)。在基建投资疲软的背景下，公司经营数据仍然实现了较高速增长。2021 年工程承包主业实现营收 462.3 亿元 (+27.0%)，占比提升 1.12pct，冶金工程实现营收 115.4 亿元 (+27.3%)，占比提升 0.06pct，核心主业地位进一步强化。

减值计提充分，财务稳定性进一步提高。2021 年公司计提信用减值损失 37.15 亿元，比上年多计提 6.28 亿元，计提资产减值损失 16.24 亿元，比上年多计提 10.31 亿元。减值计提后，公司资产质量得到充分优化，财务稳定性进一步提高。剔除较充分的减值计提影响后，测算归母净利润大约为 99 亿元，同比增长 25.9%。

毛利率承压，费用压控初显成效。2021 年公司销售毛利率为 12.13%，比上年下降 0.33pct，其中工程承包业务毛利率下降 0.98pct，房地产开发业务毛利率下降 2.82pct。毛利率下降主要原因是受到冶金建设市场增速放缓，基建投资不及预期和房地产监管政策收紧的影响。2021 年公司销售期间费用率为 6.12%，比上年下降了 0.76pct，其中财务费用同比大幅下降 40.30%，主要是由于公司统筹安排带息负债，资金成本下降。

资源开发增长亮眼，新业务板块盈利能力有望持续提升。2021 年公司资源开发业务实现营收 66.7 亿元，同比高增 52.14%，资源开发业务毛利率为 42.67%，较上年大幅提升 14.43pct，营业利润 28.5 亿元，占比达到 20.1%。在 2021 年全球金属价格上涨的利好因素影响下，公司采取“快挖快卖”、“满产满销”的策略，实现产销两旺，营收利润快速增长。公司积极推进海外潜在项目资源勘探和合作谈判，未来资源开发业务有望实现稳步扩产。

风险提示：行业竞争持续加剧，基建投资不及预期，疫情反复，海外项目所在国政治风险，金属矿产价格大幅下跌。

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利润 102.79/117.33/155.15 亿元，同比增速 22.7/14.1/32.2%；摊薄 EPS=0.50/0.57/0.75 元，当前股价对应 PE=7.7/6.7/5.1x。公司专业工程技术优势和全产业链资源整合优势有望重塑盈利护城河，降本增效有望持续推进，资源开发业务有望创造新增长极，首次覆盖，给予“增持”评级。

公司研究 · 财报点评

建筑装饰 · 专业工程

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：朱家琪

zhujiqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	3.73 元
总市值/流通市值	77301/77301 百万元
52 周最高价/最低价	6.30/2.93 元
近 3 个月日均成交额	908.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	400,115	500,572	606,192	710,457	823,420
(+/-%)	18.2%	25.1%	21.1%	17.2%	15.9%
净利润(百万元)	7862	8375	10279	11733	15515
(+/-%)	19.1%	6.5%	22.7%	14.1%	32.2%
每股收益(元)	0.38	0.40	0.50	0.57	0.75
EBIT Margin	4.4%	3.6%	3.3%	3.1%	3.5%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	7.8%	8.9%	9.4%	11.3%
市盈率 (PE)	10.0	9.4	7.7	6.7	5.1
EV/EBITDA	24.4	21.7	22.6	22.8	20.3
市净率 (PB)	0.81	0.73	0.68	0.63	0.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

冶金工程龙头，2021 年业绩稳步增长.....	4
公司是全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商.....	4
围绕冶金工程相关多元业务布局，专注核心优势打造.....	4
背靠五矿集团，融合深化再塑核心竞争力.....	5
2021 年业绩稳步增长，经营质量有望继续提升.....	5
工程主业持续强化，矿产业务打造第二增长极.....	8
工程市场仍具潜力，技术优势助力持续增长.....	8
资源开发增长亮眼，矿产板块盈利能力有望持续提升.....	11
盈利预测与投资评级.....	13
附表：财务预测与估值.....	14
免责声明.....	15

图表目录

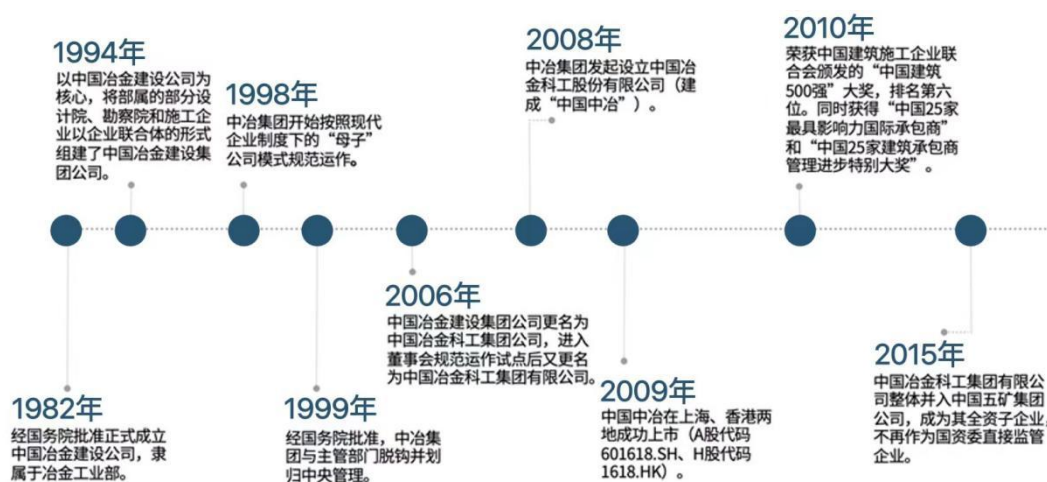
图1：中国中冶发展历程.....	4
图2：中国中冶“四梁八柱”产品矩阵.....	5
图3：中国中冶股权结构.....	5
图4：中国中冶新签合同额及增速（单位：亿元，%）.....	6
图5：中国中冶营业收入及增速（单位：亿元、%）.....	6
图6：中国中冶归母净利润及增速（单位：亿元、%）.....	6
图7：中国中冶工程承包收入及占比（单位：亿元、%）.....	6
图8：中国中冶历年减值计提情况（单位：亿元）.....	7
图9：中国中冶毛利率、净利率变化情况（单位：%）.....	7
图10：公司销售、管理、财务费用率变化（单位：%）.....	7
图11：公司存货周转天数、应收账款及应收票据周转天数变化（单位：天）.....	8
图12：公司合同负债和增速变化（单位：亿元，%）.....	8
图13：钢铁冶炼是中国制造业中碳排放最大的行业.....	9
图14：公司冶金工程新签合同额、营收及营收增长率（单位：亿元，%）.....	10
图15：2021 年 LME 铜锌铅镍现货价格走势（单位：美元/吨）.....	11
图16：中国中冶资源开发营收及增速（单位：亿元，%）.....	12
图17：中国中冶资源开发营业利润及占比（单位：亿元，%）.....	12
表1：公司 2021 年合同负债分列.....	8
表2：新版《钢铁行业产能置换实施办法》对钢铁产能置换比例要求.....	9
表3：2021 年公司重大冶金工程订单（部分）.....	10
表4：公司 2021 年新签 50 亿以上基建项目合同.....	11
表5：可比公司估值情况.....	13

冶金工程龙头，2021 年业绩稳步增长

公司是全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商

中国中冶全称中国冶金科工股份有限公司，系全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商、国家确定的重点资源类企业之一、国内产能最大的钢结构生产企业、国务院国资委首批确定的以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一。1982 年，经国务院批准正式成立中国冶金建设公司，隶属于冶金工业部。2008 年 12 月，中冶集团发起设立中国冶金科工股份有限公司（简称“中国中冶”）。2009 年 9 月，中国中冶在上海、香港两地成功上市（A 股代码 601618.SH、H 股代码 1618.HK），公司注册资本 207.2 亿元。在 2020 年 ENR 发布的“全球承包商 250 强”排名中，中国中冶位居第 8 位。公司主营业务包括工程承包、房地产开发、装备制造及资源开发业务。

图1：中国中冶发展历程

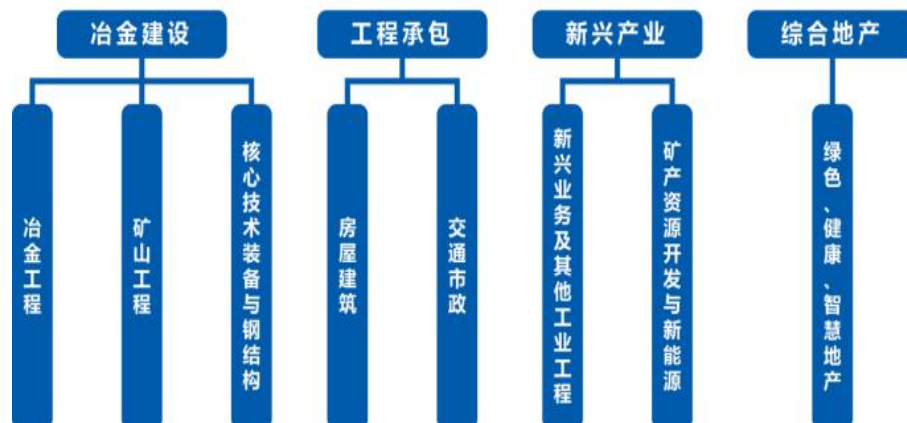


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

围绕冶金工程相关多元业务布局，专注核心优势打造

中国中冶坚持“做世界一流冶金建设国家队，基本建设主力军、先锋队，新兴产业领跑者、排头兵，长期坚持走高技术高质量创新发展之路”的战略定位，大力发展“四梁八柱”的业务体系和产品定位。“四梁”是冶金建设、工程承包、新兴产业、综合地产四大业务板块。“八柱”是冶金工程与运营服务、矿山工程与运营服务、核心装备与钢结构、房屋建筑及城市更新、交通市政与其它工程、生态环保与文旅工程、新能源与矿产资源开发、绿色健康智慧地产。我们认为，公司的多元业务布局紧密围绕自身工程技术优势和资源优势，核心竞争力不断强化，新兴业务有望快速形成竞争优势，为公司业绩注入新增长动能。

图2：中国中冶“四梁八柱”产品矩阵

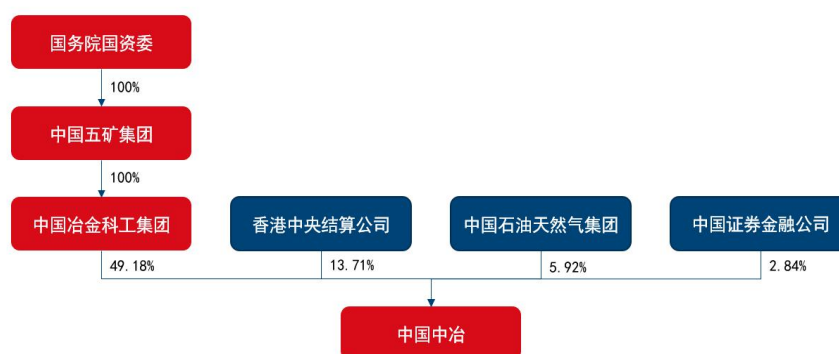


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

背靠五矿集团，融合深化再塑核心竞争力

2015年12月8日，经国务院国资委批准，中冶集团与中国五矿集团有限公司（简称“中国五矿”）开始实施战略重组，中冶集团整体并入中国五矿。五矿集团以金属矿产为核心主业，在全球范围内拥有丰富的矿产资源储备，并且具有强大的贸易物流能力和金融运作能力。公司背靠五矿集团，随着战略融合的深化，有望在海外拓展和项目投资等方面得到持续得到支持。

图3：中国中冶股权结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2021年业绩稳步增长，经营质量有望继续提升

公司坚持“聚焦核心主业、聚焦核心区域、聚焦核心项目、聚焦核心客户”的战略方向。2021全年实现新签合同额12049.8亿元（+18.2%），营收5005.7亿元（+25.1%），归母净利润83.8亿元（+6.5%）。在基建投资疲软的背景下，公司

经营数据仍然实现了较高速度的增长。2021 年工程承包主业实现营收 462.3 亿元（+27.0%），占比提升 1.12pct，坚持工程承包核心主业地位，保持了高度的战略定力。

图4：中国中冶新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：中国中冶营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：中国中冶归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

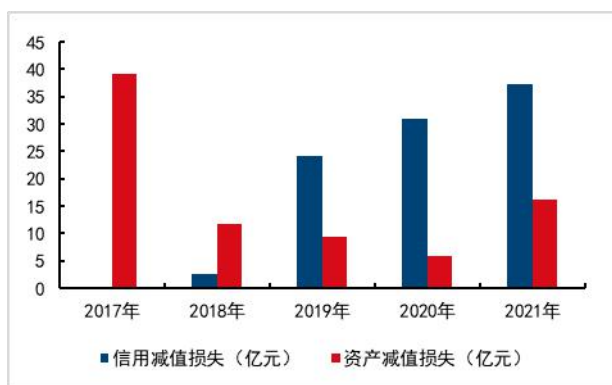
图7：中国中冶工程承包收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

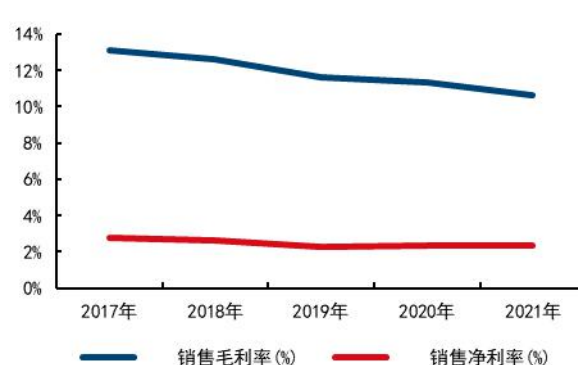
减值计提充分，财务稳定性进一步提高。2021 年公司计提信用减值损失 37.15 亿元，比上年多计提 6.28 亿元，计提资产减值损失 16.24 亿元，比上年多计提 10.31 亿元，主要包括出于谨慎性原则对应收账款和合同资产进行的非经常性的减值计提。减值计提后，公司资产质量得到充分优化，财务稳定性进一步提高。剔除减值影响后，归母净利润大约为 99 亿元，同比增长 25.9%。

图8：中国中冶历年减值计提情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：中国中冶毛利率、净利率变化情况（单位：%）

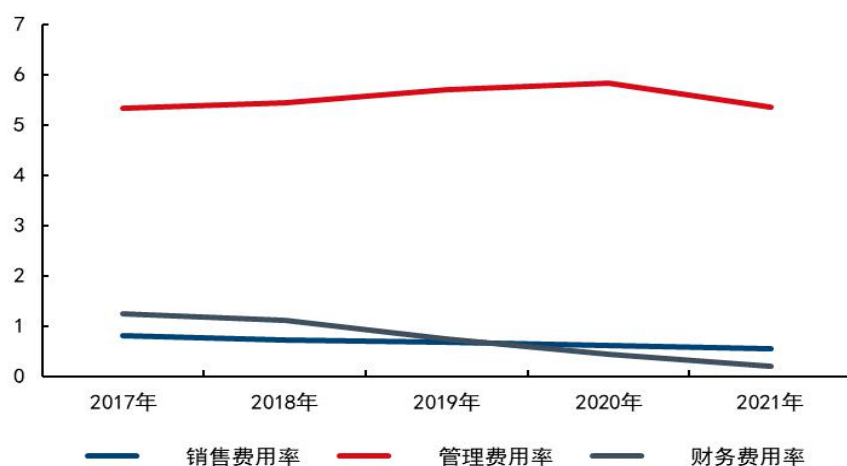


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率仍然承压，费用压控初显成效。2021 年公司销售毛利率为 12.13%，比上年下降 0.33pct，其中工程承包业务毛利率下降 0.98pct，房地产开发业务毛利率下降 2.82pct。毛利率下降主要原因是受到冶金建设市场增速放缓，基建投资不及预期和房地产监管政策收紧的影响。

费用率控制良好，流动资产质量持续提升。2021 年公司期间费用率 6.12%，比上年下降了 0.76pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.55%/2.18%/3.18%/0.21%，同比-0.06/-0.57/+0.10/-0.23pct，公司自 2017 年以来控费效果明显，综合费用率逐年降低，同时加大了研发投入力度。

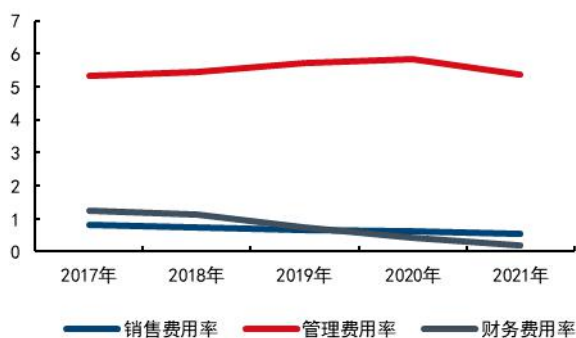
图 10：公司销售、管理、财务费用率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

运营能力持续提升，经营性现金流承压。公司存货周转天数由 2017 年的 204.1 天下降到 2021 年的 49.3 天，应收账款及应收票据周转天数由 2017 年的 132.7 天下降到 2021 年的 58.8 天。2021 年公司实现经营性净现金流 176.4 亿元，同比下降 37.07%，主要是受到合同负债增速下降的影响，2021 年底公司合同负债账面价值分别为 870.9 亿元，同比增长 1.68%，远低于营收增速。我们认为，公司合同负债增速降低主要是由于预收工程款能力减弱，反映公司对下游客户议价权承压，另外公司房地产预售疲软亦对合同负债增速放缓有一定影响。

图11: 公司存货周转天数、应收账款及应收票据周转天数变化 (单位: 天)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司合同负债和增速变化 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 2017年新会计准则新增合同负债项目, 用于反映企业已收或应收客户对价而在将来向客户转让商品和服务的义务, 2017年数据包含部分预收款项项目。

表1: 公司2021年合同负债分列

	2021年	2020年	增速	对应板块营收增速
工程承包服务相关的合同负债	73,447,762	69,859,483	5.14%	27.01%
预收售楼款形成的合同负债	9,067,067	10,666,095	-14.99%	-11.19%
销货合同相关的合同负债	2,602,022	2,584,146	0.69%	/
其他客户合同相关的合同负债	1,945,315	2,544,008	-23.53%	/
合计	87,092,166	85,653,732	1.68%	/

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

工程主业持续强化, 矿产业务打造第二增长极

工程市场仍具潜力, 技术优势助力持续增长

钢铁绿色低碳化发展催生存量市场改造需求, 冶金工程仍具市场空间。中国钢铁行业碳排放量占全国碳排放总量的15%左右, 是制造业31个门类中碳排放量最大行业。钢铁行业高炉-转炉长流程工艺结构占主导地位, 煤、焦炭占能源投入近90%, 生产过程碳排放密度大。在“碳中和”政策背景下, 钢铁行业集中度会不断提升、碳排放限制将逐渐升级、环保整治力度将不断加大, 钢铁生产线低碳智能化改造有望成为未来钢铁企业的“刚需”。

图 13: 钢铁冶炼是中国制造业中碳排放最大的行业



资料来源: 中国碳核算数据库, 国信证券经济研究所整理

2021 年 6 月 1 日起, 工信部印发的新版《钢铁行业产能置换实施办法》开始实行。办法指出, 建设炼铁、炼钢产能均须分别实施产能置换, 大气污染防治重点区域严禁增加钢铁产能总量。同时为了鼓励企业兼并重组, 提高产业集中度, 对完成兼并重组后取得的合规产能给予置换比例优惠。大气污染防治重点区域置换比例不低于 1.5:1, 其他地区置换比例不低于 1.25:1。对完成实质性兼并重组后取得的合规产能用于项目建设时, 大气污染防治重点区域的置换比例可以不低于 1.25:1, 其他地区的置换可以不低于 1.1:1 (置换比例指退出产能与建设产能之比)。

表 2: 新版《钢铁行业产能置换实施办法》对钢铁产能置换比例要求

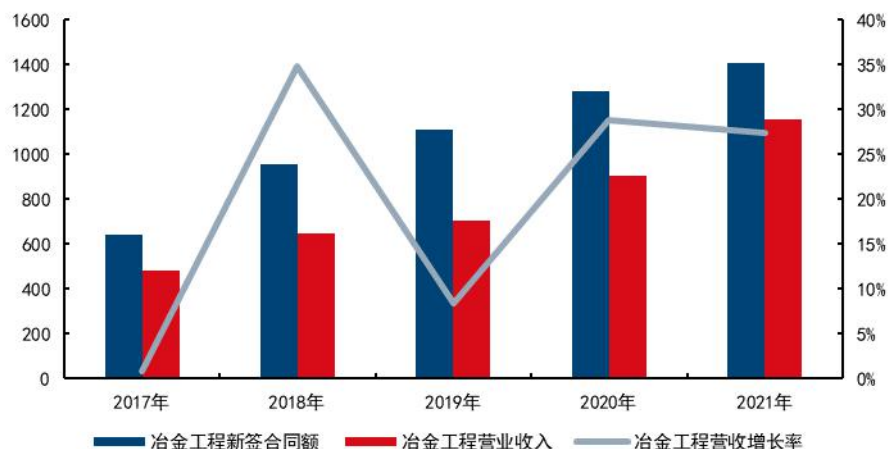
区域	置换比例要求
大气污染防治重点区域	不低于 1.5:1
其他区域	不低于 1.25:1
对完成实质性兼并重组后取得合规产能	
大气污染防治重点区域	不低于 1.25:1
其他区域	不低于 1.1:1

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

新办法给予低碳冶金工艺等量置换支持政策, 鼓励行业绿色低碳发展和工艺技术创新。新办法允许 6 类情形实施等量置换 (即置换比例最高可达到 1:1): (1) 企业内部退出转炉建设电炉且一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备项目的炼钢产能。(2) 退出和建设冶炼设备均为电炉的项目。(3) 不改变冶炼设备类型、容量 (积)、数量的厂区内技术改造项目。(4) 退出配套烧结、焦炉、高炉等设备建设氢冶金和 Corex、Finex、Hismelt 等非高炉炼铁项目的炼铁产能。(5) 对利用回转窑-矿热炉-AOD 炉工艺生产不锈钢的炼钢产能。(6) 青海、西藏地区建设的钢铁冶炼项目。

2021 年公司冶金业务新签营收继续保持快速增长。2021 年公司新签冶金工程合同额 1577.9 亿元, 同比增长 10.04%, 实现营业收入 1152.6 亿元, 同比增长 24.9%。在营收增长保持以上的基础上, 合同转化率进一步提升。我们认为, 公司冶金工程主业持续增长的原因主要是公司在冶金智能化、绿色化技术上具备突出的竞争优势, 获得的存量改造订单增加。

图 14: 公司冶金工程新签合同额、营收及营收增长率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从公司冶金工程订单结构看，公司 2021 年新签重大冶金工程产能置换、技改工程项目占据主要部分，体现公司订单结构已经实现增量市场向存量市场的转变。除传统的钢铁工程外，公司充分利用客户资源，在铝材工程、煤炭工程、矿山工程等领域均具备项目承接能力，有望对冶金工程主业形成多元支撑。

表 3: 2021 年公司重大冶金工程订单（部分）

项目（合同）名称	项目类型	合同金额
徐州天安化工有限公司资源综合利用技改项目总承包合同	技改	28.3
河钢邯郸老区退城整合项目炼钢工程一炼二炼车间工程 EPC 总承包合同	产能置换	24.6
云南玉溪玉昆钢铁集团有限公司产能置换升级改造项目炼钢工程总承包合同	产能置换	21.7
云南玉溪玉昆钢铁集团有限公司产能置换升级改造项目炼铁工程总承包合同	产能置换	21.6
张掖市晋昌源煤业有限公司年产 120 万吨捣鼓炼焦项目（EPC）总承包合同	其他专业工程	18.7
邯郸钢铁集团有限责任公司河钢邯郸老区退城整合项目焦化工程 EPC 总承包（煤焦及化产标段）合同	其他专业工程	16.8
山西禹王煤炭气化有限公司 137.8 万吨/年 7m 顶装焦化项目总承包合同	其他专业工程	14.5
三钢集团产能置换及配套项目泉州闽光高炉项目 EPC 总承包工程合同	产能置换	14.5
河北唐银钢铁有限公司退城搬迁项目炼钢工程 EPC 总承包合同	产能置换	13.5
河北天柱钢铁集团有限公司城市钢厂搬迁改造高炉工程合同	产能置换	12.8

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

基础设施建设领域工程项目需求更加综合。随着城市的发展，需求的升级，单一片面的工程建设无法满足经济发展、人民生活的要求，以 F+EPC、PPP 等合作模式开发的综合类基建项目投资快速增长。2021 年全年净新增 PPP 入库项目总投资额 1 万亿元，PPP 入库项目的平均投资额从 2018 年底的 14.1 亿元上升到 2022 年的 14.7 亿元，我们认为主要是由于投资大、综合性强的 PPP 项目入库占比提升。

公司基建业务聚焦核心项目，不断提升中冶品牌影响力。公司在基建业务领域重点策划和运作市场容量大、增长快的城市，在成片开发、轨道交通、市政、环保等领域聚焦高质量、高起点、“高新综特大”标志性项目。2021 年，公司“高大新综”新签项目量质齐增，新签 50 亿元以上项目合同 1185.5 亿元，在非钢工程新签合同额中占比 11.8%，较 2020 年大幅提升 7.0pct。

表4: 公司 2021 年新签 50 亿以上基建项目合同

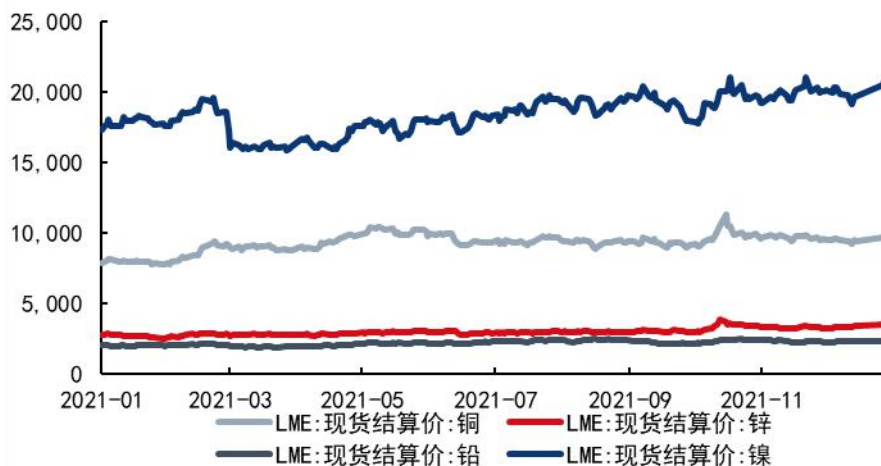
项目(合同)名称	合同金额(亿元)
湛江经开区东海岛产业园(扩园)生态环境导向片区综合开发(一至四期)暨东海岛产业园配套综合服务区项目合同	201.8
肇庆金利高新技术产业开发(含蚬岗镇)、活道横江产业园基础设施项目施工总承包合同	152.0
龙岗区吉华街道秀峰工业城片区城市更新单元项目工程总承包合同	120.0
邢台市邢东新区片区综合开发项目(A包)合同	115.0
高密市临港新城(东区)城市更新及基础设施建设项目合同	96.4
G30 连霍高速公路清水驿至忠和段扩容改造及配套工程 PPP 项目合同	96.0
柳州高速过境线公路(罗城经柳城至鹿寨段)合同	90.4
云南省高速公路网泸西至丘北至广南至富宁高速公路工程(文山州承建段)PPP 项目施工总承包合同	90.1
濮阳市东北旧城更新改造项目(勘察-设计-采购-施工)工程总承包(EPC)合同	87.9
思茅至江城(整董)高速公路工程 PPP 项目施工总承包合同	85.3
新加坡地铁跨岛线标段 CR101-樟宜东车辆段车厂总承包工程合同	50.6

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资源开发增长亮眼, 矿产板块盈利能力有望持续提升

全球金属价格大幅上涨, 上游矿产资源稀缺性凸显。金属矿产资源开发周期长, 投资额大, 具有较高的壁垒, 投产后生产成本相对固定, 受益于疫情和石油供给紧缺背景下的金属价格上涨, 金属矿产行业景气度大幅提升。2021 年 LME 铜/锌/铅/镍现货价分别较年初上涨 24.2%/29.8%/14.8%/20.4%。

图 15: 2021 年 LME 铜锌铅镍现货价格走势(单位: 美元/吨)



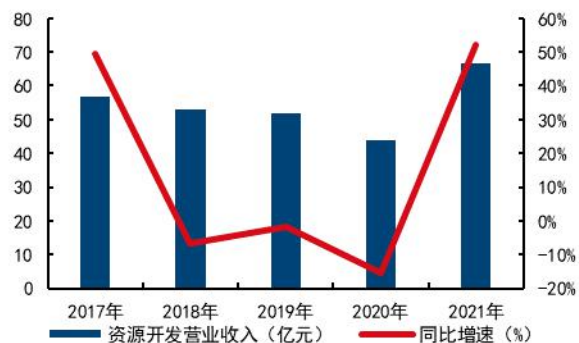
资料来源: DataYes, LME, 国信证券经济研究所整理

公司采取“快挖快卖”、“满产满销”的策略, 产销两旺, 实现快速增长。2021 年公司资源开发业务实现营收 66.7 亿元, 同比高增 52.14%, 资源开发业务毛利率为 42.67%, 较上年大幅提升 14.43pct, 营业利润 28.5 亿元, 占比达到 20.1%。

从具体项目看, 巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目项目 2021 年全年营业收入同比增长 50%, 净利润同比增长 624%, 自 2016 年以来连续四年实现超产; 巴基斯坦杜达铅锌矿项目 2021 奶年实现营业收入同比增长 41%, 分红利润同比增长 74%; 巴基斯坦杜达铅锌矿项目 2021 年全年实现营业收入同比增长 2%, 净利润同比增长 68%; 洛阳中硅多晶硅项目实现销售收入 8.76 亿元, 同比增长 161%, 实现净利润 1.15

亿元。同时公司积极推进海外潜在项目资源勘探和合作谈判，未来资源开发业务有望实现稳步扩产，业绩贡献度有望持续提升。

图16：中国中冶资源开发营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17：中国中冶资源开发营业利润及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

核心假设：

1) **工程承包业务**：公司作为全球冶金工程龙头，智能化、绿色化冶金工程技术优势凸显，在冶金工程领域竞争优势有望持续释放。在非钢工程领域，公司全产业链资源整合优势、一体化建设优势有望进一步巩固，中冶品牌影响力有望进一步增强。我们预计该业务板块 2022-2024 年收入分别为 **5581.8/6529.1/7535.9 亿元**。

2) **房地产开发业务**：受外部环境影响较大，总体发展战略以“稳”为主，预计保持平稳增长。我们预计该业务板块 2022-2024 年收入分别为 **243.7/268.6/290.7 亿元**。

3) **装备制造业务**：收入占比较小，预计保持平稳增长。我们预计该业务板块 2022-2024 年收入分别为 **135.2/152.7/165.5 亿元**。

4) **资源开发业务**：公司资源开发业务板块快速成长，未来有望实现稳步扩产，业绩贡献度持续提升。我们预计该业务板块 2022-2024 年收入分别为 **101.2/154.2/242.1 亿元**。

公司专业工程技术优势和全产业链资源整合优势有望重塑盈利护城河，降本增效有望持续推进，资源开发业务有望创造新增长极。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 **102.79/117.33/155.15 亿元**，同比增速 **22.7/14.1/32.2%**；摊薄 EPS=**0.50/0.57/0.75 元**，当前股价对应 PE=**7.7/6.7/5.1x**。

可比公司估值法：我们选取以专业工程为主业，并积极布局新兴业务板块的中国化学、中国能建、中材国际、中国核建作为可比公司，中国中冶的估值显著低于可比公司的平均估值，首次覆盖给予“增持”评级。

表5：可比公司估值情况

公司简称	市值	EPS		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E
中国化学	595.7	0.98	1.19	9.98	8.22
中国能建	883.6	0.21	0.24	12.06	10.37
中材国际	138.4	0.98	1.13	9.94	8.58
中国核建	212.2	0.72	0.84	11.18	9.54
平均值	/	0.72	0.85	10.79	9.18
中国中冶	715.3	0.50	0.57	6.70	5.10

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	53096	41824	43117	44879	47827	营业收入	400115	500572	606192	710457	823420
应收款项	139815	154493	174384	204378	236874	营业成本	354686	447435	544361	639412	738608
存货净额	60581	61848	74617	87678	101332	营业税金及附加	1968	2516	3031	3552	4117
其他流动资产	132012	151908	181858	213137	247026	销售费用	2441	2743	3722	4197	4810
流动资产合计	389254	412316	476219	552315	635302	管理费用	11011	10922	13323	15471	17798
固定资产	29600	29497	28322	26543	24106	研发费用	12327	15901	19277	22593	26185
无形资产及其他	17492	20878	20043	19208	18373	财务费用	1767	1055	1742	1713	1654
投资性房地产	44371	50451	50451	50451	50451	投资收益	(1140)	(1793)	3	3	3
长期股权投资	25677	30329	32010	33329	35751	资产减值及公允价值变动	627	1802	0	0	0
资产总计	506393	543470	607044	681846	763982	其他收入	(15916)	(21748)	(21962)	(25507)	(29185)
短期借款及交易性金融负债	41490	34614	35000	35000	35000	营业利润	11813	14163	18055	20609	27251
应付款项	164195	192882	218852	253034	288996	营业外净收支	104	(150)	0	0	0
其他流动负债	126106	131394	157057	184487	213219	利润总额	11917	14012	18055	20609	27251
流动负债合计	331791	358890	410909	472521	537215	所得税费用	2535	2405	3611	4122	5450
长期借款及应付债券	26421	25553	25553	25553	25553	少数股东损益	1520	3232	4165	4754	6286
其他长期负债	7825	7640	7640	7640	7640	归属于母公司净利润	7862	8375	10279	11733	15515
长期负债合计	34246	33193	33193	33193	33193	现金流量表（百万元）					
负债合计	366038	392082	444102	505714	570408	净利润	7862	8375	10279	11733	15515
少数股东权益	42464	43893	47225	51028	56057	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	97892	107495	115718	125105	137517	折旧摊销	540	3457	3520	3750	3836
负债和股东权益总计	506393	543470	607044	681846	763982	公允价值变动损失	(627)	(1802)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1767	1055	1742	1713	1654
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	7195	(8132)	(5977)	(7722)	(10344)
每股收益	0.38	0.40	0.50	0.57	0.75	其它	(47)	(44)	3332	3803	5029
每股红利	0.39	0.41	0.10	0.11	0.15	经营活动现金流	14922	1854	11154	11564	14035
每股净资产	4.72	5.19	5.58	6.04	6.64	资本开支	0	(4542)	(1510)	(1136)	(563)
ROIC	14%	17%	20%	24%	28%	其它投资现金流	491	1508	0	0	0
ROE	8%	8%	9%	9%	11%	投资活动现金流	(3351)	(7687)	(3191)	(2456)	(2984)
毛利率	11%	11%	10%	10%	10%	权益性融资	(83)	11048	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	3%	3%	4%	负债净变化	(1589)	(299)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(8108)	(8489)	(2056)	(2347)	(3103)
收入增长	18%	25%	21%	17%	16%	其它融资现金流	17322	1089	(4614)	(5000)	(5000)
净利润增长率	19%	7%	23%	14%	32%	融资活动现金流	(2153)	(5439)	(6670)	(7347)	(8103)
资产负债率	72%	72%	73%	74%	75%	现金净变动	9418	(11271)	1293	1762	2948
息率	10.3%	10.8%	2.6%	3.0%	3.9%	货币资金的期初余额	43678	53096	41824	43117	44879
P/E	10.0	9.4	7.7	6.7	5.1	货币资金的期末余额	53096	41824	43117	44879	47827
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	企业自由现金流	0	5869	11869	12747	16050
EV/EBITDA	24.4	21.7	22.6	22.8	20.3	权益自由现金流	0	6660	5860	6377	9727

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032