

# 重点工程东风起，岩土专家踏浪来

2024 年 09 月 23 日

## 【投资要点】

- ◆ **岩土工程领先企业，技术强劲，发力基建重点工程。**公司成立于 2008 年，2020 年实现中小板上市。公司技术实力强劲，拥有 DMC 桩、SJT、DDM 等多项核心技术，并开始自主研发固化剂材料，打造“核心技术+核心材料”壁垒。此前，公司客户以地产公司为主，受到行业景气度下降影响，业绩下滑，而目前公司发力拥有高增长潜力的重点工程市场，2024H1 公司结转收入/新签合同中地产占比下降至 30%/23%，而国家战略项目如核电、水利水电、港口、跨海跨江大桥等领域的收入占比约为 40%，初步实现业务结构转型同时打造了良好的品牌效应，为未来扩张奠定坚实基础。
- ◆ **需求亮点 1：核电市场有望逐渐进入建设高峰。**近年来，国家对核电能源建设高度重视，多次提出加快发展核电等清洁能源发展，而 2024 年 8 月，国家核准五个核电项目，共计 11 台机组，创下历年核准最高纪录，核电市场有望逐渐进入建设高峰，我们预计未来核电地基市场年空间达 150 亿元左右。2024 年 6 月公司在投资者关系信息中公告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，标志着公司在核电清洁能源领域的积极拓展进一步取得了突破，为公司的长远发展奠定了稳固的基石。
- ◆ **需求亮点 2：水体系建设有望加速。**2023 年国务院印发《国家水网建设规划纲要》，部分重大水利水电项目也已纳入“十四五”规划；此外，近年来运河规划建设提速，测算已公布在建或规划的 6 大运河类项目合计投资额约 8000 亿，而港口、桥隧等建设需求也同样有望保持高景气。公司有望受益相关大项目以及相关水体系建设拉动需求。我们认为，未来更多项目将建设于地质条件更加艰险，开发程度相对较低地区，对于地基工程的基数要求预计将有所上升，公司有望借助过硬的技术实力及项目经验，抢占更多市场份额，从而加速自身发展。
- ◆ **需求亮点 3：探索新能源和公共建筑领域业务机会。**公司凭借 DMC 桩、EMC 桩等技术优势承接在雄安体育中心工程、北京工人体育场改造复建项目等多项公共设施项目。在新能源领域，承接“宁湘直流”腾格里沙漠新能源基地光伏项目、榆林定边 500 兆瓦光伏项目、越南文教一和文教二光伏电站项目等多个项目的土建及光伏预制桩业务。

挖掘价值 投资成长

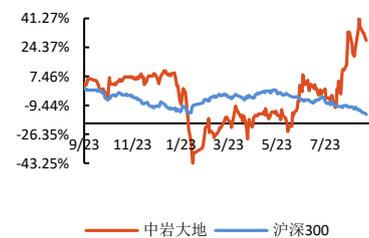
增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	2689.25
流通市值（百万元）	1552.69
52 周最高/最低（元）	23.91/9.26
52 周最高/最低（PE）	95.76/-27.31
52 周最高/最低（PB）	2.55/1.04
52 周涨幅（%）	22.81
52 周换手率（%）	864.51

## 相关研究

《Q2 业绩阶段性承压，央企韧性更优，看好 H2 实物工作量及估值恢复》

2024.09.06

《业务转型高景气赛道+提质增效，业绩重回高增通道》

2024.09.02

《大风起兮，云起龙骧——大国重器系列报告之水电》

2024.06.27

## 【投资建议】

- ◆ 我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入同比增长 10.2%/33.6%/38.8%，归母净利润同比增长 236.8%/94.1%/36.8%，按 9 月 18 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 42.3/21.8/15.9 倍。公司经历近年业务结构调整和经营压力后，于 23-24 年重回增长通道，24H1 利润高增，一方面得益于业务转型核电、水利水电等高景气赛道，一方面得益于利润率提升且费用率下降。展望未来，随着国家安全战略深化推进，未来核电、水体系项目建设强度增大，更多项目将建设于地质条件更加艰险，开发程度相对较低地区，对于地基工程的基数要求预计将有所上升，公司有望借助过硬的技术实力及项目经验，抢占更多市场份额，从而加速自身发展，具备一定的成长性，因此维持公司“增持”评级。

### 盈利预测 (截至 2024-09-18 收盘)

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	9.16	10.09	13.48	18.72
增长率 (%)	2.20%	10.16%	33.57%	38.84%
EBITDA (亿元)	0.40	0.76	1.37	1.76
归属母公司净利润 (亿元)	0.19	0.64	1.24	1.69
增长率 (%)	113.13%	236.84%	94.10%	36.82%
EPS (元/股)	0.15	0.50	0.98	1.33
市盈率 (P/E)	120.31	42.30	21.79	15.93
市净率 (P/B)	1.97	2.08	1.72	1.47
EV/EBITDA	48.88	30.38	15.60	11.50

资料来源: Choice 中岩大地深度资料, 东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 项目拓展不及预期;
- ◆ 毛利率不及预期;
- ◆ 回款不及预期。

## 【关键假设】

1) 岩土工程业务: 2023 年, 公司岩土工程业务收入实现 7.0 亿元, yoy-13.0%。我们假设未来公司拓展业务领域至核电、水电、运河等高景气赛道, 承接国家重点项目, 收入实现快速增长。预计公司 2024-2026 年业务增速实现 11%/35%/40%, 实现营业收入 7.8/10.5/14.7 亿元, 毛利率分别为 22.4%/22.3%/22.0%。

2) 产品销售业务: 2023 年, 公司产品销售业务实现营业收入 1.8 亿元, 同比增长 246.8%。我们假设随着核电、水电等国家重点项目纳入规划, 岩土工

程市场规模有望得到快速增长，带动公司岩土固化剂需求增长。我们预计2024-2026年公司实现营业收入1.95/2.64/3.69亿元，收入增速分别为10%/35%/40%，毛利率为13%/14%/11%。

### 【创新之处】

1) 我们对公司的发展历程进行了详细分析：我们将公司的成长历程拆解为了三大阶段，并结合其财务表现进行了详细剖析。

2) 我们对公司未来各大领域的增长点进行了拆解：我们详细分析了公司未来在核电、水利水电、运河、桥隧等领域的机会点和公司优势

### 【潜在催化】

- 1) 重点核电项目的规划；
- 2) 重点水利水电、运河项目的规划；
- 3) 重点核心技术的创新

## 正文目录

1. 中岩大地：业务转型过程中，核心技术+核心材料优势突出 .....	6
1.1. 公司概述：岩土工程领军企业，技术实力强劲 .....	6
1.1.1. 发展历程：地产下行影响公司业绩，业务转型再出发。 .....	6
1.1.2. 公司参编规范和研发技术领先，科研实力强劲 .....	7
1.1.3. 核心高管持股较多，激励方案彰显经营信心 .....	8
1.2. 业务结构：岩土工程占比 76%，海内外布局广泛 .....	10
2. 需求亮点 1：核电市场有望逐渐进入建设高峰 .....	12
2.1. 核电市场加速发展 .....	12
2.2. 公司凭借技术和服务优势积极发力核电市场 .....	13
3. 需求亮点 2：水体系建设加速，相关地基需求提升 .....	14
3.1. 水利水电：政策推动建设，有望受益大项目拉动需求 .....	14
3.2. 运河：投资额超 8000 亿，未来高景气赛道 .....	16
3.3. 港口：交通部印发加强建设意见，公司自研固化剂助力港口建设 ....	16
3.4. 桥隧：跨江桥隧建设加快，公司 SJT 旋喷技术具备优势 .....	17
4. 需求亮点 3：探索新能源和公共建筑领域业务机会 .....	19
4.1. 公共设施：利用 DMC、EMC 桩核心技术 .....	19
4.2. 新能源：承接“宁湘直流”腾格里沙漠新能源基地等光伏项目 .....	20
5. 盈利预测与估值 .....	22
5.1. 盈利预测 .....	22
5.2. 投资建议：维持“增持”评级 .....	22
6. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：中岩大地发展历程 .....	7
图表 2：公司上市以来营业收入（亿元）及增速（%） .....	7
图表 3：公司上市以来归母（亿元）及增速（%） .....	7
图表 4：公司主编/参编行业规范举例 .....	8
图表 5：公司部分获奖证书 .....	8
图表 6：公司部分研发合作单位 .....	8
图表 7：中岩大地股权结构（截止 2024 年半年报） .....	9
图表 8：中岩大地高管履历 .....	9
图表 9：岩土工程业务为公司主要收入 .....	10
图表 10：2023 年公司各项业务毛利率有所修复 .....	10
图表 11：公司业务布局广泛 .....	11
图表 12：公司海外业务占比提升 .....	11
图表 13：近年来核电有关政策梳理 .....	12
图表 14：我国核电装机容量稳健提升 .....	13
图表 15：核电发电量平稳增长 .....	13
图表 16：金七门核电站总览图 .....	13
图表 17：部分已公布省份水网建设投资额及投资结构 .....	14
图表 18：水利管理业固定资产投资完成额累计同比（%） .....	15
图表 19：水电基本建设投资完成额及同比 .....	15
图表 20：水电发电装机容量及同比 .....	15
图表 21：公司自研岩土固化剂 .....	17
图表 23：SJT 旋喷技术示意图 .....	18

图表 24: EMC 桩示意图.....	19
图表 25: 雄安体育中心工程项目地.....	20
图表 26: 北工体改造项目地.....	20
图表 27: 榆林定边光伏项目地.....	21
图表 28: “宁湘直流”腾格里沙漠光伏项目地.....	21
图表 29: 公司财务指标预测（截至 2024-09-18 收盘）.....	22
图表 30: 公司与同业上市公司估值对比.....	23

# 1. 中岩大地：业务转型过程中，核心技术+核心材料优势突出

## 1.1. 公司概况：岩土工程领军企业，技术实力强劲

以自身领先技术服务国家战略方向。公司坚持以核心技术+核心材料为国家战略服务的发展方向，聚焦于核电、水利水电、港口、跨江跨海桥隧及风电光伏等关键领域；以技术创新作为核心竞争力的基石，聚焦关键技术与“卡脖子”领域，持续稳定的投入研发资源，不断提升研发实力，为客户提供更为优质、系统的岩土工程解决方案。

### 1.1.1. 发展历程：地产下行影响公司业绩，业务转型再出发。

- **阶段一（2008-2021年）：地产行业迅速扩张，公司高速发展。**

公司成立于2008年，并于2016年于新三板正式挂牌上市。公司成立初期主要布局房地产开发领域，承接北辰实业、中国建筑等大客户提供房建领域的岩土工程项目。2016-2021年公司营业收入从2.4亿元提升至13.8亿元，CAGR达到41.3%；归母净利润从0.3亿元提升至1.1亿元，CAGR达到26.4%。在房地产高速发展背景下，公司收入利润得到快速提升，业绩表现优异。

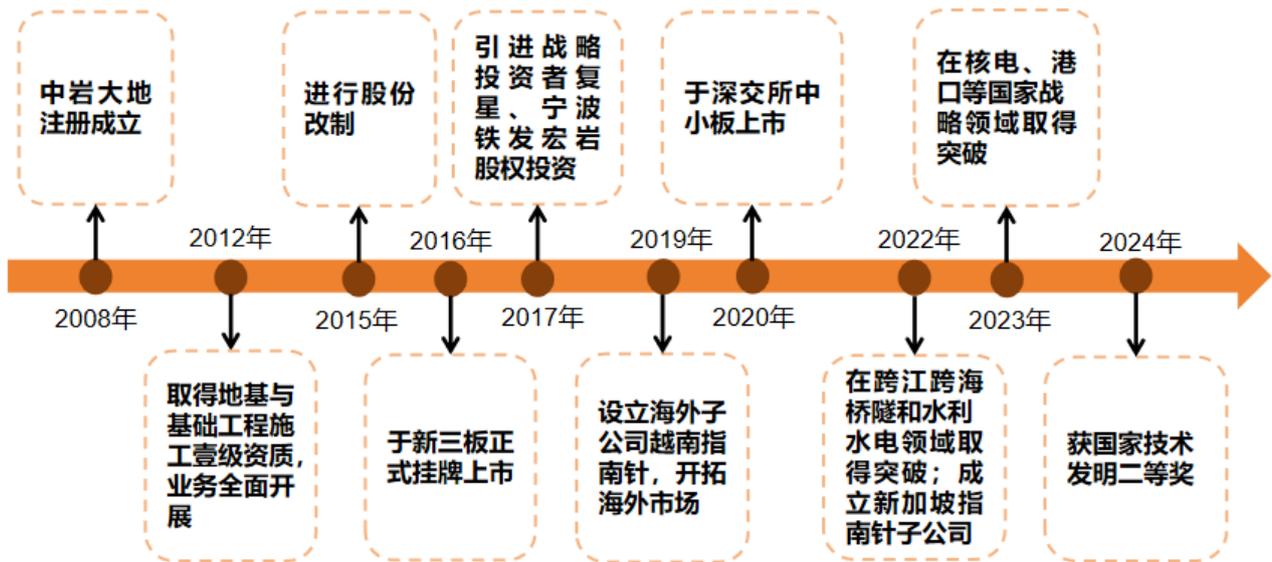
- **阶段二（2021-2022年）：地产行业暴雷，公司收入回款受影响。**

2021-2022年期间，疫情及地产行业流动性收缩的双重影响下，公司经营压力较大。2022年公司实现营业收入9.0亿元，yoy-34.9%；归母净利润-1.4亿元，yoy-229.1%。公司受行业下行和竞争加剧的双重影响，承接业务量减少，施工进度缓慢，导致营业收入下降较多；同时下游客户受行业影响，回款时间延迟，导致信用减值损失增加，归母净利润转负。

- **阶段三（2023年至今）：转型国家重点战略项目，业绩实现修复**

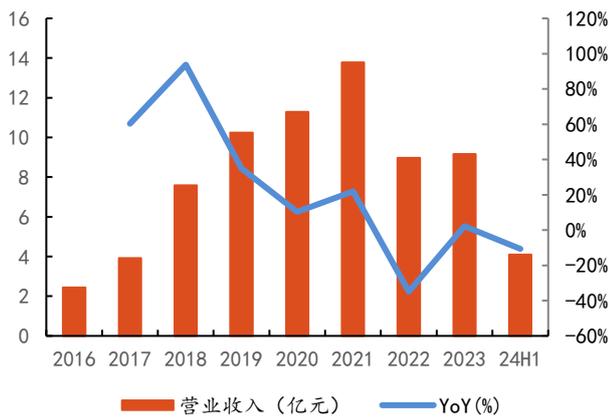
近年公司确立“确立核心技术+核心材料为国家战略服务”方向，由房建领域向国家重点大型项目转型，逐渐拓展业务至桥隧、水利水电、核电、港口等国家战略领域，参与了张靖皋长江大桥、平陆运河等多项国家重点、大型项目。2024年，公司获得国家技术发明二等奖，公司科研实力更加凸显。公司2023-24H1分别实现营业收入9.2/4.1亿元，yoy+2.2%/-10.7%；归母净利润0.2/0.2亿元，yoy+113.1%/+250.3%。房地产不良影响总体消退，公司归母净利润实现高速增长。我们期待公司业绩在重点项目按计划落地后有望进一步提升。

图表 1: 中岩大地发展历程



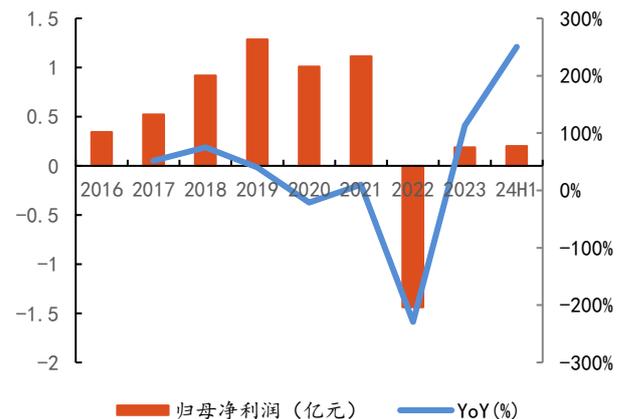
资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

图表 2: 公司上市以来营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Choice中岩大地深度资料, 东方财富证券研究所

图表 3: 公司上市以来归母 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Choice中岩大地深度资料, 东方财富证券研究所

### 1.1.2. 公司参编规范和研发技术领先, 科研实力强劲

**规范领先: 主编/参编多条行业规范。**公司作为岩土工程领域的领军企业, 先后主编参编了 64 本行业的标志规范。其中部分条例为行业工程建设的强制性工程规范, 要求行业各参与企业严格执行。

图表 4: 公司主编/参编行业规范举例

规范领域	规范条例
岩土工程设计施工规范	岩土锚杆与喷射混凝土支护工程技术规范 (GB50086-2015)
	既有建筑地基基础检测技术标准 (JGJ/T422-2018)
	建筑工程抗浮技术标准 (JGJ476-2019)
工程勘察	工程勘察通用规范 (GB 55017-2021)
	工程建设勘察企业质量管理标准 (GB/T50379-2018)
	岩土工程勘察术语标准 (JGJ/T84-2015)
加固改造	既有建筑维护与改造通用规范 (GB55022-2021)
	既有建筑鉴定与加固通用规范 (GB55021-2021)
	建筑物倾斜纠偏技术规程 (JGJ270-2012)
岩土特种材料	水泥混凝土和砂浆用短切玄武岩纤维 (GB/T 23265-2023)
	软土固化剂标准 (CJT526-2018)
	土壤固化剂应用技术标准 (GJJ/T286-2018)
环境及其他	重金属铅、锌、镉、铜、镍污染土壤原地修复技术规范 (HG/T20713-2020)
	工业污染场地竖向阻隔技术规范 (HG/T20715-2020)
	建筑工程信息交换实施 (T/CCES11-2020)

资料来源: 公司调研资料, 东方财富证券研究所

公司科研实力强劲, 专利技术领先。2024 年上半年, 公司技术创新成果丰硕, 共获得国家专利授权 18 项, 其中发明专利 11 项、实用新型专利 7 项; 获国家技术发明奖二等奖 1 项、华夏建设科学技术奖二等奖 1 项。同时, 公司与清华大学、天津大学、北京交通大学等多个知名高校、研究中心建立研发合作平台, 注重年轻人才的培养和技术能力的进一步提升。

图表 5: 公司部分获奖证书



资料来源: 公司调研资料, 东方财富证券研究所

图表 6: 公司部分研发合作单位



资料来源: 公司调研资料, 东方财富证券研究所

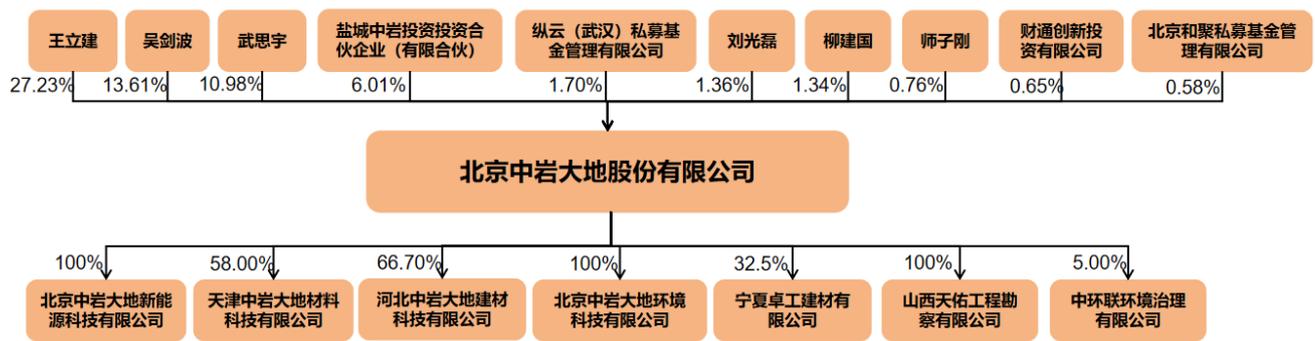
### 1.1.3. 核心高管持股较多, 激励方案彰显经营信心

公司大股东以高管为主, 与员工利益深度绑定。公司大股东以高管核心团队为主, 其中前三位大股东 (暨公司一致行动人) 股权占比达到 51.82%。公司股权与员工利益深度绑定, 整体结构较为稳定。子公司方面, 宁夏卓工建材有限公司是一家集研发、生产、销售为一体的西北预制桩企业, 主要生产直径为

300mm 和 400mm 的预应力混凝土管桩（光伏桩），主要应用于新能源领域，特别是光伏和光热发电的基础工程。天津中岩大地材料科技有限公司是一家专注于岩土固化领域绿色环保新材料的研发、生产、销售和应用的的高新技术企业。

2024 年 3 月，公司公告 2024 年股票期权激励计划草案，授予激励对象股票期权数量 240 万份，占公告日总股本 1.88%，其中首次授予总额占本次授予权益总额的 81.88%，考核目标为以 2023 年净利润为基数，2024/2025 年净利润增长分别不低于 300%/500%，按照 2023 年 0.14 亿元净利润计算，公司 2024/2025 年净利润目标值为 0.55/0.83 亿元（2024H1：0.2 亿元）。此外，公司公告《未来三年（2023 年-2025 年）股东分红回报计划》，在无重大资本支出情况下，公司每年分配利润不少于当年可分配利润的 20%。我们认为公司期权激励及股东分红回报绑定了公司管理层利益，有利于公司中长期发展。

图表 7：中岩大地股权结构（截止 2024 年半年报）



资料来源：Choice 中岩大地深度资料，东方财富证券研究所

公司高管以技术背景为主，专业度高。公司主要高管学历以硕士、博士为主，大部分具备一级建造师、注册土木工程师、一级结构工程师资质。整体来看公司核心管理层技术实力领先、专业度高，促进公司科研实力持续提升。

图表 8：中岩大地高管履历

姓名	职务	履历
王立建	董事长	毕业于天津大学硕士学位，中欧国际工商学院 EMBA，一级建造师。
吴剑波	副董事长	毕业于中国矿业大学硕士学位，北京大学国家发展研究院 EMBA，注册土木工程师（岩土），一级建造师。曾任建设综合勘察研究设计院有限公司工程师。
武思宇	董事、总经理	毕业于清华大学博士学位。曾任中国京冶工程技术有限公司工程师。
柳建国	董事、总工程师	毕业于天津大学硕士学位，教授级高级工程师，注册土木工程师（岩土），曾任中冶建筑研究总院有限公司地基所工程师、副所长兼总工程师。
刘光磊	副总经理	毕业于清华大学博士学位，一级注册结构工程师、英国特许结构工程师。
牛辉	董事、副总经理	毕业于长沙学院本科学历，二级注册建造师。

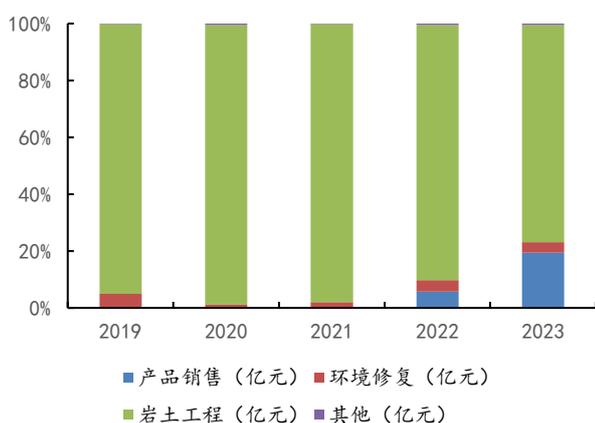
资料来源：Choice 中岩大地深度资料，东方财富证券研究所

## 1.2. 业务结构：岩土工程占比 76%，海内外布局广泛

按业务结构划分，公司业务主要分为：1) 岩土工程；2) 产品销售；3) 环境修复及其他业务。

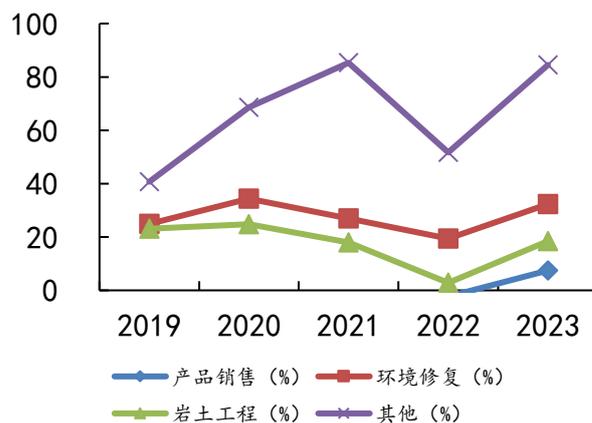
- **岩土工程业务**为工业与民用建筑领域、基础设施领域、环境与节能领域、新能源领域等建设项目的岩土工程服务。公司拥有地基基础工程专业承包壹级资质、岩土工程设计甲级、特种工程（建筑物纠偏和平移、结构补强）专业承包不分等级等一系列岩土工程领域必要的业务资质，是集总承包、专业承包、勘察、设计、施工为一体的综合服务商。2019-2023 年，公司岩土工程业务收入占比从 94.9% 下降至 76.4%；2023 年该业务毛利率为 18.5%，同比提升 15.6pct。岩土工程收入占比下降主因公司在地产行业下行期间拓展业务结构，但该业务仍为公司收入的主要来源，同时毛利率已回升至 2021 年水平。我们预计伴随着公司持续承接国家重点战略项目，公司毛利率有望进一步提升回归至历史较高水平。
- **材料销售业务**为公司对外销售的岩土固化剂等核心岩土工程材料。岩土固化剂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，属于方案性产品，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。2023 年公司材料销售实现营业收入 1.8 亿元，占比达到 19.4%，2023 年毛利率为 7.5%，为公司近年来提升较快的业务。
- **环境修复及其他业务**为公司承接的除岩土工程外的其他小型项目收入。2023 年环境修复和其他业务收入共计 0.4 亿元，占比 4.2%，规模体量较小。

图表 9：岩土工程业务为公司主要收入



资料来源：Choice 中岩大地深度资料，东方财富证券研究所

图表 10：2023 年公司各项业务毛利率有所修复



资料来源：Choice 中岩大地深度资料，东方财富证券研究所

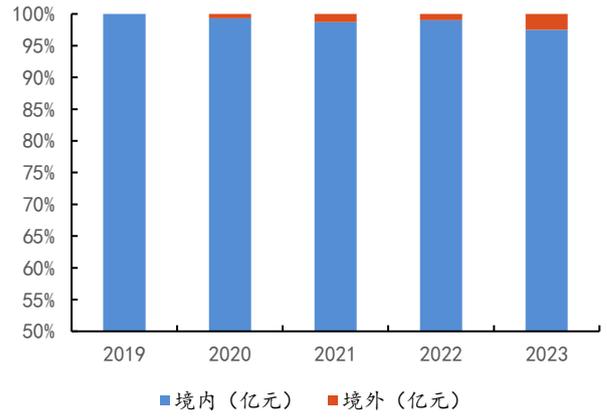
公司全国布局广泛，海外业务加速拓展。2023 年公司境内外分别实现营业收入 8.9/0.2 亿元，占比 97.5%/2.5%。公司全国化布局，广泛拓展业务。近年来伴随着越南、新加坡等海外子公司的成立，公司境外业务占比有所提升。

图表 11: 公司业务布局广泛



资料来源: 公司调研资料, 东方财富证券研究所

图表 12: 公司海外业务占比提升



资料来源: Choice中岩大地深度资料, 东方财富证券研究所

## 2. 需求亮点 1：核电市场有望逐渐进入建设高峰

### 2.1. 核电市场加速发展

近年来国家对核电建设高度重视。近年来，国家对核电能源建设高度重视，多次提出加快发展核电等清洁能源发展，推动绿色发展方式。近期发布的《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》中提出，预计截止 2030 年，非化石能源消费比重提高到 25%左右，在国家加快推动核电领域重点领域、重大项目建设的背景下，岩土工程行业发展势头良好。

近期多项核电项目通过审议，为岩土工程带来需求高增。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工程、山东招远一期工程、广东陆丰一期工程、浙江三澳二期工程、广西白龙一期工程等五个核电项目，共计 11 台机组，创下历年核准最高纪录。核电机组从核准到建成的周期一般为 56-60 个月，单台核电机组投资额约 200 亿元。

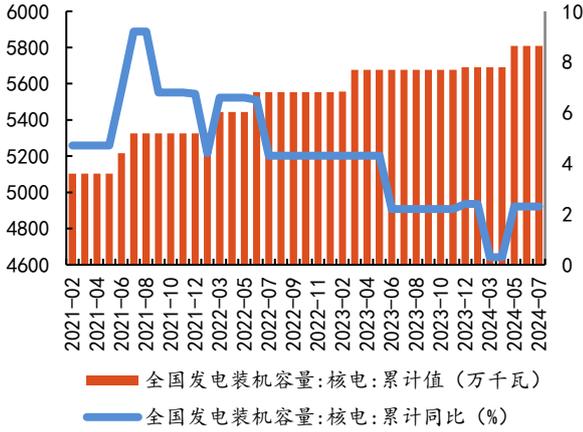
图表 13：近年来核电有关政策梳理

发布时间	发布部门	政策	主要内容
2016 年 12 月	国家能源局	《能源技术创新“十三五”规划》	围绕国家安全先进民用反应堆、先进核电燃料、核电站建设、运行与延寿等技术部署了 8 个集中攻关项目、4 个示范性实验项目、6 个应用推广项目。
2017 年 2 月	国防科工局	《“十三五”核工业发展规划》	攻克乏燃料后处理技术；构建合理核燃料保障供应体系；推出“中国创造”核品牌
2018 年 6 月	国务院	《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	加快发展清洁能源和新能源。到 2020 年，非化石能源占能源消费总量比重达到 15%。有序发展水电，安全高效发展核电。
2019 年 6 月	国家发改委	《全面放开经营性电力用户用电计划》	核电机组发电量纳入优先发电计划，按照优先发电优先购电计划管理有关工作，做好保障消纳工作。
2021 年 3 月	国家能源局	《清洁能源消纳情况综合监管工作方案》	鼓励核电发展，对核电实行保障性消纳政策。
2022 年 1 月	国家发改委	《“十四五”现代能源体系规划》	协同推进能源低碳转型与供给保障，加快能源系统调整以适应新能源大规模发展，推动形成绿色发展方式和生活方式。
2024 年 7 月	国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	统筹水电开发和生态保护，推进水风光一体化开发。积极安全有序发展核电，保持合理布局和平稳建设节奏。到 2030 年，非化石能源消费比重提高到 25%左右。

资料来源：中岩大地公司公告，前瞻产业研究院，中央人民政府官网，东方财富证券研究所

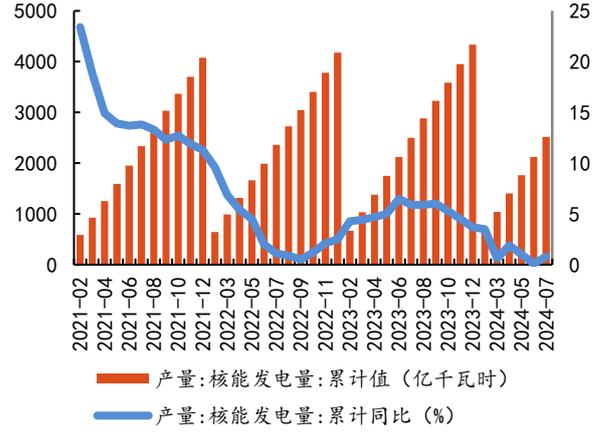
我国核电装机容量稳健提升，核电发电量平稳增长。截止 2024 年 7 月，我国核电装机容量达到 5,808 万千瓦时，yoy+2.3%；24 年前 7 月核电发电量共计 2,518 亿千瓦时，yoy+0.8%。近年来在国家政策支持下，我国核电装机量、发电量均稳步提升。预计伴随国家重点核电项目持续落地，核电装机容量及发电量有望进一步提升。

图表 14: 我国核电装机容量稳健提升



资料来源: Choice中国宏观数据库, 东方财富证券研究所

图表 15: 核电发电量平稳增长



资料来源: Choice中国宏观数据库, 东方财富证券研究所

## 2.2. 公司凭借技术和服务优势积极发力核电市场

公司近年来凭借技术和服务优势发力核电岩土工程市场, 积极参与金七门核电等代表项目。

金七门核电项目位于浙江省宁波市象山县金七门村, 由中国核电所属的中国核能能源有限公司开发建设。该项目将分期建设, 本次开工的一期工程为 2 台百万千瓦级核电机组。项目 6 台机组全面建成后总装机容量约 720 万千瓦, 每年上网电量约 550 亿千瓦时。金七门核电一期总投资 445.7 亿元, 年度投资将达到 15 亿元。

金七门核电站 1、2 机组涉及边坡支护、高填方、地基处理、深基坑、基础设计 (沉降控制)、岩石爆破、海洋护岸等的综合性岩土工程。公司考虑岩土和结构问题, 以差异沉降控制为主、深埋基坑先挖后填、桩基以摩擦为主且考虑减阻, 同时统筹考虑基坑、地基处理、桩基础、填方等施工衔接, 保证质量前提下, 合理控制造价且便于施工, 为项目选取优化设计。

图表 16: 金七门核电站总览图



资料来源: 澎湃新闻, 东方财富证券研究所

### 3. 需求亮点 2：水体系建设加速，相关地基需求提升

#### 3.1. 水利水电：政策推动建设，有望受益大项目拉动需求

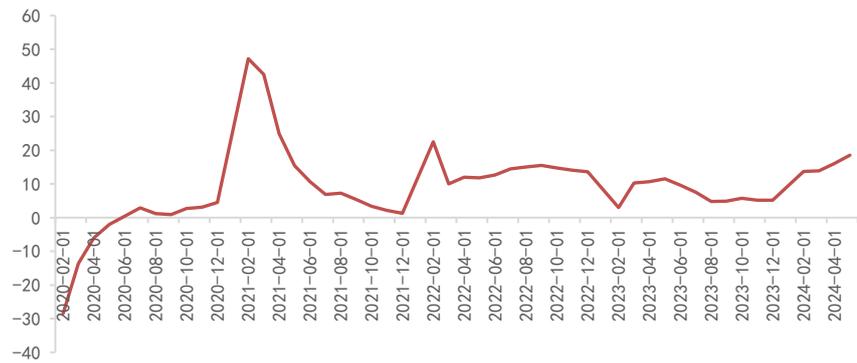
- 顶层重视水资源配置，中央及地方陆续出台规划政策，叠加特别国债投向支持，水利行业投资持续高增
  - 2023 年 4 月总书记考察广东，首站湛江，考察了海洋渔业、生态保护、港口运营、水资源配置 4 大项目。大水桥水库系环北部湾广东水资源配置工程（去年 8 月开工建设，总投资超 600 亿元）湛江引调水向南输水的终点站。
  - 2023 年国务院印发《国家水网建设规划纲要》，对水网建设提出了明确的目标和清晰的规划，“要求到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进”；“到 2035 年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成”。各省相继出台水网规划，截至 2023 年底，全国 31 省的省级水网建设规划已经完成，云南、江西、福建水网建设总投资额超过万亿，其中，我们总结水网投资主要包括 4 大方向：防洪减灾（约占 40%）、水资源配置（引调水工程等，约占 40%）、水生态修复（约占 20%）、水利数字化（智慧水利等）。
  - 2023 年四季度，中央财政增发万亿国债，资金主要投向水利领域。截至 5 月末，在已落地的 1.5 万个项目中，已开工建设的约 1.1 万个，开工率超过 70%；灾后恢复重建项目总体进展较快，以京津冀为重点的华北地区等 8 省市项目开工率达到 80% 左右。
  - 水利管理业投资持续高增。2023 年水利管理业固定资产投资完成额 yoy+5.2%，而后增速上行，并保持增长趋势，2024 年 2-5 月分别同比增长 13.7%/13.9%/16.1%/18.5%，高于基建同比增速。

图表 17：部分已公布省份水网建设投资额及投资结构

省份	总投资额 /亿元	规划期	期内投资/亿元	项目类型占比			
			总投资额	水资源配置	防洪安保	水生态保护	智慧水利
云南	18500	2035 年前	11800	/	/	/	/
江西	13683	2035 年前	8083	39.2%	36.3%	18.8%	3.2%
福建	10260	2035 年前	8500	49.0%	35.0%	13.0%	3.0%
浙江	9268	2023-2027	9268	41.5%	43.6%	1.2%	1.4%
四川	9034	2035 年前	9034	79.2%	14.0%	3.9%	2.9%
湖北	8520	2035 年前	8520	/	/	/	/

资料来源：《江西省水网建设规划》-2022-江西省水利厅，《福建省水网建设规划》-2023-福建省水利厅，《关于印发浙江水网建设实施方案（2023-2027 年）项目清单的通知》-2023-浙江省水利厅，《四川省现代水网建设规划》（征求意见稿）-2023-四川省水利厅等，云南发布公众号，湖北省水利厅官网-水利要闻，中国日报网，东方财富证券研究所

图表 18: 水利管理业固定资产投资完成额累计同比 (%)

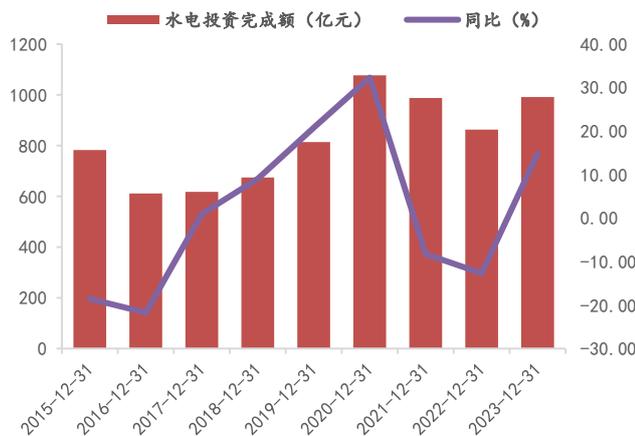


资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

➤ 水电投资稳中有升, 装机量稳定增长

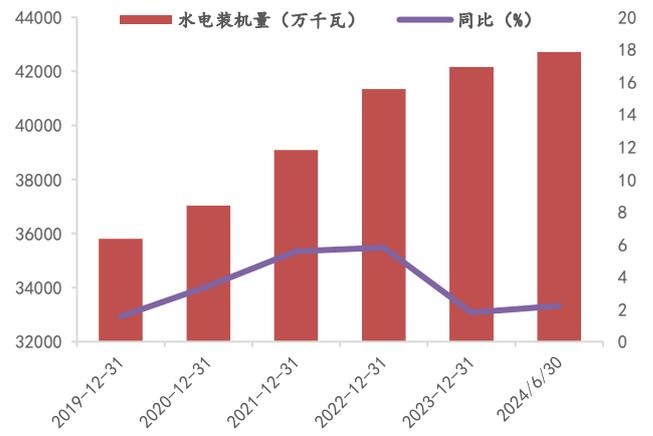
- 水电投资完成额稳步有升。2009-2023 年我国年均水电投资约 900 亿, 多年持续在 1,000 亿左右徘徊, 2023 年投资完成额 991 亿元, yoy+14.8%。
- 水电装机规模稳定增长。2019-2023 年, 水电装机量增速保持在个位数水平, 2023 年全国水电装机容量 42,154 万千瓦, yoy+1.8%, 装机量占比 14.4%, 24H1 装机量 42,715 万千瓦, yoy+2.2%。

图表 19: 水电基本建设投资完成额及同比



资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 20: 水电发电装机容量及同比



资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

➤ 雅下项目等大型水电项目纳入规划

川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、西南地区超大型水电开发、星际探测、北斗产业化已纳入“十四五”规划, 公司有望受益相关大项目拉动需求。

墨脱水电站计划修建于中国西南地区, 地势落差较大且地形十分复杂, 水能资源尤为丰富。雅鲁藏布江蕴含的水资源能量高达 1.13 亿千瓦, 占西藏理论上水能资源能量的 50-60%。若建成水坝, 拦洪蓄水, 节能发电, 墨脱水电站装机容量将是三峡水电站的两倍以上。目前墨脱水电站的开工已纳入“十四五”规划, 我们判断实际总投资可能超过万亿元。

基于公开资料, 粗略推算雅下项目总装机 60GW、总投资 1 万亿, 也对应目前市场报告普遍预期水平。

- 2002 年徐大懋院士等在《雅鲁藏布江水能开发》中提出雅江水能蕴藏量 113GW，下游为 68.8GW。百度百科公开资料称预计雅下项目计划装机容量约 60GW。
- 雅江中游及藏区怒江金沙江已有电站的平均投资强度约为 1.7 万/kw，据此推算雅下投资额在 1.02 万亿。

### 3.2. 运河：投资额超 8000 亿，未来高景气赛道

我们测算部分规划或在建的大运河项目投资规模超 8000 亿元。运河方向，由于其运输成本低廉，一般水运成本只有铁路、公路、航空运输成本的 1/2、1/5、1/20，对于发展区域经济有重要意义。近年来运河规划建设提速，江淮运河（950 亿）已于 2023 年通航，平陆运河（680 亿）预计将于 2026 年建成，浙赣粤运河（3200 亿）、荆汉运河（748 亿）、湘桂运河（1500 亿）、河南内河水运（1416 亿）、三峡水运新通道和葛洲坝航运扩能（491 亿）等重要项目均在推进中，上述在建或规划的 6 大运河类项目合计投资额约 8000 亿。

公司参与平陆运河马道枢纽支护工程设计咨询。平陆运河是新中国成立以来建设的第一条江海连通大运河，全长 134.2 公里。马道枢纽是其中最大一级枢纽，条件极为复杂。作为项目设计咨询方，公司为高深度基坑设计提供了全面解决方案，为项目建设奠定了坚实基础。

### 3.3. 港口：交通部印发加强建设意见，公司自研固化剂助力港口建设

2024 年 6 月交通运输部印发《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》，提出 15 项举措，进一步优化提升全国水运设施网络，高质量构建现代化港口与航道体系。具体要求推进多层级的国家港口枢纽体系建设、加快打造世界级港口群，新纳入全国规划的 11 个主要港口，原则上要在 2025 年前编制港口总体规划。

公司结合岩土固化剂材料开展多项港口岩土工程项目。公司结合固化材料、岩土化材料开展港口岩土工程，通过固化岩土剂利用原来的淤泥回填到海里持续提升强度。目前公司已承接某港口深层固化和某港口陆域形成项目，通过自研岩土固化剂有效节约了项目工期和成本。

#### ➤ 公司自研岩土固化剂具备多项优势，有效缩减港口项目周期及成本。

公司自研根据岩土特点和工程性能要求，开发的系列无机水硬性非金属胶凝材料，属于方案性产品；基于土的特性，通过“物理激发+化学激发”的手段，充分利用资源，实现工程的高性价比和绿色低碳特性。**该产品具备以下优势：**

- **强度高：**岩土固化剂固化土强度较 P.0 42.5 水泥固化土强度可提升数倍，有效加固港口堤岸地基。
- **稳定性高：**针对低 PH 值、高有机质等特殊土，岩土固化剂固化土强度可稳定增长并达到高强度。
- **抗侵蚀性强：**针对 II 类场地环境的沿海工程，P.0 42.5 水泥抗硫酸盐侵蚀能力差，无法应用，而岩土固化剂固化土抗硫酸盐侵蚀能力卓越。

图表 21：公司自研岩土固化剂



资料来源：公司调研资料，东方财富证券研究所

通过自研核心岩土固化剂材料，公司承接多个港口岩土工程项目。公司在港口岩土工程中主要负责淤泥深层加固、陆域形成工程。公司通过岩土固化剂对原有淤泥进行改良固化，成功节约了砂石用量，从而一定程度上节约了项目工期和造价，树立了自身核心优势。

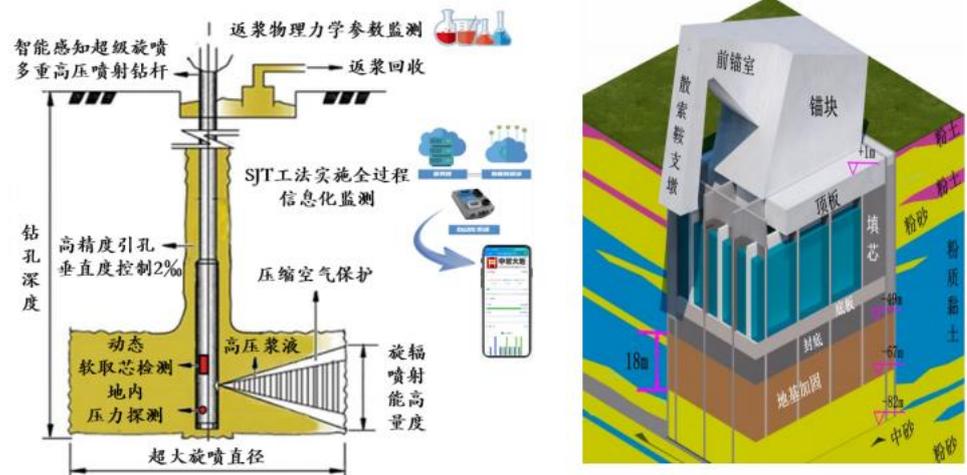
### 3.4. 桥隧：跨江桥隧建设加快，公司 SJT 旋喷技术具备优势

2025 年前有望推动 79 座跨江桥隧建设，岩土工程需求约 50 亿。2020 年 3 月，国家发改委印发《长江干线过江通道布局规划（2020—2035 年）》，目标到 2025 年，建成过江通道 180 座左右；到 2035 年，建成过江通道 240 座左右。计划 2025 年前，重点推动实施长江沿线地区 79 座过江通道，其中四川省 10 座、重庆市 17 座、湖北省 24 座、鄂湘界 1 座、鄂赣界 2 座、赣皖界 1 座、安徽省 9 座、江苏省 13 座、上海市 2 座。未来过江桥隧项目较充裕，岩土工程规模高。

#### ➤ 公司核心桥隧技术：SJT 旋喷工法

公司智能感知超级旋喷技术（SJT）技术能有效解决解决 50m 以上旋喷桩成桩困难的世界级工程难题，最深达 70m；改变原有大型桥梁的设计理念。该技术目前已在世界最大跨径桥梁张靖皋大桥项目中应用，为国内最深、直径最大旋喷加固的规模化应用，极大地保证了桥梁锚碇基础的施工效率与质量。

图表 22：SJT 旋喷技术示意图



资料来源：公司调研资料，东方财富证券研究所

➤ 公司经典案例：张靖皋长江大桥锚碇地基加固。

张靖皋长江大桥为目前世界最大跨径桥梁，其锚碇深度达 50 米，基底为软弱黏土，需要在地下超 50 米深度进行加固。公司采用核心技术 SJT，在超大埋深中实现超大直径加固，超大直径中实现超高强度，同时实现了超高水平监测预测。通过核心技术高质量保障了项目的安全进行。

## 4. 需求亮点 3：探索新能源和公共建筑领域业务机会

我们认为除上述核电、水体系重点工程外，公司也有望在公共设施、新能源等领域保持探索，从而进一步维持成长动能。

### 4.1. 公共设施：利用 DMC、EMC 桩核心技术

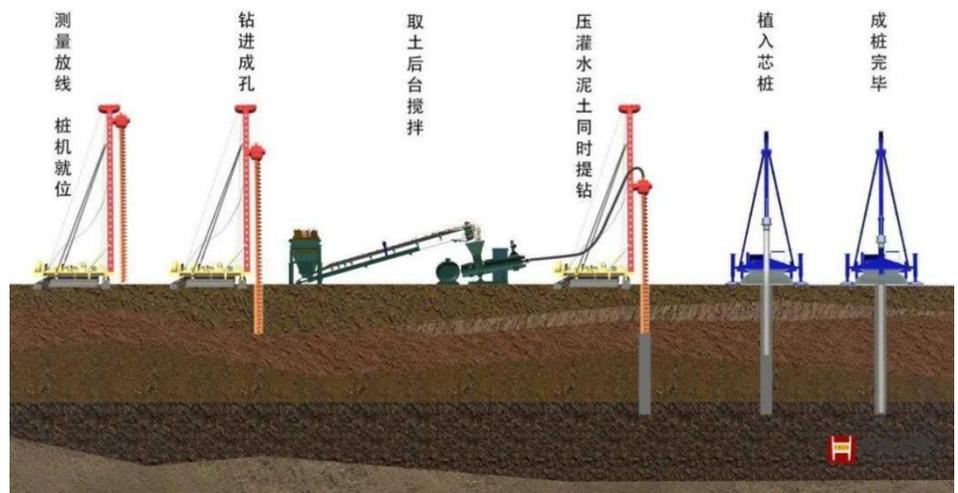
公司承接水利、运河等国电特重大型项目之余，利用自身高速高压搅喷复合桩（DMC 桩）、异位搅喷植入复合桩（EMC 桩），承接在雄安体育中心工程、北京工人体育场改造重建项目等多项公共设施项目。

#### ➤ 核心技术：DMC 桩、EMC 桩

高速高压搅喷复合桩（DMC 桩）技术通过组合桩的形式替代了传统重大工程项目用混凝土罐桩的方式，解决了传统混凝土罐桩不环保、难以验证效果的痛点，可有效节约造价、项目工期。

异位搅喷植入复合桩（EMC 桩）为 DMC 桩的衍生技术，在压桩的过程中采取静力压桩，无噪音。与灌注桩相比，具备直径大、承载力高、施工速度快、成本低等优势，解决了在城市核心区桩基施工工期长、噪音大等难题，具有良好的推广应用价值。

图表 23：EMC 桩示意图



资料来源：中岩大地官网，东方财富证券研究所

#### ➤ 公司项目案例：雄安体育中心工程、北京工人体育场改造重建项目

- **雄安体育中心工程：**雄安体育中心总建筑面积约 18 万平方米，由一场两馆（体育场、体育馆、游泳馆）三个单体建筑组成，是未来雄安新区重要的体育活动配套建筑群，对服务疏解北京非首都功能、完善雄安新区的整体配套，具有十分重要的意义。雄安体育中心一场两馆是国内首个全面应用 DMC 桩技术的大型公建项目，中岩大地负责其中体育场、游泳馆等场馆的桩基工程。公司采用 DMC 桩代替钻孔灌注桩，有效减少工程量、工程造价和项目工期。
- **北京工人体育场改造重建项目：**北京工人体育场改造重建项目位于城市

核心区，周边紧邻使馆区，环保要求高。同时场地周边人流车流量大，经常发生交通管制和交通拥堵，商品混凝土的运输受到限制，难以保证灌注桩混凝土的连续浇筑。地质方面，该工程灌注桩施工的地层主要为密实的砂卵石地层，采用传统的旋挖成孔灌注桩施工工艺施工噪音大，易出现塌孔、夹泥、断桩等质量问题。公司在该项目中成功使用了自主研发的 EMC 桩技术，成功节约项目造价、工期，有效解决城市核心区混凝土供应难题。

**图表 24：雄安体育中心工程项目地**



资料来源：中岩大地官网，东方财富证券研究所

**图表 25：北工体改造项目地**



资料来源：中岩大地官网，东方财富证券研究所

#### 4.2. 新能源：承接“宁湘直流”腾格里沙漠新能源基地等光伏项目

公司已承接“宁湘直流”腾格里沙漠新能源基地光伏项目、榆林定边 500 兆瓦光伏项目、越南文教一和文教二光伏电厂项目等多项新能源光伏项目。公司主要为业主完成土建工程，同时通过子公司宁夏卓工建材为项目业主供应光伏预制桩，保障项目顺利进行。

- **“宁湘直流”腾格里沙漠新能源基地光伏项目：**该项目计划建设装机容量 3GW 光伏基地项目，一期 A 标段装机容量为 242MW，共分为 62 个方阵。公司通过高质高效的项目管理与技术服务，完成一期 A 标段的土建及相关电气施工，为本工程提前并网提供支持。同时子公司宁夏卓工建材为该项目及时、保质地供应光伏预制桩，保证工程的顺利进行。
- **榆林定边 500 兆瓦光伏区施工项目：**项目位于陕西省榆林市定边县，公司负责光伏土建、安装及电气施工，成功为业主方解决项目土地划分不确定、工期紧张等难点，完成土建桩基、箱逆变基础、组件支架安装、电气铺设接地等相关工作。

图表 26：榆林定边光伏项目地



资料来源：中岩大地官网，东方财富证券研究所

图表 27：“宁湘直流”腾格里沙漠光伏项目地



资料来源：中岩大地官网，东方财富证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

基于以下关键合理假设，我们预计 2024-2026 年，公司营业收入为 10.1/13.5/18.7 亿元，同比增长 10.2%/33.6%/38.8%；归母净利润为 0.6/1.2/1.7 亿元，同比增长 236.8%/94.1%/36.8%，对应 EPS 为 0.50/0.98/1.33 元。按 9 月 18 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 42.3/21.8/15.9 倍。

- **岩土工程业务：**假设公司逐渐拓展核电、水电等高景气赛道，承接国家重点项目，收入增长对应股权激励水平。2023 年，公司岩土工程业务收入实现 7.0 亿元，yoy-13.0%，收入占比达 76.8%。假设未来公司拓展业务领域至核电、水电、运河等高景气赛道，承接国家重点项目，收入有望实现快速增长。因此，我们假设公司 2024-2026 年业务增速实现 11%/35%/40%，实现营业收入 7.8/10.5/14.7 亿元，毛利率分别为 22.4%/22.3%/22.0%。
- **产品销售业务：**假设公司产品岩土固化剂收入增速在岩土工程拓展核电、水电领域过程中，随岩土工程市场规模的提升而快速增长。2023 年，公司产品销售业务实现营业收入 1.8 亿元，同比增长 246.8%，占主营业务收入 19.5%。随着核电、水电等国家重点项目纳入规划，岩土工程市场规模有望得到快速增长，从而带动公司岩土固化剂需求增长。因此，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 1.95/2.64/3.69 亿元，收入增速分别为 10%/35%/40%，毛利率为 13%/14%/11%。

图表 28：公司财务指标预测（截至 2024-09-18 收盘）

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	9.16	10.09	13.48	18.72
增长率（%）	2.20%	10.16%	33.57%	38.84%
EBITDA（亿元）	0.40	0.76	1.37	1.76
归属母公司净利润（亿元）	0.19	0.64	1.24	1.69
增长率（%）	113.13%	236.84%	94.10%	36.82%
EPS（元/股）	0.15	0.50	0.98	1.33
市盈率（P/E）	120.31	42.30	21.79	15.93
市净率（P/B）	1.97	2.08	1.72	1.47
EV/EBITDA	48.88	30.38	15.60	11.50

资料来源：Choice 中岩大地深度资料，东方财富证券研究所

### 5.2. 投资建议：维持“增持”评级

公司经历近年业务结构调整和经营压力后，于 23-24 年重回增长通道，24H1 利润高增，一方面得益于业务转型核电、水利水电等高景气赛道，一方面得益于利润率提升且费用率下降。展望未来，随着国家安全战略深化推进，未来核

电、水体系项目建设强度增大，更多项目将建设于地质条件更加艰险，开发程度相对较低地区，对于地基工程的基数要求预计将有所上升，公司有望借助过硬的技术实力及项目经验，抢占更多市场份额，从而加速自身发展，具备一定的成长性，因此维持公司“增持”评级。

图表 29：公司与同业上市公司估值对比

简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			EPS (元/股)			PE(倍)			股价	评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
中化岩土	26.55	25.27	/	/	-0.41	/	/	-6.59	/	/	1.47	未评级
城地香江	26.47	23.70	/	/	-1.38	/	/	-5.84	/	/	5.70	未评级
上海港湾	39.20	12.77	16.73	21.84	0.73	0.89	1.21	36.66	17.87	13.22	15.95	未评级
深桑达	143.27	562.84	641.01	723.06	0.29	0.40	0.50	73.11	31.57	25.35	12.59	未评级
<b>均值</b>	<b>58.87</b>	<b>156.15</b>	<b>328.87</b>	<b>372.45</b>	<b>-0.19</b>	<b>0.65</b>	<b>0.85</b>	<b>24.34</b>	<b>24.72</b>	<b>19.28</b>	<b>8.93</b>	
中岩大地	26.94	9.16	10.09	13.48	0.15	0.50	0.98	120.31	42.96	22.13	21.26	增持

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

(注：股价截至 2024 年 9 月 18 日，未评级数据来自 Choice 一致预期)

## 6. 风险提示

- ◆ **项目拓展不及预期：**岩土工程对核电、水利等项目的规划和开工依赖较高，项目进展缓慢或将导致公司收入增速不达预期，对公司的生产经营造成不利影响。
- ◆ **毛利率不及预期：**可能存在公司面临市场竞争，毛利率不及预期的风险。
- ◆ **回款不及预期：**可能存在应收账款、票据、合同资产、长期应收款等项目回收不及预期的可能，对公司费用、利润、现金流造成影响

## 资产负债表 (亿元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>17.63</b>	<b>19.54</b>	<b>24.63</b>	<b>30.80</b>
货币资金	3.73	6.32	8.35	10.28
应收及预付	7.84	7.67	9.39	11.65
存货	0.40	0.37	0.55	0.75
其他流动资产	5.66	5.18	6.35	8.11
<b>非流动资产</b>	<b>2.09</b>	<b>2.24</b>	<b>2.25</b>	<b>2.22</b>
长期股权投资	0.00	0.02	0.03	0.04
固定资产	1.17	1.15	1.13	1.09
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.04	0.05	0.05	0.06
其他长期资产	0.89	1.03	1.04	1.03
<b>资产总计</b>	<b>19.73</b>	<b>21.78</b>	<b>26.88</b>	<b>33.01</b>
<b>流动负债</b>	<b>7.72</b>	<b>8.60</b>	<b>11.13</b>	<b>14.86</b>
短期借款	0.23	2.31	2.80	3.51
应付及预收	6.61	4.64	6.21	8.72
其他流动负债	0.87	1.64	2.12	2.63
<b>非流动负债</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>
长期借款	0.00	0.00	-0.01	-0.01
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.09	0.09	0.09	0.09
<b>负债合计</b>	<b>7.81</b>	<b>8.69</b>	<b>11.21</b>	<b>14.95</b>
实收资本	1.27	1.27	1.27	1.27
资本公积	7.59	7.46	7.46	7.46
留存收益	3.19	4.64	7.38	10.07
归属母公司股东权益	11.70	12.94	15.68	18.37
少数股东权益	0.22	0.15	0.00	-0.30
<b>负债和股东权益</b>	<b>19.73</b>	<b>21.78</b>	<b>26.88</b>	<b>33.01</b>

## 利润表 (亿元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9.16</b>	<b>10.09</b>	<b>13.48</b>	<b>18.72</b>
营业成本	7.59	7.96	10.64	14.96
税金及附加	0.03	0.04	0.07	0.09
销售费用	0.20	0.14	0.19	0.26
管理费用	0.77	0.81	0.81	1.12
研发费用	0.36	0.30	0.40	0.56
财务费用	-0.09	-0.03	-0.03	-0.05
资产减值损失	-0.04	-0.05	-0.02	-0.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.03	0.02	0.03	0.04
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.01	0.01	0.01	0.02
<b>营业利润</b>	<b>0.24</b>	<b>0.75</b>	<b>1.38</b>	<b>1.78</b>
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.04	0.03	0.03	0.03
<b>利润总额</b>	<b>0.21</b>	<b>0.72</b>	<b>1.35</b>	<b>1.75</b>
所得税	0.07	0.14	0.27	0.35
<b>净利润</b>	<b>0.14</b>	<b>0.57</b>	<b>1.08</b>	<b>1.40</b>
少数股东损益	-0.05	-0.06	-0.16	-0.29
<b>归属母公司净利润</b>	<b>0.19</b>	<b>0.64</b>	<b>1.24</b>	<b>1.69</b>
EBITDA	0.40	0.76	1.37	1.76

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (亿元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1.07</b>	<b>0.35</b>	<b>0.26</b>	<b>0.37</b>
净利润	0.14	0.57	1.08	1.40
折旧摊销	0.24	0.07	0.06	0.06
营运资金变动	-1.59	-0.51	-1.01	-1.21
其它	0.15	0.21	0.13	0.12
<b>投资活动现金流</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.25</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.01</b>
资本支出	-0.46	-0.09	-0.09	-0.05
投资变动	0.37	-0.02	-0.01	-0.01
其他	0.02	-0.14	0.03	0.04
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-0.25</b>	<b>0.88</b>	<b>-0.65</b>	<b>-0.42</b>
银行借款	0.08	1.93	0.41	0.66
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.17	-0.21	0.00	0.00
其他	-0.49	-0.84	-1.06	-1.08
<b>现金净增加额</b>	<b>-1.38</b>	<b>0.97</b>	<b>-0.46</b>	<b>-0.07</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4.73</b>	<b>3.35</b>	<b>4.32</b>	<b>3.85</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3.35</b>	<b>4.32</b>	<b>3.85</b>	<b>3.78</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	2.20%	10.16%	33.57%	38.84%
营业利润增长	113.38%	210.57%	84.76%	29.09%
归属母公司净利润增长	113.13%	236.84%	94.10%	36.82%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	17.22%	21.13%	21.08%	20.11%
净利率	1.50%	5.68%	8.00%	7.47%
ROE	1.62%	4.92%	7.89%	9.21%
ROIC	0.88%	3.58%	5.69%	6.29%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	39.59%	39.90%	41.71%	45.28%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.29	2.27	2.21	2.07
速动比率	1.76	1.86	1.77	1.62
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.44	0.49	0.55	0.63
应收账款周转率	1.18	1.43	1.75	1.99
存货周转率	17.40	20.66	23.29	23.09
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.15	0.50	0.98	1.33
每股经营现金流	-0.84	0.27	0.20	0.29
每股净资产	9.19	10.21	12.37	14.49
<b>估值比率</b>				
P/E	120.31	42.30	21.79	15.93
P/B	1.97	2.08	1.72	1.47
EV/EBITDA	48.88	30.38	15.60	11.50

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。