

铜矿开发进展积极有望获重估，新材料业务快速增长具领先优势

核心观点

铜金属价格长期受供需缺口、短期受美联储降息预期影响有望进入上涨周期，公司持有的多个海外在产矿山估值将迎来重估。公司持有的阿富汗艾娜克铜矿重启前期工作进展积极，配套水电站已进入建设阶段，购入的巴基斯坦锡亚迪克铜矿项目储量经勘探有所增加，前期工作积极推进，两铜矿有望带来丰厚的净利润。此外，公司在硅基半导体新材料方面具备行业领先优势，具备长期投资价值。

摘要

铜金属有望迎来上行周期，公司在产矿产将重估。铜金属兼具工业属性和金属属性，中长期看随着 AI 发展、能源转型和汽车电气化推进，铜需求量逐年增长，而供给端在产矿山品位下降、可开采资源量不足、成本上升趋势明显，供需缺口将扩大。短期内美联储降息预期强化，9 月及年内多次降息可能性大增，叠加关税扰动导致的通胀预期较高，铜价有望在美元下行背景下迎来上行周期。公司当前海外在产 3 座矿山，主要生产镍钴铜铅锌金属，在降息周期估值有望提高，2025H1 贡献净利润 5.5 亿元，占比 17.7%。

艾娜克与锡亚迪克铜矿项目积极推进。艾娜克铜矿已探明储量 1236 万吨，平均品位达 1.56%，是罕见的未开发世界级高品位铜矿。项目已重启前期工作，目前已建成 8.9 公里进矿道路，项目配套的巴格达拉水电站已签署合作协议并进入建设阶段，在中阿双方推动下进展积极。锡亚迪克铜矿经过多轮勘探储量增长至 378 万吨，距在产的山达克铜金矿车程约 100 公里，目前项目公司已进驻，巴方审批已基本完成，开工前工作进展顺利。按在产的山达克铜金矿数据，两大铜矿投产后年预期净利润可达 41 亿元。

子公司中硅高科在硅基半导体材料上具有领先优势。公司新材料业务子公司中硅高科主要研发生产电子级多晶硅等多种硅基材料，主要应用于集成电路、光通信等行业，多项产品填补国内空白。已建成孟津新厂一期达产后预计可实现销售收入 5 亿元，实现利润超 1 亿元，二期预计营收超 20 亿元。2025 年上半年中硅高科实现营收 1.5 亿元，同比增长 71.4%。

维持盈利预测，上调目标价至 4.50 元（原目标价 3.91 元）。我们维持盈利预测不变，根据分部估值法估值，公司在产矿产、待开发矿山、硅基新材料和传统主业合计市值 932 亿元，对应目标价 4.50 元，维持买入评级不变。

中国中冶 (601618. SH)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

曹恒宇

caohengyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080006

发布日期：2025 年 09 月 15 日

当前股价：3.48 元

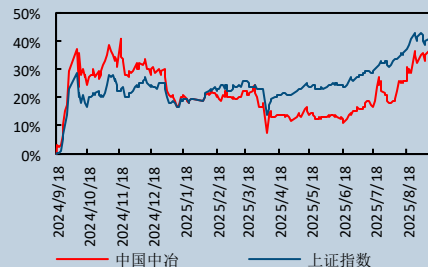
目标价格 6 个月：4.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.75/2.63	17.97/4.20	32.82/-9.38
12 月最高/最低价 (元)		3.64/2.57
总股本 (万股)		2,072,361.92
流通 A 股 (万股)		1,785,261.92
总市值 (亿元)		683.06
流通市值 (亿元)		621.27
近 3 月日均成交量 (万)		12560.34
主要股东		
中国五矿集团有限公司		44.26%

股价表现



相关研究报告

【中信建投建筑装饰】中国中冶 (601618): 二季度业绩转正，矿产资源开发增长显著——2025 年中报点评
25.08.31

目录

一、铜金属有望迎来上行周期，待开采铜矿推进积极	1
1.1 美联储降息预期强化，铜金属有望迎来上行周期	1
1.2 矿产资源有望重估，两铜矿待开采	3
二、硅基半导体材料国产替代优势明显	6
三、投资建议：维持盈利预测，上调目标价至 4.50 元	7
风险分析	8
报表预测	9

图目录

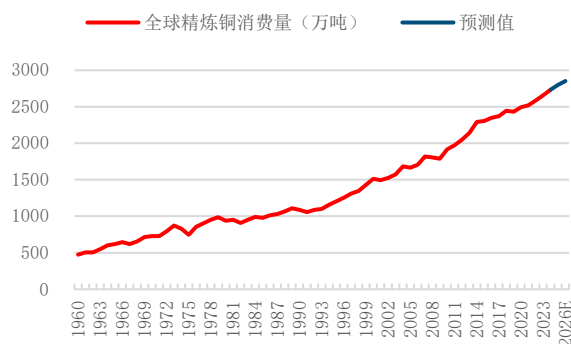
图 1:全球铜消费量稳步增长.....	1
图 2:预计 2030 年左右铜矿产量出现下降	1
图 3:铜金属中长期存在供需缺口.....	1
图 4:LME 铜价与美元指数反向关联.....	2
图 5:LME 铜价与通胀预期关联度高.....	2
图 6:LME 铜库存处于低位.....	2
图 7:LME 铜升贴水情况	2
图 8:公司营收利润出现下滑.....	3
图 9:矿产开发营收及净利润占比提升.....	3
图 10: 矿产开发业务营收情况.....	3
图 11:矿产开发业务净利润情况	3
图 12:阿娜克铜矿示意	5
图 13:竣工的进矿道路	5
图 14:山达克、锡亚迪克铜矿均位于巴基斯坦西北边境	5
图 15:锡亚迪克铜矿项目大型临时设施.....	5
图 16:公司推介的主要产品	6
图 17:中硅高科新材料营收	6

一、铜金属有望迎来上行周期，待开采铜矿推进积极

1.1 美联储降息预期强化，铜金属有望迎来上行周期

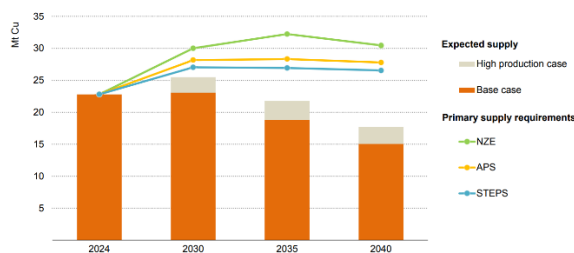
铜金属供需缺口中长期将扩大，开采成本上升。铜作为工业金属应用广泛，下游应用集中在建筑、电力设施、交通运输等方面，长期保持温和上涨趋势，据 ICSG 统计 2024 年全球消费量达 2733 万吨，较 2023 年增长 2.4%。清洁能源建设、汽车电气化、数据中心与 AI 的快速发展和新兴区域的城市化是铜金属消费的长期增长动力，据 IEA 预计，到 2035 年和 2050 年，全球精炼铜需求将温和增长至 3300 万吨和 3700 万吨。铜长期供给存在缺口，全球铜储量仅为 9.8 亿吨，年开采量约 2300 万吨，可开采年限仅为 42.6 年，且多数矿山开采年限已久，预计进入 2020 年代末期和 2030 年代前期，现有矿山产量将会出现下滑，且铜矿品位将下降，开采成本出现上升。

图 1:全球铜消费量稳步增长



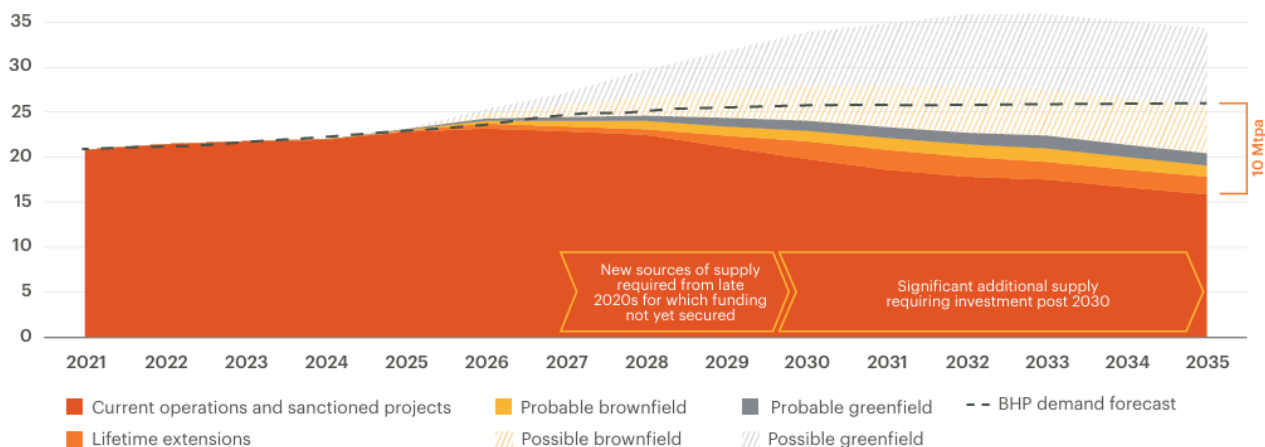
数据来源: ICSG, 中信建投证券

图 2:预计 2030 年左右铜矿产量出现下降



数据来源: IEA, 中信建投证券

图 3:铜金属中长期存在供需缺口

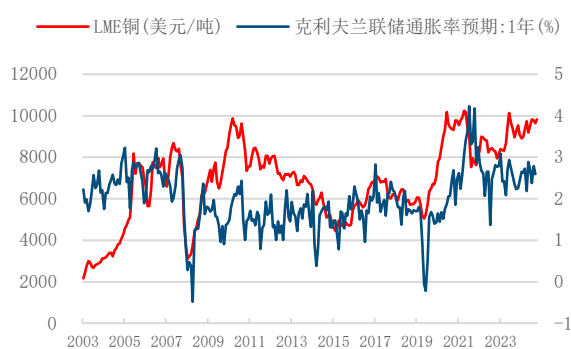


数据来源: BHP, 中信建投证券

短期流动性宽松和实物资产属性推动铜价抬升。从短期来看，8 月美国非农就业等数据均指示 9 月及年内美联储降息概率上升，本轮降息将助推铜价进入上升通道。从历史上看，铜等金属具有实物资产属性，美元贬值周期与美联储降息周期均伴随铜价大幅上涨。同时本轮周期还具有关税扰动导致美国通胀预期上升等有利因素，商品等实物资产更受青睐，叠加铜金属库存处于低位、中长期铜供应缺口扩大等因素，铜价将进入长上行周期。

图 4:LME 铜价与美元指数反向关联


数据来源: wind, 中信建投证券

图 5:LME 铜价与通胀预期关联度高


数据来源: wind, 中信建投证券

图 6:LME 铜库存处于低位


数据来源: wind, 中信建投证券

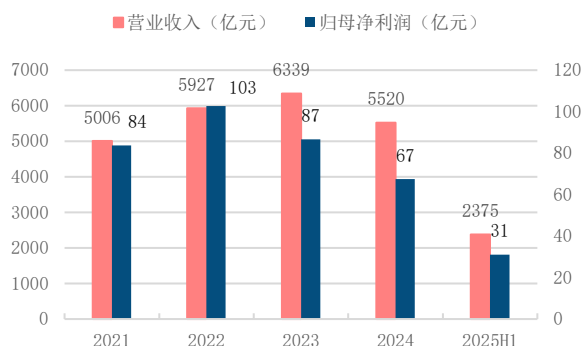
图 7:LME 铜升贴水情况


数据来源: wind, 中信建投证券

1.2 矿产资源有望重估，两铜矿待开采

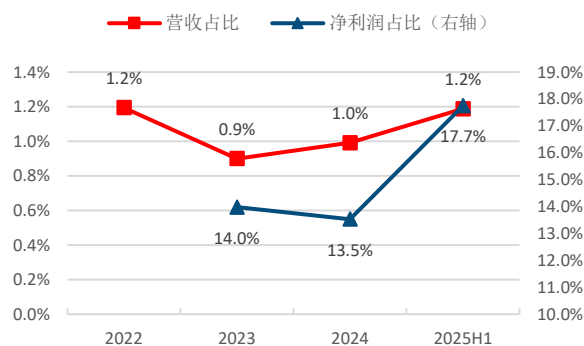
矿产资源业务平稳贡献营收利润。公司主业是冶金建设、房建及市政建设、矿产开发等业务，矿产资源开发是特色业务之一。2024年公司营收同比下降12.9%，归母净利润同比下降22.2%，2025年上半年营收和归母净利润同比下降20.5%和25.3%，营收利润出现一定程度下滑，二季度单季度利润出现止跌，因此前减值计提的较为充分和化债政策推动，减值压力大幅下降。近年来随着我国房地产市场进入调整阶段、基建投建趋缓，公司业务结构也发生优化，稳定经营的矿产资源开发业务成为贡献利润的压舱石板块。矿产开采板块2024年实现营收54.7亿元，占比为1.0%，实现净利润9.2亿元，占比为13.6%，2025年上半年实现营收28.2亿元，实现净利润5.5亿元，占比分别为1.2%和17.7%，营收和利润占比均有显著提升。

图 8:公司营收利润出现下滑



数据来源：公司公告，中信建投证券

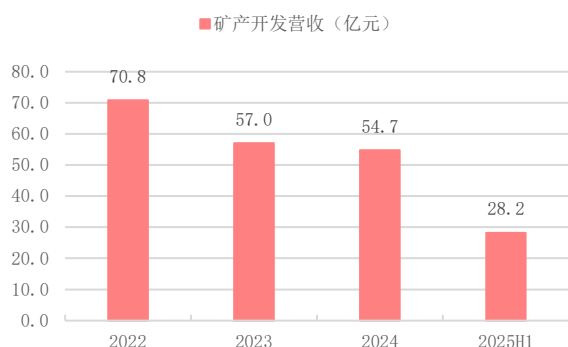
图 9:矿产开发营收及净利润占比提升



数据来源：公司公告，中信建投证券

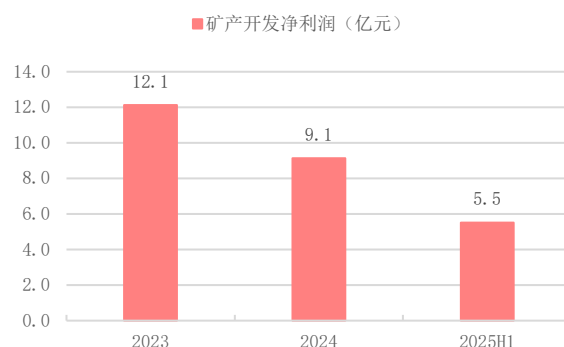
注：为公司披露的主要矿山营收净利润加总，下同

图 10: 矿产开发业务营收情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 11:矿产开发业务净利润情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

在产矿山可开采年限长，随着勘探找矿进行储量有望进一步增长。现有海外矿山七座，分别在巴布亚新几内亚、巴基斯坦开采镍、钴、铜、铅、锌等金属，目前在手储量为镍 211.5 万吨、钴 21.9 万吨、铜 179.1 万吨（不含未开发矿山）、铅 31.4 万吨、锌 61.5 万吨，可开采年限均超过 37 年。公司多个在产矿山随着探矿进行，储量有望进一步增长：1）巴布亚新几内亚镍钴矿是高储量低品位红土矿，已探明储量从 2023 年末的镍 126 万吨、钴 14 万吨增长至 2025 年中的 211 万吨和 22 万吨，可开采年限大为增加，二期建设已开始规划；2）巴基斯坦杜达铅锌矿区北部补充勘探工作进展和阶段性成果符合预期，预计 2025 年下半年能够实现铅锌资源量的翻倍增长。

表 1:公司在产矿山开采情况

地区/类型	金属类型	总储量 (万吨)	开采量 (吨)				销售量 (吨)				净利润 (亿元)	
			2022	2023	2024	2025H1	2022	2023	2024	2025H1	2024	2025H1
巴布亚新几内亚镍钴矿	镍	211.46	34302	33604	28669	15534	37249	34122	30523	13979	4.6	2.3
	钴	21.94	2987	3072	2635	1435	3289	3086	2793	1238		
巴基斯坦山达克铜金矿	铜	179.13	16346	17042	23865	11562		17804	22760	12079	2.03	1.5
巴基斯坦杜达铅锌矿	铅	31.35	8886	7838	8359	5029	7881	8737	8404	4326	2.5	1.7
	锌	61.47	42349	41295	40941	23331	36730	41198	42641	23138		

资料来源：公司公告，中信建投证券

注：2024 年巴布亚新几内亚镍钴矿进行技改及产线大修，开采量受影响。

艾娜克铜矿前期工作重启，世界级高品位铜矿待开采。公司于 2008 年和江西铜业组成联合体获得阿富汗艾娜克铜矿采矿权，双方合资成立中冶江铜艾娜克矿业对铜矿中西矿区进行开发，其中公司持股 75%，江铜持股 25%，后因阿富汗安全形势复杂和文物保护开发处于搁置状态。艾娜克（Mes Aynak）铜矿位于阿富汗首都东南约 35 公里处，已探明储量 1236 万吨，平均含铜 1.56%，是少有的未开发高品位铜矿，将会成为弥补铜金属供需缺口的重要供应，根据此前投资计划，项目总投资超 40 亿美元，建成后年产铜 22 万吨，按照山达克铜金矿每吨铜净利润 1.25 万元计算，预计年实现净利润 27.5 亿元。随着阿富汗局势日趋稳定，艾娜克铜矿开采的前期工作已经开始重启：1）2024 年 7 月部分进矿道路开工，截至 2025 年 8 月已有 8.9 公里通车；2）2024 年 12 月，中阿签署配套项目巴格达拉水电站合作协议，水电站已进入建设阶段。

图 12:阿娜克铜矿示意

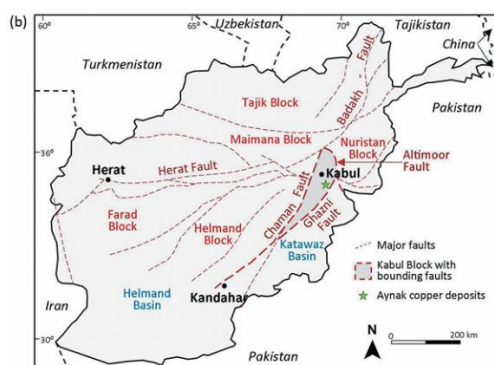


图 13:竣工的进矿道路



数据来源: Formation of the giant Aynak copper deposit,

数据来源: 新华网, 中信建投证券

Afghanistan: evidence from mineralogy,

lithogeochemistry and sulphur isotopes, 中信建投证券

锡亚迪克铜矿储量超预期。2022 年公司完成了对锡亚迪克铜矿采矿权收购,该铜矿位于巴基斯坦俾路支省,距现有山达克铜金矿约 100 公里,项目收购时初步勘探储量 328 万吨,平均品位 0.32%,后经过多次勘探储量达 378 万吨,目前项目所涉巴基斯坦相关审批程序已全部申请并基本获批,国内相关审批程序正在进行,中冶铜锌设立的项目公司科伊矿业已进驻临时驻地。我们按 3 年建设期和 35 年开采期估算,锡亚迪克铜矿最快可以在 2028 年末投产,年产能可达 10.8 万吨,按照山达克铜金矿每吨铜净利润 1.25 万元计算,年预期净利润 13.5 亿元。

图 14:山达克、锡亚迪克铜矿均位于巴基斯坦西北边境

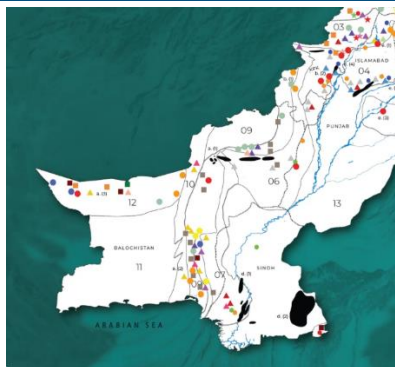


图 15:锡亚迪克铜矿项目大型临时设施



数据来源: 巴基斯坦政府, 中信建投证券

数据来源: 中冶铜锌, 中信建投证券

二、硅基半导体材料国产替代优势明显

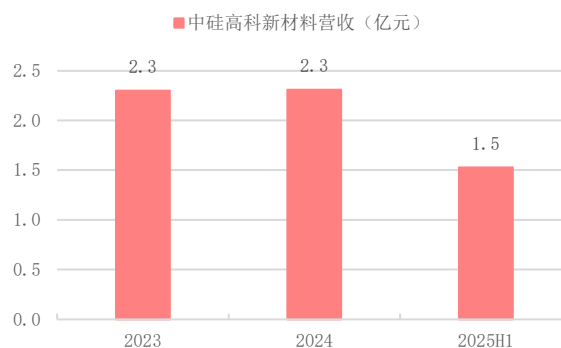
子公司中硅高科在硅基半导体材料上具有领先优势。公司新材料业务子公司中硅高科主要研发生产电子级多晶硅等多种硅基材料，主要应用于集成电路、光通信等行业，多项产品填补国内空白。已建成孟津新厂一期达产后预计可实现销售收入 5 亿元，实现利润超 1 亿元，二期预计营收超 20 亿元。目前电子信息产业应用广泛的近 40 种硅基材料中，中硅高科已实现其中 20 余种的国产化，相关产品客户覆盖率超 80%，其中 4 种产品在国内市场占有率位居首位。2025 年上半年中硅高科实现营收 1.5 亿元，同比增长 71.4%。

图 16:公司推介的主要产品



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 17:中硅高科新材料营收



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：2021 年起公司启动退城入园，原厂区关停，2023 年起孟津新厂一期投产，此处营收仅计算电子级多晶硅等新材料营收，原厂营收不计算在内。

三、投资建议：维持盈利预测，上调目标价至 4.50 元

维持盈利预测，上调目标价至 4.50 元（原目标价 3.91 元）。公司在产矿山可开采年限长，勘探储量不断增长，待开发的艾娜克铜矿与锡亚迪克铜矿进展积极，有望大幅提升矿产资源业务的营收利润。我们根据分部估值法估值：1）对于在产矿山，根据可比公司及已探明储量估值，对应 555 亿元；2）对于勘探设计、矿产运营、基建及地产开发业务，根据可比公司给予 6X 的 PE 估值，对应 338 亿元；3）对于新材料业给予 10X 的 PS 估值，对应 39 亿元，合计市值 932 亿元，对应目标价 4.50 元。

表 2: 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	633,870.42	552,024.64	565,549.24	575,616.02	583,847.33
YoY(%)	6.95	-12.91	2.45	1.78	1.43
净利润(百万元)	8,670.41	6,745.95	6,842.23	6,920.14	7,017.24
YoY(%)	-15.59	-22.20	1.43	1.14	1.40
毛利率(%)	9.69	9.69	9.70	9.73	9.75
净利率(%)	1.37	1.22	1.21	1.20	1.20
ROE(%)	5.96	4.41	4.31	4.20	4.11
EPS(摊薄/元)	0.42	0.33	0.33	0.33	0.34
P/E(倍)	8.32	10.69	10.54	10.42	10.28
P/B(倍)	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券

表 3:可比公司估值表（截至 2025 年 9 月 12 日收盘）

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
紫金矿业	601899.SH	6,817.1	211.2	320.5	434.2	494.9	32	21.3	15.7	13.8
江西铜业	600362.SH	1,072.4	65.1	69.6	80.6	85.1	16	15.4	13.3	12.6
盛达资源	000603.SZ	149.2	1.5	3.9	5.7	8.4	101	38.3	26.0	17.8
		均值					18			
中国交建	601800.SH	1,460.2	238.1	233.8	239.5	252.2	6	6.2	6.1	5.8
中国建筑	601668.SH	2,301.5	542.6	461.9	480.5	498.0	4	5.0	4.8	4.6
中国中铁	601390.SH	1,385.5	334.8	278.9	272.6	279.1	4	5.0	5.1	5.0
中钢国际	000928.SZ	92.4	7.6	8.4	8.9	9.6	12	11.1	10.4	9.6
		均值					6			

资料来源：wind，中信建投证券

风险分析

- 1、 2022 年以来国际形势动荡，政治局势变化对公司的海外拓展、施工造成不利影响，公司资源开发业务亦可能受到影响。
- 2、 房地产市场规模下降可能对建筑企业造成多方面的影响，例如政府土地出让金收入下降，基建投资资金不足；房企的应收账款账期延长或难以收回等；公司自身的房地产开发业务营收、盈利水平也可能出现下降。
- 3、 新业务拓展可能不及预期。公司积极布局新能源、矿产及新材料等建筑以外的新领域，但这些领域存在地缘政治风险、新技术开发不及预期的风险，可能存在拓展失败或造成经营损失的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	484,133.95	599,767.17	499,028.89	507,886.18	515,131.75
现金	44,440.27	52,558.85	56,554.92	57,561.60	58,384.73
应收票据及应收账款	268,586.01	383,248.40	279,380.92	284,353.90	288,420.16
其他应收款	40,436.30	42,197.06	41,726.94	42,469.68	43,076.99
预付账款	33,120.92	22,793.33	29,197.29	29,717.00	30,141.95
存货	80,075.51	75,593.13	75,037.66	76,347.96	77,422.58
其他流动资产	17,474.94	23,376.40	17,131.15	17,436.04	17,685.34
非流动资产	177,468.29	208,248.59	189,709.80	178,418.51	167,164.51
长期投资	36,236.40	38,078.76	38,352.49	38,626.22	38,899.96
固定资产	28,493.73	27,991.24	24,378.16	20,621.62	16,721.63
无形资产	22,849.85	33,639.59	28,032.99	22,426.39	16,819.80
其他非流动资产	89,888.31	108,538.99	98,946.16	96,744.27	94,723.13
资产总计	661,602.24	808,015.76	688,738.69	686,304.69	682,296.26
流动负债	448,818.44	573,629.90	460,591.82	463,415.97	463,566.10
短期借款	28,220.28	33,853.84	34,642.27	29,949.07	23,926.16
应付票据及应付账款	272,111.23	365,232.45	276,943.05	281,778.99	285,745.11
其他流动负债	148,486.93	174,543.61	149,006.50	151,687.91	153,894.83
非流动负债	44,792.63	52,049.99	38,292.52	25,430.28	13,560.94
长期借款	37,970.14	44,734.23	30,976.77	18,114.53	6,245.18
其他非流动负债	6,822.49	7,315.76	7,315.76	7,315.76	7,315.76
负债合计	493,611.07	625,679.89	498,884.34	488,846.25	477,127.04
少数股东权益	22,510.98	29,292.77	30,974.13	32,674.65	34,399.02
股本	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62
资本公积	22,582.22	23,460.67	23,460.67	23,460.67	23,460.67
留存收益	102,174.34	108,858.81	114,695.92	120,599.50	126,585.91
归属母公司股东权益	145,480.18	153,043.10	158,880.21	164,783.79	170,770.20
负债和股东权益	661,602.24	808,015.76	688,738.69	686,304.69	682,296.26

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,891.80	7,847.70	22,130.30	22,999.55	22,331.06
净利润	11,406.11	7,904.33	8,523.60	8,620.66	8,741.61
折旧摊销	4,064.97	4,489.13	11,421.57	11,565.02	11,527.73
财务费用	989.12	1,078.71	3,134.83	2,395.62	1,559.60
投资损失	1,487.35	1,354.53	1,455.03	1,455.03	1,455.03
营运资金变动	8,648.66	25,473.56	-9,092.16	-333.26	-249.40
其他经营现金流	-20,704.40	-32,452.55	6,687.44	-703.51	-703.51
投资活动现金流	-6,724.50	-9,582.03	-1,025.25	-1,025.25	-1,025.25
资本支出	4,693.78	6,369.39	0.00	0.00	0.00
长期投资	-4,429.90	-3,105.72	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-6,988.39	-12,845.70	-1,025.25	-1,025.25	-1,025.25
筹资活动现金流	1,156.12	11,059.82	-17,108.98	-20,967.63	-20,482.68
短期借款	8,027.40	5,633.56	788.44	-4,693.20	-6,022.91
长期借款	7,260.46	6,764.10	-13,757.47	-12,862.24	-11,869.35
其他筹资现金流	-14,131.75	-1,337.83	-4,139.95	-3,412.19	-2,590.43
现金净增加额	381.89	9,340.50	3,996.07	1,006.68	823.13

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	633,870.42	552,024.64	565,549.24	575,616.02	583,847.33
营业成本	572,456.85	498,543.59	510,690.97	519,608.58	526,922.21
营业税金及附加	1,921.07	2,156.09	1,902.70	1,936.56	1,964.26
销售费用	3,169.32	3,063.32	2,905.76	2,957.48	2,999.77
管理费用	12,360.31	11,830.60	11,593.76	12,836.24	14,012.34
研发费用	19,730.40	16,406.23	17,429.13	17,739.37	17,993.05
财务费用	989.12	1,078.71	3,134.83	2,395.62	1,559.60
资产减值损失	-2,954.82	-2,540.85	-2,178.96	-2,217.74	-2,249.46
信用减值损失	-5,994.29	-7,193.53	-5,385.01	-5,480.86	-5,559.24
其他收益	560.09	550.23	514.52	514.52	514.52
公允价值变动收益	-314.22	-377.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1,487.35	-1,354.53	-1,455.03	-1,455.03	-1,455.03
资产处置收益	663.08	1,052.67	673.03	673.03	673.03
营业利润	13,715.84	9,082.90	10,060.65	10,176.07	10,319.92
营业外收入	288.79	453.58	355.14	355.14	355.14
营业外支出	239.85	281.95	279.21	279.21	279.21
利润总额	13,764.77	9,254.54	10,136.58	10,252.01	10,395.86
所得税	2,358.66	1,350.21	1,612.99	1,631.35	1,654.24
净利润	11,406.11	7,904.33	8,523.60	8,620.66	8,741.61
少数股东损益	2,735.70	1,158.38	1,681.37	1,700.51	1,724.37
归属母公司净利润	8,670.41	6,745.95	6,842.23	6,920.14	7,017.24
EBITDA	18,818.86	14,822.38	24,692.98	24,212.65	23,483.19
EPS (元)	0.42	0.33	0.33	0.33	0.34

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.95	-12.91	2.45	1.78	1.43
营业利润(%)	-10.85	-33.78	10.76	1.15	1.41
归属于母公司净利润	-15.59	-22.20	1.43	1.14	1.40
获利能力					
毛利率(%)	9.69	9.69	9.70	9.73	9.75
净利率(%)	1.37	1.22	1.21	1.20	1.20
ROE(%)	5.96	4.41	4.31	4.20	4.11
ROIC(%)	5.74	3.53	4.13	4.01	3.93
偿债能力					
资产负债率(%)	74.61	77.43	72.43	71.23	69.93
净负债比率(%)	12.95	14.28	4.77	-4.81	-13.75
流动比率	1.08	1.05	1.08	1.10	1.11
速动比率	0.79	0.83	0.82	0.83	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.68	0.82	0.84	0.86
应收账款周转率	2.41	1.46	2.06	2.06	2.06
应付账款周转率	2.38	1.49	2.08	2.08	2.08
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.33	0.33	0.33	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.38	1.07	1.11	1.08
每股净资产(最新摊薄)	4.73	4.94	5.22	5.51	5.80
估值比率					
P/E	8.32	10.69	10.54	10.42	10.28
P/B	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60
EV/EBITDA	7.83	11.50	6.60	6.07	5.57

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

曹恒宇

建筑行业分析师

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk