

2024 年 09 月 11 日

岩土工程龙头利润大增，开辟高增长赛道新起航

中岩大地(003001)

事件概述

公司发布 2024 年中报。2024 年上半年，公司实现营业收入 4.09 亿元，同比下降 10.67%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比增长 250.27%。

分析判断：

►岩土工程龙头，开拓高增长赛道，盈利能力大幅提升

公司是我国岩土工程龙头企业，行业资质领先，深耕岩土工程领域近 16 年，拥有 DMC 桩、SJT、DDM 等多项核心技术，自研岩土固化剂材料，“核心技术+核心材料”打造联合壁垒。公司前期受房地产业务拖累，业绩下滑，**现已开辟蕴含高增长潜力的新赛道，业务结构显著优化**。2024Q1 公司新接订单主要集中在核电、港口、水利、高速公路等领域，地产仅占比约 17%，后续地产占比有望继续下降。公司中标多个国家重点项目和工程建设，如张靖皋大桥、金七门核电、浙江某重点港口、平陆运河等，综合实力可见一斑，高难度项目打造品牌效应，助于业务开拓。

2024 年公司发布股票期权激励计划，以 2023 年净利润为基数，按目标值计算，2024、2025 年公司净利润增长率分别不低于 300%、500%，对应目标净利润分别为 0.55 亿元、0.83 亿元，该激励计划绑定核心高管、中层及骨干，提高凝聚力及员工积极性。公司利润大幅增长，上半年实现归母净利润 0.20 亿元，同比增长 250.27%，销售毛利率、净利率分别为 21.24%、5.00%，分别同比提升 5.25pct、4.41pct。

►开辟核电水电、港口桥梁等新赛道，蕴含高增长潜力

核电核准机组增加，新建核电项目配套的岩土工程项目工程量或倍增。我国核电建设步伐加快，2022 年、2023 年每年核准 10 台核电机组，2024 年 8 月国务院常务会核准 5 个工程，合计 11 台机组。2024 年 1-7 月，我国核电基本建设投资完成额 555 亿元，同比增长 26.5%。据国家能源局，2023 年我国核电装机量 44GW，根据《“十四五”现代能源体系规划》和中国核能行业协会《双碳目标下中国核电发展研究》预测，2025 年、2030 年、2035 年中国核电装机量将分别达到 70GW、110GW、150GW（2023-2035 年 CAGR 为 11%），**每年将核准开工 8-10 台机组**。核电选址要求严苛，目前优质天然核电地址难寻，核岛由于安全性要求，仍要求建设在海边基岩，但其配套辅助设施，或将建设在海泥上，衍生出倍增的陆域形成、地基处理、桩基础、基坑支护等岩土工程，**公司预计核电项目岩土工程部分每年约有 150 亿规模**。

公司成功斩获核电工程岩土工程订单，严格准入壁垒、示范效应及客户粘性助力公司持续突破。据公司 2024 年 6 月公布的投资者关系管理信息，公司近期成功中标某核电工程地基处理、陆域形成及基坑支护工程设计，并以联合体成员身份中标某核电厂临

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	21.79
股票代码：	003001
52 周最高价/最低价：	23.91/9.26
总市值(亿)	27.61
自由流通市值(亿)	15.94
自由流通股数(百万)	73.17



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523110001

联系电话：

联系人：王丽丽

邮箱：wangll1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

华西化工&建筑团队联合覆盖

相关研究

建区地基处理 EPC 项目。

水利水电港口发展提速，桥梁项目加固深度全球领先

水电方面，西藏水能资源丰富，全区水力资源理论蕴藏量 1.88 万亿 kW，约占全国总量的 1/3，居全国首位。西藏水能资源主要集中在分布在藏南和藏东，即雅鲁藏布江、怒江、澜沧江和金沙江干流。其中，雅鲁藏布江流域干流水能最丰富，其下游大拐弯地区堪称世界水能富集之最。《“十四五”现代能源体系规划》指出，要积极推进水电基地建设，推动金沙江上游、雅砻江中游、黄河上游等河段水电项目开工建设，实施雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程。

水利方面，2024 年 1-7 月完成水利建设投资 6894 亿元，同比增长 12.8%。今年以来，国家水网建设进一步提速，引江济淮二期、引汉济渭二期等重大引调水工程加快建设。西藏拉萨旁多引水、福建金門供水水源保障等 15 项水网工程开工建设。

港口方面，2024 年 6 月，交通运输部发布《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》，指出要加快建设国家港口枢纽体系，港口建设有望迎来快速发展期。

桥梁方面，公司成功中标高难度桥梁地下工程项目。张静皋大桥跨径 2300m，为世界最大跨径桥梁，公司采用超高压旋喷桩 SJT 工艺对基底进行加固，加固深度超 70m，为世界最深的大面积旋喷桩处理深度。

投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 11.22/24.21/34.95 亿元，归母净利润分别为 0.76/2.07/3.34 亿元，EPS 分别为 0.60/1.63/2.64 元，对应 9 月 11 日 21.79 元收盘价，PE 分别为 36/13/8 倍。可比公司上海港湾、苏文电能、易普力，2024-2026 年 PE 均值为 17/14/11 倍，我们认为公司是岩土工程龙头，上半年通过优化业务结构，利润已大幅增长，公司开辟核电水电、港口桥梁等高增长新赛道，依托 DMC 桩、SJT、DDM 等核心技术+自研岩土固化剂材料打造联合壁垒，后续业绩有望加速释放，较可比公司，应享有估值溢价。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

核电建设投资不及预期的风险；水电建设投资不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	897	916	1,122	2,421	3,495
YoY (%)	-34.9%	2.2%	22.4%	115.9%	44.3%
归母净利润(百万元)	-144	19	76	207	334
YoY (%)	-229.2%	113.1%	302.6%	171.4%	61.9%
毛利率 (%)	3.5%	17.2%	23.9%	25.8%	25.7%
每股收益 (元)	-1.14	0.15	0.60	1.63	2.64
ROE	-12.0%	1.6%	6.3%	14.6%	19.1%
市盈率	-19.07	145.07	36.28	13.37	8.26

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 岩土工程龙头，开辟高增长新赛道.....	4
1.1. 中岩大地：岩土工程龙头再启程，推行股权激励.....	4
1.2. 阵痛期已过，业务结构优化、盈利能力回升.....	5
2. 开辟核电水电、港口桥梁等新赛道，蕴含高增长潜力.....	6
2.1. 核电建设核准增多，岩土工程需求有望倍增.....	6
2.2. 水利水电港口发展提速，桥梁项目加固深度全球领先.....	10
3. 投资建议.....	12
4. 风险提示.....	12

图表目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司股权结构.....	5
图 3 2024H1，公司营收同比下降 10.67%.....	6
图 4 2024H1，公司归母净利润同比增长 250.27%.....	6
图 5 2022 年以来，公司毛利率、净利率持续提升.....	6
图 6 公司主要业务毛利率持续提高.....	6
图 7 截至 2022 年底，我国核电发电量占我国总发电量的比重较低.....	7
图 8 我国新增商运核电机组数量.....	7
图 9 我国累计商运核电机组数量.....	7
图 10 2024 年 1-7 月，中国核电基本建设投资完成额同比增长 26.5%.....	8
图 11 核岛及常规岛.....	8
图 12 我国核电厂分布在沿海地区.....	9
图 13 预计 2035 年我国核电装机量将达 150GW，2023-2035 年 CAGR 为 11%.....	10
图 14 西藏自治区标准以上河流在各水系中分布数量.....	10
图 15 2024 年 1-7 月中国水利管理业固定资产投资完成额同比增长 28.9%.....	11
表 1 2024-2025 年公司股票期权激励目标.....	5
表 2 公司股权激励人员名单.....	5
表 3 可比公司估值.....	12

1. 岩土工程龙头，开辟高增长新赛道

1.1. 中岩大地：岩土工程龙头再启程，推行股权激励

岩土工程龙头再启程，聚焦核电水电、港口大桥、新能源等新领域。公司成立于 2008 年，为我国岩土工程龙头企业。公司是国家高新技术企业，在地基基础行业深耕近 16 年，拥有地基基础工程专业承包壹级资质、岩土工程设计甲级等一系列岩土工程领域必要的业务资质。公司坚持以“核心技术+核心材料”为发展方向，聚焦核电、水利水电、港口、跨江跨海桥隧及风电光伏等关键领域，是集总承包、专业承包、勘察、设计、施工为一体的综合服务商。公司积极参与并中标国家重点项目和工程建设，如国家会议中心二期、张靖皋大桥、金七门核电、浙江某重点港口、平陆运河、雄安新区城际铁路雄安站等多个项目。

“核心技术+核心材料”双轮驱动。公司掌握多项核心技术，拥有多项国家专利，如高速高压搅喷复合桩技术（DMC 桩）、智能感知超级旋喷技术（SJT）、加固改造与地下空间开发系列技术、施工信息数字化动态监测技术（DDM）等；公司自研岩土固化剂材料，该材料是根据岩土特点和工程性能要求开发的无机水硬性非金属胶凝材料系列，主要应用于港口、核电、水利、公路、铁路、工业与民用建筑和市政等工程领域，未来应用场景有望继续拓展。

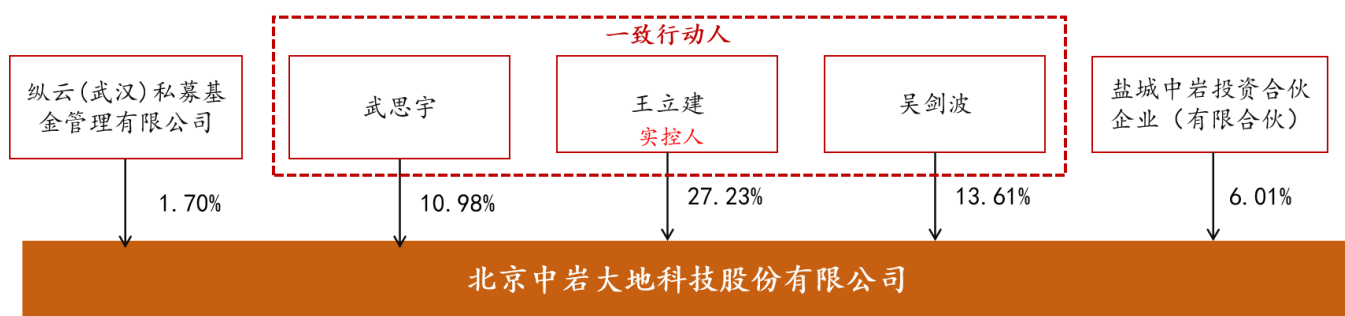
图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

公司股权集中，专业核心团队享有较大话语权。截至 2024 年中报，公司控股股东、实际控制人为王立建，直接持股 27.23%，与武思宇、吴剑波为一致行动人。公司股权集中，核心管理层持股超过 51%，提高决策效率。公司团队核心成员拥有高学历、具备岩土工程类丰富的实践经验，部分管理层具备国际领先建筑咨询公司、国内设计院履历，核心管理团队高度专业化。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所，截至 2024 年中报

公司推行股票期权激励计划，提高凝聚力及员工积极性。2024 年 6 月 4 日，公司发布《关于公司 2024 年股票期权激励计划首次授予登记完成的公告》，公司以 2023 年净利润为基数进行股票期权激励，以目标值计算，2024、2025 年公司净利润目标分别为 0.55 亿元、0.83 亿元，股票期权授予价格为 11.25 元/份。该激励计划绑定核心高管、中层及骨干，提高凝聚力及员工积极性。

表 1 2024-2025 年公司股票期权激励目标

净利润亿元	2023 年	2024 年	2025 年
目标值(Am)	0.14	0.55	0.83
触发值 (An)	0.14	0.42	0.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 公司股权激励人员名单

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总数的比例	占本激励计划草案公告日股本总额的比例
1	牛辉	董事、副总经理	8.5	3.54%	0.07%
2	刘艳	董事会秘书	2.9	1.21%	0.02%
3	张会娟	财务总监	3.5	1.46%	0.03%
	董事、高级管理人员（3 人）		14.9	6.21%	0.12%
4	中层管理人员及核心骨干（47 人）		180.1	75.04%	1.41%
5	预留部分		45.0	18.75%	0.35%
	合计		240	100%	1.88%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 阵痛期已过，业务结构优化、盈利能力回升

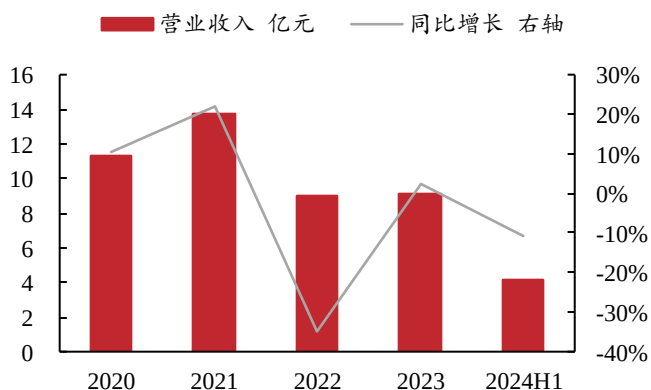
阵痛期已过，24Q1 地产行业占新签订单比重仅为 17%。自 2020 年以来，经历公共卫生事件与房地产行业下行的双重影响，营收与利润规模下滑。近年来公司聚焦于核电、港口、水利水电及跨江跨海桥隧等关键领域，地产在营收中占比明显下降。据公司招股说明书，2017-2019 年地产相关业务占比分别为 67.27%、62.13%、63.35%。

2024Q1 公司新接订单主要集中在核电、港口、水利、高速公路、地产等领域，其中地产占比约 17%。

2023 年以来，公司业绩持续回暖；2024 年上半年，公司实现收入 4.09 亿元，同比降低 10.67%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比增长 250.27%。得益于业务结构优化及业务量提升，公司盈利能力回升，销售毛利率 21.24%，净利率 5.00%。

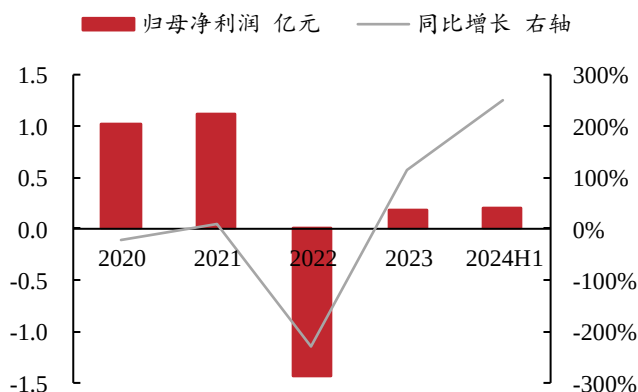
分业务看，公司岩土工程和产品销售的合计营收占比常年占公司总营收的 90%以上，2022 年以来，两部分业务的盈利能力均开始上行，2024H1 公司岩土工程/产品销售的毛利率分别为 22%和 15%，分别同比增加 5.53pct、7.55pct。

图 3 2024H1，公司营收同比下降 10.67%



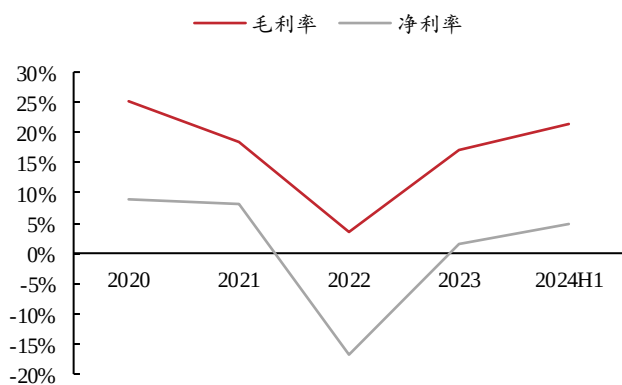
资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

图 4 2024H1，公司归母净利润同比增长 250.27%



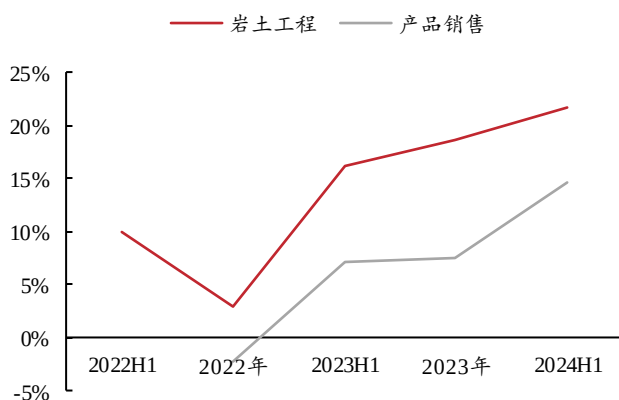
资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

图 5 2022 年以来，公司毛利率、净利率持续提升



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

图 6 公司主要业务毛利率持续提高



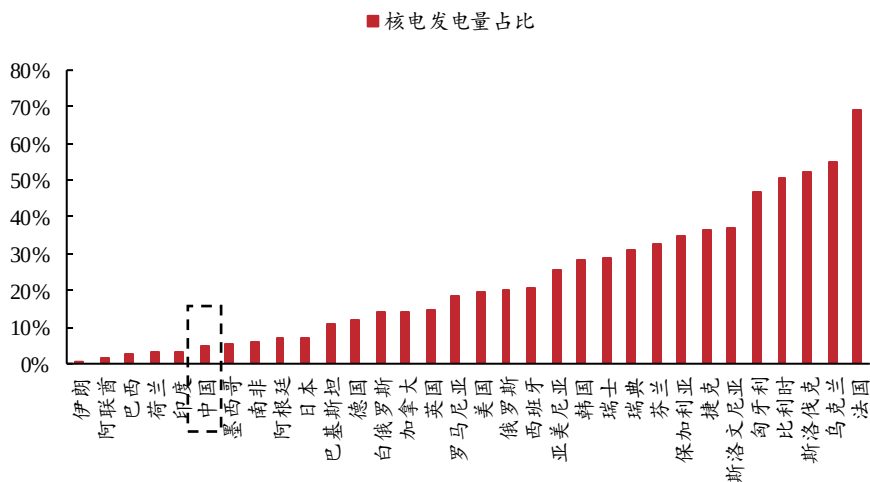
资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

2. 开辟核电水电、港口桥梁等新赛道，蕴含高增长潜力

2.1. 核电建设核准增多，岩土工程需求有望倍增

国际范围看，我国核电发电量绝对数较大，但相对占比小，仍存较大发展空间。2022 年，我国核电发电量为 4177.8 亿千瓦时，仅次于美国，位列全球第二，同年我国核电发电量占我国总发电量的比重仅占 4.7%，仍有较大发展空间。

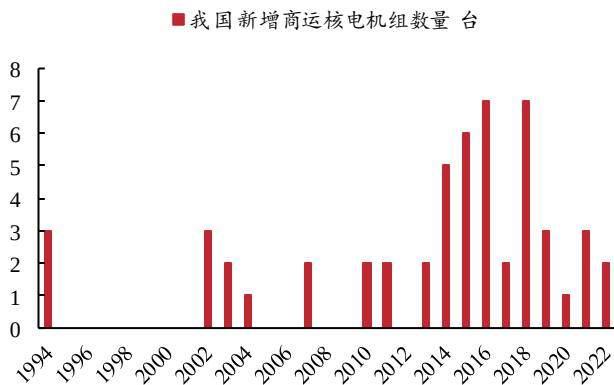
图 7 截至 2022 年底，我国核电发电量占我国总发电量的比重较低



资料来源：中国核能行业协会，华西证券研究所

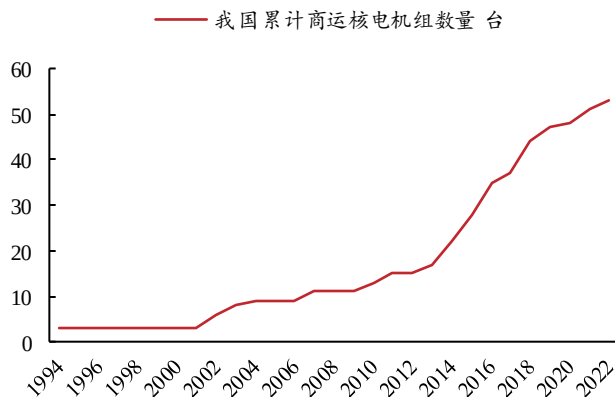
2022 年以来我国核电建设步伐加快。2022 年、2023 年每年核准 10 台核电机组，2024 年 8 月 19 日，经国务院常务会议审议，决定核准江苏徐圩一期、广东陆丰一期、山东招远一期、浙江三澳二期、广西白龙一期 5 个工程，合计 11 台机组。2024 年 1-7 月，我国核电基本建设投资完成额 555 亿元，同比增长 26.5%。

图 8 我国新增商运核电机组数量



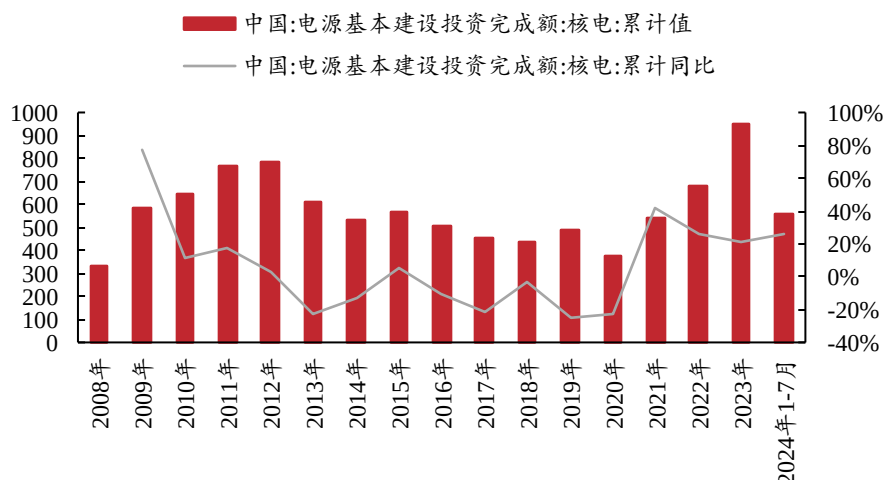
资料来源：中国核能行业协会，华西证券研究所

图 9 我国累计商运核电机组数量



资料来源：中国核能行业协会，华西证券研究所

图 10 2024 年 1-7 月，中国核电基本建设投资完成额同比增长 26.5%



资料来源：国家统计局，Wind，华西证券研究所

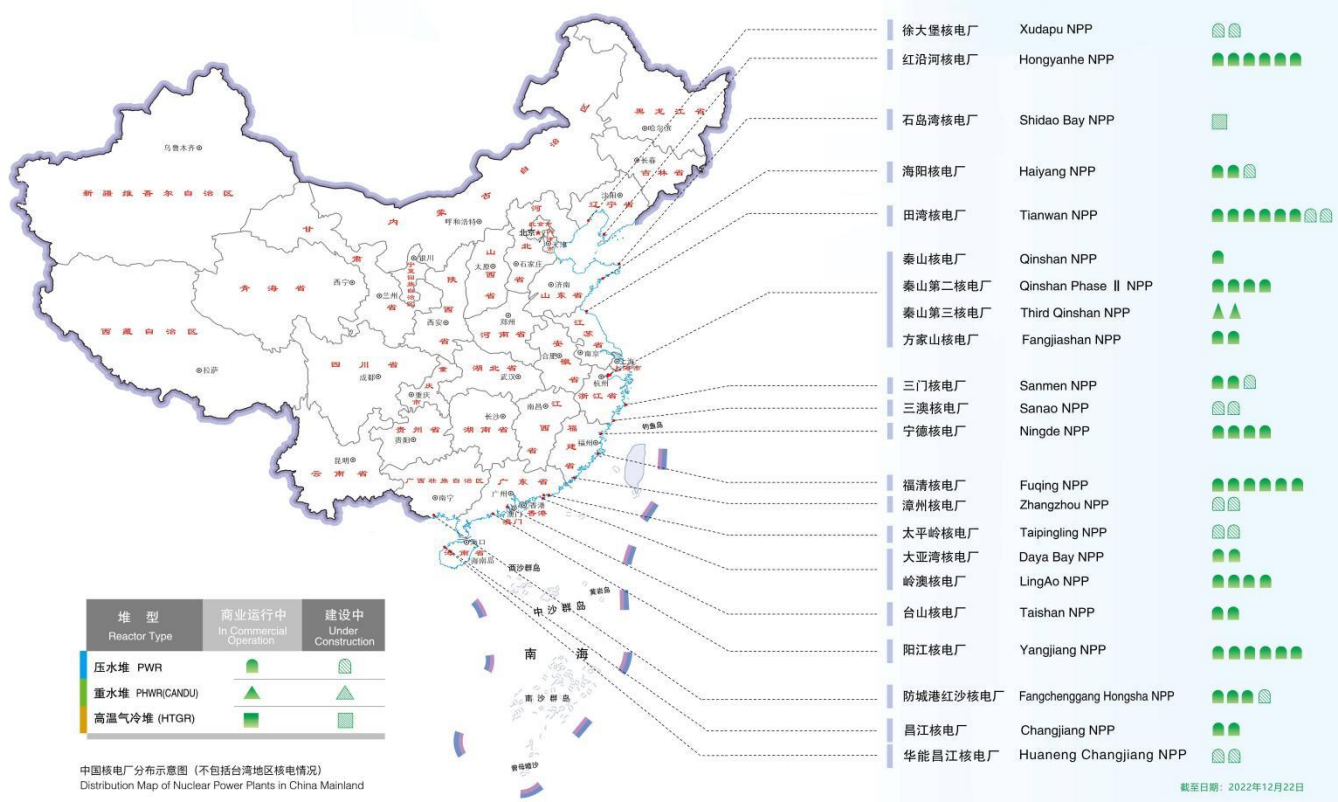
核电选址要求严苛，目前优质天然核电选址难寻，新建的核电项目需要更多岩土工程。压水堆核电站主要由核岛、常规岛和电站配套设施（BOP）等组成，核岛由核反应堆厂房和核辅助厂房构成。核电站选址对人口密度与分布、土地及水资源利用、动植物生态状况、农林渔业、工矿企业、电网连接、地质、地形、地震、海洋与陆地水文、气象等因素都有严格的要求，对地面塌陷、沉降或隆起，斜坡不稳定性，基土液化等多方面有严格标准。我国核电站多分布在沿海地区，过去如秦山、大亚湾等核电站的相关设施全部建在海边岩石上，地质情况好，所需要的岩土工程量少。近年来，天然的符合核电建设的优质地址减少，新审批的项目核岛建在海边基岩上，常规岛和 BOP 或将放在海泥里，未来，核电站建设的部分或全部设施需建设在海泥中。核电站对安全性要求极高，因而对岩土工程提出了非常高的要求，衍生出较原来倍增的陆域形成、地基处理、桩基础、基坑支护等岩土工程。

图 11 核岛及常规岛



资料来源：中国核电招股说明书，华西证券研究所

图 12 我国核电厂分布在沿海地区

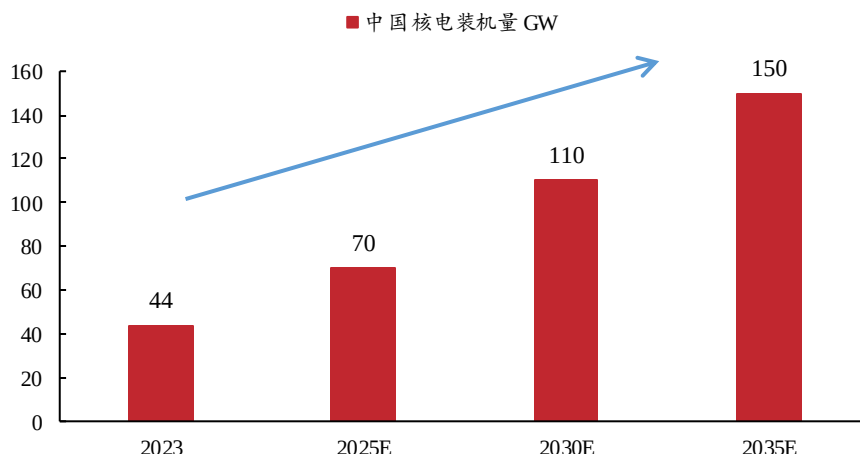


资料来源: 中国核能行业协会, 华西证券研究所

据国家能源局, 2023 年我国核电装机量为 44GW, 根据《“十四五”现代能源体系规划》和中国核能行业协会《双碳目标下中国核电发展研究》的预测, 未来中国核电装机量 2025 年达到 70GW, 2030 年达到 110GW、2035 年达到 150GW (2023-2035 年 CAGR 为 11%), 每年将核准开工 8-10 台机组, 公司预计岩土工程部分每年约有 150 亿规模。

据公司 2024 年 6 月公布的投资者关系管理信息, 公司近期成功中标某核电工程地基处理、陆域形成及基坑支护工程设计, 并以联合体成员身份中标某核电厂临建区地基处理 EPC 项目, 目前正在有序进行中。综合考虑核电工程建设的高增长, 选址严苛对地下岩土工程的需求提升, 公司在岩土工程技术及材料方面的领先地位, 公司已率先斩获核电工程地下岩土工程订单、核电安全性要求极高而树立的行业准入壁垒及客户粘性等多因素, 我们预计公司在核电清洁能源领域有望持续突破。

图 13 预计 2035 年我国核电装机量将达 150GW，2023-2035 年 CAGR 为 11%



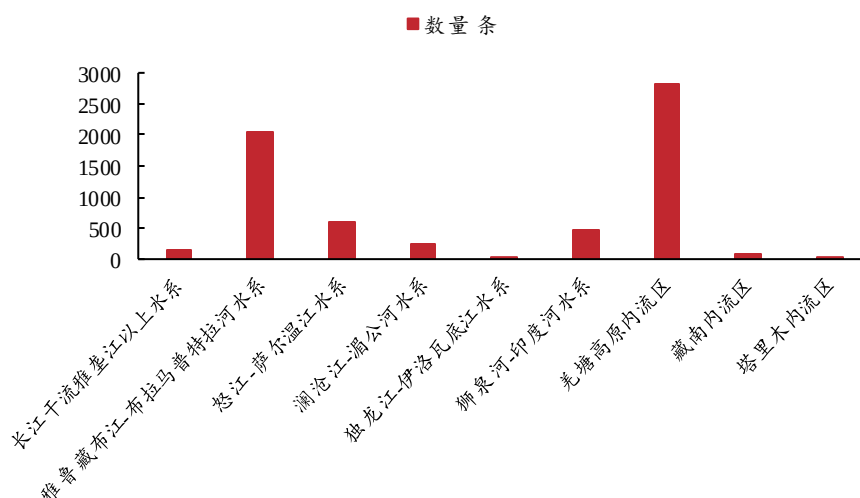
资料来源：国家能源局，中国核能行业协会，公司公告，华西证券研究所

2.2. 水利水电港口发展提速，桥梁项目加固深度全球领先

西藏水力资源丰富。据谭继文《促进雪域高原经济社会环境协调发展推进能源绿色革命，保障国家能源安全——西藏水电发展历程和发展展望》，西藏全区水力资源理论蕴藏量 1.88 万亿 kW，约占全国总量的 1/3；技术可开发量 1.76 亿 kW，约占全国总量的 1/4，均居全国首位。西藏水能资源主要集中分布在藏南和藏东，即雅鲁藏布江、怒江、澜沧江和金沙江干流。其中，雅鲁藏布江流域干流水能最丰富，理论蕴藏量近 8000 万 kW，而雅鲁藏布江下游大拐弯地区堪称世界水能富集之最。

水电方面，《“十四五”现代能源体系规划》指出，要积极推进水电基地建设，推动金沙江上游、雅砻江中游、黄河上游等河段水电项目开工建设。实施雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程。

图 14 西藏自治区标准以上河流在各水系中分布数量



资料来源：《西藏水电能源开发问题分析》（卫魏等），华西证券研究所

水利方面，2020 年下半年以来，中国水利管理业固定资产投资完成额重拾增势，2024 年 1-7 月，该指标累计同比增长 28.9%。2024 年 1-7 月完成水利建设投资 6894 亿元，同比增长 12.8%，其中增发国债安排的水利项目投资 2585 亿元。1-7 月，全国实施水利项目 4 万个，同比增长 17%，其中新开工 2.6 万个，同比增长 23.9%；全国开工 34 项重大水利工程，较去年同期多 8 项，总投资 2082.5 亿元，同比增加 954.9 亿元。

图 15 2024 年 1-7 月中国水利管理业固定资产投资完成额同比增长 28.9%



资料来源：国家统计局，Wind，华西证券研究所

2024 年 5 月，党中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》，明确到 2035 年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善，构建与基本实现社会主义现代化相适应的国家水安全保障体系。今年以来，国家水网建设进一步提速，引江济淮二期、引汉济渭二期等重大引调水工程加快建设。

“西藏拉萨旁多引水、福建金门供水水源保障等 15 项水网工程开工建设。云南滇中引水二期、河北雄安干渠等一批水网骨干工程前期工作加快推进”。

港口方面，2024 年 6 月，交通运输部发布《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》，指出要加快建设国家港口枢纽体系，全面攻坚国家高等级航道，打通内河航运堵点卡点，实施内河水运体系联通工程，着力推进一体化发展，高质量构建现代化的港口与航道体系，全面推动全国规划落地实施，港口建设有望迎来快速发展期。

桥梁方面，公司成功中标高难度桥梁地下工程项目，加固深度全球领先。公司地下加固深度超 70m，为世界最深的大面积旋喷桩处理深度。据公司投资者关系纪要，张静皋大桥的跨径 2300m，为世界最大跨径桥梁，根据设计需要，需要在长江两侧设置超大规模支护转结构复合地连墙锚碇基础。由于基础处理深度深、处理面积大，为了加大基底摩擦系数，提高地基承载力，减少基坑开挖深度，降低施工风险，减少锚碇结构蠕变，采用超高压旋喷桩 SJT 工艺对基底进行加固。SJT 工艺在诸多旋喷工艺中喷射能量最大，加固体桩径大，施工效率高（比传统施工工艺提高 2-3 倍），加固深度超 70m（为世界最深的大面积旋喷桩处理深度）。

3. 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 11.22/24.21/34.95 亿元，归母净利润分别为 0.76/2.07/3.34 亿元，EPS 分别为 0.60/1.63/2.64 元，对应 9 月 11 日 21.79 元收盘价，PE 分别为 36/13/8 倍。可比公司上海港湾、苏文电能、易普力，2024-2026 年 PE 均值为 17/14/11 倍，我们认为公司是岩土工程龙头，上半年通过优化业务结构，利润已大幅增长，公司开辟核电水电、港口桥梁等高增长新赛道，依托 DMC 桩、SJT、DDM 等核心技术+自研岩土固化剂材料打造联合壁垒，后续业绩有望加速释放，较可比公司，应享有估值溢价。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 3 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605598.SZ	上海港湾	17.28	0.90	1.23	1.59	19.21	14.1	10.95
300982.SZ	苏文电能	15.82	1.13	1.42	1.76	14.03	11.14	9.01
002096.SZ	易普力	11.65	0.62	0.73	0.87	18.74	15.89	13.40
	均值		0.88	1.13	1.41	17.33	13.71	11.12

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：上海港湾、苏文电能相关数据来自 Wind 一致预期，PE 以 2024 年 9 月 11 日收盘价计算

4. 风险提示

核电建设投资不及预期的风险；水电建设投资不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	916	1,122	2,421	3,495	净利润	14	69	180	276
YoY (%)	2.2%	22.4%	115.9%	44.3%	折旧和摊销	24	12	9	7
营业成本	759	854	1,797	2,598	营运资金变动	-159	-72	-89	28
营业税金及附加	3	5	10	14	经营活动现金流	-107	40	113	321
销售费用	20	16	39	61	资本开支	-46	-26	-28	-8
管理费用	77	84	202	282	投资	37	0	0	0
财务费用	-9	-7	-6	-8	投资活动现金流	-6	-39	-22	2
研发费用	36	55	132	167	股权募资	17	-21	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	-2	1	-7	1
投资收益	3	3	6	10	筹资活动现金流	-25	-35	-8	0
营业利润	24	87	237	376	现金净流量	-138	-35	83	323
营业外收支	-3	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	21	87	237	376	成长能力				
所得税	7	18	57	99	营业收入增长率	2.2%	22.4%	115.9%	44.3%
净利润	14	69	180	276	净利润增长率	113.1%	302.6%	171.4%	61.9%
归属于母公司净利润	19	76	207	334	盈利能力				
YoY (%)	113.1%	302.6%	171.4%	61.9%	毛利率	17.2%	23.9%	25.8%	25.7%
每股收益	0.15	0.60	1.63	2.64	净利率	2.1%	6.8%	8.5%	9.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.0%	3.7%	6.5%	8.0%
货币资金	373	338	422	745	净资产收益率 ROE	1.6%	6.3%	14.6%	19.1%
预付款项	8	11	18	28	偿债能力				
存货	40	40	92	130	流动比率	2.29	2.17	1.65	1.58
其他流动资产	1,342	1,458	2,407	3,014	速动比率	1.76	1.70	1.14	1.04
流动资产合计	1,763	1,847	2,939	3,918	现金比率	0.48	0.40	0.24	0.30
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	39.6%	41.3%	56.1%	59.8%
固定资产	117	127	140	145	经营效率				
无形资产	4	4	5	5	总资产周转率	0.44	0.55	0.92	0.95
非流动资产合计	209	238	257	258	每股指标 (元)				
资产合计	1,973	2,085	3,196	4,175	每股收益	0.15	0.60	1.63	2.64
短期借款	23	26	19	20	每股净资产	9.19	9.55	11.18	13.82
应付账款及票据	661	716	1,587	2,245	每股经营现金流	-0.84	0.31	0.89	2.53
其他流动负债	87	110	177	221	每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	772	851	1,783	2,486	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	145.07	36.28	13.37	8.26
其他长期负债	9	9	9	9	PB	1.97	2.28	1.95	1.58
非流动负债合计	9	9	9	9					
负债合计	781	861	1,792	2,495					
股本	127	127	127	127					
少数股东权益	22	14	-12	-70					
股东权益合计	1,192	1,224	1,404	1,681					
负债和股东权益合计	1,973	2,085	3,196	4,175					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。