

## 滨江集团 (002244.SZ) 营收高增，深耕杭州，优质土储助力盈利修复

2023年09月25日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

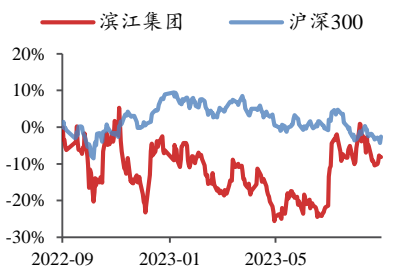
齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/9/22
当前股价(元)	10.02
一年最高最低(元)	11.90/8.19
总市值(亿元)	311.77
流通市值(亿元)	268.77
总股本(亿股)	31.11
流通股本(亿股)	26.82
近3个月换手率(%)	69.32

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

#### ● 营收高速增长，利润水平稳健提升，维持“买入”评级

2023年上半年公司实现营业收入270.29亿元，同比增长152.8%；归母净利润自16.4亿元，同比增长27.3%；毛利率和净利率分别为18.3%和7.2%（2022年全年分别为17.5%和9.4%），利润水平在行业下行期间维持相对稳定水平，伴随市场回暖，后期公司盈利能力有望触底修复。受行业销售低迷影响，我们下调2023年并新增2024-2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润为44.58、53.33、64.77亿元（2023年前值为46.96亿元），EPS分别为1.43、1.71、2.08元，当前股价对应PE为7.0、5.8、4.8倍，维持“买入”评级。

#### ● 销售再创新高，拿地强度维持较高水平

公司上半年实现销售额925.8亿元，同比增长35.4%，位列克而瑞行业销售排名第10位，并荣获杭州房企销售冠军，全国销售市占率达1.5%新高，资金回笼率达101%。公司上半年新增土地储备项目22个，新增项目计容建筑面积合计249万平方米，权益土地款180亿元，拿地金额权益比达45.5%，拿地强度自2018年以来均超40%，2023H1达43%，在头部房企中属于较高水平。截至上半年末，公司土储总建面1448.5万方，其中杭州占比70.3%。

#### ● 深耕大本营杭州，项目去化相对有保障

公司聚焦杭州城市深耕，连续多年荣获杭州房企销售冠军，2022年和2023H1在杭州拿地金额占比分别为96%和90%。杭州自2020年以来新建商品住宅价格指数同比持续增长，8月开盘去化数据良好，达到63%，可售库存去化周期仅为8个月，整体供需关系健康，有利于项目的去化。

#### ● 三道红线保持绿档，融资优势明显

截至上半年末，公司有息负债规模425.6亿元，较2022年末下降24%；短期债务占比33.6%，现金短债比为2.07倍，短期债偿压力较小；扣预资产负债率55.7%，净负债率为21.5%，均为近五年最低水平，三道红线近两年均维持绿档，负债结构健康。公司2023H1综合融资成本4.4%，较2022年末下降0.2个百分点。

#### ● 风险提示：销售回暖不及预期、杭州市场去化不及预期、公司拿地不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,976	41,502	51,975	62,337	71,693
YOY(%)	32.8	9.3	25.2	19.9	15.0
归母净利润(百万元)	3,027	3,741	4,458	5,333	6,477
YOY(%)	30.1	23.6	19.2	19.6	21.4
毛利率(%)	24.8	17.5	18.0	18.8	20.2
净利率(%)	8.0	9.0	8.6	8.6	9.0
ROE(%)	13.2	7.4	10.3	11.5	12.7
EPS(摊薄/元)	0.97	1.20	1.43	1.71	2.08
P/E(倍)	10.3	8.3	7.0	5.8	4.8
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 营收高速增长，利润水平稳健提升 .....	4
2、 销售再创新高，品牌优势显著 .....	5
3、 土储充沛，拿地强度维持较高水平 .....	6
4、 深耕大本营杭州，项目去化相对有保障 .....	8
5、 三道红线保持绿档，融资优势明显 .....	12
6、 盈利预测与投资建议 .....	14
7、 风险提示 .....	15
附：财务预测摘要 .....	16

## 图表目录

图 1： 公司 2023H1 营业收入同比增长 152.8% .....	4
图 2： 公司收入主要来源于房地产开发业务 .....	4
图 3： 公司 2018 年来预收账款保持增长 .....	4
图 4： 公司截至 2023H1 的预收账款是 2022 年全年营收规模的 3.86 倍 .....	4
图 5： 公司 2023H1 归母净利润同比增长 27.3% .....	5
图 6： 公司 2023H1 毛利率保持稳定，净利率有所下滑 .....	5
图 7： 公司 2023H1 销售金额同比增长 35.4% .....	5
图 8： 公司 2023H1 销售面积同比增长 56.4% .....	5
图 9： 公司 2023H1 销售金额权益比例为 51% .....	6
图 10： 公司 2023H1 全国销售额市占率达 1.5% .....	6
图 11： 公司 2023H1 拿地金额同比下降 15.3% .....	6
图 12： 公司 2023H1 拿地面积同比下降 11.9% .....	6
图 13： 公司 2023H1 拿地金额权益比达 45.5% .....	7
图 14： 公司 2023H1 权益比相对于头部房企而言例较低 .....	7
图 15： 公司 2023H1 拿地强度为 43% .....	7
图 16： 公司拿地强度在头部房企中属于较高水平 .....	7
图 17： 公司 2023H1 总土储同比下降 9% .....	8
图 18： 公司近两年加大杭州拿地金额占比 .....	8
图 19： 公司 2023H1 杭州拿地金额占比达 90% .....	8
图 20： 杭州近十年常住人口保持正增长 .....	9
图 21： 杭州近两年常住人口增长率在核心城市排名靠前 .....	9
图 22： 杭州数字经济核心产业同比保持增长（%） .....	9
图 23： 杭州电子商务产业同比保持增长（%） .....	9
图 24： 2023 年 1-8 月杭州商品房销售面积同比增长 5.7% .....	10
图 25： 杭州商品房可售面积自 2022 年下半年开始有下降趋势 .....	10
图 26： 杭州 7-8 月开盘去化情况表现良好 .....	11
图 27： 杭州 8 月去化周期仅为 8 个月 .....	11
图 28： 2020 年以来杭州新建商品住宅价格指数同比维持正增长 .....	12
图 29： 公司 2023H1 有息负债同比下降 24% .....	12
图 30： 公司 2023H1 短期债务比例为 33.6% .....	12
图 31： 公司 2023H1 三道红线维持绿档 .....	13

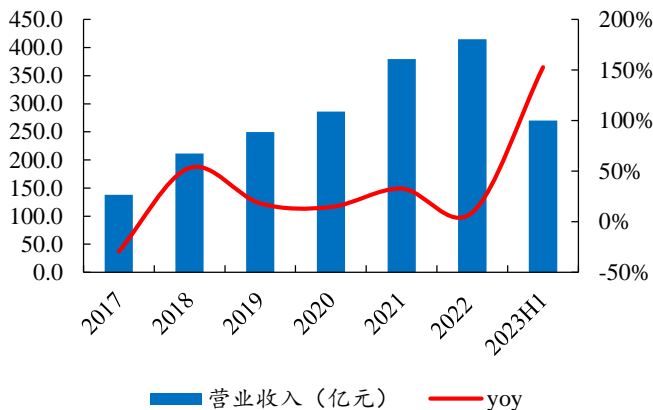
---

图 32: 公司 2023H1 银行贷款占比 76% .....	13
图 33: 公司 2023H1 平均融资成本降至 4.4% .....	13
图 34: 公司 2023H1 已使用银行授信额度占比 33.5% .....	14
表 1: 截至 2023H1 滨江集团土地储备总建面达 1448.5 万方 .....	8
表 2: 公司 1-8 月共发行 43 亿元债券融资 .....	14
表 3: 我们预计公司 2023-2025 年收入将保持稳步增长 .....	14
表 4: 对应当前股价, 可比主流房企预计 2023 年 PE 估值均值在 8.1 倍 .....	15

## 1、营收高速增长，利润水平稳健提升

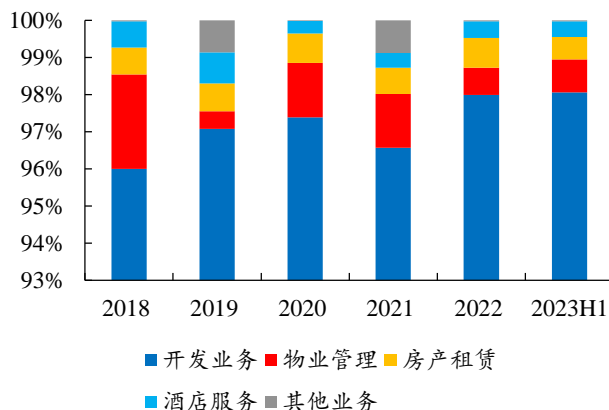
**营收保持高增长，预收账款充足保障业绩增速。**2023年上半年公司实现营业收入270.29亿元，同比增长152.8%，继续保持营收快速增长。目前公司主营业务为房地产开发、物业管理、房产租赁和酒店服务等领域，从收入构成看，房地产开发是主要来源，占比98.1%。截至上半年末，公司预收账款达1603.6亿元，同比增长33.7%，是2022年全年营收规模的3.86倍，有效保障未来结算水平。

图1：公司2023H1营业收入同比增长152.8%



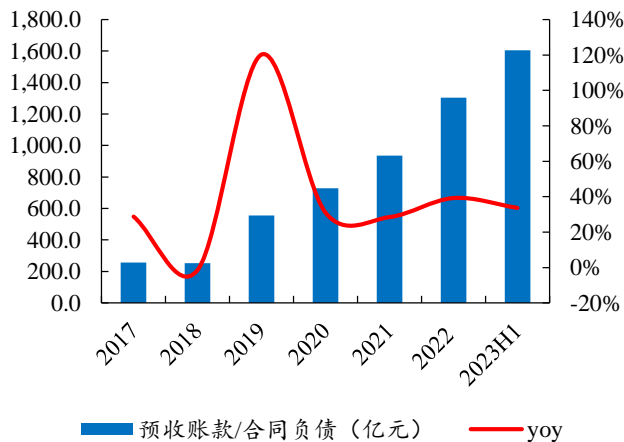
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：公司收入主要来源于房地产开发业务



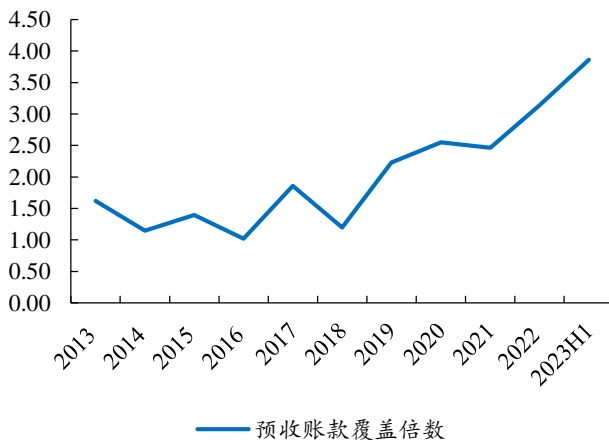
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司2018年来预收账款保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

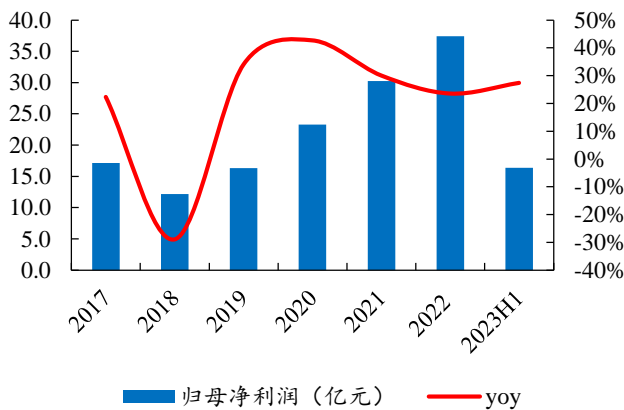
图4：公司截至2023H1的预收账款是2022年全年营收规模的3.86倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

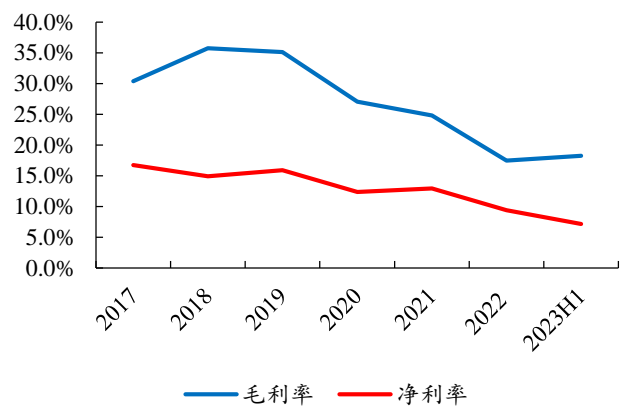
**利润水平同比增长，净利率有所下滑。**公司归母净利润自2019年以来保持增长，2023H1公司实现归母净利润16.4亿元，同比增长27.3%；公司上半年毛利率和净利率分别为18.3%和7.2%（2022年全年分别为17.5%和9.4%），利润水平在行业下行期间维持相对稳定水平，伴随市场回暖，后期公司盈利能力有望触底修复。

图5：公司 2023H1 归母净利润同比增长 27.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司 2023H1 毛利率保持稳定，净利率有所下滑

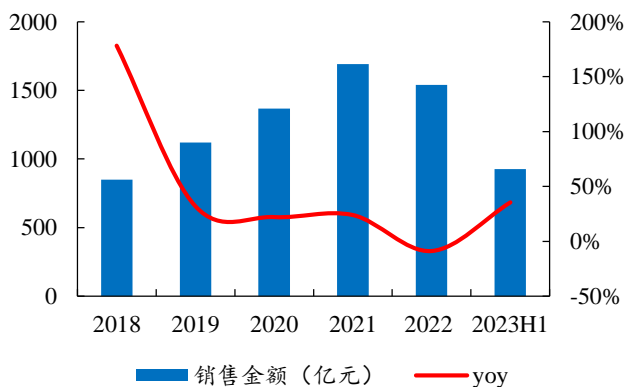


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、销售再创新高，品牌优势显著

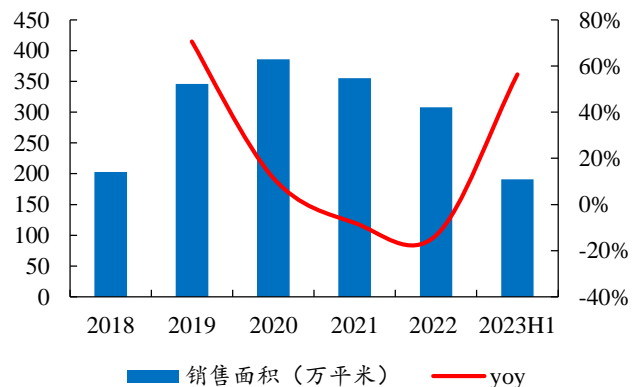
**销售金额稳步增长，人均效能高质高效。**公司 2023 年上半年销售情况良好，实现销售额 925.8 亿元，同比增长 35.4%，位列克而瑞行业销售排名第 10 位，较 2022 年提升 3 位，并荣获杭州房企销售冠军。公司上半年权益销售现金回笼 478.66 亿元，资金回笼率达 101%，保持稳健态势。公司管理高质高效，截止 2022 年末，公司房地产板块员工 1126 人，管理项目 120 余个，人均销售额 1.37 亿元。

图7：公司 2023H1 销售金额同比增长 35.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

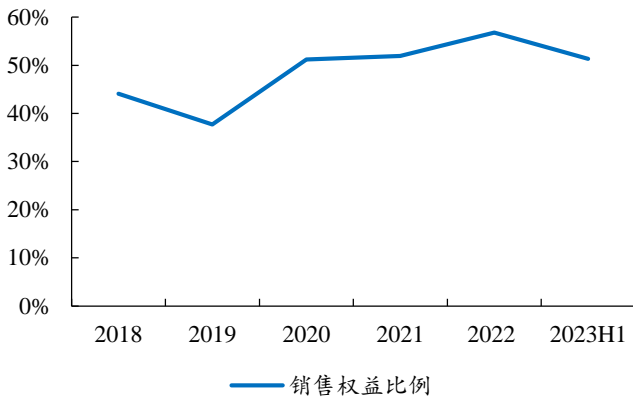
图8：公司 2023H1 销售面积同比增长 56.4%



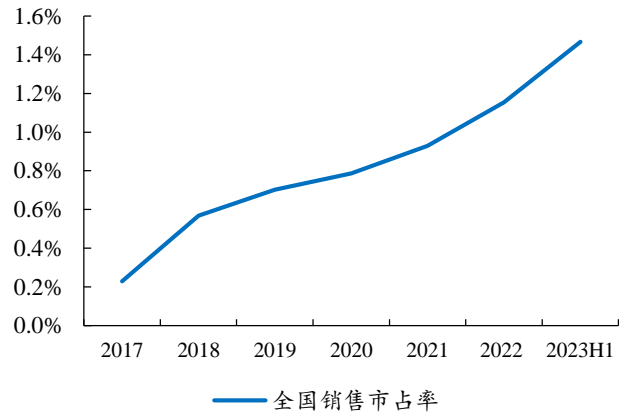
数据来源：克而瑞、开源证券研究所

根据克而瑞数据，公司近三年销售金额权益比例均超过 50%，2023H1 微降至 51%，相较于 2018-2019 年 45% 以下的权益比来看有所提升。公司合作项目中，95% 以上的项目均由公司操盘，也代表同行对滨江品质、品牌和开发能力的高度认可。

公司销售额市占率自 2017 年以来稳步提升，2023H1 市占率达 1.5%，创造新高。对于下半年经营计划，公司销售金额目标是占全国商品房销售额的 1%，确保全国排名前 20 名，争取 15 名。

**图9：公司 2023H1 销售金额权益比例为 51%**


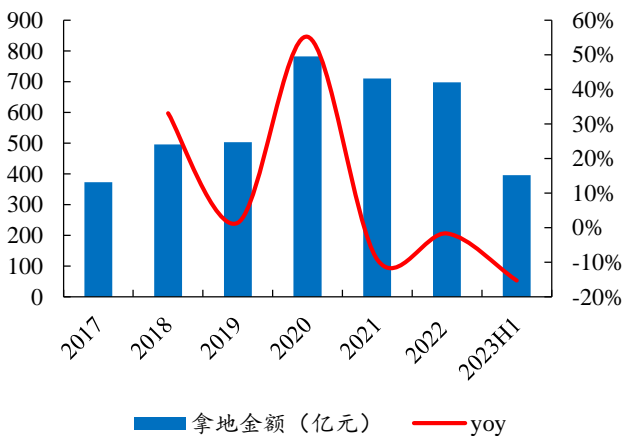
数据来源：公司公告、克而瑞、开源证券研究所

**图10：公司 2023H1 全国销售额市占率达 1.5%**


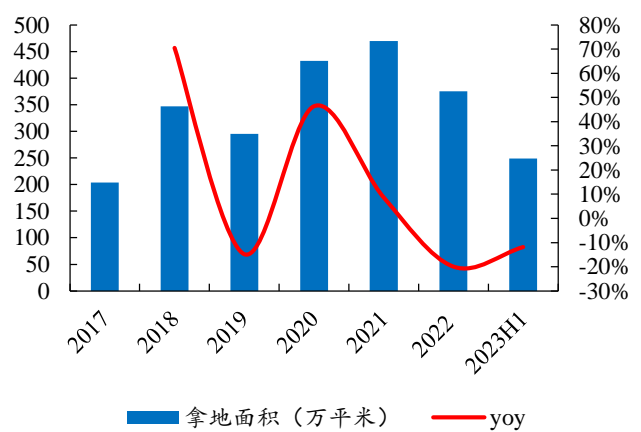
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

### 3、土储充沛，拿地强度维持较高水平

**投资积极，拿地权益比较低。**公司 2022 年新增土地储备项目 41 个，其中宁波 1 个，金华 2 个，杭州 38 个，新增项目计容建筑面积 473 万平方米，权益土地款 374 亿元，拿地金额权益比达 50.3%。公司 2023 年上半年新增土地储备项目 22 个，其中宁波 1 个，金华 1 个，南京 1 个，杭州 19 个，新增项目计容建筑面积合计 249 万平方米，权益土地款 180 亿元，拿地金额权益比达 45.5%。相对于头部房企而言，公司权益比例仍较低，一方面合作拿地可以有效控制土地项目溢价率情况，另一方面合作拿地更能扩大公司的开发能力和品牌效应。

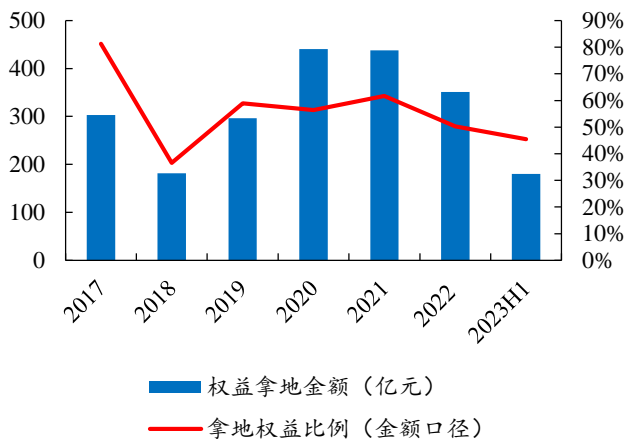
**图11：公司 2023H1 拿地金额同比下降 15.3%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图12：公司 2023H1 拿地面积同比下降 11.9%**


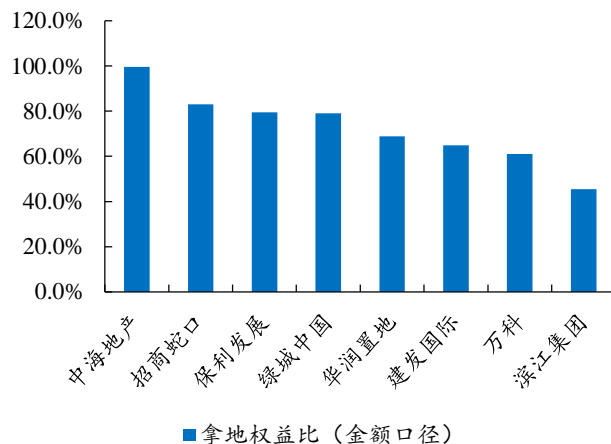
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13: 公司 2023H1 拿地金额权益比达 45.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

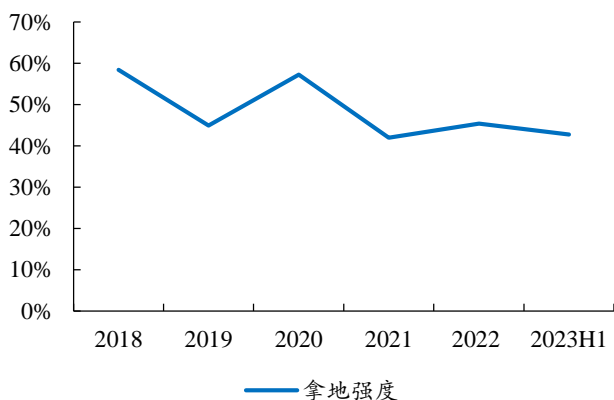
图14: 公司 2023H1 权益比相对于头部房企而言例较低



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

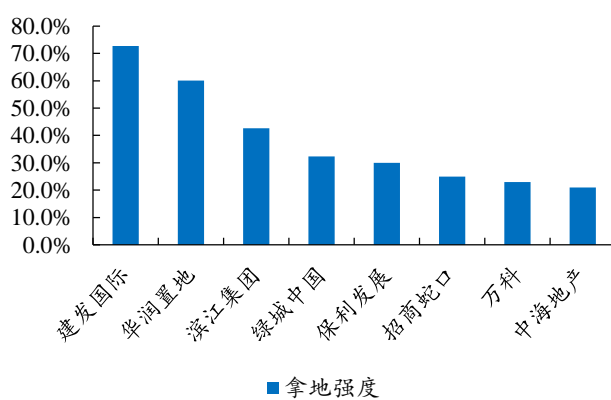
**拿地强度在头部房企中属于较高水平。**从拿地强度(拿地金额/销售金额)来看,公司自 2018 年以来拿地强度均超 40%, 2023H1 达 43%, 在头部房企中属于较高水平, 投资拿地相对积极。

图15: 公司 2023H1 拿地强度为 43%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 公司拿地强度在头部房企中属于较高水平



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

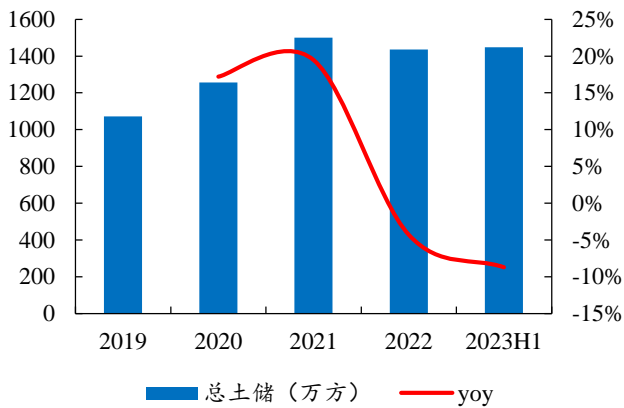
**土储充沛, 持续拓展深耕区域。**公司自 2019 年以来土储建面均超过 1000 万方, 截至 2023 上半年末, 公司土地储备总建面 1448.5 万方, 其中杭州内占 70.3%, 从近四年公司土储区域分布来看, 杭州土储面积占比逐步增长。除杭州以外, 浙江省内其他城市约占 22.8%, 布局在经济基础扎实的宁波、嘉兴、温州、金华、湖州、台州等城市, 项目区位和土地成本优势较为突出。



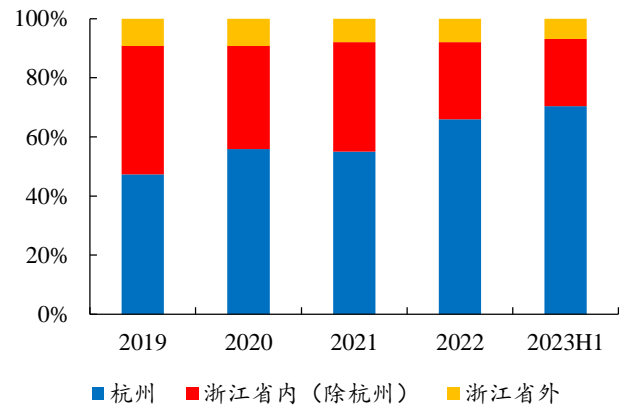
**表1: 截至 2023H1 滨江集团土地储备总建面达 1448.5 万方**

区域	土储总占地面积 (万㎡)	总建面 (万㎡)	剩余可开发建面 (万㎡)
杭州	452	1018.99	147.97
浙江省内 (杭州以外)	151.92	329.96	8.88
浙江省外	31.58	99.58	39.41
总计	635.5	1448.53	196.26

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图17: 公司 2023H1 总土储同比下降 9%**


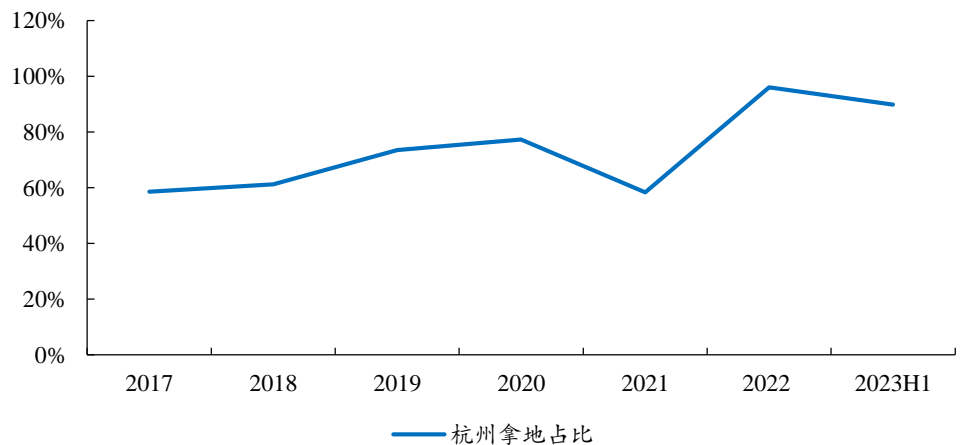
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图18: 公司近两年加大杭州拿地金额占比**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4、深耕大本营杭州，项目去化相对有保障

公司连续多年荣获杭州房企销售冠军，2022年和2023H1在杭州拿地金额占比分别为96%和90%，在全国销售市场不景气的情况下，将投资聚焦到经济和人口基本面较好的杭州，更有利于项目的去化。

**图19: 公司 2023H1 杭州拿地金额占比达 90%**


数据来源: Wind、开源证券研究所



杭州作为长三角超大城市，2013 年以来常住人口持续保持正增长，2021-2022 年常住人口平均增长率达 2.56%，在核心城市中排名靠前。我们认为杭州能够持续保持人口净流入的优势在于近年来新经济、数字经济的高速发展以及落户政策的扶持。

图20：杭州近十年常住人口保持正增长

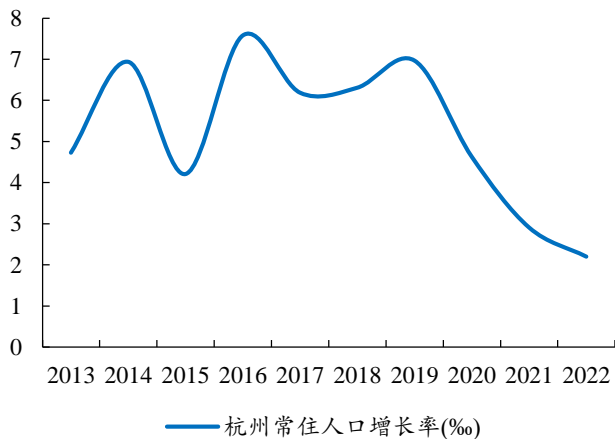
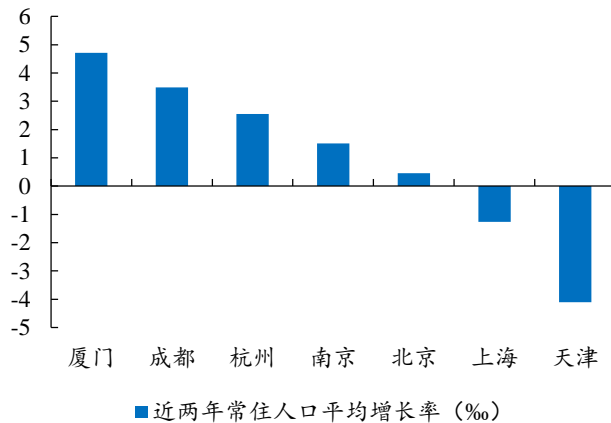


图21：杭州近两年常住人口增长率在核心城市排名靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：杭州数字经济核心产业同比保持增长 (%)

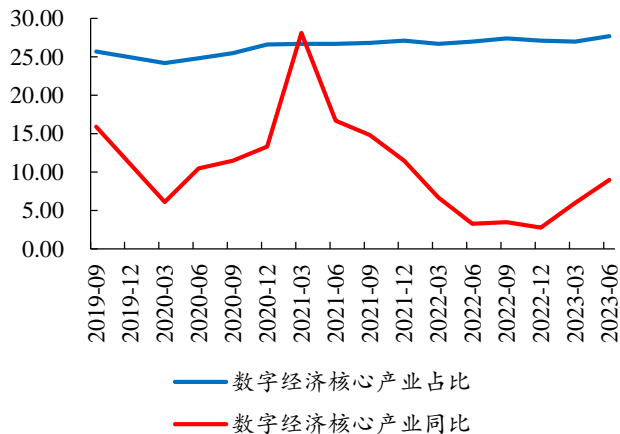
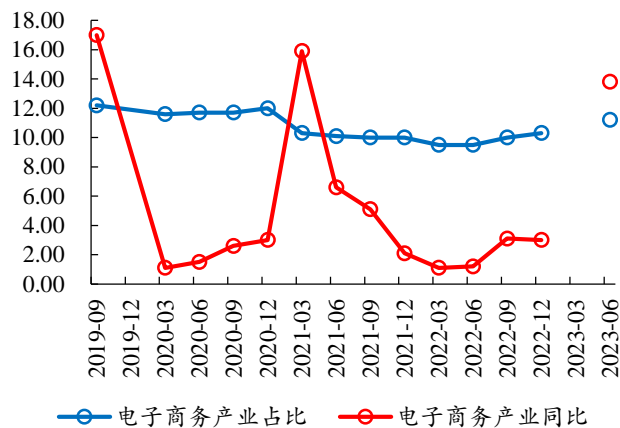


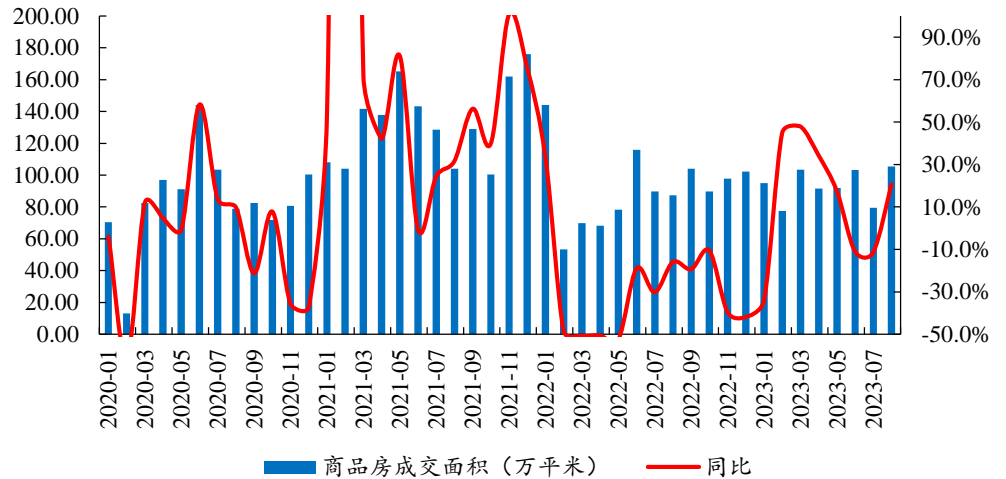
图23：杭州电子商务产业同比保持增长 (%)



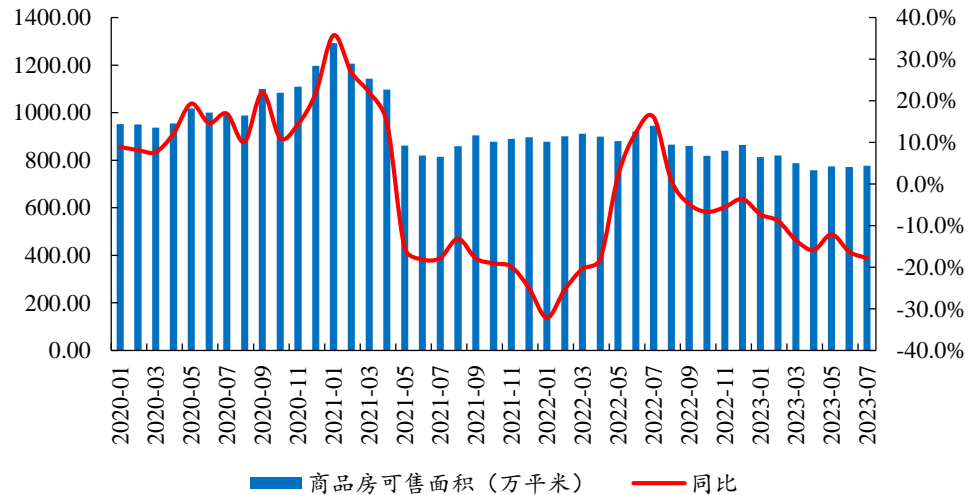
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

从杭州 2020 年以来商品房供求关系看，商品房可售面积自 2021 年上半年下降后一直趋于相对稳定，2022 年以来伴随全国销售市场低迷影响，商品房成交面积较 2021 年整体出现下滑。得益于人口净流入带来的购房需求，2023 年 1-8 月杭州商品房成交面积 747 万方，同比增长 5.7%，商品房可售面积自 2022 年下半年开始有下降趋势，整体供求关系较为健康。

**图24：2023年1-8月杭州商品房销售面积同比增长5.7%**


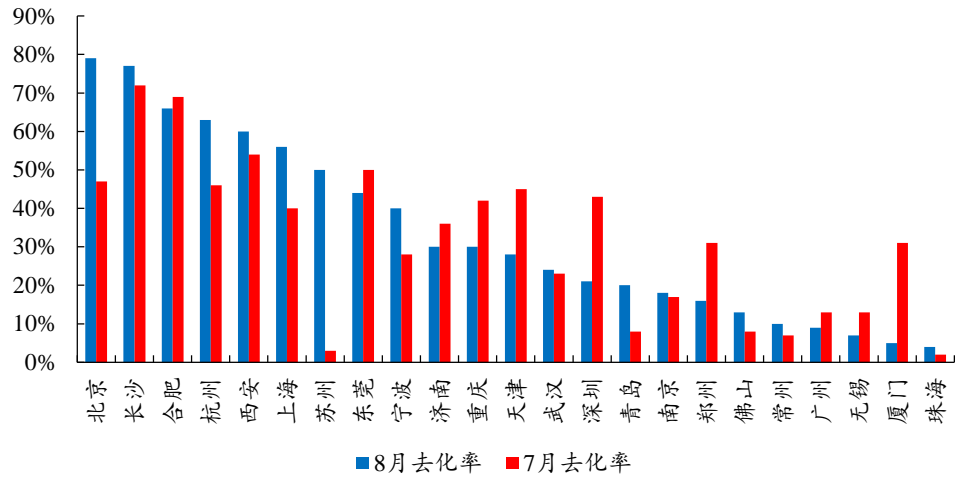
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图25：杭州商品房可售面积自2022年下半年开始有下降趋势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

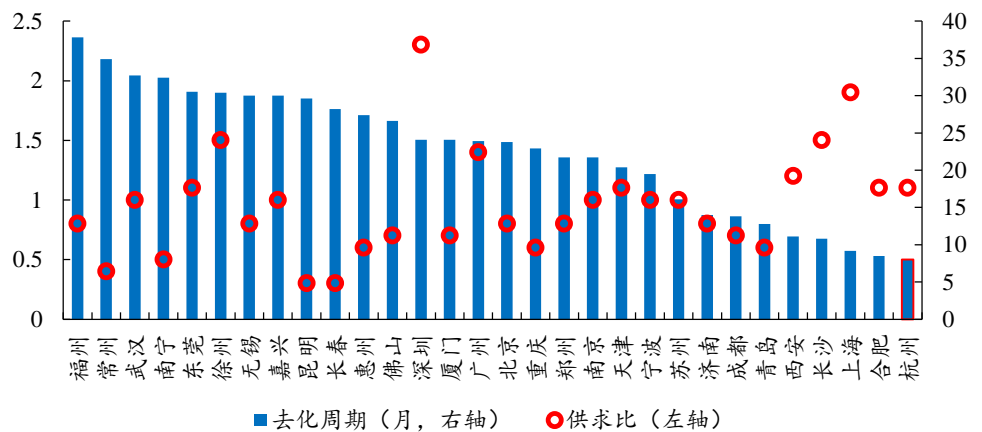
横向对比重点一二线城市的数据，杭州8月开盘去化数据良好，达到63%，在克而瑞跟踪的重点30城排名第四。8月杭州供求比为1.1，去化周期仅为8个月，在克而瑞重点跟踪30城中保持最快去化速度。

图26: 杭州 7-8 月开盘去化情况表现良好



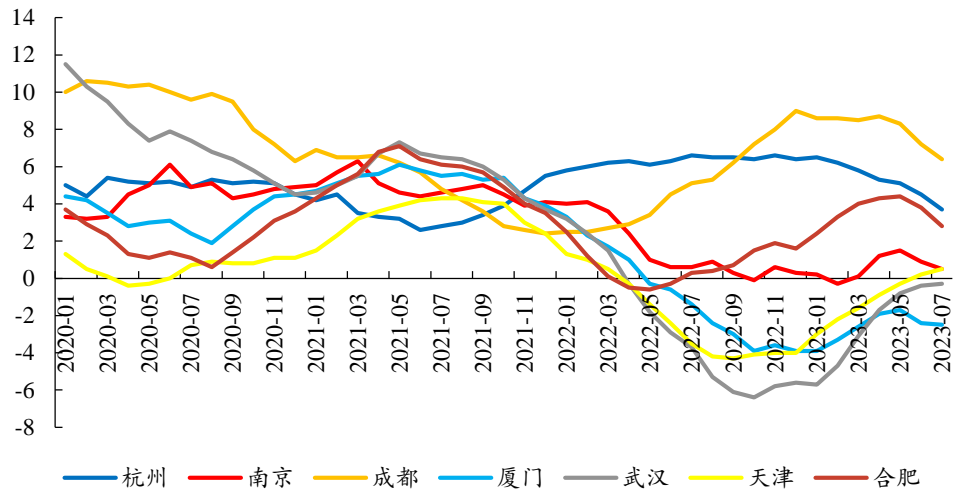
数据来源: 克而瑞、开源证券研究所

图27: 杭州 8 月去化周期仅为 8 个月



数据来源: 克而瑞、开源证券研究所

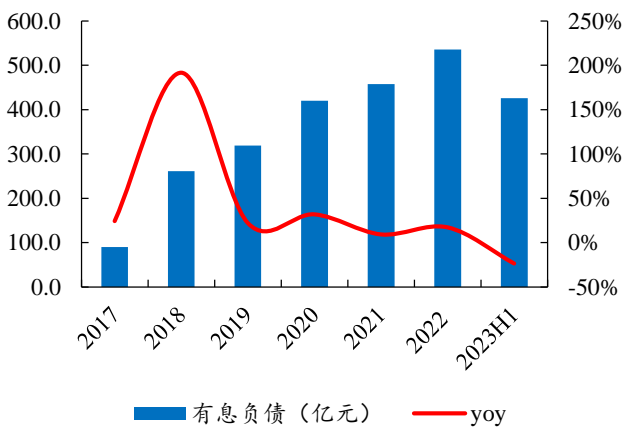
对比 7 座核心二线城市新建商品住宅价格指数, 2020 年以来仅杭州和成都同比维持正增长, 稳定的价格涨幅一定程度释放了购房需求, 保证新房成交市场持续活跃。

**图28：2020年以来杭州新建商品住宅价格指数同比维持正增长**


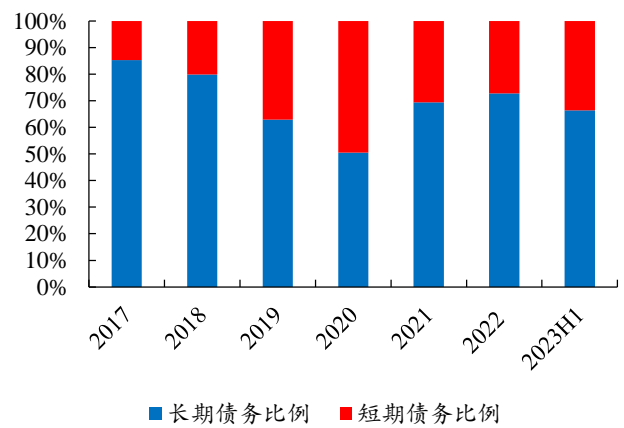
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、三道红线保持绿档，融资优势明显

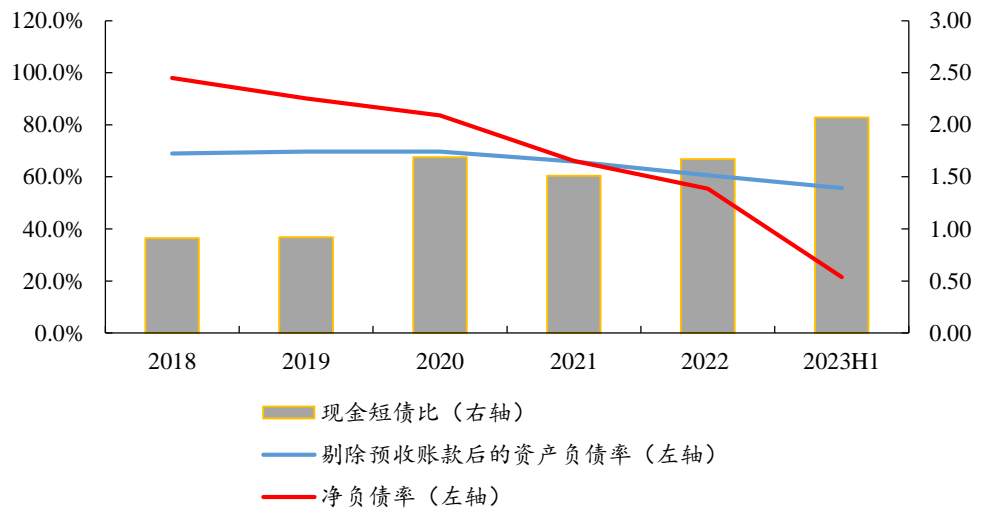
有息负债规模下降，三道红线稳居绿档。截至2023上半年末，公司有息负债规模425.6亿元，同比下降24%。从结构来看，公司短期债务占比仅33.6%，近两年维持在较低水平，现金短债比为2.07倍，可有效覆盖短期债务，短期偿债压力较小。公司2023H1扣除预收款后的资产负债率为55.7%，净负债率为21.5%，均为近五年最低水平，三道红线近两年均维持绿档，负债结构健康。

**图29：公司2023H1有息负债同比下降24%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

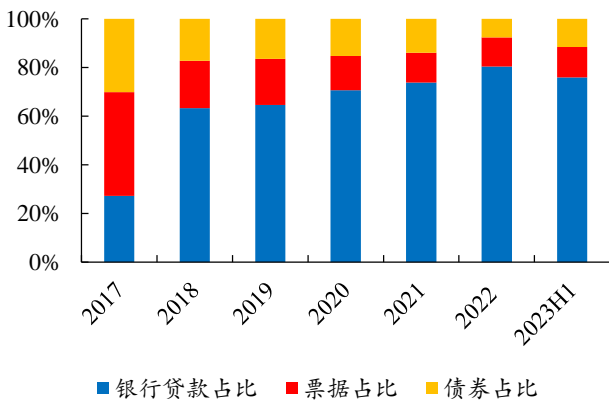
**图30：公司2023H1短期债务比例为33.6%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

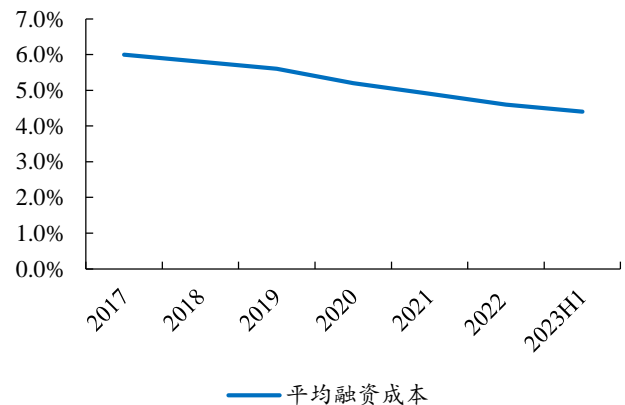
**图31：公司 2023H1 三道红线维持绿档**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**融资方式多样，融资成本不断优化。**从融资方式看，2023H1 公司银行贷款占比 76%，中期票据占比 12%，债券占比 12%，融资方式多样。同时公司资质背书持续好转，2023H1 平均融资成本 4.4%，较 2022 年末下降 0.2 个百分点，达到近五年最低值。在拓规模、加杠杆的过程中，公司融资成本逆势向下，展现了市场对公司资产价值、经营模式和信用水平的充分肯定。

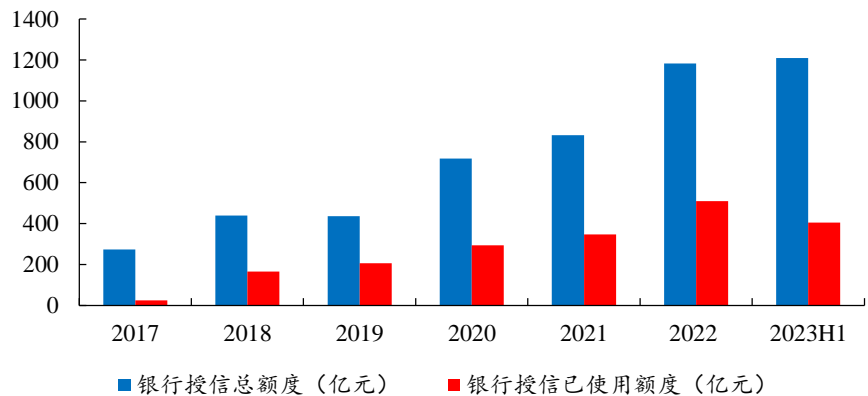
**图32：公司 2023H1 银行贷款占比 76%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图33：公司 2023H1 平均融资成本降至 4.4%**


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

**公司授信储备充裕，流动性良好。**截至 2023 上半年末，公司共获银行授信总额度 1209.7 亿元，较 2022 年末增加 2.2%，授信额度已使用 405.1 亿元，剩余可用 804.6 亿元，占总额度的 66.5%，融资渠道畅通。2023 年 1-8 月公司共发行 43 亿元直接融资，票面利率均不超过 5.03%，其中 8 月发行 7 亿元公司债，票面利率 4.2%。直接融资可用额度上，截止报告期末已获批尚未发行的公司债额度 22.52 亿元，注册完成尚未发行的短期融资券额度 10.3 亿元、中票额度 11.6 亿元，可根据资金需求和市场情况择机发行。

**图34：公司 2023H1 已使用银行授信额度占比 33.5%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2：公司 1-8 月共发行 43 亿元债券融资**

证券简称	证券类别	发行日期	发行期限	票面利率 (当期)%	发行规模 (亿元)
23 滨房 01	一般公司债	2023/8/1	2	4.2	7
23 滨江房产 MTN002	一般中期票据	2023/7/21	2	3.85	6
23 滨江房产 CP003	一般短期融资券	2023/7/3	1	3.85	9
23 滨江房产 MTN001	一般中期票据	2023/6/16	2	3.95	6
23 滨江房产 CP002	一般短期融资券	2023/4/11	1	4.59	6
23 滨江房产 CP001	一般短期融资券	2023/3/6	1	5.03	9

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

滨江集团目前营收主要由房地产开发业务构成，2022 年房地产开发收入占比达 98%；近年来销售规模增长，2020-2022 年超 1300 亿元；预计未来随着项目逐渐进入结算环节，公司结算收入有望持续提升，预计 2023-2025 年公司房地产开发收入分别同比增长 25%、20%、15%。公司 2023 年预计陆续结转 2020-2021 年高价地开发项目，或将对盈利能力造成一定冲击，低毛利项目结转完毕后毛利率有望企稳回升，我们预计公司 2023-2025 年开发项目结转毛利率分别为 17.5%、18.2%、19.6%。公司非开发业务收入占比较小，我们预计公司物业管理、房产租赁、酒店服务和其他业务 2023-2025 年将保持稳定增长。

**表3：我们预计公司 2023-2025 年收入将保持稳步增长**

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	379.8	415.0	519.8	623.4	716.9
yoy	32.8%	9.3%	25.2%	19.9%	15.0%
开发业务	366.7	406.7	508.4	610.0	701.5
yoy	31.7%	10.9%	25%	20%	15%
物业管理	5.5	3.0	4.8	5.8	7.0
yoy	31.6%	-44.9%	60%	20%	20%

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
房产租赁	2.7	3.3	4.0	4.6	5.0
yoy	18.1%	24.1%	20%	15%	10%
酒店服务	1.5	1.9	2.4	2.8	3.2
yoy	55.7%	24.3%	30%	15%	15%
其他业务	3.4	0.1	0.1	0.1	0.2
yoy			10%	10%	10%
<b>毛利率</b>	<b>24.8%</b>	<b>17.5%</b>	<b>18.0%</b>	<b>18.8%</b>	<b>20.2%</b>
开发业务	24.0%	17.1%	17.5%	18.2%	19.6%
物业管理	78.3%	72.5%	75.9%	76.1%	77.1%
房产租赁	1.8%	-4.0%	3.8%	8.8%	13.0%
酒店服务	50.1%	40.0%	46.9%	49.2%	51.4%
其他业务	32.6%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

最终我们测算出公司 2023-2025 年营收分别为 519.8、623.4、716.9 亿元，同比分别增长 25.2%、19.9%、15.0%；归母净利润分别为 44.58、53.33、64.77 亿元，同比分别增长 19.2%、19.6%、21.4%，EPS 分别为 1.43、1.71、2.08 元，当前股价对应 PE 为 7.0、5.8、4.8 倍。

我们选取保利发展、招商蛇口两家偏重一二线城市的头部房企以及越秀地产、绿城中国和华发股份三家区域深耕性稳健房企和公司进行对比，公司 2023-2025 年 PE 估值小于可比公司均值。公司坚持稳健经营，持续聚焦基本面和供需良好的杭州大本营，销售保持增长，土储充裕优质，融资成本持续下行，债务结构持续优化，维持“买入”评级。

**表4：对应当前股价，可比主流房企预计 2023 年 PE 估值均值在 8.1 倍**

上市公司	代码		归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600048.SH	保利发展	买入	183.5	237.4	284.2	325.3	8.7	6.7	5.6	4.9
001979.SZ	招商蛇口	买入	42.6	86.3	115.8	134.8	25.0	12.3	9.2	7.9
0123.HK	越秀地产	买入	39.5	43.1	51.5	59.6	9.7	8.9	7.4	6.4
3900.HK	绿城中国	未评级	27.6	40.9	49.5	59.8	8.0	5.4	4.5	3.7
600325.SH	华发股份	未评级	25.8	29.0	32.7	36.7	7.9	7.0	6.2	5.5
							11.8	8.1	6.6	5.7
002244.SZ	滨江集团	买入	37.4	44.6	53.3	64.8	8.3	7.0	5.8	4.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（除保利发展、招商蛇口、越秀地产、滨江集团以外，其余盈利预测数据为 Wind 一致预期；汇率使用 2023 年 9 月 22 日：1 HKD=0.92RMB）

## 7、风险提示

销售回暖不及预期、杭州市场去化不及预期、公司拿地不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	189975	250347	272015	290049	316799
现金	21141	24328	30467	36540	42025
应收票据及应收账款	487	441	907	610	1119
其他应收款	17776	30362	29924	42381	40776
预付账款	46	6	56	15	63
存货	142401	184409	199326	198605	220327
其他流动资产	8123	10800	11336	11899	12490
<b>非流动资产</b>	21751	25856	32888	40159	47519
长期投资	10855	14298	20144	26231	32582
固定资产	536	582	733	954	1132
无形资产	140	137	130	125	116
其他非流动资产	10219	10840	11881	12850	13689
<b>资产总计</b>	211726	276203	304903	330208	364318
<b>流动负债</b>	141815	183721	198437	210811	232118
短期借款	565	0	2034	2728	3511
应付票据及应付账款	3411	3699	5143	5369	6502
其他流动负债	137840	180022	191260	202715	222104
<b>非流动负债</b>	32523	39771	48590	54891	59220
长期借款	31766	38945	47764	54065	58393
其他非流动负债	758	826	826	826	826
<b>负债合计</b>	174339	223492	247027	265702	291337
少数股东权益	16808	29182	30668	32742	35518
股本	3111	3111	3111	3111	3111
资本公积	2181	2100	2100	2100	2100
留存收益	15491	18536	23003	28575	35662
<b>归属母公司股东权益</b>	20579	23529	27208	31764	37463
<b>负债和股东权益</b>	211726	276203	304903	330208	364318

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	839	5214	2765	1210	1921
净利润	4921	3904	5943	7407	9253
折旧摊销	348	414	249	399	606
财务费用	740	1019	894	1063	978
投资损失	-356	-2224	-2510	-2755	-2987
营运资金变动	-5278	1492	-1851	-4756	-5821
其他经营现金流	465	609	38	-149	-108
<b>投资活动现金流</b>	-8760	-24214	-4869	-4851	-5000
资本支出	42	137	1238	1435	1535
长期投资	-5331	-1916	-5846	-6087	-6351
其他投资现金流	-3387	-22161	2215	2670	2887
<b>筹资活动现金流</b>	10531	22150	6209	9021	7780
短期借款	565	-565	2034	694	783
长期借款	751	7179	8819	6301	4329
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	16	-82	0	0	0
其他筹资现金流	9199	15617	-4643	2025	2668
<b>现金净增加额</b>	2605	3181	4105	5379	4701

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	37976	41502	51975	62337	71693
营业成本	28547	34249	42595	50637	57184
营业税金及附加	1008	844	1218	1364	1625
营业费用	713	811	989	1126	1352
管理费用	559	626	772	919	1065
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	740	1019	894	1063	978
资产减值损失	0	-702	0	0	0
其他收益	3	8	4	5	5
公允价值变动收益	0	-6	19	18	8
投资净收益	356	2224	2510	2755	2987
资产处置收益	-0	0	-0	0	0
<b>营业利润</b>	6746	5320	8100	10090	12618
营业外收入	3	10	9	10	8
营业外支出	11	20	27	29	22
<b>利润总额</b>	6737	5311	8081	10071	12604
所得税	1816	1407	2138	2664	3351
<b>净利润</b>	4921	3904	5943	7407	9253
少数股东损益	1894	163	1486	2074	2776
<b>归属母公司净利润</b>	3027	3741	4458	5333	6477
EBITDA	8144	7025	9525	11810	14636
EPS(元)	0.97	1.20	1.43	1.71	2.08

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.8	9.3	25.2	19.9	15.0
营业利润(%)	39.7	-21.1	52.2	24.6	25.1
归属于母公司净利润(%)	30.1	23.6	19.2	19.6	21.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.8	17.5	18.0	18.8	20.2
净利率(%)	8.0	9.0	8.6	8.6	9.0
ROE(%)	13.2	7.4	10.3	11.5	12.7
ROIC(%)	9.0	6.4	7.6	7.9	8.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.3	80.9	81.0	80.5	80.0
净负债比率(%)	57.8	53.3	55.0	57.9	57.8
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	80.0	89.5	77.1	82.2	82.9
应付账款周转率	7.5	9.6	9.6	9.6	9.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.20	1.43	1.71	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	1.68	0.89	0.39	0.62
每股净资产(最新摊薄)	6.61	7.56	8.74	10.21	12.04
<b>估值比率</b>					
P/E	10.3	8.3	7.0	5.8	4.8
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	8.5	12.6	9.8	8.6	7.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn