

## 新业务转型升级，盈利能力增强

### 投资要点

- **事件：**公司发布2022年三季度报，前三季度实现营业收入32.83亿元，同比增长7.3%；实现归母净利润3.5亿元，同比增长11.9%；基本EPS 0.52元。
- **新兴业务占比提升，盈利能力显著增强。**公司前三季度实现营业收入32.83亿元，同比增长7.3%；实现归母净利润3.5亿元，同比增长11.9%；实现毛利率34.0%，同比+0.8pp，净利率10.9%，同比+0.6pp；期间费用率16.9%，同比+0.4pp；经营活动产生的现金流量净额-4.7亿元。单三季度看，实现营业收入9.8亿元，同比+8.6%，实现归母净利润0.9亿元，同比+16.8%；归母净利润同比增速明显快于营收增速，主要系新兴业务占比逐渐提升，盈利能力显著增强。
- **省内省外齐发力，不断拓展业务领域。**从公司上半年新承接业务来看，新承接合同额46.2亿元，江苏省内保持20亿元以上规模，广东省3.7亿元，河南省1.7亿元，安徽省1.4亿元，浙江省1.4亿元。公司在重点区域、重点市场优势持续显著，省外订单占比从2015年的36%，提升到2021年的38%，省内省外共同发力，不断拓展业务领域。
- **加快业务转型升级，发力数字智慧、绿色低碳两个新兴领域。**今年上半年，公司数字智慧业务实现营业收入2.3亿元，占营业收入比重10.1%，绿色低碳业务实现营业收入2.3亿元，占营业收入比重10.3%。华设加快业务转型，努力提升营收占比，进而实现内生性经营增长，提升公司核心竞争力。
- **股权激励调动员工积极性，彰显发展信心。**今年上半年，公司发布公告，拟使用自有或自筹资金，回购272.73万股股票，回购价格不超过11元/股，回购资金总额不低于人民币3000万元、不超过人民币6000万元，用于实施股权激励或员工持股计划。近几年受疫情影响，公司营收放缓，此次股权激励将调动核心员工的工作积极性，彰显公司发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.1亿元、7.8亿元、8.6亿元，对应PE分别为8、7、6倍。给予公司2022年业绩PE 10倍可比估值，对应目标价位10.30元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**应收账款回款风险，基建投资不及预期，新业务拓展不及预期。

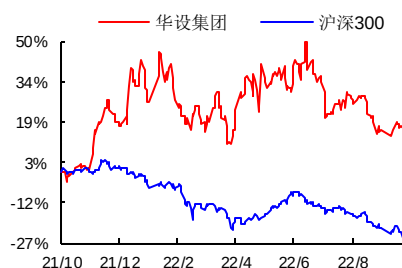
| 指标/年度        | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）     | 58.22  | 64.19  | 70.84  | 77.75  |
| 增长率          | 8.74%  | 10.25% | 10.37% | 9.75%  |
| 归属母公司净利润（亿元） | 6.18   | 7.05   | 7.75   | 8.61   |
| 增长率          | 6.10%  | 13.97% | 9.95%  | 11.10% |
| 每股收益EPS（元）   | 0.90   | 1.03   | 1.13   | 1.26   |
| 净资产收益率ROE    | 15.97% | 15.70% | 15.02% | 14.57% |
| PE           | 9      | 8      | 7      | 6      |
| PB           | 1.38   | 1.19   | 1.04   | 0.91   |

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)     | 6.84       |
| 流通A股(亿股)    | 6.69       |
| 52周内股价区间(元) | 6.78-10.22 |
| 总市值(亿元)     | 53.54      |
| 总资产(亿元)     | 106.91     |
| 每股净资产(元)    | 5.80       |

### 相关研究

## 1 公司简介：拥有行业最高资质的综合性工程咨询集团

华设集团是全国唯一一家具备交通全行业（公路、铁路、水运、民航）综合设计能力的工程咨询设计企业，可提供从综合规划、项目咨询、勘察设计到科研开发、检测监测、运营管理的全过程、全产业链、全生命周期基础设施建设综合解决方案。综合实力位居全国前列，已取得中国工程勘察设计行业质量管理体系 AAA 级认证。公司有 60 多年的发展历史，业务主要包括城乡规划、公路、水运、航空、铁路与城市轨道、市政、水利、建筑、生态环保、智能交通和基础设施数字化等领域。1960 年至今，公司可以划分成四个发展阶段：

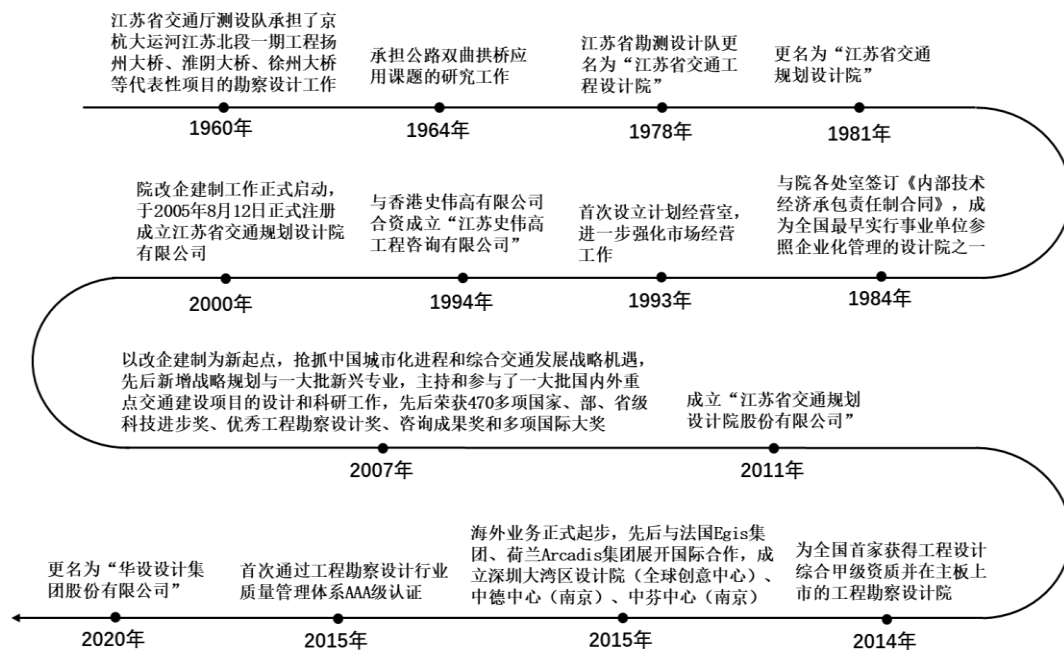
**第一阶段（1960—1981）：艰苦创业，为集团早期发展奠定基础。**前身为江苏省交通厅勘测队，承担了京杭大运河江苏北段一期工程扬州大桥、淮阴大桥、徐州大桥等项目的勘察设计工作，为集团此后桥梁、水运专业的高速发展和技术传承奠定了历史基础，1978 年江苏省勘测设计队更名为“江苏省交通工程设计院”，1981 年，更名为“江苏省交通规划设计院”。

**第二阶段（1982—2005）：顺应改革开放潮流，改企建制。**1984 年，与院各处室签订《内部技术经济承包责任制合同》，成为全国最早实行事业单位参照企业化管理的设计院之一；1988 年，成立院勘察设计质量评审委员会，并制定一系列质量管理制度；1989 年，全面质量管理体系首次通过交通部、江苏省两级达标验收；1993 年，首次设立计划经营室，进一步强化市场经营工作。1994 年，江苏省交通规划设计院与香港史伟高有限公司合资成立“江苏史伟高工程咨询有限公司”，成为中国首批中外合资工程咨询企业之一；2000 年，院改企建制工作正式启动，于 2005 年 8 月 12 日正式注册成立江苏省交通规划设计院有限公司，至此，公司迈出现代化企业制度改革第一步。

**第三阶段（2006—2013）：抢抓机遇，打造华设品牌。**2007 年以来，以改企建制为新起点，抢抓中国城市化进程和综合交通发展战略机遇，先后新增战略规划与一大批新兴专业，主持和参与了一大批国内外重点交通建设项目的设计和科研工作，先后荣获 470 多项国家、省级科技进步奖、优秀工程勘察设计奖、咨询成果奖和多项国际大奖；2011 年，成立“江苏省交通规划设计院股份有限公司”。

**第四阶段（2014 年—今）：主板上市，走出江苏，放眼全国。**2014 年，成为全国首家获得工程设计综合甲级资质并在主板上市的工程勘察设计院；2015 年，海外业务正式起步，先后与法国 Egis 集团、荷兰 Arcadis 集团展开国际合作，成立深圳大湾区设计院（全球创意中心）、中德中心（南京）、中芬中心（南京）；2016 年，成立“中设设计集团股份有限公司”，推行三层级集团化管控模式；2018 年，首次通过工程勘察设计行业质量管理体系 AAA 级认证；2020 年 9 月 30 日，更名为“华设设计集团股份有限公司”。当前，集团业务投射长三角、华北、华南、西南、西北五大经营片区，省外份额逐年增长，构建起覆盖全国范围的市场和营销服务网络。

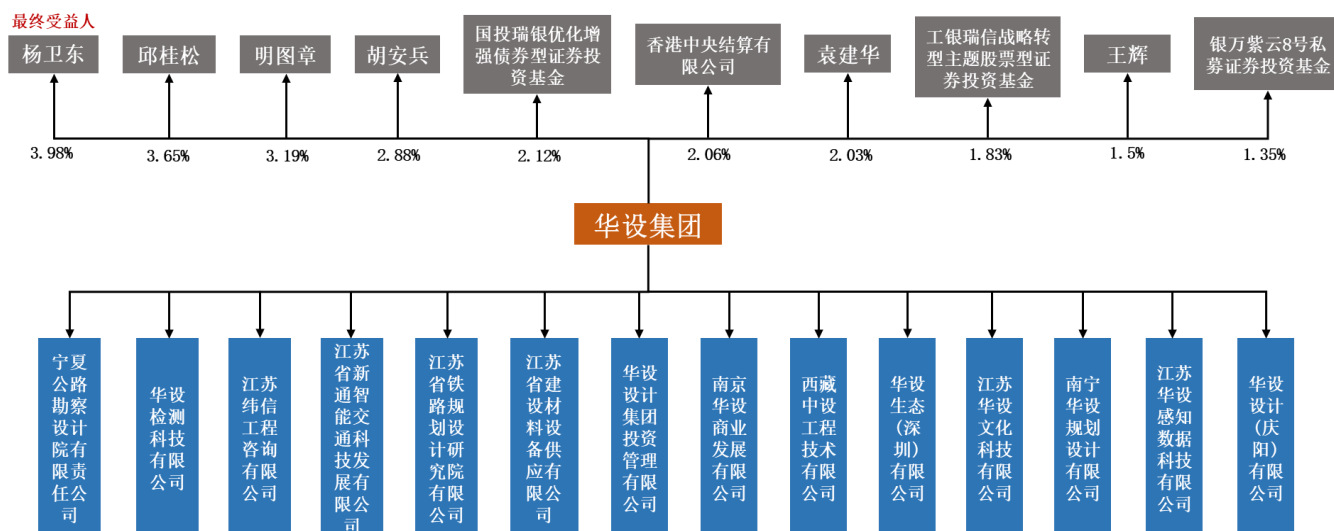
图 1：华设集团发展历程



数据来源：中国交通报社，西南证券整理

股权高度分散，高管均有持股，彰显公司发展信心。公司股权结构分散，没有实控人和控股股东，最大的股东和实控人为杨卫东，持股比例 3.98%，公司高管均有持股，彰显对集团发展的信心。集团员工 6000 余人，其中硕士及以上学历的员工共 2145 人，本科及以上学历人员占全集团员工总数的 88%，强大的人力资源构筑公司核心竞争力。

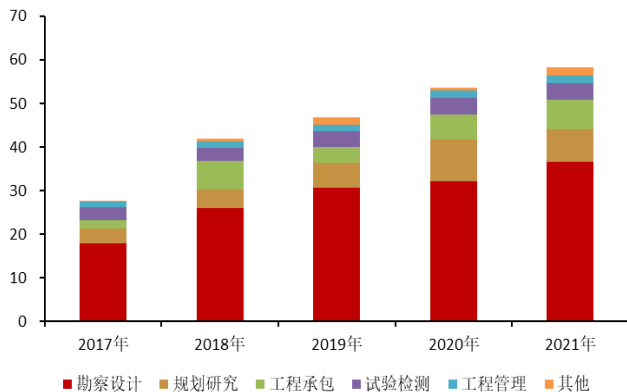
图 2：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

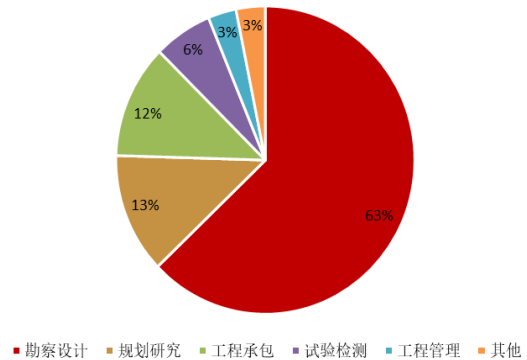
**立足设计，积极拓展业务。**公司主要业务包含勘察设计、规划研究、工程承包、试验检测、工程管理等，其中核心主业为勘察设计，2021 年的营收占比为 63%，省内业务占比 62%。2021 年公司在智库咨询、工程设计、工程总承包、检测与感知等领域，全面提升整体解决方案能力，并在智慧绿色、商业服务等领域积极产业化拓展。据公司年报统计，2021 年公司新型业务总营业收入达 9.4 亿元，其中数字智慧类 3.9 亿元，绿色低碳类 5.5 亿元，与去年同期相比，增速超 20%。

图 3：2017-2021 公司主营业务构成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2021 公司各业务营收占比



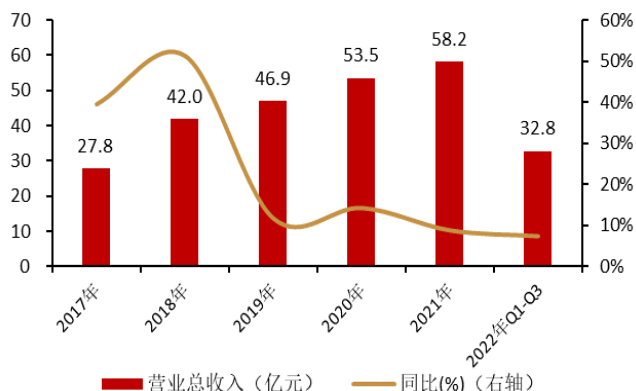
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 财务分析：业绩多年稳健增长

**营收端：**公司营收持续增长，从 2017 年的 27.8 亿元增长到 2021 年的 58.2 亿元，复合增速 16%。其中 2017、2018 年的营收增速较快，原因是公司处于业务扩张阶段，营收体量大幅攀升；2019 年营收增速明显下降，主要系项目审批趋严，订单转化放缓；2020 年为对冲疫情影响、扩大有效投资、促进经济平稳运行，各地加快专项债的发行使用进度，并重点用于交通、能源、水利等项目，公司承接订单增加，营收增速回升；2021 年国内经济企稳，基建投资放缓，专项债发行力度不及预期，公司营收增速收到一定影响；今年前三季度，实现营业收入 32.83 亿元，同比增长 7.3%。

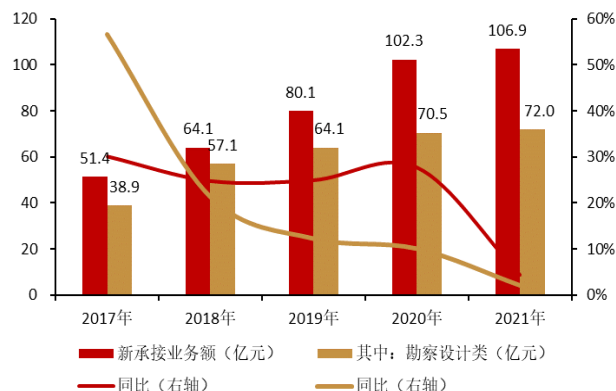
**订单端：**2017-2020 年订单增速维持 20% 以上，2020 年公司订单金额首破百亿；2021 年国内基建项目数量、金额都有收缩，订单增长不及预期；2022 上半年，公司新承接业务额 46.2 亿元，江苏省内保持 20 亿元以上规模，广东省 3.65 亿元，河南省 1.65 亿元，安徽省 1.42 亿元，浙江省 1.37 亿元，公司在重点区域、重点市场优势持续显著。从订单结构看，勘察设计类订单占比从 2018 年的 89% 下降到 2021 年的 67.4%，集团加快转型升级，新业务增长迅速。2021 年，以 BIM+GIS 技术为先导取得的项目合同额约 2.6 亿元，以 BIM+GIS 系统作为生产平台的项目合同额约 6.7 亿元，有力支撑了公司数字化转型；集团自主研发的 EICAD 系统作为明星软件产品，已全面实现 SaaS 化，近 3 年，销售收入保持了 100% 的年均增长速度。

图 5：2017-2022Q3 公司营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

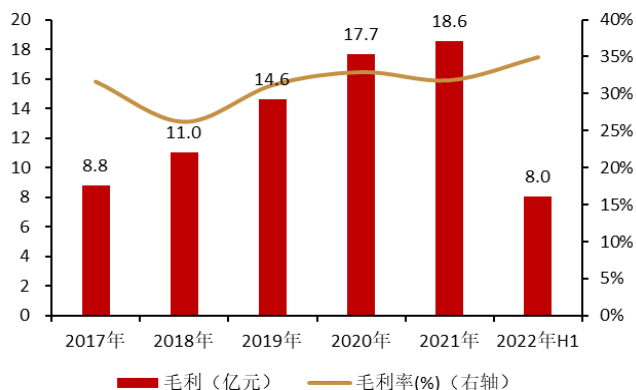
图 6：2017-2021 年公司新承接订单情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

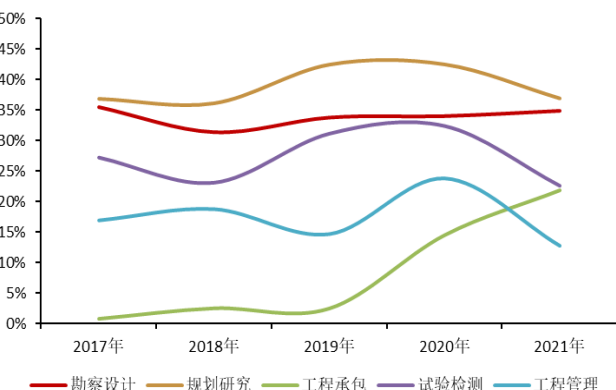
**毛利端：**公司毛利率近几年维持在 30% 左右，2018 年 EPC 业务放量，拖累整体毛利率；2022 年前三季度毛利率上扬，主要系 EPC 业务占比降低，高毛利的检测业务和新兴业务占比提升所致。分项来看，EPC 业务毛利率从 2020 年开始大幅改善，主要系从 2020 年开始，EPC 合同金额只算技术管理费和设计费所致。

图 7：2017-2022H1 公司毛利及毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2017-2021 年公司分业务毛利率情况

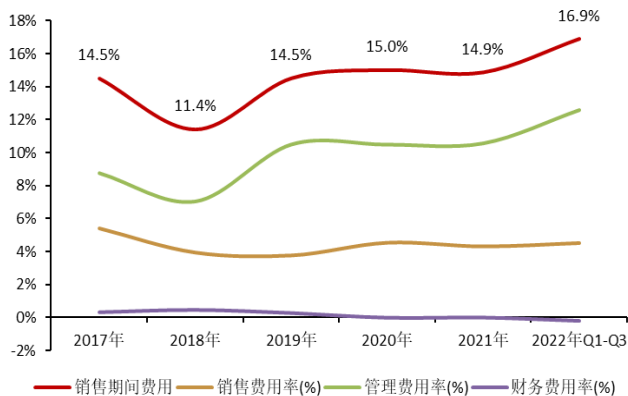


数据来源：Wind，西南证券整理

**费用端：**近五年来公司销售期间费用率缓慢上升，2018 期间费用率下降明显，主要系扩增期营收规模增加，而管理人员增幅不大，管理费用率较上年下降较多；2022 年前三季度期间费用率上升明显，原因是职工薪酬及实施第二期股权激励的股份支付增加，导致管理费用率上升。2022 年前三季度银行贷款减少，利息支出降低，财务费用率下降至-0.2%。

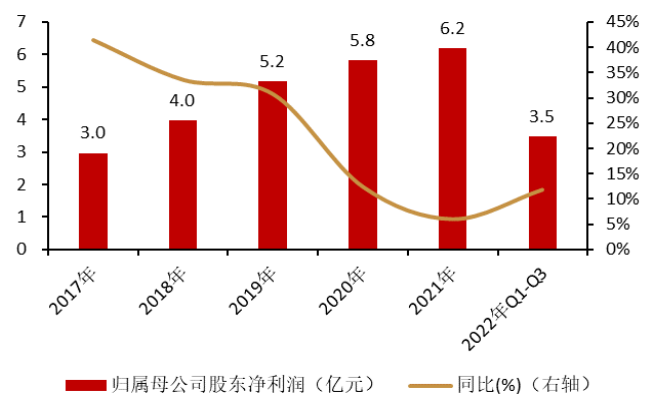
**利润端：**归母净利润 2019 年之前保持 30% 以上增速，2020 年受疫情影响，公司计提较多减值，利润受到侵蚀；2021 年计提资产减值和信用减值共计 2.63 亿元，与 2020 年相比略有降低；2022 年前三季度实现归母净利润 3.5 亿元，同比增长 11.9%，归母净利润增速较快，主要系新兴业务占比逐渐提升，盈利能力显著增强。

图 9：2017-2022Q3 公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

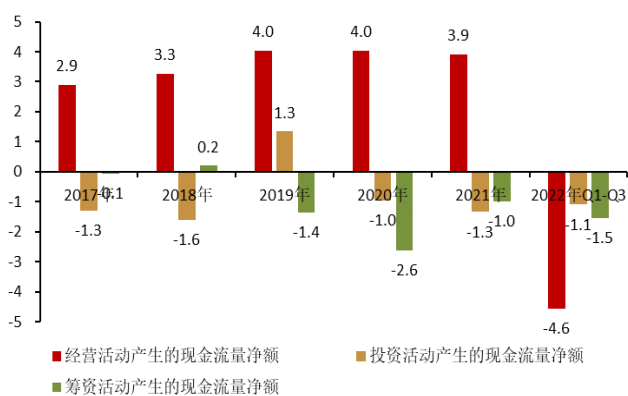
图 10：2017-2022Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

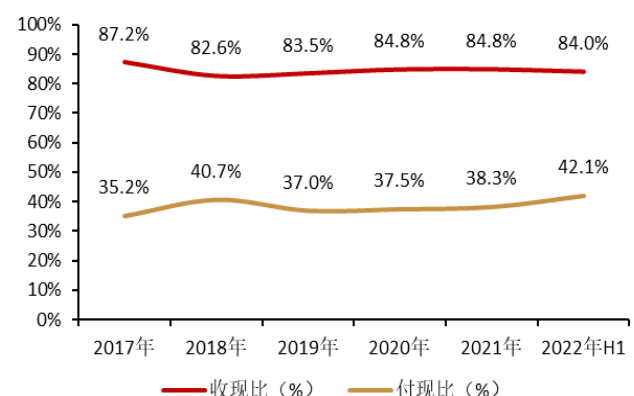
**现金流：**公司收现比、付现比整体表现平稳，收现比平均高出付现比 45pp 左右。2022 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额 -4.7 亿元，同比多流出 0.5 亿元，现金流略有恶化。

图 11：2017-2022Q3 公司现金流量情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2017-2022H1 公司收现比、付现比



数据来源：Wind，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

假设 1：2022 年上半年新签订单 46.2 亿元，历年勘察设计业务订单占比在 70%左右，同比略有下滑，另外公司近年来发力新兴业务，勘察设计业务规模略有收缩，预计 2022 年、2023 年、2024 年订单保持 10%增速，毛利率维持 34%；

假设 2：公司其他业务包括规划研究、工程承包、试验检测、工程管理及新兴业务，订单占比约 30%，预计公司未来会在这些业务领域持续发力，订单及毛利率将保持稳健增长。

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 1：分业务收入及毛利率

| 单位：亿元 |     | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 勘察设计  | 收入  | 36.6   | 40.2  | 44.3  | 48.7  |
|       | 增速  | 14.1%  | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
|       | 成本  | 23.8   | 26.6  | 29.2  | 32.1  |
|       | 毛利率 | 34.9%  | 34.0% | 34.0% | 34.0% |
| 规划研究  | 收入  | 7.4    | 7.7   | 8.5   | 9.4   |
|       | 增速  | -23.2% | 5.0%  | 10.0% | 10.0% |
|       | 成本  | 4.6    | 4.9   | 5.4   | 5.9   |
|       | 毛利率 | 37.0%  | 37.0% | 37.0% | 37.0% |
| 工程承包  | 收入  | 7.0    | 8.4   | 9.6   | 10.6  |
|       | 增速  | 20.6%  | 20.0% | 15.0% | 10.0% |
|       | 成本  | 5.5    | 7.1   | 8.2   | 9.0   |
|       | 毛利率 | 21.8%  | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 试验检测  | 收入  | 3.7    | 3.9   | 4.1   | 4.3   |
|       | 增速  | -4.2%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
|       | 成本  | 2.9    | 3.1   | 3.3   | 3.4   |
|       | 毛利率 | 22.5%  | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 工程管理  | 收入  | 1.8    | 1.9   | 2.0   | 2.1   |
|       | 增速  | 4.1%   | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
|       | 成本  | 1.6    | 1.6   | 1.7   | 1.8   |
|       | 毛利率 | 12.4%  | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 其他    | 收入  | 1.8    | 2.1   | 2.4   | 2.8   |
|       | 增速  | 234.5% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
|       | 成本  | 1.4    | 1.7   | 1.9   | 2.2   |
|       | 毛利率 | 25.5%  | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 合计    | 收入  | 58.2   | 64.2  | 70.8  | 77.7  |
|       | 增速  | 8.7%   | 10.3% | 10.4% | 9.7%  |
|       | 成本  | 39.7   | 45.0  | 49.7  | 54.5  |
|       | 毛利率 | 31.9%  | 29.9% | 29.9% | 29.9% |

数据来源：Wind，西南证券

## 3.2 相对估值

同行业可比勘察设计公司 2022 年平均估值 10.7 倍，给予公司 2022 年 10 倍 PE，对应目标价位 10.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值

| 代码        | 证券简称 | 股价<br>(2022/10/28) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |                    | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 300284.SZ | 苏交科  | 5.57               | 0.44  | 0.51  | 0.60  | 12.69 | 11.10 | 9.41  |
| 300732.SZ | 设研院  | 8.76               | 1.01  | 1.11  | 1.21  | 8.75  | 8.00  | 7.32  |
| 300564.SZ | 筑博设计 | 11.62              | 1.08  | 1.16  | 1.29  | 10.73 | 10.00 | 8.99  |
| 平均值       |      |                    |       |       |       | 10.72 | 9.70  | 8.57  |

数据来源：wind，西南证券整理

## 4 风险提示

应收账款回款风险，基建投资不及预期，新业务拓展不及预期。

**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          | 58.22         | 64.19         | 70.84         | 77.75         | 净利润               | 6.37         | 7.25         | 7.98         | 8.86         |
| 营业成本          | 39.67         | 44.97         | 49.67         | 54.49         | 折旧与摊销             | 0.61         | 0.42         | 0.42         | 0.42         |
| 营业税金及附加       | 0.41          | 0.46          | 0.50          | 0.55          | 财务费用              | -0.01        | 0.05         | 0.06         | 0.06         |
| 销售费用          | 2.51          | 2.84          | 3.09          | 3.41          | 资产减值损失            | -1.07        | -0.88        | -0.98        | -0.93        |
| 研发管理费用        | 6.16          | 6.77          | 7.47          | 8.21          | 经营营运资本变动          | -2.95        | 16.67        | 2.62         | -0.13        |
| 财务费用          | -0.01         | 0.05          | 0.06          | 0.06          | 其他                | 0.97         | 0.58         | 2.06         | 0.24         |
| 资产减值损失        | -1.07         | -0.88         | -0.98         | -0.93         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>3.92</b>  | <b>24.10</b> | <b>12.16</b> | <b>8.53</b>  |
| 投资收益          | 0.15          | 0.19          | 0.18          | 0.18          | 资本支出              | 0.09         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他                | -1.44        | 0.19         | 0.18         | 0.18         |
| 其他经营损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1.34</b> | <b>0.19</b>  | <b>0.18</b>  | <b>0.18</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>7.38</b>   | <b>8.42</b>   | <b>9.25</b>   | <b>10.28</b>  | 短期借款              | 0.71         | -3.03        | 0.00         | 0.00         |
| 其他非经营损益       | -0.01         | -0.01         | -0.01         | -0.01         | 长期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>利润总额</b>   | <b>7.37</b>   | <b>8.40</b>   | <b>9.24</b>   | <b>10.27</b>  | 股权融资              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 所得税           | 1.01          | 1.15          | 1.26          | 1.40          | 支付股利              | -1.39        | -0.93        | -1.06        | -1.16        |
| 净利润           | 6.37          | 7.25          | 7.98          | 8.86          | 其他                | -0.29        | -0.17        | -0.06        | -0.06        |
| 少数股东损益        | 0.18          | 0.21          | 0.23          | 0.25          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-0.98</b> | <b>-4.13</b> | <b>-1.12</b> | <b>-1.23</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 6.18          | 7.05          | 7.75          | 8.61          | <b>现金流量净额</b>     | <b>1.60</b>  | <b>20.15</b> | <b>11.21</b> | <b>7.49</b>  |
|               |               |               |               |               |                   |              |              |              |              |
| 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          | 17.09         | 37.25         | 48.46         | 55.95         | <b>成长能力</b>       |              |              |              |              |
| 应收和预付款项       | 43.35         | 49.05         | 52.34         | 58.17         | 销售收入增长率           | 8.74%        | 10.25%       | 10.37%       | 9.75%        |
| 存货            | 3.75          | 4.38          | 3.81          | 4.93          | 营业利润增长率           | 5.70%        | 13.95%       | 9.93%        | 11.09%       |
| 其他流动资产        | 29.10         | 0.08          | 0.08          | 0.09          | 净利润增长率            | 5.28%        | 13.97%       | 9.95%        | 11.10%       |
| 长期股权投资        | 2.86          | 2.86          | 2.86          | 2.86          | EBITDA 增长率        | 4.79%        | 11.27%       | 9.49%        | 10.59%       |
| 投资性房地产        | 0.56          | 0.56          | 0.56          | 0.56          | <b>获利能力</b>       |              |              |              |              |
| 固定资产和在建工程     | 3.75          | 3.46          | 3.17          | 2.88          | 毛利率               | 31.86%       | 29.94%       | 29.89%       | 29.92%       |
| 无形资产和开发支出     | 1.49          | 1.39          | 1.29          | 1.19          | 三费率               | 14.87%       | 15.04%       | 14.99%       | 15.03%       |
| 其他非流动资产       | 4.96          | 4.93          | 4.90          | 4.87          | 净利率               | 10.93%       | 11.30%       | 11.26%       | 11.40%       |
| <b>资产总计</b>   | <b>106.91</b> | <b>103.95</b> | <b>117.47</b> | <b>131.50</b> | ROE               | 15.97%       | 15.70%       | 15.02%       | 14.57%       |
| 短期借款          | 3.03          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | ROA               | 5.95%        | 6.98%        | 6.79%        | 6.74%        |
| 应付和预收款项       | 50.06         | 54.39         | 60.68         | 66.68         | ROIC              | 28.71%       | 47.21%       | 146.03%      | 214.05%      |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | EBITDA/销售收入       | 13.72%       | 13.84%       | 13.73%       | 13.84%       |
| 其他负债          | 13.95         | 3.36          | 3.68          | 4.00          | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | <b>67.04</b>  | <b>57.75</b>  | <b>64.36</b>  | <b>70.68</b>  | 总资产周转率            | 0.59         | 0.61         | 0.64         | 0.62         |
| 股本            | 6.69          | 6.84          | 6.84          | 6.84          | 固定资产周转率           | 15.28        | 17.81        | 21.38        | 25.72        |
| 资本公积          | 4.64          | 4.49          | 4.49          | 4.49          | 应收账款周转率           | 1.72         | 1.58         | 1.59         | 1.61         |
| 留存收益          | 27.46         | 33.58         | 40.27         | 47.71         | 存货周转率             | 7.82         | 9.09         | 8.98         | 8.95         |
| 归属母公司股东权益     | 38.78         | 44.90         | 51.59         | 59.03         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 84.81%       | —            | —            | —            |
| 少数股东权益        | 1.09          | 1.30          | 1.53          | 1.78          | <b>资本结构</b>       |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b> | <b>39.87</b>  | <b>46.20</b>  | <b>53.12</b>  | <b>60.82</b>  | 资产负债率             | 62.71%       | 55.56%       | 54.78%       | 53.75%       |
| 负债和股东权益合计     | 106.91        | 103.95        | 117.47        | 131.50        | 带息债务/总负债          | 4.52%        | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
|               |               |               |               |               | 流动比率              | 1.40         | 1.58         | 1.64         | 1.69         |
|               |               |               |               |               | 速动比率              | 1.34         | 1.50         | 1.58         | 1.62         |
|               |               |               |               |               | 股利支付率             | 22.53%       | 13.16%       | 13.64%       | 13.50%       |
|               |               |               |               |               | <b>每股指标</b>       |              |              |              |              |
|               |               |               |               |               | 每股收益              | 0.90         | 1.03         | 1.13         | 1.26         |
|               |               |               |               |               | 每股净资产             | 5.67         | 6.57         | 7.54         | 8.63         |
|               |               |               |               |               | 每股经营现金            | 0.57         | 3.52         | 1.78         | 1.25         |
|               |               |               |               |               | 每股股利              | 0.20         | 0.14         | 0.15         | 0.17         |
|               |               |               |               |               |                   |              |              |              |              |
| 业绩和估值指标       | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |                   |              |              |              |              |
| EBITDA        | 7.99          | 8.89          | 9.73          | 10.76         |                   |              |              |              |              |
| PE            | 8.66          | 7.60          | 6.91          | 6.22          |                   |              |              |              |              |
| PB            | 1.38          | 1.19          | 1.04          | 0.91          |                   |              |              |              |              |
| PS            | 0.92          | 0.83          | 0.76          | 0.69          |                   |              |              |              |              |
| EV/EBITDA     | 4.02          | 1.12          | -0.13         | -0.81         |                   |              |              |              |              |
| 股息率           | 2.60%         | 1.73%         | 1.97%         | 2.17%         |                   |              |              |              |              |

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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悉范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理     | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 高宇乐 | 销售经理       | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@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 |
|    | 杜小双 | 高级销售经理     | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@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     |
|    | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| 广深 | 杨新意 | 销售经理       | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理       | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |