

业绩亮眼，推进全国、全产业、全生命周期战略

投资要点

- **事件：**公司发布2021年年报，2021年全年实现营业收入2810.6亿元，同比增长21.5%，实现归属股东净利润37.7亿元，同比增长12.5%，EPS 0.42元。
- **施工业务稳中求进，地产业务高增长。**公司2021年实现营业收入2810.6亿元，同比增长21.5%，实现归属股东净利润37.7亿元，同比增长12.5%。分业务来看，公司建筑施工业务规模进一步扩大，收入2381.7亿元，同比增长22.8%；建材工业业务规模持续提升，收入166.6亿元，同比增长12.0%；公司加快房产项目去化和交房，收入138.5亿元，同比增长119.5%，收入规模翻番；设计咨询和城市建设投资业务收入52.4亿元、13.0亿元，同比降低3.0%、9.5%。
- **核心业务毛利规模提升，成本管控成效初显。**2021年公司实现毛利润262.0亿元，建筑施工的毛利规模较上年同期增长了35.1%，实现毛利率9.4%，与上年同期相比降低0.2个百分点。公司毛利率降低主要系房地产调控政策，公司房产开发业务毛利率7.3%，同比下降13.7pp。期间费用率7.2%，同比略有增加，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。公司资产减值损失增加5.3亿元，主要系部分房产项目计提跌价准备，存货跌价损失增加3.7亿元，合同资产减值增加1.3亿元，对公司利润造成一定侵蚀。公司每十股派发红利1.45元，现金分红占归母净利润34.3%，股息率4.4%。
- **新签订单持续增长，多事业群协同构建市场优势。**2021年累计新签合同4425.1亿元。公司五大主营业务板块中，建筑施工、设计咨询和建材工业业务新签合同金额3527.7亿元、235.4亿元、242.2亿元，同比增长12.7%、21.3%、17.6%，继续保持两位数增长，房产开发和城市建设投资业务新签合同较上年同期大幅提升，新签合同金额161.4亿元、148.5亿元，同比增长74.6%、74.1%，六大新兴业务发展迅猛，新签合同额共计972亿元，在建合同额超千亿，规模效应逐渐显现。
- **新年度建筑业项目建设空间巨大，公司主营仍处于战略机遇期。**公司在2021“ENR全球最大250家工程承包商”排名第8位，公司立足上海，积极拓展省外区域市场，主动融入长三角一体化发展、临港新片区建设、粤港澳大湾区建设、海南自贸港建设、京津冀协同发展、长江经济带发展，完成建筑业产值497亿元，新签合同567亿元。2022年年初，全国各地累计发布了超十万亿元的重大项目投资清单，以上海为例，今年全市重大工程建设总投资预计将超2000亿元，“十四五”期间，全面启动280万平方米不成套职工住宅和小梁薄板房屋的更新改造，实施5000万平方米各类旧住房更高水平更新改造，计划新增建设保障性租赁住房47万套，到今年年底，计划建设筹措保障性租赁住房24万套，完成“十四五”目标总量的一半以上。未来公司持续推进“全国化”发展战略，或将受益所规划的重大工程投资建设项目提供的发展机遇。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为0.48元、0.55元、0.63元，对应PE分别为7、6、5倍，归母净利润3年复合增速14.2%。根据可比公司估值，给予公司2022年9倍PE，对应目标价4.32元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、房地产政策变化风险、基建投资不及预期风险。

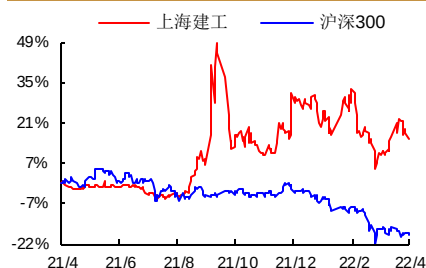
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2810.55	3361.02	4110.20	5032.58
增长率	21.50%	19.59%	22.29%	22.44%
营归属母公司净利润(亿元)	37.69	42.60	48.70	56.17
增长率	12.47%	13.05%	14.31%	15.33%
每股收益EPS(元)	0.42	0.48	0.55	0.63
净资产收益率ROE	7.85%	10.27%	10.77%	11.34%
PE	8	7	6	5
PB	0.72	0.87	0.79	0.71

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	89.04
流通A股(亿股)	89.04
52周内股价区间(元)	2.65-4.2
总市值(亿元)	289.39
总资产(亿元)	3,537.66
每股净资产(元)	3.42

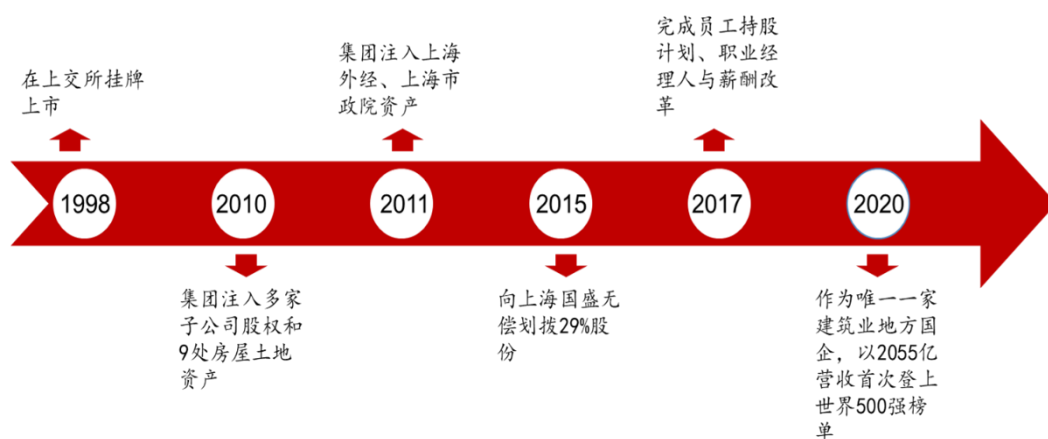
相关研究

1 地方综合建筑龙头企业

1.1 实力一流的地方建筑国企

上海建工是上海国资中较早实现整体上市的企业，是覆盖全产业链的建筑龙头企业。前身为创立于 1953 年的上海市人民政府建筑工程局，1994 年整体改制为以上海建工（集团）总公司为资产母公司的集团型企业。1998 年发起设立上海建工集团股份有限公司，并在上海证券交易所挂牌上市，自上市以来，每年参与上海市 70% 重大工程项目建设。2010 年和 2011 年，经过两次重大重组，完成整体上市。2003 年公司营收首次突破 100 亿，2013 年迈进 1000 亿平台，2019 年跃入 2000 亿平台，在 2020 年《财富》世界 500 强中，上海建工作为唯一一家建筑业地方国企，以 2055 亿元营收首次登上榜单，排名第 423 位。

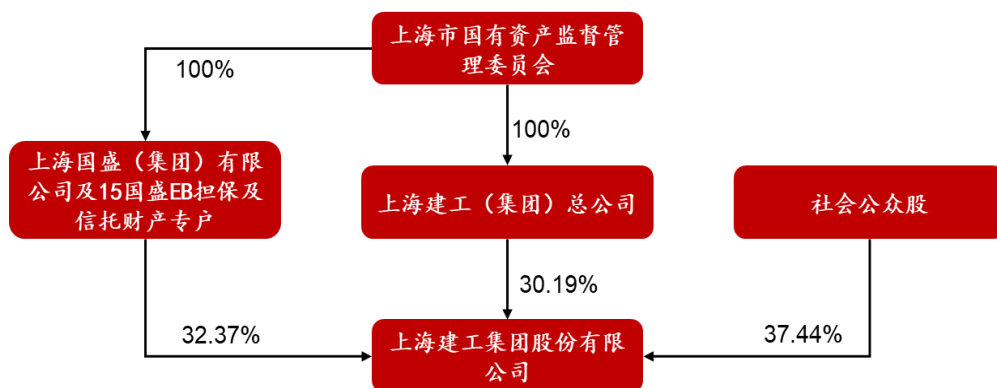
图 1：公司发展历程



数据来源：wind，西南证券整理

截至 2021 年年末，上海市国资委通过上海建工集团总公司和国盛集团间接持股 62.56%，为实际控制人。上海建工旗下子公司 21 家，共计 15 个事业部，涉及建筑施工、设计咨询、房产开发、城市建设投资、建材工业五大核心业务，形成完整产业链。

图 2：控股股东及实际控制人情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 打造全产业链业务布局

“五大事业群+六大新兴业务”覆盖全产业链。经过多年发展，公司形成了以建筑施工业务为基础，房产开发业务和城市建设投资业务为两翼，设计咨询业务和建材工业业务为支撑的主营业务架构。近年，公司积极拓展城市更新、水利水务、生态环境、工业化建造、建筑服务业、新基建领域等六大新兴市场。目前，上海建工“五大事业群+六大新兴业务”覆盖投资、策划、设计、建造、运维、更新全产业链，可为客户提供高效的建筑全生命周期整体解决方案。

建筑施工业务方面，公司是上海建工传统优势业务，拥有的主要资质包括建筑工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包特级资质、市政行业工程设计甲级资质以及建筑行业（建筑工程）设计甲级资质等。公司已在超高层、钢结构、大跨度桥梁、装配式建筑、地铁轨交、园林绿化、地下空间综合开发、清洁能源、磁浮交通等多个领域形成了成套技术，不少处于国际领先地位，累计获中国建筑行业工程质量最高荣誉“鲁班奖”117项、“詹天佑奖”59项。

设计咨询业务方面，公司内设3家具有甲级设计资质的大型勘测设计企业、1个国家企业技术中心、1个国家工程研究中心、2个国家博士后科研工作站、8个国家认证试验室和检测机构，超6000名设计咨询人员。子公司上海市政府院实力强劲，聚焦房建领域高端市场，涉及基建诸多领域，与工程承包业务形成良好协同。

建材工业业务方面，该业务是工程承包业务的关联细分行业，可以为公司的建筑施工业务提供支持，有利于提升公司业务的协同效应，并增强公司与客户的粘合度，主要产品涉及商品混凝土及预制构件、钢结构、中央空调等。全资子公司建材科技是全球第六大、全国第三大、上海地区最大的商品混凝土生产企业，具有预拌商品混凝土及预制构件生产最高资质，可生产各种强度等级的混凝土及特种混凝土和各类混凝土预制构件，商品混凝土年产能达4000万立方米以上。全资子公司上海建工钢结构是全国单体最大的钢结构产业化基地之一，拥有4万平方米预拼装场地，6条各类钢结构产品生产线，年产钢结构15万吨。

房产开发业务方面，主要以开发中高档住宅和保障性住房为主，辅以商业写字楼、标准厂房；城市建设投资业务主要是以PPP方式投资、建设包括道路交通、旧区改造、交通枢纽等在内的市政基础设施项目。

城市建设投资业务方面，主要是以PPP方式投资、建设包括道路交通、旧区改造、交通枢纽等在内的市政基础设施项目。历年来，公司城市建设投资项目新签合同保持适度规模，建设如期推进，有效拉动公司其他主营业务的发展。

图 3：公司业务架构

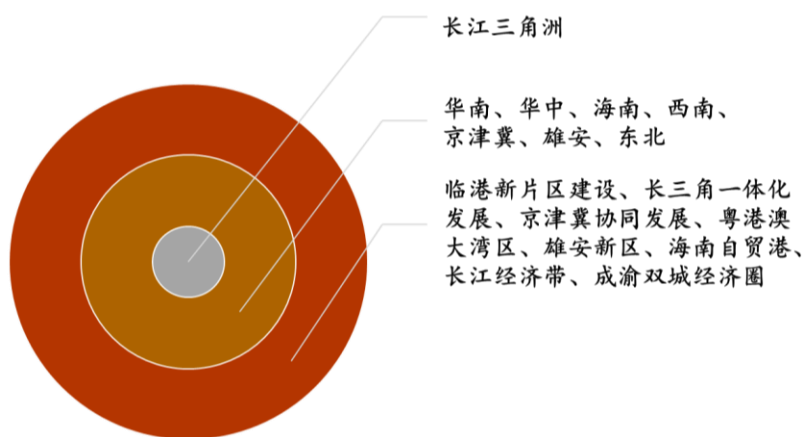


数据来源：公司年报，西南证券

1.3 推进全国化发展战略

持续推进“1+7+X”全国化战略纵深发展。坚持立足上海、全国布局、服务全国、海外发展，积极融合和服务国家战略，聚焦国内市场“1+7+X”，以长三角为重心，深耕华南、华中、海南、西南、京津冀、雄安、东北七大区域，主动对接临港新片区建设、长三角一体化发展、京津冀协同发展、粤港澳大湾区、雄安新区、海南自贸港、长江经济带、成渝双城经济圈，业务覆盖全国 34 个省级行政区的 150 多座城市，助力畅通国内大循环。在海外市场，公司在巩固好非洲、东南亚、南太平洋等传统根据地市场的同时，适时拓展中亚等其他有潜力的区域市场。

图 4：“1+7+X”全国化战略



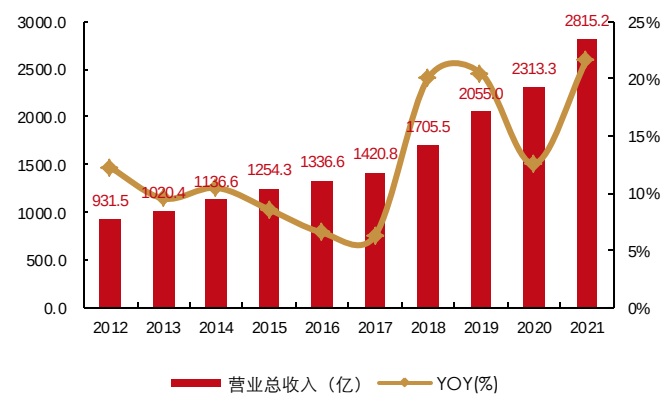
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.4 经营稳中求进

公司近年营收增长较为平稳: 公司营收由 2012 年的 931.54 亿元增至 2021 年的 2815.16 亿元, 近五年 CAGR 为 14.65%。其中 2018 年公司营业收入增速大幅提升, 主要是受到建筑施工业务、房地产开发业务营收增速提升影响, 房产开发业务营业收入 2018 年为 228.82 亿元, 较上年增长 100%, 建筑施工业务营业收入为 1283 亿元, 较上年增长 14%; 2020 年营收增速放缓, 主要受疫情影响公司订单增长减弱。

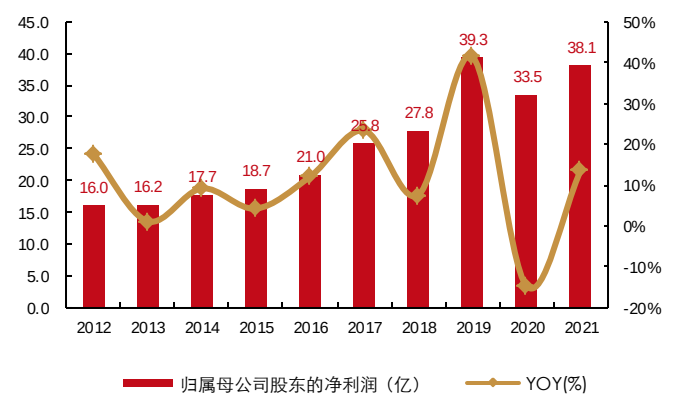
2018、2020 年公司归母净利润增速与营收增速有所背离: 2012-2021 年公司归母净利润由 16 亿元增至 38.07 亿元, 近五年 CAGR 8.06%。其中 2018 年归母净利润增速同比明显下滑, 与营业收入增速趋势有所背离, 其主要原因是: 2018 年子公司与第三方合作开发的房地产项目交房结转产生了约 7.31 亿元的少数股东损益, 较上年增加显著, 另外公司计提了 6.99 亿元金融资产减值及应收款坏账, 导致公司归母净利润增速受较大影响; 2020 年归母净利润增速为负, 主要原因是公司地产业务受到疫情及限价影响, 当年结算收入减少, 同时对地产存货计提减值准备, 另外 2020 年公司收购天住集团, 因会计准则与上市公司差异影响, 补充计提应收款项减值准备, 导致归母净利润下滑明显。

图 5: 2012-2021 年营业收入及增速



数据来源: Wind、西南证券整理

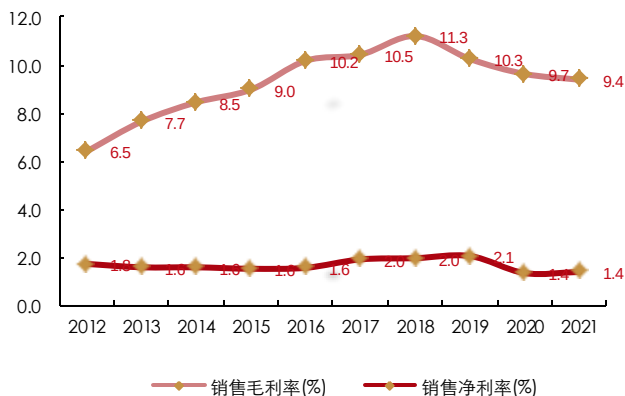
图 6: 2012-2021 年归母净利润及增速



数据来源: Wind、西南证券整理

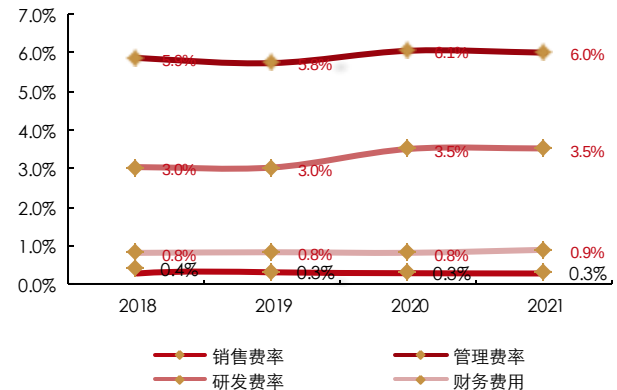
近三年公司毛利率下降趋势明显, 研发投入逐步加大。 公司毛利率自 2012 年起至 2018 年逐年上涨, 主要和毛利率较高的房地产开发业务营收占比上升有关; 2019 年公司施工收入占比提高, 且该业务盈利能力下降, 导致毛利率有所下降; 2020 年地产业务毛利率大幅下滑拖累整体毛利率。20 年公司净利率 1.39%, 同比-0.71pp, 主要系资产 (含信用) 减值损失占收入的比重提升 0.31pp 至 0.76%, 对利润造成一定侵蚀。自 2013 年起公司逐步加大了研发费用的投入, 研发费用率由 2013 年的 0.77% 增至 2020 年的 3.51%, 增加 2.74pp, 公司上市以后注重研发, 确立了以科学技术为核心竞争力的发展策略, 2013 年成立上海建工集团工程研究总院, 其设计、咨询、勘察、规划资质全部达到国家最高等级, 2020 年公司共拥有研发人员 8826 人, 占总人数比 18.05%, 在可比公司中处领先地位。

图 7：2012-2021 年公司毛利率及净利率



数据来源：Wind、西南证券整理

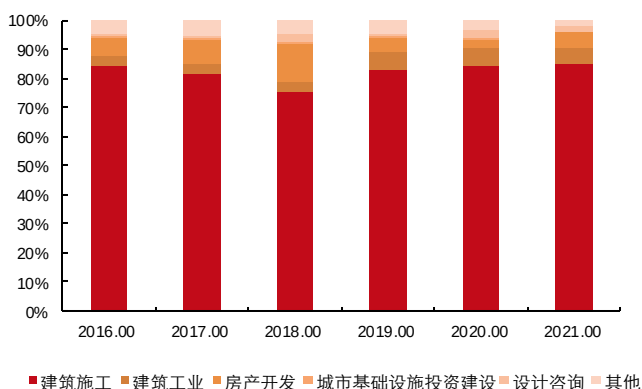
图 8：2018-2021 年公司费率



数据来源：Wind、西南证券整理

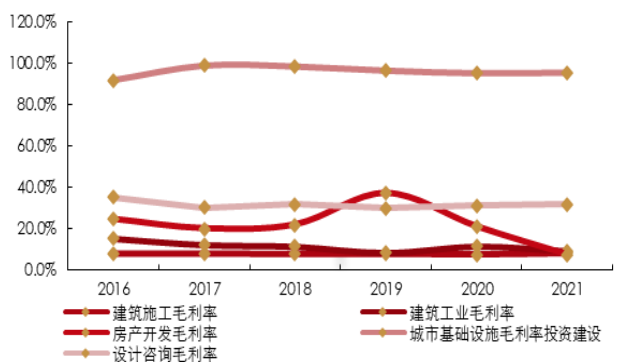
毛利率较高业务收入体量与占比不断上升，综合毛利率有望改善。在五大业务板块中，毛利率从高到低排名为城市建设投资、设计咨询、房产开发、建筑工业、建筑施工，2021 各板块毛利率分别为 95.5%、31.8%、7.3%、9.3%以及 8.2%，较 2020 年变动为+0.3pp、+0.6pp、-13.7pp、-2.2pp、+0.7pp，房产开发受房地产政策调控影响拖累整体毛利率。分业务板块看，毛利率较高业务城市建设投资和设计咨询的收入体量与占比不断上升，房产开发业务收入占比有明显降低趋势，上海建工的营收结构不断优化，综合毛利率有望改善。

图 9：各部分业务营收占比



数据来源：wind、西南证券整理

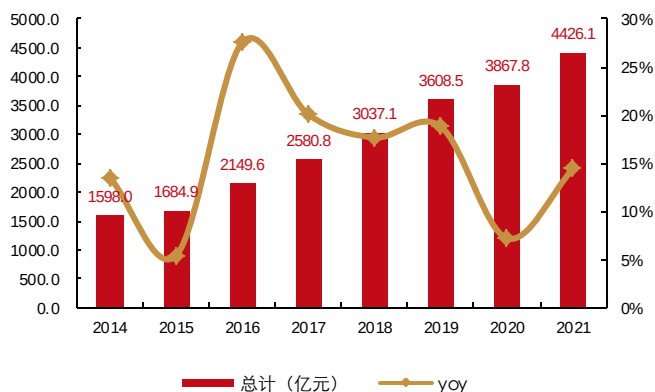
图 10：各部分业务毛利占比及毛利率 (%)



数据来源：wind、西南证券整理

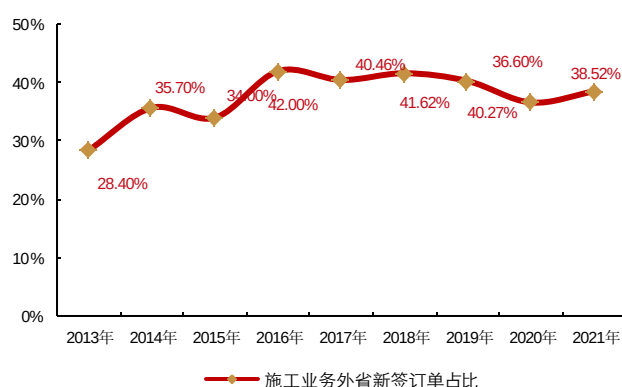
新签订单金额逐年稳步上升，“全国化”战略持续推进。2018 年以后公司新签订单金额维持在 3000 亿以上，2017-2021 年公司新签订单金额 CAGR 达 11.4%，其中设计咨询和房产销售订单增长迅猛，2017-2021 年 CAGR 分别为 14.2%/15.9%。地域布局上，公司持续推进“全国化”战略纵深发展，紧密围绕“长三角一体化、粤港澳大湾区、京津冀协调发展、海南全面深化改革开放”等国家战略，在提升上海市场占有率的基础上，巩固深化“1+7+X”国内区域市场拓展格局，上海市场是公司品牌创立地，公司作为上海城市建设主力军，近年来参与了 50% 以上的市重大工程，上海以外国内市场是公司业务增长的关键市场，近年来建筑施工新签订单逐年提升，2016 年以后基本维持 40% 的占比。

图 11: 历年新签订单金额及增速 (%)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 12: 历年外省建筑施工新签订单占比 (%)



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

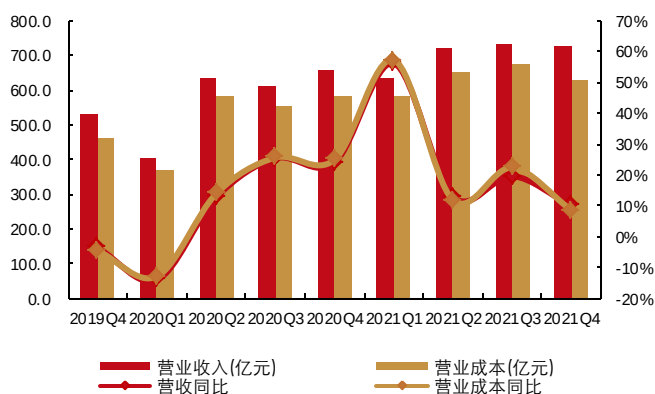
表 1: 公司历年新签订单金额情况

公司历年新签订单情况	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总计 (亿元)	1598.0	1684.9	2149.6	2580.8	3037.1	3608.5	3867.8	4426.1
yoy		13.49%	5.44%	27.58%	20.06%	17.68%	18.80%	7.20%
建筑施工(亿元)	1349.0	1351.0	1652.0	2001.3	2468.1	3025.8	3129.2	3527.7
yoy		13.74%	0.15%	22.28%	21.14%	23.33%	22.60%	3.40%
设计咨询(亿元)	54.0	64.0	75.0	121.7	161.5	187.7	209.7	235.4
yoy		8.00%	18.52%	17.19%	62.25%	32.70%	16.20%	11.70%
房地产销售(亿元)	70.0	73.0	120.0	125.2	120.1	59.8	92.4	161.4
yoy		7.69%	4.29%	64.38%	4.34%	-4.05%	-50.24%	54.60%
城建投资(亿元)	55.0	90.0	178.7	156.5	87.0	66.0	85.3	148.5
yoy		32.53%	63.64%	98.56%	-12.43%	-44.39%	-24.19%	29.24%
建筑工业(亿元)	70.0	72.0	77.7	115.9	138.8	175.4	206.0	242.2
yoy		9.38%	2.86%	7.97%	49.05%	19.76%	26.40%	17.50%

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

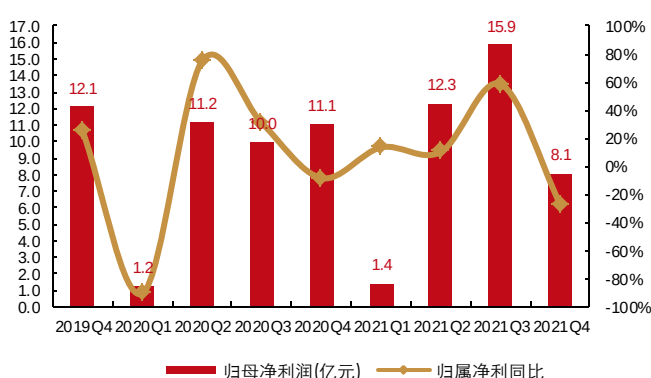
2 关键财务指标

图 13: 2021 年实现营业收入 2810.6 亿元, 同比增长 21.5%



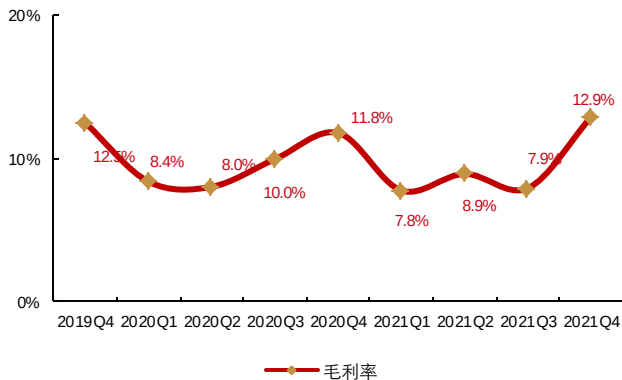
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2021 年实现归母净利润 37.7 亿元, 同比增加 12.5%



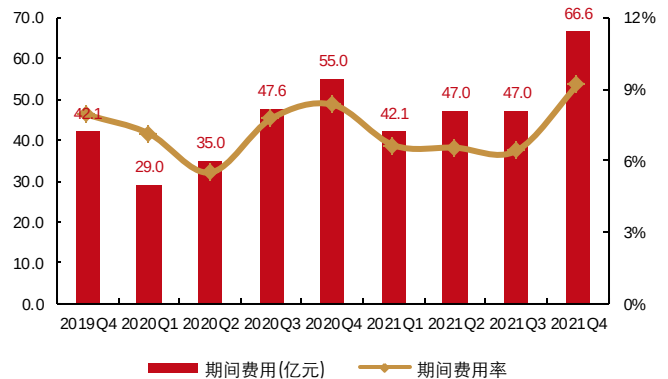
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 2021 年毛利率 9.4%, 较上年降低了 0.24pp



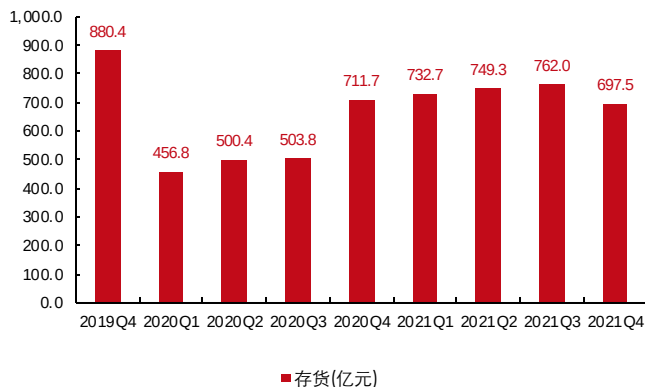
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2021 年期间费用率 7.2%, 较上年同期上升 0.01 个 pp



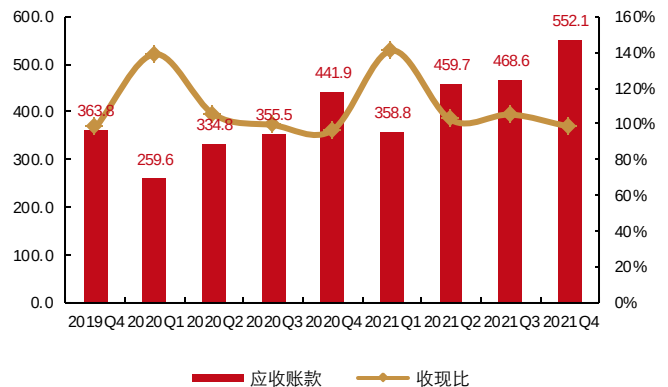
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 2021 年存货及合同资产 697.5 亿元, 较上年同期降低 2%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 2021 年收现比 98.3%, 同比上升 1.8 个百分点



数据来源: Wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 根据 2021 年公司建筑施工业务订单增速 12.74%，我们推测该业务规模增速有望维持，预计 2022-2024 建筑施工业务规模增速 23.0%、23.0%、23.0%，毛利率保持 8.2%；

假设 2: 公司设计咨询业务订单增长提速明显，2021 年增速 12.3%，预计该业务 2022-2024 年每年规模增速为 3.0%、3.0%、3.0%，毛利维持 31.8%；

假设 3: 房地产销售业务受国家宏观调控政策影响，2021 年销售毛利率下滑明显，订单增速维持较高，收入有望保持一定成长性，我们推测地产业务 2022-2024 年销售增速为 30%、30%、30%，毛利率略降为 7%；

假设 4: 2021 年公司城建投资业务新签订单增速 74.1%，预计 2022-2024 年销售增速 10%、10%、10%，毛利率保持在 95.5%；

假设 5: 2021 年公司建筑工业新签订单 242.2 亿元，增速与去年持平，预计 2022-2024 年销售增速 10%、10%、10%，毛利率保持在 9.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
建筑施工	收入	2,381.7	2929.50	3603.29	4432.05
	增速	22.81%	23.00%	23.00%	23.00%
	成本	2186.1	2689.28	3307.82	4068.62
	毛利率	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
设计咨询	收入	52.4	54.0	55.6	57.3
	增速	-3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	35.8	36.8	37.9	39.1
	毛利率	31.8%	31.8%	31.8%	31.8%
房地产销售	收入	138.5	180.1	234.1	304.3
	增速	119.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	128.5	167.5	217.7	283.0
	毛利率	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
城建投资	收入	12.9	14.2	15.7	17.2
	增速	-9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	0.6	0.6	0.7	0.8
	毛利率	95.5%	95.5%	95.5%	95.5%
建筑工业	收入	166.6	183.2	201.5	221.7
	增速	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	151.1	166.2	182.8	201.1
	毛利率	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
合计	收入	2,810.6	3,361.0	4,110.2	5,032.6
	增速	21.5%	19.6%	22.3%	22.4%
	成本	2545.6	3060.4	3747.0	4592.6
	毛利率	9.4%	8.9%	8.8%	8.7%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2022 年平均估值 9 倍。公司 3 年归母净利润复合增速 14.2%，根据可比公司估值，给予公司 2022 年 9 倍 PE，对应目标价 4.32 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2022/4/15)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600502.SH	安徽建工	5.45	0.75	0.90	1.10	7	6	5
601669.SH	中国电建	7.74	0.70	0.82	0.94	11	9	8
601800.SH	中国交建	9.67	1.28	1.43	1.58	8	7	6
平均值						9	7	6

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

宏观经济下行风险、房地产政策变化风险、基建投资不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2810.55	3361.02	4110.20	5032.58	净利润	40.48	45.76	52.31	60.33
营业成本	2545.57	3060.39	3746.96	4592.56	折旧与摊销	26.55	6.91	6.91	6.91
营业税金及附加	11.32	12.95	16.08	19.59	财务费用	24.89	25.00	25.00	25.00
销售费用	8.39	10.19	12.36	15.20	资产减值损失	-10.70	-11.00	-15.00	-15.00
研发管理费用	169.43	239.64	273.74	337.18	经营营运资本变动	124.32	131.37	138.35	114.51
财务费用	24.89	25.00	25.00	25.00	其他	-101.87	-40.16	-28.51	-31.57
资产减值损失	-10.70	-11.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	103.68	157.88	179.05	160.17
投资收益	16.68	50.00	38.89	42.60	资本支出	-19.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.88	3.89	3.89	3.89	其他	1.00	-18.55	-44.84	-41.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18.12	-18.55	-44.84	-41.14
营业利润	47.98	55.74	63.84	74.53	短期借款	-10.83	-86.04	0.00	0.00
其他非经营损益	4.85	3.99	4.43	4.20	长期借款	30.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	52.83	59.73	68.27	78.74	股权融资	6.73	0.00	0.00	0.00
所得税	12.35	13.96	15.96	18.41	支付股利	0.00	-11.79	-12.59	-13.75
净利润	40.48	45.76	52.31	60.33	其他	-56.37	-274.16	-25.00	-25.00
少数股东损益	2.79	3.16	3.61	4.16	筹资活动现金流净额	-29.50	-371.99	-37.59	-38.75
归属母公司股东净利润	37.69	42.60	48.70	56.17	现金流量净额	55.78	-232.66	96.62	80.28
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	841.53	608.87	705.49	785.78	成长能力				
应收和预付款项	694.22	822.36	1011.72	1237.23	销售收入增长率	21.50%	19.59%	22.29%	22.44%
存货	697.48	835.81	1024.65	1256.44	营业利润增长率	17.25%	16.16%	14.53%	16.75%
其他流动资产	522.88	72.58	83.71	97.42	净利润增长率	25.63%	13.05%	14.31%	15.33%
长期股权投资	59.12	59.12	59.12	59.12	EBITDA 增长率	18.13%	-11.85%	9.24%	11.17%
投资性房地产	49.43	49.43	49.43	49.43	获利能力				
固定资产和在建工程	96.51	92.74	88.97	85.20	毛利率	9.43%	8.94%	8.84%	8.74%
无形资产和开发支出	32.88	30.26	27.63	25.01	三费率	7.21%	8.18%	7.57%	7.50%
其他非流动资产	543.62	630.72	717.83	804.94	净利率	1.44%	1.36%	1.27%	1.20%
资产总计	3537.66	3201.88	3768.57	4400.56	ROE	7.85%	10.27%	10.77%	11.34%
短期借款	86.04	0.00	0.00	0.00	ROA	1.14%	1.43%	1.39%	1.37%
应付和预收款项	1642.69	1938.07	2417.68	2944.78	ROIC	57.81%	329.56%	-116.37%	-71.05%
长期借款	501.77	501.77	501.77	501.77	EBITDA/销售收入	3.54%	2.61%	2.33%	2.11%
其他负债	791.49	316.25	363.59	421.91	营运能力				
负债合计	3021.99	2756.09	3283.05	3868.47	总资产周转率	0.83	1.00	1.18	1.23
股本	89.04	89.04	89.04	89.04	固定资产周转率	34.11	41.06	52.63	67.71
资本公积	28.82	28.82	28.82	28.82	应收账款周转率	5.66	5.62	5.72	5.70
留存收益	188.54	219.35	255.47	297.88	存货周转率	3.59	3.98	4.02	4.02
归属母公司股东权益	409.62	336.58	372.70	415.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.34%	—	—	—
少数股东权益	106.05	109.21	112.82	116.98	资本结构				
股东权益合计	515.67	445.80	485.52	532.10	资产负债率	85.42%	86.08%	87.12%	87.91%
负债和股东权益合计	3537.66	3201.88	3768.57	4400.56	带息债务/总负债	21.37%	20.31%	17.05%	14.47%
					流动比率	1.14	1.09	1.06	1.04
					速动比率	0.85	0.70	0.67	0.65
					股利支付率	0.00%	27.67%	25.85%	24.48%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	99.43	87.65	95.75	106.44	每股收益	0.42	0.48	0.55	0.63
PE	7.80	6.90	6.03	5.23	每股净资产	4.60	3.78	4.19	4.66
PB	0.72	0.87	0.79	0.71	每股经营现金	1.16	1.77	2.01	1.80
PS	0.10	0.09	0.07	0.06	每股股利	0.00	0.13	0.14	0.15
EV/EBITDA	-4.69	-6.30	-7.69	-8.50					
股息率	0.00%	4.01%	4.28%	4.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn