



盈利能力改善明显, 24H1 利润快速增长

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 2024H1公司实现营业收入189.4亿元, 同比增长4.0%, 实现归母净利润21.6亿元, 同比增长28.6%。2024Q2公司实现营业收入92.8亿元, 同比增长3.1%, 实现归母净利润11.2亿元, 同比增长24.6%。利润端实现快速增长。
- 煤机板块贡献主要利润增长, 产品结构优化。** 2024年上半年, 公司煤机板块实现营收98亿元, 同比增长4.4%, 净利润为21.6亿元, 同比增长26.4%, 煤机板块整体收入保持稳定上升, 主要来自液压支架和煤机设备增长, 利润端增长主要得益于产品结构优化, 高毛利产品占比提升, 材料成本下降。当前煤炭仍是我国主体能源, 在保障国家能源安全中发挥“压舱石”作用, 煤矿智能化建设对于促进煤炭产业转型升级、实现煤炭高质量发展具有重要意义。公司煤矿综采工作面智能化控制系统市场领先, 智能化工作面技术在煤矿领域推广顺利。
- 汽车零部件转型持续推进, 盈利能力大幅改善。** 2024年上半年, 公司汽车零部件板块实现营收91.5亿元, 同比增长3.6%, 其中亚新科实现营收26.7亿元, 同比增长20.4%, 主要系新能源汽车零部件业务快速增长及商用车业务稳步上升, SEG实现营收64.1亿元, 同比减少3.3%; 净利润为1.8亿元, 同比增长71.8%, 一是来自亚新科收入增长对利润的贡献, 二是SEG降本增效成效显著, 盈利能力大幅改善。2024年上半年, 我国汽车销量为1404.7万辆, 同比增长6%, 其中新能源汽车销量达494.4万辆, 同比增长32%, 市场占有率达35%, 汽车行业正处在新能源转型窗口期, 公司持续深挖乘用车市场、稳步拓展商用车市场、大力开拓新能源市场, 加速汽车零部件板块电气化转型。
- 投资业务取得新进展, 资本赋能产业转型升级。** 公司参股企业速达股份IPO申请取得中国证监会同意注册的批复, 并于2024年9月3日上市; 参股企业洛阳轴承集团股份有限公司完成股份制改造, 目前已开展IPO辅导, 具备走向资本市场的基础。公司持续优化产业布局, 探索新兴领域机会, 资本赋能企业高质量发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为37.5、40.7、44.2亿元, 对应当前股价PE分别为5.6、5.1、4.7倍, 未来三年归母净利润复合增速为10.5%。考虑公司煤机板块稳健发展, 汽车零部件板块盈利能力持续修复, 给予公司2024年目标市值267亿元, 对应目标价14.93元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动、市场下行和竞争加剧、汇率波动、投资收益及公允价值变动等风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 36423.24 | 39043.45 | 41967.32 | 45260.46 |
| 增长率 | 13.67% | 7.19% | 7.49% | 7.85% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3273.96 | 3750.09 | 4067.70 | 4418.84 |
| 增长率 | 28.99% | 14.54% | 8.47% | 8.63% |
| 每股收益EPS(元) | 1.83 | 2.10 | 2.28 | 2.47 |
| 净资产收益率ROE | 15.85% | 15.72% | 14.90% | 14.23% |
| PE | 6.4 | 5.6 | 5.1 | 4.7 |
| PB | 1.02 | 0.89 | 0.78 | 0.69 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn
联系人: 杨云杰
电话: 021-58351893
邮箱: yyjie@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) | 17.86 |
| 流通A股(亿股) | 15.42 |
| 52周内股价区间(元) | 11.31-18.01 |
| 总市值(亿元) | 208.22 |
| 总资产(亿元) | 494.66 |
| 每股净资产(元) | 11.76 |

相关研究

目 录

| | |
|--------------------------------------|----------|
| 1 郑煤机：煤机业务高景气，汽车零部件盈利修复 | 1 |
| 1.1 煤机装备领跑者，煤机+汽零双轮驱动..... | 1 |
| 1.2 煤机板块产品结构优化，汽零板块盈利能力修复..... | 2 |
| 1.3 股权结构多元化，国企混改激发活力..... | 3 |
| 2 盈利预测与估值 | 4 |
| 2.1 盈利预测..... | 4 |
| 2.2 相对估值..... | 5 |
| 3 风险提示 | 6 |

图 目 录

| | |
|--|---|
| 图 1: 郑煤机发展历程 | 1 |
| 图 2: 郑煤机主要产品矩阵 | 1 |
| 图 3: 公司业务结构相对稳定 | 2 |
| 图 4: 煤机业务毛利率较高 | 2 |
| 图 5: 2024H1, 公司实现营收 189.4 亿元, 同比增长 4.0% | 2 |
| 图 6: 2024H1, 公司实现归母净利润 21.6 亿元, 同比增长 28.6% | 2 |
| 图 7: 2024H1, 公司境内收入 120.9 亿元, 境外收入 65.6 亿元 | 3 |
| 图 8: 国内业务毛利率较高 | 3 |
| 图 9: 盈利能力显著提升 | 3 |
| 图 10: 公司费用管控能力持续向好 | 3 |
| 图 11: 股权结构多元化 | 4 |

表 目 录

| | |
|--------------------------|---|
| 表 1: 分业务收入及毛利率 | 4 |
| 表 2: 煤机板块可比公司估值 | 5 |
| 表 3: 汽车零部件板块可比公司估值 | 5 |
| 附表: 财务预测与估值 | 7 |

1 郑煤机：煤机业务高景气，汽车零部件盈利修复

1.1 煤机装备领跑者，煤机+汽零双轮驱动

煤矿成套设备供应商，加速汽车零部件电气化转型。郑煤机始建于1958年，1998年由国家煤炭工业部划归河南省，是全球重要的煤矿综采技术和装备供应商、具有国际影响力的汽车零部件制造企业。公司煤矿机械板块主要经济指标连续十余年居行业龙头，国内市场占有率保持在30%以上。煤矿综采机械产品遍布全国各大煤业集团，先后出口到美国、澳大利亚、土耳其、印度、越南等国家。公司汽车零部件产业板块于2016年通过并购方式整合建立，包括汽车零部件板块和汽车电机板块。截至目前，公司汽车零部件产业板块旗下拥有德国SEG集团、亚新科集团两大品牌。

图 1：郑煤机发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

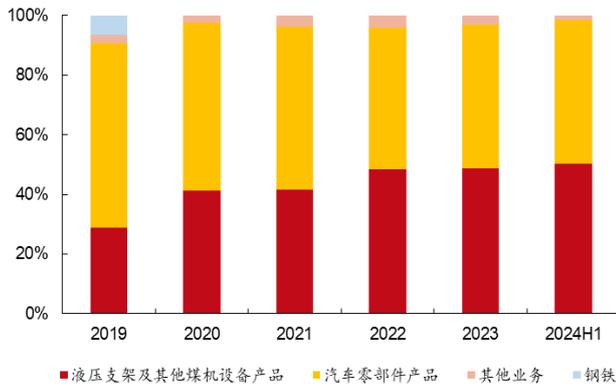
煤炭机械优势突出，汽零产品覆盖全面。1) 煤机板块：主要产品包括液支架、采煤机、掘进机、重型刮板输送机，公司在液支架领域具有显著优势，市占率排名第一。2) 汽车零部件：包括两大品牌亚新科和索恩格（SEG），产品主要包含汽车动力系统零部件、底盘系统零部件、起动机及发电机。

图 2：郑煤机主要产品矩阵

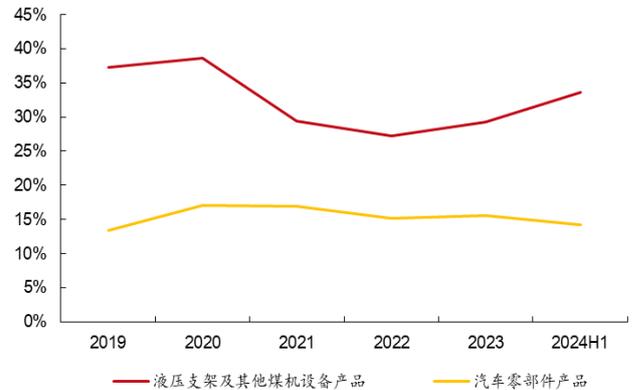
| 产品领域 | 郑煤机产品布局 | | | | | | | |
|-------|---|---|---|---|--|---|---|--|
| | 煤矿机械 | | | | 汽车零部件 | | | |
| 产品示意图 |  |  |  |  |  |  |  | |
| 业务描述 | 公司煤机板块主要业务为煤炭综采装备及其零部件、工作面智能化控制系统的研发、设计、生产、销售和服务，为全球煤炭客户提供安全、高效、智能的一流的煤矿综采技术、成套装备解决方案和服务。 | | | | 公司汽车零部件产品主要包含汽车动力系统零部件、底盘系统零部件、起动机及发电机，包括两大品牌亚新科和索恩格（SEG） | | | |

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

产品结构优化，煤机板块毛利率提升。2024 上半年，公司液压支架及其他煤机设备产品实现收入 95.5 亿元，同比增长 1.8%，毛利率为 33.6%，同比增加 5.2 个百分点；汽车零部件产品实现收入 91.0 亿元，同比增长 3.0%，毛利率为 14.2%，同比减少 1.2 个百分点。

图 3：公司业务结构相对稳定


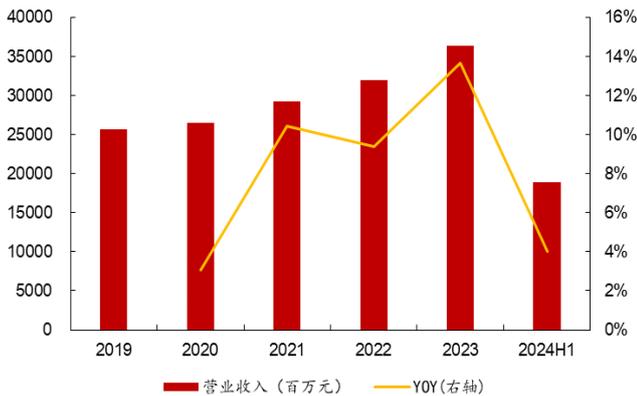
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：煤机业务毛利率较高


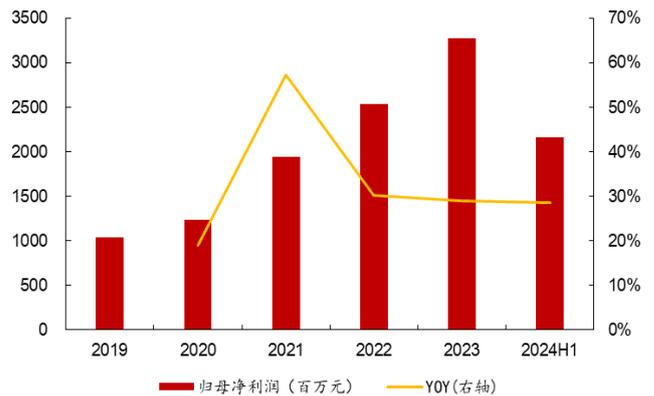
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 煤机板块产品结构优化，汽零板块盈利能力修复

收入端稳健增长，利润端持续释放。2024 年上半年，公司实现营收 189.4 亿元，同比增长 4.0%，其中煤机板块整体收入保持稳定上升，主要来自于液压支架和煤机设备增长，汽车零部件板块受益于新能源汽车零部件业务快速增加及商用车业务收入稳步上升，亚新科收入增长显著；实现归母净利润 21.6 亿元，同比增长 28.6%，主要是煤机板块归母净利润增长所致。

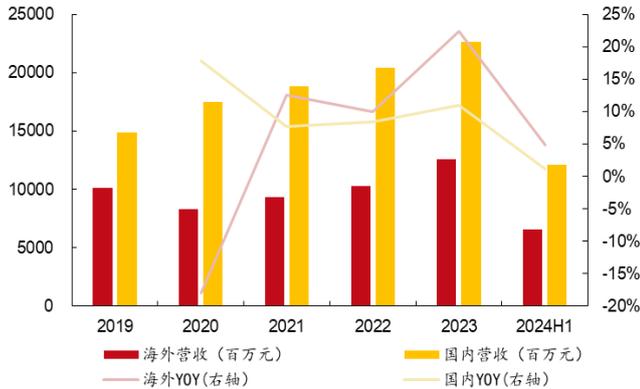
图 5：2024H1，公司实现营收 189.4 亿元，同比增长 4.0%


数据来源：Wind，西南证券整理

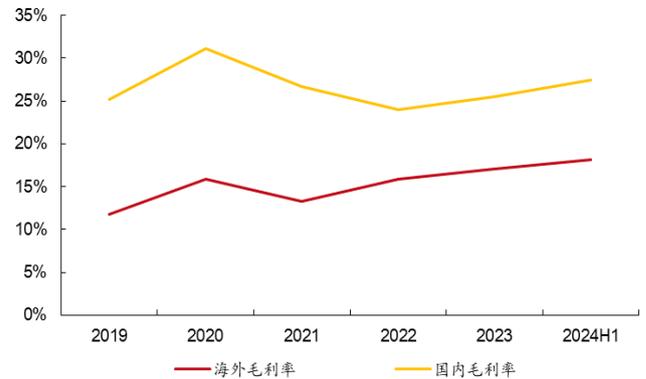
图 6：2024H1，公司实现归母净利润 21.6 亿元，同比增长 28.6%


数据来源：Wind，西南证券整理

坚持全球化战略。2024 年上半年，公司国内业务实现收入 120.9 亿元，同比增长 1.1%，海外业务实现收入 65.5 亿元，同比增长 4.8%。1) 煤机板块：坚定国际化发展战略，与客户上下游企业开展深度合作，改变传统商业模式，为客户提供全新的产品和服务。2) 汽零板块：亚新科加大国际业务开拓力度，核心业务优势由国内向全球拓展，跟随主机厂出海建厂，引领行业转型升级；索恩格利用全球体系优势和在手项目标杆效应，快速推进高压电驱系统/电控/电机/高压继电器的研发与销售。

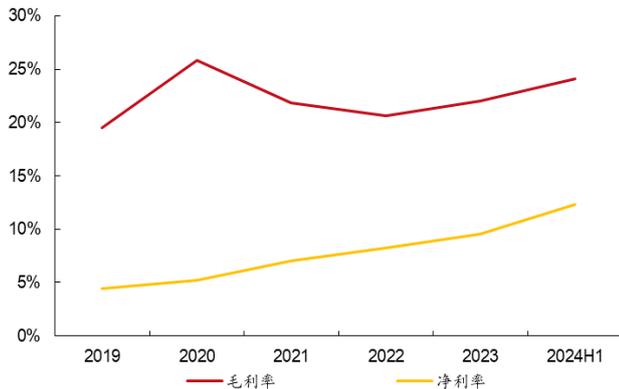
图 7：2024H1，公司境内收入 120.9 亿元，境外收入 65.6 亿元


数据来源：Wind, 西南证券整理

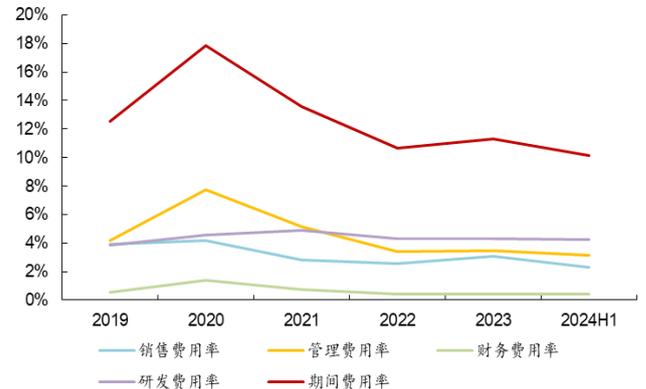
图 8：国内业务毛利率较高


数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利能力显著提升，费用管控能力良好。2024 年上半年，公司毛利率达到 24.1%，同比提升 2.0 个百分点；净利率为 12.3%，同比增加 2.4 个百分点；期间费用率为 10.1%，同比减少 0.9 个百分点。盈利能力有明显提升主要系煤机板块收入结构优化，材料成本下降，利润率较高的产品本期收入占比提升，同时汽车零部件板块盈利能力有明显改善。

图 9：盈利能力显著提升


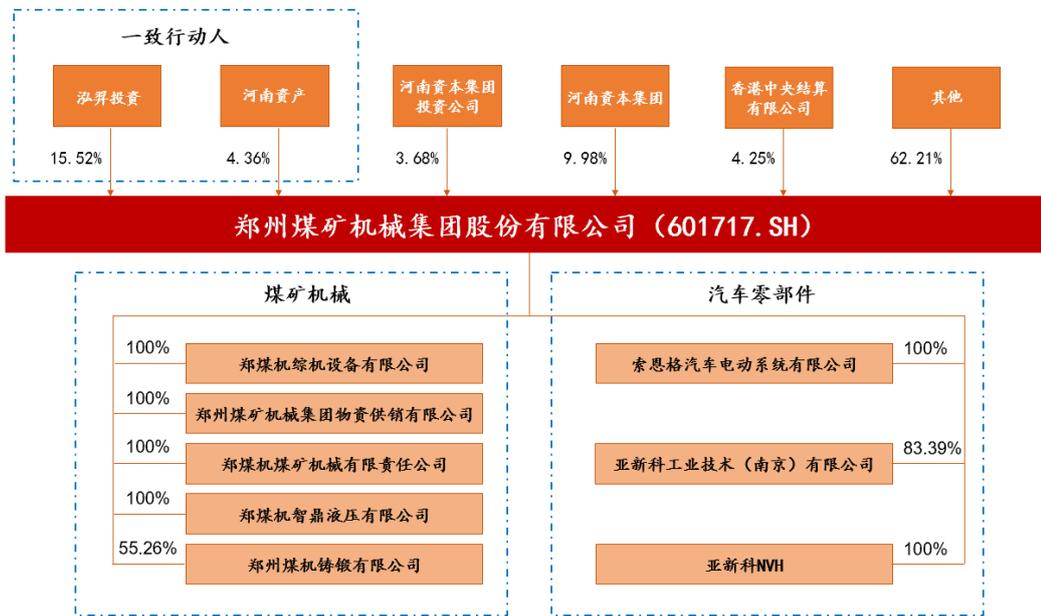
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：公司费用管控能力持续向好


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 股权结构多元化，国企混改激发活力

股权混合多元国企，不断优化治理结构。公司自 2006 年启动股权改革，从国有独资企业转变为混合所有制企业。2021 年，通过引入战略投资者泓羿投资，进一步深化混改，国有企业实现转型升级，提升整体竞争力。截至 2024 年上半年，公司第一大股东为泓羿投资，持股 15.52%，河南资本集团（原河南机械装备投资集团有限责任公司）持股 9.98%，河南资产持股 4.36%，河南资本集团投资公司持股 3.68%，股权结构相对集中。

图 11：股权结构多元化


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 液压支架及其他煤机设备产品及物料：煤机智能化转型驱动行业发展，公司作为国内煤炭机械设备龙头之一有望充分受益，预计 2024-2026 年液压支架及其他煤机设备产品及物料业务收入分别同比增长 3.0%、2.0%、2.0%，毛利率分别为 31.0%、30.0%、30.0%。

2) 汽车零部件产品：汽车行业正处在新能源转型窗口期，公司持续深挖乘用车市场、稳步拓展商用车市场、大力开拓新能源市场，加速汽车零部件板块电气化转型，预计 2024-2026 年汽车零部件产品业务收入同比增长 11.6%、12.8%、13.0%，毛利率分别为 16.0%、16.5%、17.0%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 液压支架及其他煤机设备 产品及物料 | 收入 | 17771.08 | 18304.21 | 18670.30 | 19043.70 |
| | 增速 | 14.29% | 3.00% | 2.00% | 2.00% |
| | 毛利率 | 29.26% | 31.00% | 30.00% | 30.00% |
| 汽车零部件产品 | 收入 | 17459.99 | 19487.46 | 21982.66 | 24836.68 |
| | 增速 | 15.24% | 11.61% | 12.80% | 12.98% |

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| | 毛利率 | 15.56% | 16.00% | 16.50% | 17.00% |
| 其他业务 | 收入 | 1192.16 | 1251.77 | 1314.36 | 1380.08 |
| | 增速 | -11.31% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| | 毛利率 | 10.33% | 10.92% | 10.92% | 10.92% |
| 合计 | 收入 | 36423.24 | 39043.45 | 41967.32 | 45260.46 |
| | 增速 | 13.67% | 7.19% | 7.49% | 7.85% |
| | 毛利率 | 22.08% | 22.87% | 22.33% | 22.28% |

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

综合考虑公司煤机板块和汽车零部件板块，给予公司 2024 年目标市值 267 亿元，对应目标价 14.93 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 1) 煤机板块：选取天地科技、三一国际作为估值参考。预计 2024 年公司煤炭机械板块实现营收 183.0 亿元，参考上半年归母净利率 21.1%，假设全年为 20.0%，预计公司 2024 年煤机板块归母净利润为 36.1 亿元，考虑公司煤机板块稳健发展，给予 2024 年 7 倍估值，对应市值为 253 亿元。
- 2) 汽车零部件板块：选取旭升集团、双环传动作为估值参考。除去煤机板块，预计公司 2024 年汽车零部件及其他板块归母净利润为 1.4 亿元，考虑公司亚新科新能源业务快速拓展，索恩格盈利能力持续修复，给予 2024 年 10 倍估值，对应市值为 14 亿元。

表 2：煤机板块可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E |
| 600582.SH | 天地科技 | 5.73 | 0.57 | 0.66 | 0.73 | 0.82 | 10.06 | 8.73 | 7.80 | 6.97 |
| 0631.HK | 三一国际 | 4.42 | 0.52 | 0.71 | 0.83 | 0.92 | 8.50 | 5.66 | 4.84 | 4.40 |
| 平均值 | | | | | | | 9.28 | 7.20 | 6.32 | 5.69 |
| 601717.SH | 郑煤机 | 11.66 | 1.84 | 2.12 | 2.41 | 2.70 | 6.88 | 5.51 | 4.84 | 4.31 |

数据来源：Wind, 西南证券整理（备注：H 股相较于 A 股流动性较差，估值可能存在差异）

表 3：汽车零部件板块可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | | | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E |
| 603305.SH | 旭升集团 | 9.01 | 0.77 | 0.76 | 0.94 | 1.15 | 11.77 | 11.86 | 9.63 | 7.85 |
| 002472.SZ | 双环传动 | 21.28 | 0.96 | 1.22 | 1.51 | 1.83 | 22.24 | 17.51 | 14.06 | 11.62 |
| 平均值 | | | | | | | 17.01 | 14.68 | 11.85 | 9.74 |
| 601717.SH | 郑煤机 | 11.66 | 1.84 | 2.12 | 2.41 | 2.70 | 6.88 | 5.51 | 4.84 | 4.31 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

原材料价格波动的风险：受市场供求关系及其他因素的影响，近年来国内、国际市场主要金属原材料价格波动幅度较大。虽然公司已经与主要供应商建立了长期、稳定的合作关系，但原材料价格仍然面临较大的波动风险，特别是钢铁、铜铝等金属原材料价格的大幅波动，对公司的盈利能力稳定性造成不利影响。

市场下行和竞争加剧的风险：受宏观经济增速放缓以及能源市场波动影响，煤炭需求面临增速下滑风险，煤炭固定资产投资放缓，公司煤机业务存在市场下行的风险。全球经济动荡以及地缘政治冲突对全球供应链的影响，对全球汽车生产、消费和进出口均造成较大冲击，若全球汽车产销增速不及预期，可能对公司汽车零部件业务经营带来不利影响，同时也会影响新业务的开拓。

汇率波动的风险：随着公司国际业务的不断拓展，公司境外子公司主要结算币种为欧元、墨西哥比索、巴西雷亚尔等，报告期内汇率波动将可能对公司未来经营状况造成一定的影响。

投资收益及公允价值变动的风险：公司参股企业速达股份于2024年9月3日上市，速达股份作为公司重要投资之一，其经营业绩和市场表现将直接影响公司的投资收益，同时速达股份的股价波动也会对公司所持股份的公允价值产生影响。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 36423.24 | 39043.45 | 41967.32 | 45260.46 | 净利润 | 3469.08 | 3950.09 | 4267.70 | 4618.84 |
| 营业成本 | 28369.17 | 30114.51 | 32595.63 | 35174.47 | 折旧与摊销 | 996.67 | 814.52 | 814.52 | 814.52 |
| 营业税金及附加 | 180.87 | 195.22 | 209.84 | 226.30 | 财务费用 | 162.67 | 156.51 | 168.40 | 181.81 |
| 销售费用 | 1124.89 | 1093.22 | 1175.09 | 1267.29 | 资产减值损失 | -77.40 | 385.00 | 185.00 | 185.00 |
| 管理费用 | 1261.85 | 2986.82 | 3147.55 | 3326.64 | 经营营运资本变动 | 670.14 | -2551.38 | -664.48 | -775.10 |
| 财务费用 | 162.67 | 156.51 | 168.40 | 181.81 | 其他 | -2164.37 | -522.81 | -609.68 | -251.95 |
| 资产减值损失 | -77.40 | 385.00 | 185.00 | 185.00 | 经营活动现金流净额 | 3056.77 | 2231.93 | 4161.46 | 4773.13 |
| 投资收益 | 126.20 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 资本支出 | -435.32 | -1500.00 | -1500.00 | -1500.00 |
| 公允价值变动损益 | -56.46 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 其他 | -874.88 | 475.20 | 230.00 | 230.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1310.20 | -1024.80 | -1270.00 | -1270.00 |
| 营业利润 | 4092.25 | 4342.16 | 4715.82 | 5128.93 | 短期借款 | -64.38 | 837.94 | -800.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -6.50 | 305.00 | 305.00 | 305.00 | 长期借款 | 1850.82 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 4085.74 | 4647.16 | 5020.82 | 5433.93 | 股权融资 | 59.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 616.67 | 697.07 | 753.12 | 815.09 | 支付股利 | -995.98 | -654.79 | -750.02 | -813.54 |
| 净利润 | 3469.08 | 3950.09 | 4267.70 | 4618.84 | 其他 | -1796.64 | -873.21 | -168.40 | -181.81 |
| 少数股东损益 | 195.11 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 筹资活动现金流净额 | -946.63 | -690.06 | -1718.42 | -995.35 |
| 归属母公司股东净利润 | 3273.96 | 3750.09 | 4067.70 | 4418.84 | 现金流量净额 | 851.93 | 517.07 | 1173.04 | 2507.78 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 5876.84 | 6393.91 | 7566.95 | 10074.73 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 9958.98 | 10744.34 | 11582.37 | 12463.72 | 销售收入增长率 | 13.67% | 7.19% | 7.49% | 7.85% |
| 存货 | 9299.29 | 9907.91 | 10969.40 | 11720.71 | 营业利润增长率 | 33.06% | 6.11% | 8.61% | 8.76% |
| 其他流动资产 | 11387.37 | 8583.96 | 8753.77 | 8945.01 | 净利润增长率 | 32.00% | 13.87% | 8.04% | 8.23% |
| 长期股权投资 | 777.18 | 777.18 | 777.18 | 777.18 | EBITDA 增长率 | 29.03% | 1.17% | 7.26% | 7.48% |
| 投资性房地产 | 318.36 | 318.36 | 318.36 | 318.36 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 5908.27 | 6852.33 | 7796.38 | 8740.43 | 毛利率 | 22.11% | 22.87% | 22.33% | 22.28% |
| 无形资产和开发支出 | 1442.73 | 1200.15 | 957.57 | 714.99 | 三费率 | 7.00% | 10.85% | 10.70% | 10.55% |
| 其他非流动资产 | 4205.37 | 4189.37 | 4173.37 | 4157.37 | 净利率 | 9.52% | 10.12% | 10.17% | 10.21% |
| 资产总计 | 49174.40 | 48967.52 | 52895.36 | 57912.52 | ROE | 15.85% | 15.72% | 14.90% | 14.23% |
| 短期借款 | 662.06 | 1500.00 | 700.00 | 700.00 | ROA | 7.05% | 8.07% | 8.07% | 7.98% |
| 应付和预收款项 | 12019.12 | 12532.85 | 13624.28 | 14712.72 | ROIC | 23.89% | 22.30% | 20.98% | 20.96% |
| 长期借款 | 6164.24 | 6164.24 | 6164.24 | 6164.24 | EBITDA/销售收入 | 14.42% | 13.61% | 13.58% | 13.53% |
| 其他负债 | 8447.65 | 3645.38 | 3764.12 | 3887.53 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 27293.07 | 23842.47 | 24252.63 | 25464.49 | 总资产周转率 | 0.78 | 0.80 | 0.82 | 0.82 |
| 股本 | 1781.41 | 1785.74 | 1785.74 | 1785.74 | 固定资产周转率 | 7.85 | 8.54 | 10.45 | 13.08 |
| 资本公积 | 5409.98 | 5405.65 | 5405.65 | 5405.65 | 应收账款周转率 | 4.65 | 4.53 | 4.56 | 4.55 |
| 留存收益 | 13187.67 | 16282.96 | 19600.64 | 23205.95 | 存货周转率 | 3.22 | 3.06 | 3.09 | 3.08 |
| 归属母公司股东权益 | 20378.21 | 23421.93 | 26739.61 | 30344.91 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 92.05% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 1503.12 | 1703.12 | 1903.12 | 2103.12 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 21881.33 | 25125.05 | 28642.73 | 32448.03 | 资产负债率 | 55.50% | 48.69% | 45.85% | 43.97% |
| 负债和股东权益合计 | 49174.40 | 48967.52 | 52895.36 | 57912.52 | 带息债务/总负债 | 25.01% | 32.15% | 28.30% | 26.96% |
| | | | | | 流动比率 | 1.93 | 2.30 | 2.45 | 2.53 |
| | | | | | 速动比率 | 1.44 | 1.66 | 1.76 | 1.84 |
| | | | | | 股利支付率 | 30.42% | 17.46% | 18.44% | 18.41% |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 5251.58 | 5313.20 | 5698.75 | 6125.27 | 每股收益 | 1.83 | 2.10 | 2.28 | 2.47 |
| PE | 6.36 | 5.55 | 5.12 | 4.71 | 每股净资产 | 11.41 | 13.12 | 14.97 | 16.99 |
| PB | 1.02 | 0.89 | 0.78 | 0.69 | 每股经营现金 | 1.71 | 1.25 | 2.33 | 2.67 |
| PS | 0.57 | 0.53 | 0.50 | 0.46 | 每股股利 | 0.56 | 0.37 | 0.42 | 0.46 |
| EV/EBITDA | 2.11 | 2.03 | 1.54 | 1.03 | | | | | |
| 股息率 | 4.78% | 3.14% | 3.60% | 3.91% | | | | | |

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gonggy@swsc.com.cn |
| | 孙启迪 | 销售经理 | 19946297109 | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn |
| | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jjj@swsc.com.c |
| 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 |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn |
