

**002302.SZ**

# 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.48

板块评级: 强于大市

**本报告要点**
**■ 西部建设事件点评**
**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.1)	(1.5)	(13.9)	(10.1)
相对深圳成指	1.2	0.7	(8.2)	3.3

发行股数 (百万)	1,262.35
流通股 (百万)	1,262.35
总市值 (人民币 百万)	8,180.06
3个月日均交易额 (人民币 百万)	46.79
主要股东	
中建新疆建工(集团)有限公司	31.43

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2023年12月29日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《西部建设》20231025
- 《西部建设》20230823
- 《西部建设》20230801

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 水泥

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

## 西部建设

### 增发获深交所审核通过, 公司全面提升在即

12月20日, 公司申请向特定对象发行股票获得深圳证券交易所上市审核中心审核通过, 海螺水泥将成为公司战略投资者。我们认为公司与海螺水泥在七个方面展开的合作将助力公司全面提升, 维持公司“买入”评级。

**支撑评级的要点**

- **事件: 12月20日, 公司收到深圳证券交易所上市审核中心出具的《关于中建西部建设股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核中心意见告知函》, 经审核认为公司符合发行条件、上市条件和信息披露要求。本次向特定对象发行价格为7.00元/股, 发行股票数量为211,326,283股, 不超过公司发行前总股本的30%。其中, 中建西南院拟认购股票数量为21,562,673股; 海螺水泥拟认购股票数量为189,763,610股。**
- **公司拟通过本次向特定对象发行引入长期战略投资者海螺水泥, 全面提升公司实力。公司拟通过非公开发行股票引入海螺水泥为战略投资者。海螺水泥是中国水泥行业龙头, 在生产成本、运输成本、投资成本方面具有业内较强优势。海螺水泥与公司系产业链上下游关系, 业务契合度较高。引入海螺水泥后, 双方将在原材料采购、混凝土业务、砂石骨料业务、物流运输业务、产业互联网业务、科研业务等方面开展全方位、深层次合作, 从而降低公司原材料采购成本, 增厚公司利润, 提升公司在砂石骨料方面的管理运营经验, 助力公司实现全面提升。**
- **此次定增为公司“一体两翼”发展战略实施提供强劲资金支持, 提高抗风险能力。随着业务规模不断扩大, 公司偿债压力增加, 同时面临一定的财务风险。本次向特定对象发行股票募集资金总额为148,351.0507万元, 扣除发行费用后全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。本次增发一方面有利于优化资本结构, 提高直接融资比例, 降低融资成本, 减轻偿债压力; 另一方面利于充实资金实力, 提高抗风险能力。随着公司与海螺水泥合作逐渐落地, 叠加偿债压力减轻、抗风险能力提升, 公司全面提升在即。**

**估值**

- 考虑到公司战略合作事项尚未落地, 合作效果有待观察, 我们维持公司原有盈利预测。预计2023-2025年公司收入为225.5、248.7、275.7亿元, 归母净利润分别为4.8、6.7、8.1亿元; EPS为0.38、0.53、0.64元。维持公司买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 基建落地不及预期, 业务扩张效果不及预期, 战略合作效果不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	26,926	24,856	22,550	24,874	27,572
增长率(%)	15.0	(7.7)	(9.3)	10.3	10.8
EBITDA(人民币 百万)	1,845	1,742	1,589	1,921	2,194
归母净利润(人民币 百万)	845	551	477	668	808
增长率(%)	7.7	(34.8)	(13.3)	40.0	20.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.44	0.38	0.53	0.64
市盈率(倍)	9.7	14.9	17.1	12.2	10.1
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(倍)	4.2	6.1	4.0	4.2	2.3
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.2	1.3	1.3	1.8	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 定增获深交所审核通过，海螺水泥将成为公司战略投资者

事件：2023年12月20日，中建西部建设发布公告，公司申请向特定对象发行股票获得深圳证券交易所上市审核中心审核通过。后续深交所将按规定报中国证监会履行相关注册程序。2021年12月，西部建设发布公告，拟通过非公开发行股票融资引入战略投资者海螺水泥。西部建设此次非公开发行股票的发行对象为中建集团所控制的下属企业中建西南院以及战略投资者海螺水泥。历经两年时间，公司定增取得重大进展。

发行完成后，海螺水泥对西部建设的持股比例将达到12.88%，成为公司战略投资者。西部建设本次向特定对象发行股票的发行对象为中建集团下属企业中建西南院以及战略投资者海螺水泥，发行股票数量为211,326,283股，不超过公司发行前总股本的30%。其中，中建西南院拟认购股票数量为21,562,673股，海螺水泥拟认购股票数量为189,763,610股。本次股票发行价格为7.00元/股，募集资金总额为148,351.0507万元，扣除发行费用后全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。截至2023年12月25日，西部建设实际控制人中建集团对公司持股比例合计62.49%，本次发行完成后，中建集团对公司合计持股比例为54.99%，海螺水泥对公司持股比例为12.88%，公司实控人仍为中建集团，海螺水泥成为公司战略投资者。海螺水泥将向西部建设董事会提名一名非独立董事，参与公司治理。中建西南院、海螺水泥所认购本次向特定对象发行股票均自发行结束之日起36个月内不得转让。

图表 1. 西部建设本次向特定对象发行股票概况

发行价	7.00 元/股
发行数量	211,326,283 股
其中：中建西南院	21,562,673 股
海螺水泥	189,763,610 股
锁定期	36 个月
募集资金总额	148,351.0507 万元
募集资金用途	扣除发行费用后全部用于补充流动资金及偿还银行贷款
发行目的	<p>1.引入长期战略投资者海螺水泥，全面提升公司实力。双方将在原材料采购、混凝土业务、砂石骨料业务、物流运输业务、产业互联网业务、科研业务等方面开展全方位合作，降低公司原材料采购成本，增厚公司利润，提升公司砂石骨料管理运营经验。</p> <p>2.为“一体两翼”战略发展提供强劲资金支持。</p> <p>3.通过募集资金补充流动资金及偿还银行贷款，可以优化资本结构，提高直接融资比例，降低融资成本，减轻偿债压力；有利于进一步充实资金实力，提高抗风险能力，支持公司高质量发展。</p>
是否关联交易	是。中建西南院是公司实控人下属企业，与公司为关联方；本次发行完成后海螺水泥将持有公司12.88%的股份，构成公司关联方。
发行完成后控制权是否转移	不转移。截至2023年12月25日，实控人中建集团持股比例为62.49%。发行完成后实控人持股比例为54.99%，海螺水泥持股比例为12.88%。公司实控人仍为中建集团。
已履行程序	本次向特定对象发行方案已获深交所审核通过
尚需履行程序	本次向特定对象发行方案尚需获得中国证监会同意注册
认购资金来源	中建西南院和海螺水泥本次认购资金全部来源于自有或自筹资金
认购对象是否参与公司治理	是。本次发行完成后，海螺水泥将向西部建设董事会提名一名非独立董事，参与公司治理。

资料来源：公司公告，中银证券

海螺水泥和西部建设将在七个方面开展全方位、深层次合作。海螺水泥和西部建设为商品混凝土产业链的直接上下游关系，业务协同性较强，双方合作能够实现优势互补。海螺水泥成为西部建设的战略投资者后，双方将在原材料供销、混凝土搅拌站增量市场、砂石骨料业务、物流运输、产业互联网、科研技术和国际业务等七个方面开展全方位、深层次合作。

图表 2. 西部建设与海螺水泥将在七个方面开展全方位、深层次合作

合作方向	主要内容
1. 原材料供销	海螺水泥在采购模式、销售价格、结算付款方式、贷款授信等方面给予西部建设一定优惠。自《战略合作协议》生效之日起，双方合作期限为三年。合作期限届满后，经双方协商一致可延长。 原材料供销具体合作情况：A. 双方在符合市场规则前提下，加强相互支持，即：在市场上水泥供应紧张时，海螺水泥优先保障对西部建设的水泥供应；在市场上水泥需求下行时，西部建设优先采购海螺水泥的水泥。双方秉持长期合作共赢原则，确保甲方原材料供应的长期性和稳定性。B. 西部建设对海螺水泥的水泥采购由经销商模式转换为厂家直采模式。C. 以海螺水泥给予西部建设同等条件下的最优惠价格政策为原则，由双方根据供货地点、市场行情，直接洽谈合作价格和结算方式。
2. 混凝土搅拌站增量市场	双方拟在拥有产业优势的区域共同投资，加大混凝土搅拌站建设、收购力度，并探讨整合现有商混产业，发挥各自优势，促进共同提升。在合作区域方面，优选长三角、大湾区等地区作为重点区域，围绕上海、深圳、广州等一线城市，借助海螺水泥在上述区域的原材料优势和西部建设的技术运营优势，通过重点城市快速提升区域产能产量，提高市占率和市场影响力，并逐步辐射区域内苏州、南京、佛山、东莞等其他经济发达城市 and 中小城市。
3. 砂石骨料业务合作	在具体合作模式上，双方可成立砂石骨料合资公司，共享信息，对接资源，通过竞拍、并购等方式获取矿权；也可围绕双方已取得砂石矿产资源开展合作，另一方通过参股、包销等模式参与业务。此外，双方可联合探索矿建融合项目投资合作，以基础设施建设工程为基础，以矿产资源运营收益为保障，实现砂石骨料矿产资源投资开发和建设施工项目的直接对接。另有，双方可共同建设精品骨料研究院，开展精品骨料生产工艺改进、骨料级配优化设计等研究合作，促进精品骨料生产、外加剂产品研发、混凝土技术突破等融合。
4. 物流运输合作	西部建设和海螺水泥将在水泥、砂石等领域签订物流运输方面的合作协议。海螺水泥在具有商业合理性的前提下，优先为西部建设提供旗下的海螺智慧物流供应链平台的采购运输服务，并提供价格或账期优惠。另外，双方将探讨共享公路运输、铁路专线等方面的物流资源，共同提高业务的跨区域协同能力。
5. 产业互联网合作	通过产业互联网合作，一方面，海螺水泥可将砂石骨料产能等纳入西部建设产业互联网平台；另一方面，海螺水泥物流供应链能力强大，可将西部建设“砼车汇”等相关资源纳入其物流供应链平台，最终实现双方产业互联网与实体资源的充分对接整合，发挥产业互联网的资源配置作用，从而增强西部建设在市场拓展方面的信息化水平。
6. 科研技术合作	西部建设在预拌混凝土行业具备丰富的技术储备，能够为海螺水泥提供混凝土相关的设备及技术服务，海螺水泥承诺在同等条件下优先采购西部建设相关设备及技术服务。此外，双方考虑联合成立水泥及制品科研院所，结合双方在混凝土和水泥行业的技术优势，开展低碳建材产品和技术攻关，开展砂浆/混凝土产品技术的研究与应用，实现水泥、砂石到制品的全产业链的科研合作，巩固双方技术成果，提高产品技术含量。另外，双方拟共同开展混凝土与水泥制品行业碳排放分析和调控技术研究，形成从原材料生产、材料运输、混凝土搅拌至混凝土出厂整个过程中的碳排放评价体系和多路径减碳技术体系，助力实现“双碳”战略。
7. 国际业务合作	海螺水泥围绕“一带一路”已进行国际化布局，在印度尼西亚、柬埔寨、老挝、缅甸、乌兹别克斯坦等国家建有工厂；西部建设业已在马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨等海外市场开展业务。双方可在国际业务上互通资源，协同发展，从而促进西部建设海外市场的开拓。

资料来源：公司公告，中银证券

### 原材料供销：双方将开展供销合作，减轻公司成本和资金压力

海螺水泥是中国最大的水泥生产企业之一。截至 2022 年末，海螺水泥拥有熟料产能 2.69 亿吨，水泥产能 3.88 亿吨，骨料产能 1.08 亿吨，2022 年水泥和熟料净销量合计为 3.10 亿吨，在水泥熟料产能方面位列全国第二，在骨料产能方面位列全国第五。海螺水泥拥有商品混凝土企业生产所需的水泥、砂石骨料等丰富的原材料资源。

商混企业采购端和销售端现金流不匹配，资金压力往往较大。商品混凝土行业上下游价款结算方式不同，导致商品混凝土企业出现采购端和销售端现金流不匹配的情况，资金压力较大。为缓解资金压力，多数商品混凝土企业选择向信用政策更加灵活的经销商采购水泥，但这也加大了企业的采购成本。

海螺水泥将在水泥采购模式、销售价格、贷款授信等方面给予公司优惠，双方合作将使西部建设享受优惠的采购价格和灵活的支付结算方式，获得成本优势并减轻资金压力。海螺水泥与西部建设签署《战略合作协议》后，西部建设对海螺水泥的水泥采购方式由经销商模式转变为直采模式，消除了中间经销商的利润环节。并且，海螺水泥基于市场化原则给予西部建设一定的价格优惠，并在贷款结算方面给予公司三个月的账期，支付手段方面接受现金、电汇、银行承兑汇票等方式。

截至 2022 年末，双方已在长沙、广州、深圳等 19 个城市开展了水泥直接供销合作。在目前合作的基础上，双方将进一步进行磋商，推动其他省、市、自治区市场的原材料供销合作，实现更大程度的互惠互利。

经西部建设测算，通过与海螺水泥的上述合作，公司预计每年可增加利润总额 1.50 亿元，较 2022 年度利润总额提升 16.93%。

### 市场扩张：海螺水泥深耕中部和东部地区，与西部建设形成优势互补

海螺水泥深耕中部和东部地区多年，与西部建设形成优势互补。西部建设商品混凝土业务虽然覆盖全国 26 个省份，但公司六大成熟区域集中在中西部地区，在长三角、粤港澳大湾区、京津冀等经济发展活跃的国家战略区域布局较晚。而海螺水泥总部位于安徽芜湖，深耕中部和东部地区多年，泥在长三角、珠三角等地区优势突出，矿产资源和市场资源丰富，也基本覆盖了西南、湖北、新疆等西部建设的传统优势区域。

图表 3. 西部建设成熟区域集中于中西部地区



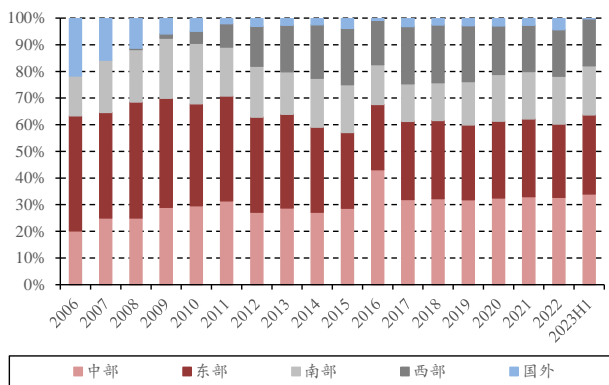
资料来源：公司公告，中银证券  
注：深色为成熟区域，浅色为新区

图表 4. 海螺水泥深耕东部地区多年，能够助力西部建设进行区域扩张



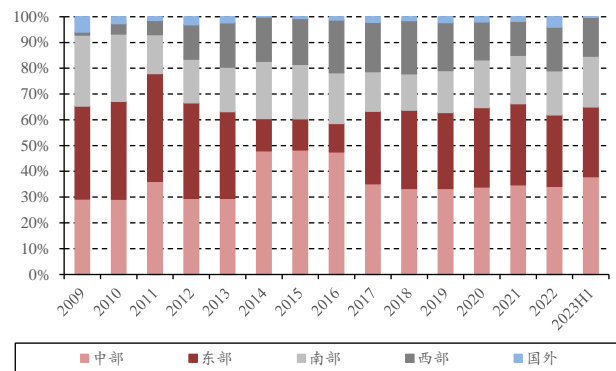
资料来源：公司公告，中银证券  
注：颜色由深至浅代表营收规模由高到低（根据 2022 年公司业绩数据）

图表 5. 中部和东部地区是海螺水泥主要的营收来源



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 中部和东部地区贡献了海螺水泥近 70% 的利润



资料来源：公司公告，中银证券

双方将成立合资公司，开辟混凝土搅拌站增量市场。海螺水泥和西部建设将合作开辟混凝土搅拌站增量市场，双方将以成立合资公司等形式，在双方拥有产业优势的区域共同投资，加大混凝土搅拌站建设、投资力度。同时，双方将结合合资混凝土公司发展情况和资金需求，为合资公司提供资金保障。在战略合作的基础上，未来三年，双方将在华东、华南、中部、西部等地区投资混凝土搅拌站。

在合作区域方面，双方优选长三角、大湾区等地区作为重点区域。双方将围绕上海、深圳、广州等一线城市，借助海螺水泥在上述区域的原材料优势和西部建设的技术运营优势，通过重点城市快速提升区域产能产量，提高市占率和市场影响力，并逐步辐射区域内苏州、南京、佛山、东莞等其他经济发达城市和中小城市。

合作模式方面，双方将采取“一站一议”方式。西部建设和海螺水泥将基于周边客户资源、上游原材料供应、下游市场规模和土地环保要求等各方面因素，共同商议确定混凝土搅拌站的选址、投资规模、建设周期、人员配备、项目运行等，以充分发挥双方优势。双方合作的混凝土搅拌站由西部建设控股。

双方合作将持续推动西部建设业绩增长。经公司测算，随着双方战略合作的实施及增量混凝土搅拌站的逐步投产，预计每年平均增加西部建设营业收入 88.50 亿元、利润总额 5.58 亿元，较 2022 年度营业收入和利润总额分别提升 35.61% 和 62.98%。

### 砂石骨料：双方合作将提升公司资源禀赋，为市场拓展和业绩增长提供资源支持

砂石骨料作为商品混凝土的重要原材料之一，具有附加值高、资源稀缺的特点，海螺水泥和西部建设均将其作为产业链发展重点。截至 2022 年末，西部建设砂石骨料年需求量超过 1 亿吨，海螺水泥骨料年产能超过 1 亿吨，双方开展砂石骨料供销合作有望实现双赢。

图表 7. 2013-2022 年西部建设砂石采购情况

	单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
采购量	万吨	4,121.0	6,541.5	6,894.7	10,726.0	12,150.9	8,132.4	8,523.3	9,544.8	11,278.1	10,304.7
采购单价	元/吨	56.6	60.2	49.1	54.7	63.9	79.0	97.0	89.0	90.4	91.6
采购金额	百万元	2,333.3	3,939.3	3,383.9	5,862.7	7,763.2	6,420.5	8,267.6	8,494.9	10,198.8	9,437.0

资料来源：公司公告，中银证券

在合作模式上，双方可成立砂石骨料合资公司，通过竞拍、并购等方式获取矿权；也可围绕双方已取得的砂石矿产资源展开合作，另一方通过参股、包销等模式参与业务。此外，双方可联合探索矿建融合项目投资合作，共同建设精品骨料研究院等。

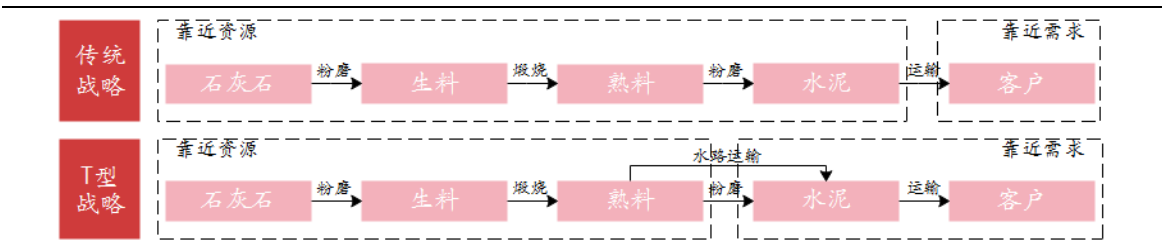
在具有商业合理性的前提下，海螺水泥将在砂石骨料方面给予西部建设保供支持和价格优惠，西部建设将优先采购砂石骨料合资公司或海螺水泥所提供的砂石骨料。

2022 年 8 月起，西部建设率先在广西与海螺水泥开展砂石骨料合作试点，通过直采模式采购海螺水泥的砂石骨料。未来，双方将积极促成砂石骨料的直接采购，并在合资场站集中的区域，共同开发、获取新的石灰石矿产资源，实现合资场站的砂石骨料自供，以进一步增强场站盈利能力。

### 物流运输：海螺水泥优先为西部建设提供采购运输服务，公司运输成本有望降低

海螺水泥物流运输经验丰富，在东部地区拥有 30-40 个万吨级专用码头。公司“T”型战略能够借助长江的便利水路运输，有效降低了运输成本并开拓了广阔的长三角市场。

图表 8. 海螺水泥 T 型战略



资料来源：公司公告，中银证券

双方将开展物流运输相关合作。西部建设和海螺水泥将在水泥、砂石等领域签订物流运输方面的合作协议。在具有商业合理性的前提下，海螺水泥将优先为西部建设提供旗下海螺智慧物流供应链平台的采购运输服务，并提供价格或账期优惠。此外，双方将探讨共享公路运输、铁路专线等方面的物流资源，共同提高业务跨区域协同能力。双方在物流领域的合作能够保障西部建设市场拓展所需的原材料资源，进一步降低运输成本，提高盈利能力。

## 产业互联网：发挥资源配置作用，增强公司信息化竞争力

西部建设产业互联网配套平台建设完整西部建设已经围绕混凝土产业链建设了完整的产业互联网配套平台，海螺水泥也拥有“海螺智慧物流”物流供应链平台，通过网络或云平台对物流资源进行集约整合，从而高效利用社会货运资源。

图表 9. 西部建设产业互联网配套平台

砼联智选	混凝土在线交易平台
找砂石	砂石骨料在线交易平台
砼车会	混凝土产业链物流服务平台
砼智汇	智慧工厂

资料来源：公司公告，中银证券

**双方合作将充分发挥产业互联网资源配置作用，增强公司信息化竞争力。**双方进行产业互联网合作能够使海螺水泥将砂石骨料产能等纳入西部建设产业互联网平台，西部建设“砼车会”等相关资源也可以纳入海螺水泥强大的物流供应链平台，实现双方产业互联网与实体资源的充分对接整合，发挥产业互联网资源配置作用，增强西部建设在市场拓展领域的资源信息化水平。

## 科研技术：双方合作提升技术创新水平，增强公司技术竞争力

西部建设在预拌混凝土行业具备丰富的技术储备，能够为海螺水泥提供混凝土相关设备及技术服务，海螺水泥承诺在同等条件下优先采购西部建设相关设备及技术服务。此外，双方考虑联合成立水泥及制品科学院，开展低碳建材产品和技术攻关，开展砂浆/混凝土产品技术的研究与应用，实现水泥、砂石到制品的全产业链的科研合作，巩固双方技术成果，提高产品技术含量。另外，双方拟共同开展混凝土与水泥制品行业碳排放分析和调控技术研究，形成从原材料生产、材料运输、混凝土搅拌至混凝土出厂整个过程中的碳排放评价体系和多路径减碳技术体系，助力实现“双碳”战略。通过科研技术合作，双方技术创新水平有望提升。西部建设技术实力的提升将促进市场开拓和业绩提升。

## 国际业务：双方合作将促进西部建设海外市场开拓

海螺水泥已围绕“一带一路”进行国际化布局，在印尼、柬埔寨、老挝、缅甸、乌兹别克斯坦等国均建有工厂；西部建设也已在马来西亚、印尼、柬埔寨等海外市场开展业务。双方在国际业务上的合作能够互通资源、协同发展，进一步促进西部建设海外市场的开拓。

## 风险提示

基建落地不及预期，业务扩张效果不及预期，战略合作效果不及预期

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26,926	24,856	22,550	24,874	27,572
营业收入	26,926	24,856	22,550	24,874	27,572
营业成本	24,116	22,243	20,235	22,141	24,456
营业税金及附加	147	149	135	149	165
销售费用	223	225	248	298	331
管理费用	484	512	451	497	551
研发费用	614	603	620	684	758
财务费用	57	86	54	29	24
其他收益	24	27	27	26	27
资产减值损失	0	(1)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(99)	(144)	(114)	(107)	(110)
资产处置收益	8	13	19	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(65)	(68)	(68)	(67)	(68)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,153	865	664	936	1,144
营业外收入	45	38	35	40	38
营业外支出	11	17	14	14	15
利润总额	1,187	886	686	961	1,167
所得税	206	171	124	175	216
净利润	981	715	561	786	950
少数股东损益	136	165	84	118	143
归母净利润	845	551	477	668	808
EBITDA	1,845	1,742	1,589	1,921	2,194
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.67	0.44	0.38	0.53	0.64

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>25,738</b>	<b>28,292</b>	<b>21,737</b>	<b>32,755</b>	<b>28,415</b>
现金及等价物	5,339	4,642	4,659	4,975	6,493
应收账款	17,906	21,343	14,988	25,087	19,334
应收票据	458	193	398	254	468
存货	358	377	292	440	369
预付账款	74	44	64	54	76
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,602	1,695	1,336	1,946	1,676
<b>非流动资产</b>	<b>4,282</b>	<b>5,011</b>	<b>4,461</b>	<b>3,913</b>	<b>3,297</b>
长期投资	390	403	403	403	403
固定资产	1,968	2,154	2,058	1,910	1,732
无形资产	476	514	524	530	532
其他长期资产	1,448	1,941	1,476	1,070	629
<b>资产合计</b>	<b>30,020</b>	<b>33,304</b>	<b>26,198</b>	<b>36,669</b>	<b>31,712</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,254</b>	<b>20,488</b>	<b>14,237</b>	<b>23,280</b>	<b>17,965</b>
短期借款	82	856	100	684	100
应付账款	13,836	15,949	11,147	18,501	14,248
其他流动负债	3,337	3,682	2,989	4,095	3,617
<b>非流动负债</b>	<b>1,307</b>	<b>2,385</b>	<b>1,072</b>	<b>1,859</b>	<b>1,443</b>
长期借款	58	585	50	502	50
其他长期负债	1,249	1,800	1,022	1,357	1,393
<b>负债合计</b>	<b>18,561</b>	<b>22,872</b>	<b>15,309</b>	<b>25,139</b>	<b>19,408</b>
股本	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262
少数股东权益	2,304	870	955	1,072	1,215
归属母公司股东权益	9,154	9,561	9,935	10,457	11,089
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>30,020</b>	<b>33,304</b>	<b>26,198</b>	<b>36,669</b>	<b>31,712</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	981	715	561	786	950
折旧摊销	602	762	848	928	1,000
营运资金变动	(836)	(910)	1,032	(2,174)	1,096
其他	(343)	(258)	184	71	69
<b>经营活动现金流</b>	<b>404</b>	<b>309</b>	<b>2,625</b>	<b>(389)</b>	<b>3,116</b>
资本支出	(204)	(192)	(357)	(367)	(377)
投资变动	(21)	(16)	(3)	(3)	(3)
其他	18	25	(48)	(55)	(53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(207)</b>	<b>(183)</b>	<b>(408)</b>	<b>(425)</b>	<b>(433)</b>
银行借款	(191)	1,301	(1,291)	1,036	(1,036)
股权融资	(581)	(2,720)	(104)	(145)	(176)
其他	802	610	(805)	239	47
<b>筹资活动现金流</b>	<b>29</b>	<b>(809)</b>	<b>(2,200)</b>	<b>1,130</b>	<b>(1,165)</b>
<b>净现金流</b>	<b>226</b>	<b>(682)</b>	<b>17</b>	<b>316</b>	<b>1,518</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	15.0	(7.7)	(9.3)	10.3	10.8
营业利润增长率(%)	1.1	(25.0)	(23.2)	40.9	22.2
归属于母公司净利润增长率(%)	7.7	(34.8)	(13.3)	40.0	20.9
息税前利润增长(%)	5.2	(21.2)	(24.3)	33.9	20.3
息税折旧前利润增长(%)	19.8	(5.6)	(8.7)	20.9	14.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	7.7	(34.8)	(13.3)	40.0	20.9
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	4.6	3.9	3.3	4.0	4.3
营业利润率(%)	4.3	3.5	2.9	3.8	4.1
毛利率(%)	10.4	10.5	10.3	11.0	11.3
归母净利润率(%)	3.1	2.2	2.1	2.7	2.9
ROE(%)	9.2	5.8	4.8	6.4	7.3
ROIC(%)	11.4	6.7	6.8	7.2	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6
净负债权益比	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.4)
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.4	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2
管理费用率(%)	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0
研发费用率(%)	2.3	2.4	2.8	2.8	2.8
财务费用率(%)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.4	0.4	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.2	2.1	(0.3)	2.5
每股净资产(最新摊薄)	7.3	7.6	7.9	8.3	8.8
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	9.7	14.9	17.1	12.2	10.1
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.2	6.1	4.0	4.2	2.3
价格/现金流(倍)	20.3	26.5	3.1	(21.0)	2.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371