

陕西建工 (600248)

省内市占率提升省外订单大增，地方建筑龙头再腾飞

低估值地方建筑龙头，碳中和及专业化工领域亦有布局

公司系陕西建筑龙头企业，拥有 15 项工程特级资质，在省内市占率提升及省外订单增加的推动下，21-23 年净利润 CAGR+15%，对应 22 年 PE 仅 3.65 倍。除工程业务外，公司亦布局分布式光伏运营（参股陕分能源），碳交易（参股陕西环境权交易所），磷化工及石油化工（BDO 生产）工程。2020 年 ROE 30.34%，高于可比公司均值 22.85 个百分点，主要系资产负债率较高，公司拟引入投资者增资扩股子公司（约 35 亿元），以降低资产负债率。后续或以可转债股权置换等方式收购投资方持有股权，业绩释放动力俱佳。21 年规划新签 3200 亿元（21H1 实际新签 1654 亿元，是营收的 2.14 倍），较 20 年同比+16.4%，亦保障业绩顺利释放，实现营业收入 1400 亿元（21Q1-3 营收 1178 亿元），较 20 年同比+9.6%，预计或超额完成。

陕西省“十四五”规划稳字当头，人口流入支持建设投资强度

2022 年，陕西全年安排省级重点项目 620 个，同比+14.4%（基数为 21 年完成，下同），年度计划投资 4629 亿元，同比+7.8%。公司收入房建为主，陕西规划“十四五”新增老旧小区改造 100 万户，将成为城市更新主力，人口流入（六普新增人口 196 万，同比+5.5%）对于医院学校等需求或增加，亦增加建设投资强度；基建业务为辅，陕西计划“十四五”完成交通投资 5000 亿元，同比+8.7%（基数为十三五完成，下同），规划公路总里程 19 万公里（+5.56%），其中高速超 7000 公里（+13.43%），铁路 6500 公里（+7.79%），轨交 422 公里（+72.95%）；从增速绝对值方面，高速铁路等细分领域仍有较快发展。

省内市占率望不断提升，省外海外订单快速增加

区域结构省内为主，2021 年上半年，陕西省资质以上建筑企业共签订合同额 14093 亿元，公司新签合同 1184 亿元（市占率 8.4%）。深耕陕西，实现了属地化公司在各地市及主要区县的全覆盖；叠加国企背景，政企各方合作顺畅，与渭南市交通局、西安高新区、中国中车等均签署了合作协议，在高速公路、城市道路建设、拆迁安置、城市基础设施建设等多领域开展业务；省外/海外 21 年预计新签订单（假设 21H2 与 21H1 订单金额一致）同比 20 年增速+29%/+25%，远高于省内+17%，彰显公司异地扩张能力。

优势业务稳健发展，碳中和等空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级

我们看好公司传统业务稳健发展，碳中和空间广阔公司亦有布局。预计公司 21-23 年归母净利润 52.0/60.1/69.2 亿，CAGR+15%，对应 EPS1.41/1.63/1.88 元，当前可比公司 22 年 Wind 一致预期 PE 均值为 5.95 倍，考虑到公司未来建筑施工业务稳定增长，净利润维持较快增速，给予 22 年 PE 6 倍，对应目标价 9.77 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：住房、交通等建设投资不及预期，市场拓展不及预期，坏账及减值准备风险，业绩补偿诉讼等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,067.95	127,723.08	151,074.61	176,212.41	204,606.95
增长率(%)	6.55	1483.09	18.28	16.64	16.11
EBITDA(百万元)	547.40	7,627.01	7,511.69	8,559.52	9,962.47
净利润(百万元)	295.69	2,829.28	5,198.10	6,009.61	6,917.09
增长率(%)	5.09	856.83	83.73	15.61	15.10
EPS(元/股)	0.08	0.77	1.41	1.63	1.88
市盈率(P/E)	74.23	7.76	4.22	3.65	3.17
市净率(P/B)	7.42	1.40	1.00	0.80	0.65
市销率(P/S)	2.72	0.17	0.15	0.12	0.11
EV/EBITDA	4.99	0.31	1.75	2.05	2.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 建筑装饰/专业工程

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 5.95 元

目标价格 9.77 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 3,688.88

流通 A 股股本(百万股) 1,256.54

A 股总市值(百万元) 21,948.85

流通 A 股市值(百万元) 7,476.42

每股净资产(元) 4.61

资产负债率(%) 89.50

一年内最高/最低(元) 6.56/3.81

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 地方优质建筑企业，重组上市树优质品牌	4
1.1. 建筑地方龙头企业，背靠陕西国资委	4
1.2. 工程优势显现，业务规模稳步提升	5
1.3. 碳中和及磷化工石油化工等景气领域亦有布局	7
1.4. 建筑业务超 9 成，ROE 处于可比公司前列	8
2. 陕西省“十四五”规划：稳字当头，房建基建均有发展	12
2.1. 重点项目投资强度增加，老旧小区成城市更新主力	12
2.2. 交通规划以稳为主，提升枢纽省份地位	14
2.3. 省内市占率或不断提升，省外海外订单快速增加，公司发展可期	16
3. 盈利与估值探讨	17
风险提示	19

图表目录

图 1：陕西建工发展历史沿革	4
图 2：公司股权结构图	4
图 3：陕西建工工程荣誉“詹天佑奖”和“鲁班奖”	6
图 4：陕西建工工程荣誉“国家优质工程奖”	6
图 5：陕西化建尼日利亚丹格特炼油及石化项目	6
图 6：截至 2021 年中报，陕西建工新签合同额（亿元）	7
图 7：陕分能源定位	7
图 8：陕建工金牛屋顶分布式光伏项目	7
图 9：陕西环境权交易所股权结构	8
图 10：陕西环境权交易所相关业务界面	8
图 11：马来西亚综合磷化工 EPC 项目	8
图 12：延长油田伴生气资源循环利用项目产出 BDO	8
图 13：陕西建工 21H1 营业收入占比	9
图 14：陕西建工分业务毛利率（%）	9
图 15：2020 年度竣工验收项目金额	9
图 16：2020 年度在建项目金额	9
图 17：2020 年平均 ROE（%）	9
图 18：2020 年销售净利率（%）	9
图 19：2020 年资产负债率（%）	10
图 20：2020 年资产周转率（次）	10
图 21：2020 年费用率（%）	10
图 22：2020 年现金流（亿元）	11
图 23：2020 年收付现比（%）	11

图 24: 公司 PPP 项目账面价值 (亿元)	11
图 25: 2011-2021 新开工棚户区改造数量 (万套)	13
图 26: “十一五” - “十三五” 新增污水处理厂及处理能力统计	14
图 27: 累计完成交通投资额 (亿元)	14
图 28: 高速公路建设投资额及增速	15
图 29: 陕西公路, 高速公路, 铁路里程增速	15
图 30: 陕西省资质以上建筑企业总产值	16
图 31: 资质以上建筑业总专包企业家数	16
图 32: 巴基斯坦卡拉奇核电项目	17
表 1: 工程资质 (截至 2021 年半年报)	5
表 2: 陕西建工 2021 年新签订的重大合同	7
表 3: 截至 2020 年 5 月 31 日, 原陕建股份 19 项主要 PPP 项目基本情况	11
表 4: 陕西省重点项目情况	12
表 5: 陕西省“十四五”期间住房及城乡建设主要发展指标	12
表 6: 保障性住房情况 (万套)	13
表 7: “十一五” - “十四五”阶段各指标对比	14
表 8: “十三五”完成情况与“十四五”规划对比	15
表 9: 2021 年签订合作协议不完全统计	16
表 10: 分业务营收 (亿元) 预测	18
表 11: 费用率预测	18
表 12: 可比公司估值表	18

1. 地方优质建筑企业，重组上市树优质品牌

1.1. 建筑地方龙头企业，背靠陕西国资委

陕西建工作为陕西省建筑行业龙头企业，形成建筑工程业务为主石油化工业务为辅的**经营业务格局**。1950年3月，陕西建工前身西北建筑公司在西安成立。1986年11月，陕西建工集团股份有限公司成立。2008年10月，陕西省建筑工程总公司、陕西建工集团总公司改制为陕西建工集团有限公司，同年11月，陕西延长石油集团要约收购杨凌秦丰农业科技股份有限公司，实现上市，更名为“陕西延长石油化建股份有限公司”（原延长化建）。2020年12月，延长化建吸收合并陕西建工集团股份有限公司，完成重大资产重组。2021年1月，更名为“陕西建工集团股份有限公司”。

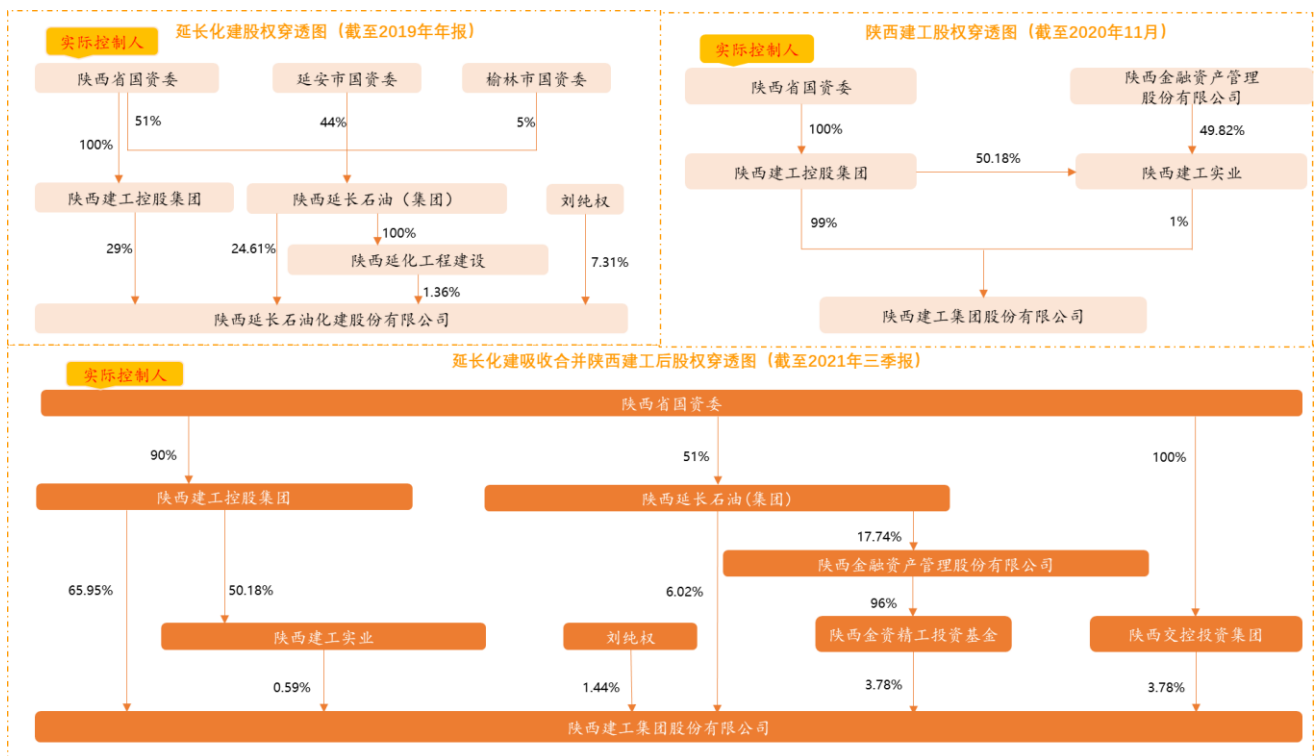
图 1：陕西建工发展历史沿革



资料来源：公司官网，陕西省建筑业协会公众号，建筑时报公众号，陕建职工之家公众号，天风证券研究所

陕西建工控股集团系**第一大股东**，公司实际控制人为**陕西省国资委**。2020年12月，石油化工业务处于低迷期，公司主动开拓新的发展板块，吸收合并陕建有限（原陕建股份）。重组之前延长化建主要业务为石油化工工程承包业务，重组完成之后，陕西建工主营业务包括建筑安装工程业务和石油化工业务，实际控制人是陕西省国资委。截至2021年三季报**第一大股东**陕西建工控股集团有限公司持有股份占比65.95%，陕西延长石油（集团）有限责任公司占比6.02%，前二股东的实际控制人均为陕西省国资委。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 工程优势显现，业务规模稳步提升

建筑施工业务是公司核心支柱，资质人才储备齐全。公司及子公司拥有建筑工程施工总承包特级资质 9 个、市政公用工程施工总承包特级资质 4 个、石油化工工程施工总承包特级资质 1 个、公路工程施工总承包特级资质 1 个，甲级设计资质 25 个，以及海外经营权，具有工程投资、勘察、设计、施工、管理为一体的总承包能力。资质类别基本涵盖建筑施工全行业领域。人才方面，拥有各类中高级技术职称万余人，高级职称 2633 人，一级建造师 3533 人，工程建设人才资源优势在西部地区乃至全国省级建工集团中均名列前茅。公司还经营包括混凝土研发、生产和配送以及预装配式建筑构件生产等关联建筑工业业务，为建筑施工主业提供支持。

表 1：工程资质（截至 2021 年半年报）

分类	资质名称	数量
特级资质	建筑工程施工总承包特级	9
	市政公用工程施工总承包特级	4
	公路工程施工总承包特级	1
	石油化工工程施工总承包特级	1
	小计	15
壹级资质	建筑工程施工总承包壹级	15
	公路工程施工总承包壹级	2
	水利水电工程施工总承包壹级	1
	石油化工工程施工总承包壹级	2
	市政公用工程施工总承包壹级	13
	机电工程施工总承包壹级	9
	冶金工程施工总承包壹级	1
	钢结构工程专业承包壹级	17
	公路路基工程专业承包壹级	2
	公路路面工程专业承包壹级	2
	桥梁工程专业承包壹级	2
	小计	66
	甲级设计资质	
总计		106

资料来源：公司公告，天风证券研究所

工程项目具备较高影响力，荣获多项大奖。陕西建工有 24 项成果获得陕西省建设工程科学技术奖，1 项境外工程荣获鲁班奖。2022 年 1 月，陕西建工承建的 CEC·咸阳第 8.6 代薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）项目是继曲江万众国际项目荣获 2020 年詹天佑奖后，连续两年再度捧回詹天佑奖，同时也是国优金奖“双料大奖”的工程。

图 3：陕西建工工程荣誉“詹天佑奖”和“鲁班奖”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 4：陕西建工工程荣誉“国家优质工程奖”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

石油化工工程业务是公司的的重要组成部分。公司全资子公司拥有千万吨级炼油、百万吨级乙烯以及新型煤化工等全厂性大型化工设计、施工与工程总承包能力，拥有 1 个石油化工工程施工总承包特级资质。石化行业面临产品结构调整、生产技术换代、节能环保升级的重大变革，未来公司聚焦在新基建、化工园区升级改造、高端制造业和战略新兴产业等重点领域。

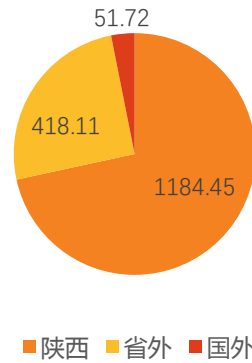
图 5：陕西化建尼日利亚丹格特炼油及石化项目



资料来源：陕西建工公众号，天风证券研究所

建筑工程业务新签订单以陕西省内为主，并逐步拓展省外及海外市场。2020 年公司新签合同 2749.13 亿元，其中陕西省/省外/国外新签合同额 2018.73/647.46/82.94 亿元。截至公司 2021 年中报，新签合同总额 1654.28 亿元（营收的 2.14 倍），其中陕西省/省外/国外新签合同额 1184.45 /418.11/51.72 亿元，分别占比 72%/25%/3%，公司新签合同集中于国内，并以陕西省作为主要的业务开展地。21 年规划方面，公司预计完成合同签约额 3200 亿元，较 20 年完成额同比+16.4%，实现营业收入 1400 亿元，较 20 年完成额同比+9.6%，工期方面，重大合同预计工期一般在一年到三年之间。

图 6：截至 2021 年中报，陕西建工新签合同额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：陕西建工 2021 年新签订的重大合同

日期	项目名称	合同金额(亿元)	预计工期
20210209	恒泰新家园项目二标段施工	19.60	941 天
20210305	恒泰新家园项目一标段施工	10.15	941 天
20210305	内蒙古东景生物环保科技有限公司 20 万吨/每年 1,4-丁二醇一体化项目	25.06	20 个月
20210325	西安电子谷 BCD 区施工总承包工程	15.33	1467 天
20210325	西安咸阳国际机场三期扩建工程	8.07	700 天
20210412	成都集成电路研发创新中心厂房建设工程设计	13.72	300 天
20210420	西安高新区医疗产业园项目施工	19.61	309 天

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 碳中和及磷化工石油化工等景气领域亦有布局

布局分布式光伏运营，参股陕西分布式能源股份有限公司。陕分能源是由陕西省人民政府国有资产监督管理委员会发起，陕西地方电力集团（34%）联合陕鼓集团（20%）、西电集团（10%）等 9 家央地国有企业共同组建的综合能源服务公司，其中建工集团持股 10%。公司以分布式能源的咨询、规划、设计、投资、建设、运营为主营业务，“十四五”期间计划投资、建设、运营一批分布式能源示范项目。

陕分能源规划到 2025 年，分布式项目总投资将超过 100 亿元，营业收入达到 40 亿元以上，资产总额 30 亿元。陕建工金牛屋顶分布式光伏（1.1MW）是陕分能源投资建设的第一个光伏发电示范项目，2020 年 4 月 20 日施工，于 5 月 20 日并网发电。之后公司陆续投资建设白水制衣屋顶分布式光伏（1.1MW）、新天钢分布式光伏（8.86MW）等项目。

图 7：陕分能源定位



资料来源：陕分能源官网，天风证券研究所

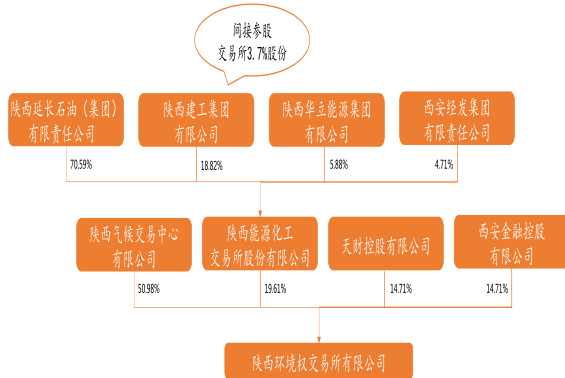
图 8：陕建工金牛屋顶分布式光伏项目



资料来源：陕分能源官网，天风证券研究所

布局碳交易，参股陕西环境权交易所。陕西建工间接参股交易所 3.7% 股份。陕西环境权交易所是西部地区唯一从事与环境有关的现代化电子交易平台。公司成立于 2010 年 6 月 5 日，经营范围为碳排放权、水权、环境排放权与节能交易服务等业务，目前交易所开展排污权交易服务，未来随着碳排放交易的不断推进，交易所有望开展碳交易相关业务。

图 9：陕西环境权交易所股权结构



资料来源：天眼查，天风证券研究所

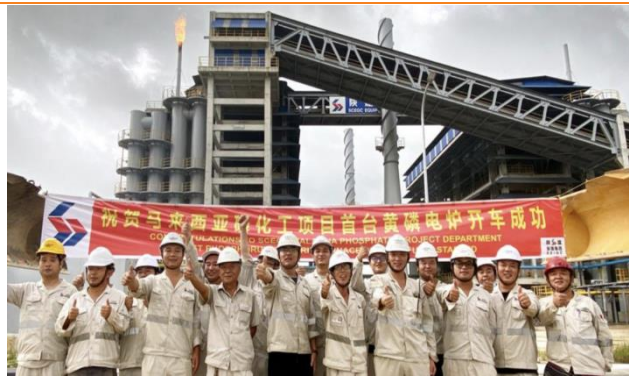
图 10：陕西环境权交易所相关业务界面



资料来源：陕西环境权交易所官网，天风证券研究所

磷化工及石油化工领域亦有经验积累。公司旗下陕建安集团承建东南亚最大综合磷化工项目——马来西亚综合磷化工 EPCC 项目（规划年产 4.8 万吨黄磷、7.5 万吨热法磷酸、6 万吨食品级磷酸）；公司承建延长油田伴生气资源循环利用项目（总投资 52.97 亿元），其中 10 万吨 1-4 丁二醇（BDO）装置于 20 年 11 月全线打通，彰显公司化工领域施工实力。而“十四五”内 BDO 项目，BDO 系 PBAT 生产原料，随着 PBAT 市场快速扩张。据生物降解材料研究院公众号和艾邦智造官网统计，未来 5 年 BDO 新增规划 1018 万吨，以五恒化学 BDO 产能 7 万吨对应投资额 6.5 亿测算，5 年内对应 BDO 工程空间或达 945 亿元。

图 11：马来西亚综合磷化工 EPCC 项目



资料来源：陕西省建筑业协会，天风证券研究所

图 12：延长油田伴生气资源循环利用项目产出 BDO

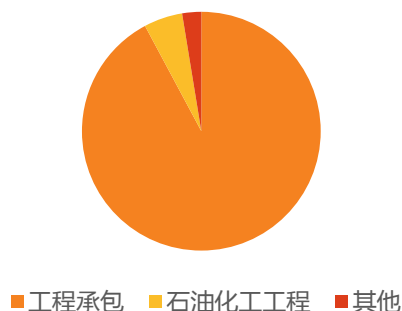


资料来源：陕西延长石油官网，天风证券研究所

1.4. 建筑业务超 9 成，ROE 处于可比公司前列

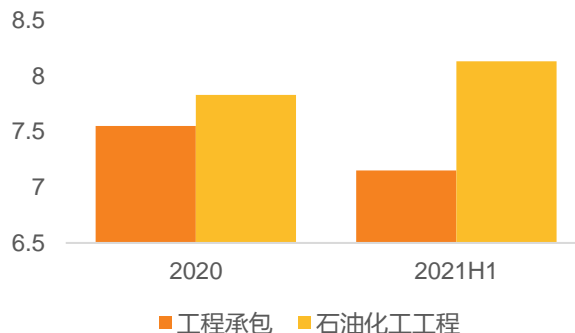
主营业务为建筑工程承包，占比 90% 以上。工程承包和石油化工工程是公司主要业务，20 年全年完成营业收入 1277.23 亿元。21 年上半年，公司完成营收 771.92 亿元，其中工程承包/石油化工工程占比 93%/5%，毛利率方面，21H1 公司总毛利率为 7.61%，其中建筑安装毛利率 7.15%，石油化工工程毛利率为 8.13%，由于石油化工工程有一定的专业性，故毛利率较高。

图 13：陕西建工 21H1 营业收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

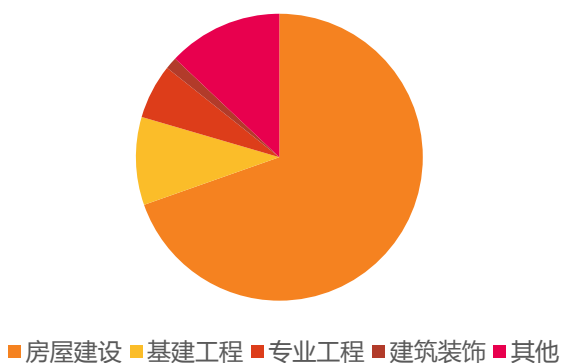
图 14：陕西建工分业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

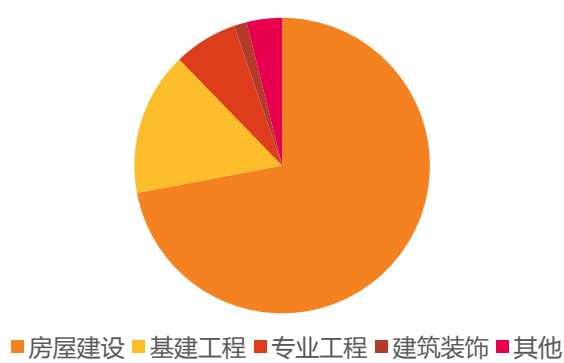
以竣工验收及在建项目维度来看，房屋建设系公司主要业务。公司 2020 年年报披露年度竣工验收项目及在建项共计 829/4156 亿元，其中房屋建设占比较大，竣工验收/在建占比 70%/72%，基建工程占比 10%/16%，是公司第二大建筑业务，公司还涉及专业工程及建筑装饰业务。

图 15：2020 年度竣工验收项目金额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

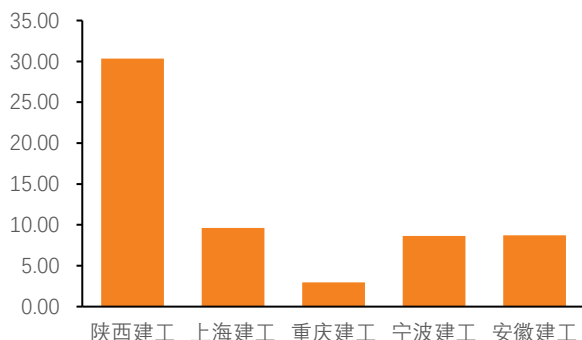
图 16：2020 年度在建项目金额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

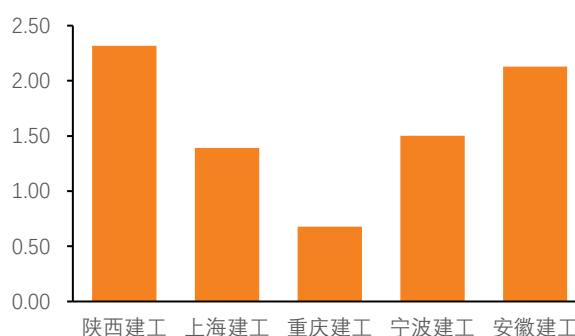
公司 ROE 较高，主要系资产负债率较高所致。ROE 方面，2020 年陕西建工为 30.34%，高于可比公司均值（7.49%）22.85 个百分点，拆解来看，主要系公司资产负债率达 90.51%，远高于平均水平。我们认为公司目前资产负债率较高，但上市后或通过资本市场等方式降低资产负债率水平，例如 21 年 12 月，公司公告以增资扩股（约 35 亿元）还债模式开展债转股业务，以降低资产负债率，后续或以可转债或股权置换收购投资方持有股权，料债转股后增加权益金额稀释 ROE。公司净利率及资产周转率分别为 2.32%及 1.34 次，均高于可比公司平均水平。

图 17：2020 年平均 ROE (%)



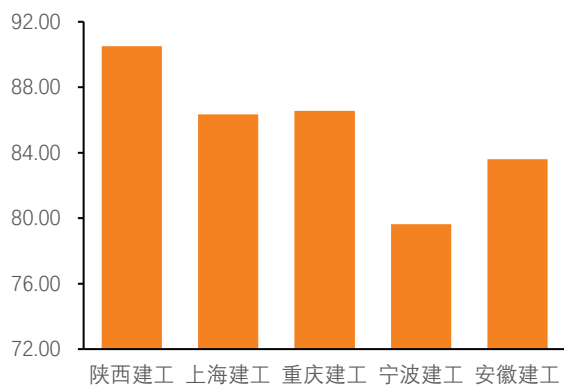
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2020 年销售净利率 (%)



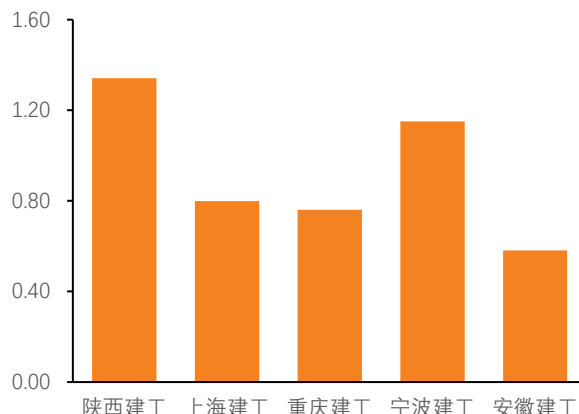
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19: 2020 年资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

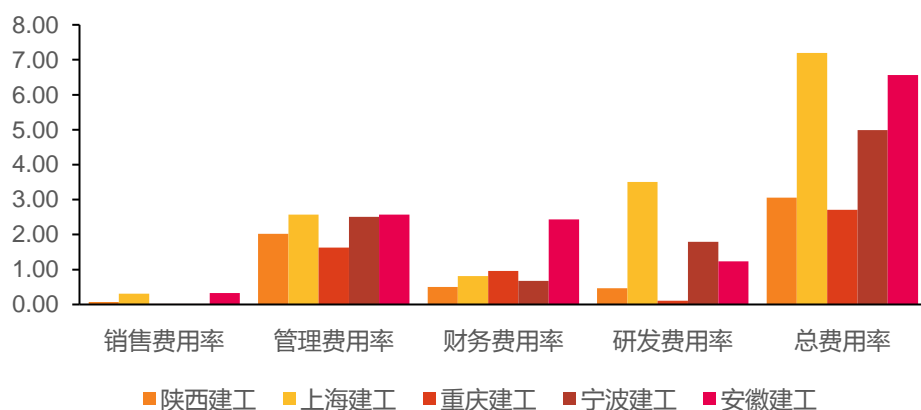
图 20: 2020 年资产周转率 (次)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

控费能力良好, 各项费用率均处于行业内较低水平。费用率方面, 公司 20 年期间费用率 (销售/管理/财务/研发费用率合计) 3.06%, 处于可比公司较低水平, 拆分来看, 公司各项费用率均处于较低水平, 销售/管理/财务/研发费用率为 0.07%/2.03%/0.50%/0.46%。期间费用以管理费用为主, 且职工薪酬占比约 69%, 人工费用系公司主要费用来源。

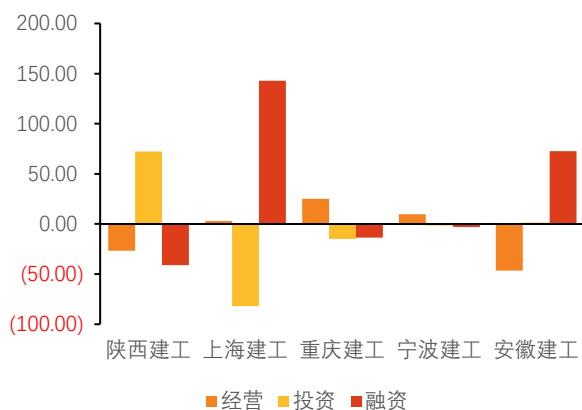
图 21: 2020 年费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

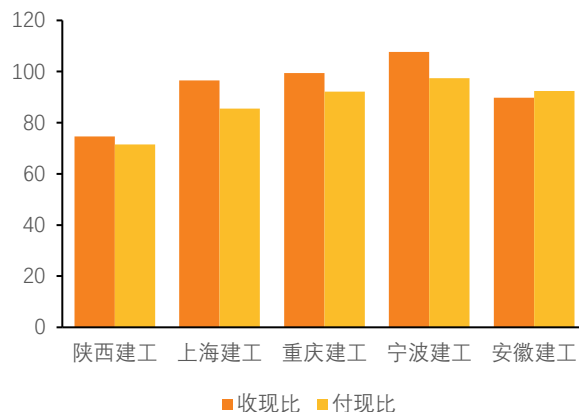
PPP 项目建设拖累现金流。现金流情况来看, 公司 20 年经营性现金流为 -26.69 亿元, 主要系目前正在执行的 PPP 项目大多处于建设期, 尚未开始收款, 建设期间施工发生的材料费、人工费均为现金流出, 相对应的收入根据合同约定在项目竣工验收后运营期内分年收取, 其现金流量的流入流出存在时间上的差异。投资性现金流为 72.24 亿元, 主要系收到关联方偿还本息共计 155.46 亿元所致。收付现比来看, 公司收现比/付现比为 75%/71%, 匹配程度良好, 但处于可比公司较低水平。

图 22：2020 年现金流（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

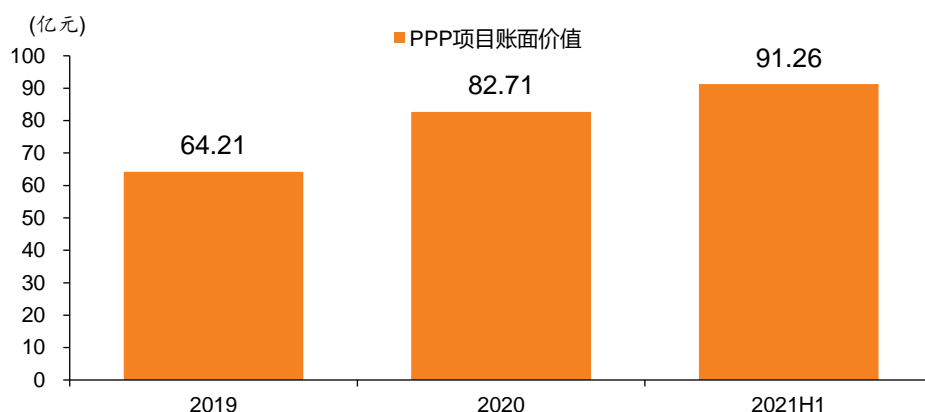
图 23：2020 年收付现比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

PPP 项目回款期较长，未来或将提升对收益率的要求。截至 2021 年上半年，公司 PPP 项目建设期成本账面价值达 91.26 亿元，较期初同比增长 10.33%。据统计，合并前原陕建股份共有 19 项主要 PPP 项目，涉及学校、停车场、道路、污水治理等多领域工程建设。经测算，该 19 个项目税后总投资内部收益率、股东投资内部收益率均值分别可达 5.71%、9.02%；静态及动态全投资回收期均值为 12.59、17.44 年，回收期较长。针对前述应收账款规模较大、资产负债率较高、经营活动现金流净额为负的情况，公司预计未来新承接 PPP 项目的税后股东投资内部收益率不低于 8%。

图 24：公司 PPP 项目账面价值（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 3：截至 2020 年 5 月 31 日，原陕建股份 19 项主要 PPP 项目基本情况

项目名称	计划总投资额 (亿元)	总投资 内部收益率 (税后)	股东投资 内部收益率 (税后)	全投资回收期 (静态, 年)	全投资回收期 (动态, 年)
铜川市文体场馆 PPP 项目	7.26	4.57%	8.56%	11.7	15
延安市中心城区停车楼（场）建设 PPP 项目	5.94	4.65%	5.78%	18.05	30
渭城区渭城中学迁址新建 PPP 项目	7.96	4.46%	7.46%	12.54	17
西安市高陵区农村生活污水治理工程 PPP 项目	7.18	5.26%	5.47%	11	23.56
渭南市华州区城区路网完善 PPP 项目	7.71	5.04%	7.34%	11.78	14.96
安康城区环城干道江北段建设工程 PPP 项目	24.20	4.14%	5.06%	10.62	12
安康高新技术产业开发区战略性新兴产业厂房 PPP 项目	22.36	5.92%	11.14%	10.66	14.41

铜川市玉皇阁二号桥及引线工程 PPP 项目	15.78	7.65%	9.29%	13.95	20.7
西安市体育中心外围提升改善道路 PPP 项目（二标段）	23.18	4.14%	5.39%	11.7	15
2018 年伊金霍洛旗教育基础建设 PPP 项目	6.64	5.93%	7.02%	8.01	9.56
达州至开江快速通道 PPP 项目	42.25	5.79%	7.07%	16.3	22
西安交大韩城基础教育园区 PPP 项目	13.73	3.90%	8.10%	8.09	10
镇安县第三中学工程 PPP 建设项目	5.14	5.56%	9.30%	10.38	13.47
陕西安康机场迁建工程 PPP 项目	23.45	8.18%	12.65%	18.23	24.23
小雁塔历史文化片区综合改造 PPP 项目	26.52	3.38%	6.81%	14.32	20
西安市公共停车场 PPP 项目 II 标段	10.84	9.70%	11.28%	19.04	23
西安市灞桥区十里铺骨科医院迁建 PPP 项目	6.74	6.67%	12.58%	11.63	18
碑林历史文化街区 PPP 项目	25.17	4.39%	6.69%	13.97	20
韩城市社会福利园 PPP 项目	6.09	9.13%	24.35%	7.16	8.56
均值		5.71%	9.02%	12.59	17.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 陕西省“十四五”规划：稳字当头，房建基建均有发展

2.1. 重点项目投资强度增加，老旧小区成城市更新主力

22 年重点项目建设同比增加，人口增加亦增加建设强度。2022 年，陕西全年安排省级重点项目 620 个，同比+14.4%（基数为 21 年完成，下同），年度计划投资 4629 亿元，同比+7.8%，同比增速较 21 年由负转正。人口流入方面，第六次人口普查陕西人口 3733 万，新增 196 万，同比第五次+5.5%，人口的增加或对于医院学校等需求或增加，亦能增加建设投资强度。

表 4：陕西省重点项目情况

	投资项目数（个）	投资项目数相比去年同比增速	计划完成投资额（亿元）	投资规模相比去年同比增速
2022	620	14.4%	4629	7.8%
2021	542	-9.7%	4295	-14.1%

资料来源：中国网，见道网，陕西省政府网，天风证券研究所

“十四五”住房及城乡建设规划推动陕西建设高质量发展。据《陕西省“十四五”住房和城乡建设事业发展规划》，住房方面，“十四五”期间计划增加公租房和保障性租赁住房共 3 万套，2021 年已实现新开工公租房 5068 套、2022 年预计筹集建设保障性租赁住房 8.8 万套（间），可超额完成原目标；稳步推进棚户区改造工程，“十四五”期间计划实施棚户区改造 3.5 万户，2021 年已新开工 10239 套。城乡建设方面，为新建居住小区配建停车位预留充电桩建设安装条件，实现公共停车场新建或改建集中式充换电站及分散式充电桩配比达 10% 的目标；深入开展建设绿色城市，积极推行园林建设和污水处理等工作，力图于“十四五”期间实现县城、设市城市建成区绿地率分别达 33%、38%，地级及以上缺水城市污水资源化利用率达 25% 的目标。

表 5：陕西省“十四五”期间住房及城乡建设主要发展指标

指标	单位	“十四五”规划	指标属性
全装修住房比例	%	≥50	预期性
公租房和保障性租赁住房	万套	3	预期性
共有产权住房	万套	3	预期性
棚户区改造	万户	3.5	预期性

老旧小区改造	万户	100		预期性
公共停车场新建或改建集中式充电站及分散式充电桩配比	%	≥10		预期性
			设市城市 县城	
建成区绿地率	%	≥38	≥33	预期性
生活污水集中收集率	%	≥70		预期性
地级及以上缺水城市污水资源化利用率	%	≥25		约束性
黑臭水体治理达标率	%	100		约束性

资料来源：陕西省住房和城乡建设厅，天风证券研究所

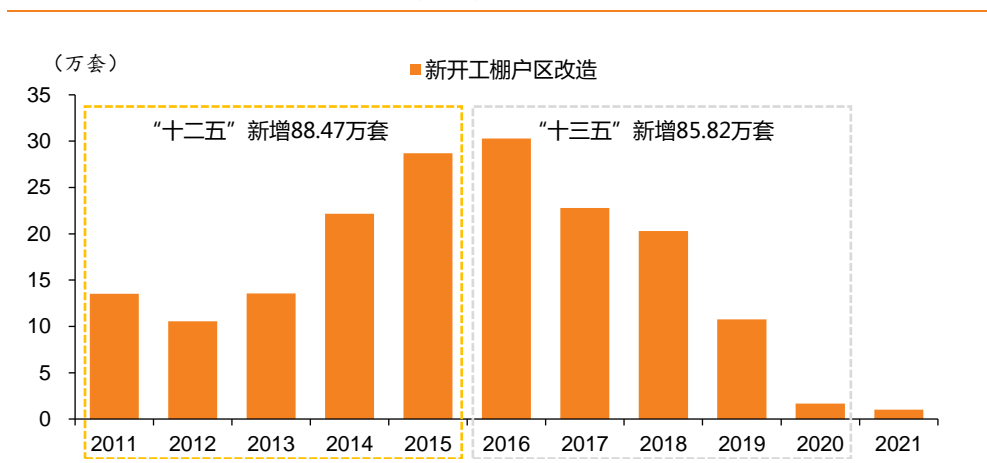
“十四五”阶段，老旧小区改造将成为城市更新主力。保障性住房情况方面，据陕西省住建厅数据，“十二五”期间为保障性住房主要建设时期，实现累计新增公租房 75.48 万套，购置型保障房 56.73 万套；“十三五”期间实现公租房货币化补贴 58.06 万套；“十四五”期间公租房和保障性租赁住房规划新增 3 万套，共有产权房新增 3 万套，较前期规划减少较多。棚改住房方面，“十二五”、“十三五”期间分别累计新增棚户区改造住房 88.47、85.82 万套，“十四五”期间将继续稳步推进棚户区改造续建项目，预计全省新开工棚户区改造 3.5 万户，其中 2021 年已新开工 1.02 万户。**老旧小区改造方面，“十四五”预计规划 100 万户，或成为“十四五”城市更新主力。**

表 6：保障性住房情况（万套）

	“十二五”	“十三五”	“十四五” E
公租房	75.48	58.06	3.00
保障房(购置、租赁)	56.73		
共有产权住房			3.00

资料来源：陕西省人民政府，天风证券研究所

图 25：2011-2021 新开工棚户区改造数量（万套）



资料来源：陕西省人民政府，陕西省住建厅，天风证券研究所

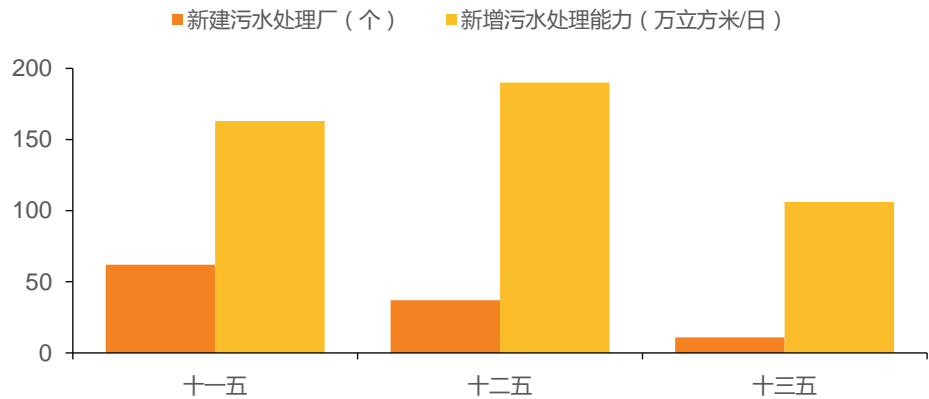
持续推进园林城市建设，污水处理工作重点将转向提质增效工作。为建设绿色城市，陕西省积极推进园林城市建设及城市污水资源化利用工程。“十一五” - “十三五”期间，园林城市建设方面，各项绿化指标均有所提升。相较于城市，县城绿化水平提升情况尤为明显，如人均公园绿地面积由 4.56 m²增长至 10.93 m²，提升 139.69%；绿地率由 12.46%增长至 31.90%，提升 19.44pct，且“十四五”规划进一步将目标提升至 33%以上；污水处理方面，新建污水处理厂分别为 62、37、11 个，新增污水处理能力分别为 163、190、106 万立方米/日，“十三五”时期新增两项指标均有所下滑，充分说明前期基础设施建设工作已基本完成，“十四五”期间将实施城市污水处理提质增效工作，提升现有污水设施能效，建设并完善污水再生利用设施，规划实现地级及以上缺水城市污水资源化利用率达 25%的目标。

表 7：“十一五” - “十四五” 阶段各指标对比

	“十一五”末	“十二五”末	“十三五”末	“十四五”规划
城市绿地率	31.84%	34.54%	37.09%	≥38%
城市人均公园绿地面积(m ²)	10.67	12.66	12.79	
城市绿化覆盖率	38.84%	40.82%	40.80%	
县城绿地率	12.46%	26.63%	31.90%	≥33%
县城人均公园绿地面积 (m ²)	4.56	9.36	10.93	
县城绿化覆盖率	19.86%	31%	36.27%	

资料来源：陕西省住建厅，天风证券研究所

图 26：“十一五” - “十三五” 新增污水处理厂及处理能力统计

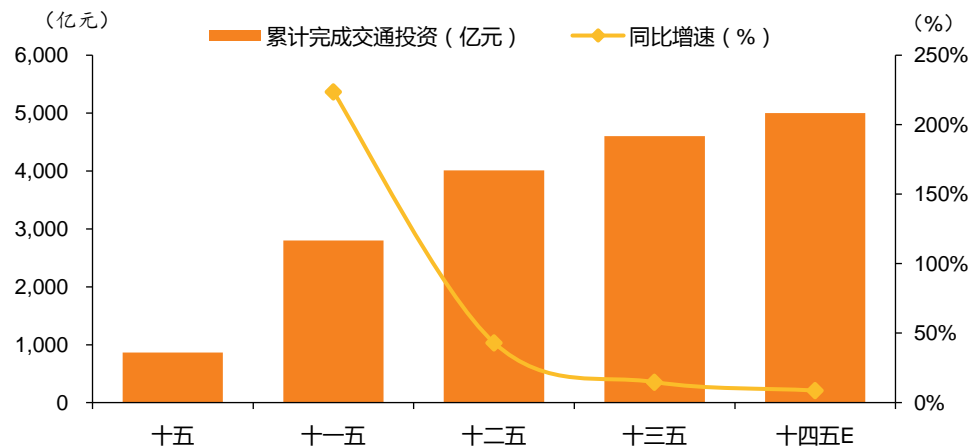


资料来源：陕西省人民政府，天风证券研究所

2.2. 交通规划以稳为主，提升枢纽省份地位

陕西省“十四五”交通投资规划增速+8.7%，较前期略有下降。“十一五”/“十二五”/“十三五”期间全省累计完成交通投资分别为 2800/4008/4600 亿元，同比+224%/+43%/+15%，“十四五”时期将进入高质量发展的转型期，计划完成综合交通投资约 5000 亿元，同比+8.7%。目前陕西省高效率交通基础设施已覆盖全省所有县级以上节点，预计到 2035 年，陕西省力图提高通达世界的的能力，形成“一带一路”交通商贸物流中心、中欧班列（西安）集结中心；同时辐射全国，建成宝鸡、榆林、安康等全国性综合交通枢纽城市。

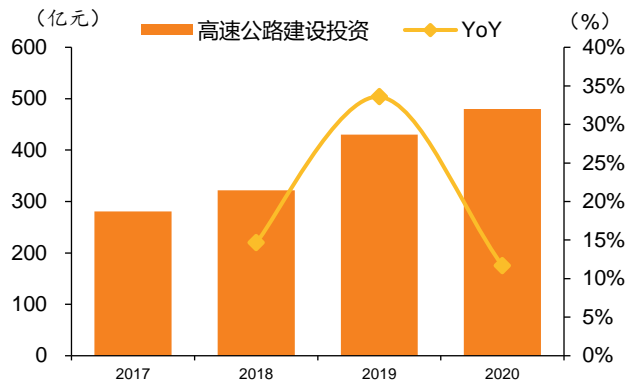
图 27：累计完成交通投资额（亿元）



资料来源：陕西省人民政府，天风证券研究所

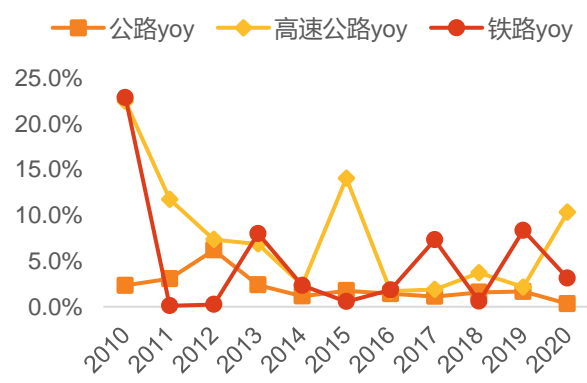
高速公路投资强度较快增长，铁路近 5 年复合增长率高于公路。据陕西省政府公布数据，“十一五”-“十三五”期间公路总里程由 14.7 万公里增长至 18 万公里(10 年 CAGR+2.05%)，其中高速公路通车里程由 3403 公里增长至 6171 公里(10 年 CAGR+6.13%)，各期均超额完成目标。2016-2020 年新增高速公路通车里程 1078 公里(5 年 CAGR+3.91%)，实现“县县通高速”；2017-2020 年高速公路建设投资额呈逐年增长趋势，CAGR 达 19.58%。铁路近十年从 10 年 4079 公里增长至 20 年 5589 公里(10 年 CAGR+3.20%)，2016-2020 年新增 1040 公里(5 年 CAGR+4.20%)，若以复合增长率来看，铁路近 5 年里程增速快于公路及高速公路。

图 28：高速公路建设投资额及增速



资料来源：陕西省交通运输厅，天风证券研究所

图 29：陕西公路，高速公路，铁路里程增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

“十三五”公路建设各项指标完成情况良好，“十四五”除轨交外投资增速将趋缓。公路方面，“十三五”完成情况较规划情况相比，除普通国道二级及以上公路比重指标比目标值低 0.6%外，其余指标均达成目标，其中公路总里程实现 18 万公里(+5.88%)，预计“十四五”总里程为 19 万公里(+5.56%)；高速公路通车里程共 6171 公里(+21.17%)，预计“十四五”末超 7000 公里(+13.43%)；普通国道二级及以上公路比重、普通省级三级及以上公路比重分别为 69.4%、66.3%，预计“十四五”末分别达 75%、70%，同比增长 5.60%、3.70pct，以上各指标虽有所增长，但增速均有所降低。铁路方面，“十三五”末实现总里程 6030 公里，完成规划 93%，“十四五”仍规划建成 6500 公里(+7.79%)。轨交方面，“十四五”规划 422 公里(+72.95%)，增速较快。

表 8：“十三五”完成情况与“十四五”规划对比

		“十三五”规划	“十三五”完成情况	“十四五”规划
公路	公路总里程(万公里)	18	18	19
	同比增速		5.88%	5.56%
	高速公路通车里程(公里)	>6000	6171	>7000
	同比增速		21.17%	>13.43%
	新增高速公路通车里程(公里)	>907	1078	>829
	同比增速		-36.21%	>-23.10%
	普通国道二级及以上公路比重	70%	69.40%	75%
	同比增速		13.40%	5.60%
	普通省级三级及以上公路比重	65%	66.30%	70%
同比增速		9.30%	3.70%	
铁路	铁路总里程(公里)	6500	6030	6500
	同比增速		23.06%	7.79%
轨交	轨道交通总里程(公里)		244	422
	同比增速			72.95%

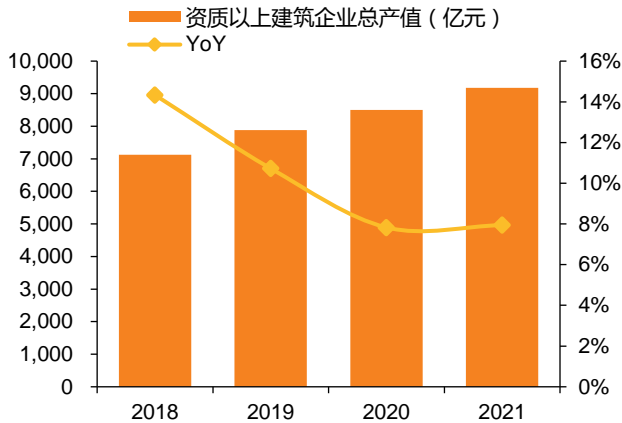
注：“十三五”完成情况同比基准为“十二五”实际完成，“十四五”规划同比基准为“十三五”完成

资料来源：陕西省人民政府，天风证券研究

2.3. 省内市占率或不断提升，省外海外订单快速增加，公司发展可期

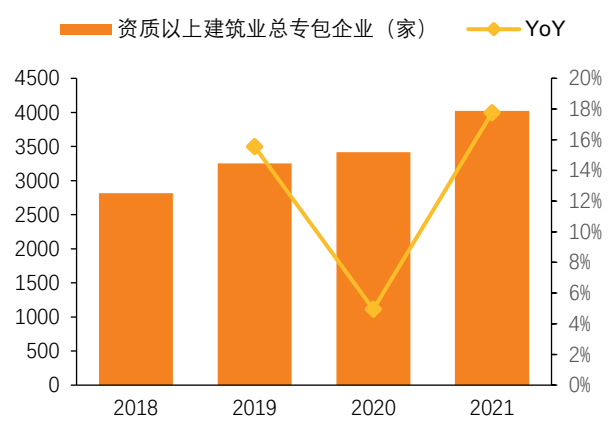
深耕陕西，市占率有望不断提升。据陕西省统计局公布数据，2021年，全省资质以上建筑企业总产值 9176.40 亿元，同比增长 7.9%；资质以上建筑业总专包企业 4023 家，同比增长 11.0%；资质以上建筑企业共签订合同额 21842.59 亿元，同比增长 9.8%。2021 年上半年，资质以上建筑企业共签订合同额 14093.35 亿元，其中公司作为陕西省建筑行业龙头企业，新签合同额 1184.45 亿元，以此估算公司市占率为 8.4%。陕西省内，公司实现了属地化公司在各省市及主要区县、开发区和新区的全覆盖，并通过上市公司平台形成品牌效应，有望实现市占率不断提升。

图 30：陕西省资质以上建筑企业总产值



资料来源：陕西省统计局，天风证券研究所

图 31：资质以上建筑业总专包企业家数



资料来源：陕西省统计局，天风证券研究所

国企背景优势明显，省内与政府、央企合作较多。公司已充分积累与政企各方的合作经验，据不完全统计，2021 年公司与渭南市交通局、西安高新区、咸阳高新区、中国中车、中国节能等均签署了合作协议，在铁路、高速公路、城市道路建设、海绵城市建设、拆迁安置、城市基础设施建设等多领域进行合作，在“十四五”规划推进住房、城市建设及交通基础设施建设的背景下，公司将发挥国企背景优势，承接多种类项目。

表 9：2021 年签订合作协议不完全统计

合作对象	协议内容
2021.3 中国节能、中国中车、中国华能、中交二公局	在城市设施运营、工程项目建设、海外业务、装备制造等方面深化合作
2021.5 铜川市工业和信息化局	投资建设 PC 构件、商混、铝模板、装配式部品部件、蒸压加气混凝土制品、建筑骨料矿等多个项目
2021.5 渭南市交通局	投资建设榆（林）商（州）线韦庄至罗敷段高速公路
2021.5 中铁七局	在陕西区域的铁路、城市轨道交通、高速公路、市政基础设施、服务区开发、土地整理开发、康养文旅、片区开发、城市更新、城市地下空间开发、智慧城市建设、新基建等领域开展全面深化合作
2021.5 绿地集团	在城市综合开发建设、城市基础设施建设、新型产业园区开发建设、新工艺新材料研发等领域全面开展合作
2021.6 信发集团	协助信发集团进行项目前期勘探、规划等工作
2021.6 杨凌示范区	在杨陵区科学、教育、文化、卫生等事业的发展、城市新型基础设施和智慧城市建设、旧城升级改造、城市综合体开发、城市交通建设、保障房和棚户区改造、工农业园区建设、水利工程建设、乡村振兴等领域，从战略高度和长远发展角度，建立多层次、高水平、全方位的战略合作关系
2021.7 陕鼓集团	围绕流程工业、智慧城市、一带一路等市场，在打造低碳节

		能建筑、供应链业务合作、党建文化、联合研发、品牌推广，开展全领域深层次合作
2021.8	西安高新区	开展全产业链合作
2021.9	信发集团	神木神信循环经济产业示范园项目
2021.9	咸阳高新区	在城市道路建设、城市综合管廊及海绵城市建设、拆迁安置、城市基础设施建设等领域创新模式
2021.11	西安美院	在投融资、园区开发、项目建设等领域开展多元化、深层次合作
2021.11	陕西广电融媒体集团	挖掘宣传陕西建工“向善而建”的陕建故事，共同生产图文音视频等全媒体产品，进一步推动陕西建工融媒体中心的建设

资料来源：陕西建工公众号，天风证券研究所

省外和海外订单增速更快彰显公司异地扩张能力。2020 年公司陕西省/省外/国外新签合同额 2018.73/647.46/82.94 亿元。2021 年中报，陕西省/省外/国外新签合同额 1184.45/418.11/51.72 亿元，假设下半年与上半年新签订单金额一致，则 21 年同比 20 年新签合同额增速+17%/+29%/+25%，省外及海外增速快于省内彰显公司异地扩张能力。海外大型项目亦能彰显公司“走出去”的竞争能力。2022 年 1 月，由陕西化建承建的尼日利亚丹格特炼油及石化项目进入后期收尾阶段，该项目为世界最大的单体炼油项目，此外，陕建安装集团参建的巴基斯坦卡拉奇 K2/K3 核电站工程作为中国实施“中巴经济走廊”和“一带一路”建设的重要成果，3 号机组已完成装料，公司综合能力较强，可充分参与到大项目建设中。

图 32：巴基斯坦卡拉奇核电项目



资料来源：陕西建工公众号，天风证券研究所

3. 盈利与估值探讨

收入增速及毛利率方面，作为建筑行业龙头，公司或继续将业务重心放在建筑施工业务领域，考虑到“十四五”期间国家对基建方面的充分规划及公司自身具备资质、人才等多项优势，我们认为公司业绩有望中长期稳健增长，预计工程承包业务 21/22/23 年营收增速为 19.0%/17.0%/16.5%，毛利率 7.5%/7.4%/7.3%；在“双碳”背景下，石油化工行业将面临产品结构调整、生产技术换代、节能环保升级的重大变革，我们预计公司于该领域的营收占比将持续缩减，21/22/23 年营收增速为 10.0%/13.0%/12.0%，毛利率 7.8%/7.7%/7.7%；其他业务

保持平稳，21/22 年营收增速及毛利率分别为维持在 3.0%及 14.5%，23 年营收维持稳定。

表 10: 分业务营收 (亿元) 预测

	2020	2021E	2022E	2023E
工程承包(亿元)	1182.02	1406.60	1645.73	1917.27
毛利率	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%
同比		19.0%	17.0%	16.5%
石油化工(亿元)	75.28	82.81	93.57	104.80
毛利率	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%
同比		10.0%	13.0%	12.0%
其他业务(亿元)	14.66	15.10	15.55	15.55
毛利率	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
同比		3.0%	3.0%	0.0%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

费用率方面, 我们认为公司在业务规模小幅增长的情况下, 控费或是主要趋势, 21/22/23 公司销售费用率为 0.06%/0.05%/0.04%, 管理费用率 2.00%/1.97%/1.94%, 均呈现小幅下降趋势; 研发费用率方面, 考虑到公司还经营包括混凝土研发的关联建筑工业业务且已与多家公司签订战略合作协议, 表示将在新工艺新材料研发等方面开展合作, 我们认为 21-23 年研发费用将稳步上升, 21/22/23 年研发费用率为 0.46%/0.47%/0.48%; 财务费用率方面, 考虑到公司具备国企背景, 具备一定融资优势, 预计 21/22/23 年财务费用率为 0.48%/0.47%/0.47%。

表 11: 费用率预测

	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.07%	0.06%	0.05%	0.04%
管理费用率	2.03%	2.00%	1.97%	1.94%
研发费用率	0.46%	0.46%	0.47%	0.48%
财务费用率	0.50%	0.48%	0.47%	0.47%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

根据上述假设, 我们预计公司 21-23 年归母净利润 52.0/60.1/69.2 亿, CAGR+15%, 对应 EPS1.41/1.63/1.88 元, 对应 22/23 年 PE 为 3.65/3.17 倍, 当前可比公司 22 年 Wind 一致预期 PE 均值为 5.95 倍, 考虑到公司未来建筑施工业务稳定增长, 给予 22 年 PE 6 倍, 对应目标价 9.77 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价 格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
600170.SH	上海建工	320.56	3.60	0.38	0.43	0.48	0.53	9.57	8.37	7.45	6.77
600502.SH	安徽建工	84.51	4.91	0.47	0.65	0.79		10.36	7.56	6.22	
601668.SH	中国建筑	2349.10	5.60	1.07	1.21	1.34	1.47	5.23	4.62	4.18	3.81
	平均								6.85	5.95	5.29
600248.SH	陕西建工	219.49	5.95	0.77	1.41	1.63	1.88	7.76	4.22	3.65	3.17

注: 股价时间 2022/02/11; 除陕西建工外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期;

资料来源: Wind, 天风证券研究所

风险提示

住房、交通等建设投资不及预期：《陕西省“十四五”住房和城乡建设事业发展规划》系目标规划，若以上目标建设目标不及预期，作为以建筑施工业务为主业的公司将无法获得相应合同额。

市场拓展不及预期：公司同时布局于省内、省外及海外业务，目前订单仍以省内为主，并逐步拓展省外及海外市场，若拓展情况不及预期，将影响公司未来营业总收入。

坏账及减值准备风险：公司资产负债率较高，部分投资项目融资需求大，且应收账款金额较大，存在一定回收风险。

业绩补偿诉讼：刘纯权、毕派克、中派克、北派克认为 2020 年业绩承诺未完成主要系不可抗力事件的影响，已向西安市中级人民法院提起诉讼，请求解除有关合同及办理股票解禁。公司也提起了反诉。目前，该案正在一审审理中。若诉讼失败，刘纯权、毕派克、中派克、北派克将不予现金补偿。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	954.89	19,729.94	23,337.15	18,409.67	21,376.17
应收票据及应收账款	3,656.06	94,230.19	90,416.55	105,375.02	106,033.59
预付账款	123.24	1,625.97	775.64	1,308.59	1,139.09
存货	2,085.19	2,287.60	2,366.23	4,883.27	4,592.66
其他	447.07	43,194.98	41,964.83	41,620.26	44,998.05
流动资产合计	7,266.45	161,068.69	158,860.39	171,596.81	178,139.56
长期股权投资	49.03	968.55	1,068.55	1,118.55	1,118.55
固定资产	635.04	2,931.08	3,193.73	3,402.08	3,551.45
在建工程	5.81	1,339.13	1,711.31	1,769.05	1,815.24
无形资产	93.02	1,362.24	1,256.23	1,150.22	1,044.21
其他	361.38	14,267.59	14,336.66	14,356.07	14,375.81
非流动资产合计	1,144.28	20,868.59	21,566.48	21,795.96	21,905.25
资产总计	8,410.74	181,965.27	180,455.01	193,421.06	200,073.24
短期借款	0.00	5,428.83	10,689.59	11,448.66	14,027.21
应付票据及应付账款	4,495.26	104,972.56	97,469.04	93,736.51	95,782.01
其他	950.03	39,997.13	32,690.74	44,286.68	35,275.62
流动负债合计	5,445.30	150,398.52	140,849.37	149,471.85	145,084.84
长期借款	0.00	11,437.71	12,857.96	11,437.71	15,795.55
应付债券	0.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	5.68	1,855.53	1,864.81	1,874.13	1,883.50
非流动负债合计	5.68	14,293.24	15,722.77	14,311.84	18,679.05
负债合计	5,450.98	164,691.75	156,572.14	163,783.69	163,763.89
少数股东权益	0.00	1,581.99	1,855.57	2,049.77	2,351.03
股本	917.95	3,147.98	3,688.88	3,688.88	3,688.88
资本公积	589.87	1,462.91	2,948.96	2,948.96	2,948.96
留存收益	1,878.69	7,545.12	13,813.41	19,373.72	25,744.43
其他	(426.75)	3,535.52	1,576.04	1,576.04	1,576.04
股东权益合计	2,959.76	17,273.52	23,882.87	29,637.37	36,309.35
负债和股东权益总计	8,410.74	181,965.27	180,455.01	193,421.06	200,073.24

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	295.69	2,959.21	5,198.10	6,009.61	6,917.09
折旧摊销	87.29	574.60	271.19	339.92	410.45
财务费用	4.42	881.18	731.63	836.31	957.10
投资损失	(8.68)	(120.96)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(984.48)	(32,772.48)	(9,064.57)	(9,825.53)	(10,567.42)
其它	329.44	25,809.86	269.71	194.84	302.13
经营活动现金流	(276.32)	(2,668.59)	(2,593.93)	(2,444.84)	(1,980.66)
资本支出	79.86	4,301.97	890.72	540.68	490.63
长期投资	4.15	919.52	100.00	50.00	0.00
其他	(137.01)	2,002.44	(1,890.86)	(1,140.82)	(990.77)
投资活动现金流	(53.00)	7,223.94	(900.14)	(550.14)	(500.14)
债权融资	0.00	20,714.65	27,409.91	26,763.04	33,713.81
股权融资	8.88	7,295.58	822.36	(835.83)	(956.61)
其他	(205.94)	(32,110.19)	(21,130.98)	(27,859.70)	(27,309.90)
筹资活动现金流	(197.06)	(4,099.96)	7,101.28	(1,932.49)	5,447.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(526.38)	455.40	3,607.21	(4,927.47)	2,966.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,067.95	127,723.08	151,074.61	176,212.41	204,606.95
营业成本	7,344.27	117,737.38	139,614.89	163,113.74	189,518.52
营业税金及附加	32.65	329.14	512.36	588.28	634.75
营业费用	43.17	90.01	91.36	88.94	82.81
管理费用	186.79	2,586.76	3,014.38	3,463.08	3,959.74
研发费用	7.51	589.48	697.25	826.80	975.50
财务费用	(6.84)	643.28	731.63	836.31	957.10
资产减值损失	(2.97)	(99.18)	(100.00)	(87.39)	(115.52)
公允价值变动收益	0.00	93.34	(3.87)	0.65	0.86
投资净收益	8.68	120.96	0.00	0.00	0.00
其他	108.20	2,122.90	7.74	(1.29)	(1.72)
营业利润	346.49	3,509.02	6,508.87	7,383.29	8,594.93
营业外收入	6.15	106.95	109.09	111.27	113.50
营业外支出	2.74	83.16	85.65	88.22	90.87
利润总额	349.90	3,532.81	6,532.30	7,406.34	8,617.56
所得税	54.21	573.61	1,060.62	1,202.53	1,399.20
净利润	295.69	2,959.21	5,471.68	6,203.80	7,218.36
少数股东损益	0.00	129.93	273.58	194.19	301.27
归属于母公司净利润	295.69	2,829.28	5,198.10	6,009.61	6,917.09
每股收益(元)	0.08	0.77	1.41	1.63	1.88

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.55%	1483.09%	18.28%	16.64%	16.11%
营业利润	-16.17%	912.74%	85.49%	13.43%	16.41%
归属于母公司净利润	5.09%	856.83%	83.73%	15.61%	15.10%
获利能力					
毛利率	8.97%	7.82%	7.59%	7.43%	7.37%
净利率	3.67%	2.22%	3.44%	3.41%	3.38%
ROE	9.99%	18.03%	23.60%	21.78%	20.37%
ROIC	27.68%	210.58%	169.26%	52.11%	34.45%
偿债能力					
资产负债率	64.81%	90.51%	86.77%	84.68%	81.85%
净负债率	-32.26%	5.70%	17.05%	28.19%	33.98%
流动比率	1.33	1.07	1.13	1.15	1.23
速动比率	0.95	1.06	1.11	1.12	1.20
营运能力					
应收账款周转率	2.38	2.61	1.64	1.80	1.94
存货周转率	3.84	58.42	64.92	48.61	43.18
总资产周转率	0.97	1.34	0.83	0.94	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.77	1.41	1.63	1.88
每股经营现金流	-0.07	-0.72	-0.70	-0.66	-0.54
每股净资产	0.80	4.25	5.97	7.48	9.21
估值比率					
市盈率	74.23	7.76	4.22	3.65	3.17
市净率	7.42	1.40	1.00	0.80	0.65
EV/EBITDA	4.99	0.31	1.75	2.05	2.19
EV/EBIT	5.78	0.32	1.81	2.14	2.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com