# 西南基建发力在望，区域材料公司需求向好

——四川上市公司巡礼之材料篇

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ **建筑行业**

四川路桥：公司的主要业务为交通基础设施的设计、投资、建设和运营。2019 年其营收以及归母净利润分别为 527.25 亿元、17.02 亿元。

成都路桥：公司主要从事国内、国际道路、桥梁、隧道、市政、交通设施工程等项目投资、施工及项目建设管理服务等。2019 年其营收以及归母净利润分别为 27.95 亿元、0.43 亿元。

华图山鼎：公司主要向客户提供建筑工程设计及相关咨询服务，包括项目前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计及施工配合等服务。2019 年其营收以及归母净利润分别为 2.14 亿元、0.21 亿元。

高新发展：公司是国家高新技术产业开发区中第一批股份制试点企业，也是国家科委、国家体改委在全国进行科技与经济相结合的首家股份制试点企业，公司主要承担成都高新区起步区的建设和高新技术产业投资。2019 年其营收以及归母净利润分别为 33.11 亿元、1.05 亿元。

❖ **家居行业**

帝欧家居：公司主要从事卫生洁具、建筑陶瓷两大重要家居装饰、装修产品的生产、研发、销售，产品系列涵盖浴室柜、坐便器、浴缸、淋浴房、花洒、龙头等全系卫浴精品。2019 年其营收以及归母净利润分别为 55.70 亿元、5.66 亿元。

❖ **有色金属行业**

宏达股份：四川宏达股份有限公司为一家集冶金、化工行业于一体的上市公司。公司主营业务包括有色金属锌的冶炼、加工和销售，以及磷化工产品生产和销售。2019 年其营收以及归母净利润分别为 25.45 亿元、0.85 亿元。

安宁股份：安宁股份是一家对多金属伴生矿进行采选的钒钛资源综合利用循环经济企业，具备了 300 万吨/年钒钛磁铁矿、100 万吨/年铁精矿、20 万吨/年钛精矿、10 万吨/年高品位活性石灰、4 万吨/年高档金红石型钛白粉的生产能力。2019 年其营收以及归母净利润分别为 13.75 亿元、5.19 亿元。

❖ **建材行业**

四川金顶：四川金顶股份有限公司主要经营水泥制造与销售、商品混凝土、机械加工、汽车修理、科技开发、自营进出口等。2019 年其营收以及归母净利润分别为 2.95 亿元、0.40 亿元。

正源股份：公司是中国中西南地区最大规模的人造板生产和加工企业。企业涉及领域广泛，旗下设置金融投资、贸易物流、板材木业、开发建设、酒店管理。2019 年其营收以及归母净利润分别为 14.11 亿元、0.29 亿元。

❖ **风险提示：**区域政策波动；需求不及预期

**证券研究报告**

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 行业深度

报告时间 | 2020/6/30

**分析师**


**许惠敏**

证书编号：S1100520050002

xuhuimin@cczq.com


**联系人**


**王磊**

证书编号：S1100118070008

wanglei@cczq.com


**川财研究所**


北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

# 正文目录

一、行业情况 ..... 7
1.1 建筑行业情况 ..... 7
1.2.家居行业情况 ..... 8
1.3.有色金属行业情况 ..... 8
1.4.建材行业 ..... 9
二、四川路桥（600039.SH） ..... 10
2.1.公司基本情况 ..... 10
2.2.公司财务表现 ..... 12
2.3.核心竞争力分析 ..... 14
三、成都路桥（002628.SZ） ..... 15
3.1.公司基本情况 ..... 15
3.2.公司财务表现 ..... 17
3.3.核心竞争力分析 ..... 18
四、华图山鼎（300492.SZ） ..... 19
4.1.公司基本情况 ..... 19
4.2.公司财务表现 ..... 21
4.3.核心竞争力分析 ..... 22
五、高新发展（000628.SZ） ..... 23
5.1.公司基本情况 ..... 23
5.2.公司财务表现 ..... 25
六、正源股份（600321.SH） ..... 26
6.1.公司基本情况 ..... 26
6.2.公司财务表现 ..... 28
6.3.核心竞争力分析 ..... 30
七、帝欧家居（002798.SZ） ..... 31
7.1.公司基本情况 ..... 31
7.2.公司财务表现 ..... 33
7.3. 核心竞争力分析 ..... 34
八、四川金顶（600678.SH） ..... 36

8.1.公司基本情况 ..... 36
8.2.公司财务表现 ..... 38
8.3.核心竞争力分析 ..... 40
九、宏达股份（600331.SH） ..... 40
9.1.公司基本情况 ..... 40
9.2.公司财务表现 ..... 42
9.3.核心竞争力分析 ..... 44
十、安宁股份（002978.SZ） ..... 45
10.1 公司基本情况 ..... 45
10.2.公司财务表现 ..... 46
10.3.核心竞争力分析 ..... 48
风险提示 ..... 50

# 图表目录

图 1：四川路桥股权结构 ..... 11
图 2：四川路桥各业务毛利占比 ..... 11
图 3：四川路桥各业务毛利率 ..... 11
图 4：四川路桥销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 13
图 5：四川路桥销售净利率(2015-2020Q1) ..... 13
图 6：四川路桥 ROE(2015-2020Q1) ..... 13
图 7：四川路桥资产负债率(2015-2020Q1) ..... 13
图 8：成都路桥股权结构 ..... 16
图 9：成都路桥各产品毛利润占比 ..... 16
图 10：成都路桥各产品毛利率 ..... 16
图 11：成都路桥营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 17
图 12：成都路桥归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1） ..... 17
图 13：成都路桥销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 18
图 14：成都路桥销售净利率(2015-2020Q1) ..... 18
图 15：成都路桥 ROE(2015-2019) ..... 18
图 16：成都路桥资产负债率(2015-2020Q1) ..... 18
图 17：华图山鼎股权结构 ..... 20
图 18：华图山鼎各产品营收占比 ..... 20
图 19：华图山鼎主要产品毛利率 ..... 20
图 20：华图山鼎营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 21
图 21：华图山鼎归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1） ..... 21
图 22：华图山鼎销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 22
图 23：华图山鼎销售净利率(2015-2020Q1) ..... 22
图 24：华图山鼎 ROE(2015-2019) ..... 22
图 25：华图山鼎资产负债率(2015-2020Q1) ..... 22
图 26：高新发展股权结构 ..... 24
图 27：高新发展各产品营收占比 ..... 24
图 28：高新发展各产品毛利率 ..... 24
图 29：高新发展营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 25
图 30：高新发展归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1） ..... 25
图 31：高新发展销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 26
图 32：高新发展销售净利率(2015-2020Q1) ..... 26
图 33：高新发展 ROE(2015-2019) ..... 26
图 34：高新发展资产负债率(2015-2020Q1) ..... 26
图 35：正源股份股权结构 ..... 27
图 36：正源股份各产品毛利润 ..... 28
图 37：正源股份各产品毛利率 ..... 28
图 38：正源股份营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 29
图 39：正源股份归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1） ..... 29
图 40：正源股份销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 29
图 41：正源股份销售净利率(2015-2020Q1) ..... 29

图 42：正源股份 ROE(2015-2019) ..... 29
图 43：正源股份资产负债率(2015-2020Q1) ..... 29
图 44：帝欧家居股权结构 ..... 32
图 45：帝欧家居主要产品毛利占比 ..... 33
图 46：帝欧家居主要产品毛利率 ..... 33
图 47：帝欧家居营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 33
图 48：帝欧家居归母净利润及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 33
图 49：帝欧家居销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 34
图 50：帝欧家居销售净利率(2015-2020Q1) ..... 34
图 51：帝欧家居 ROE(2015-2019) ..... 34
图 52：帝欧家居(2015-2020Q1) ..... 34
图 53：四川金顶股权结构 ..... 37
图 54：四川金顶各产品毛利润占比 ..... 38
图 55：四川金顶各产品毛利率 ..... 38
图 56：四川金顶营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 39
图 57：四川金顶归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1） ..... 39
图 58：四川金顶销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 39
图 59：四川金顶销售净利率(2015-2020Q1) ..... 39
图 60：四川金顶 ROE(2015-2019) ..... 39
图 61：四川金顶资产负债率(2015-2020Q1) ..... 39
图 62：宏达股份股权结构 ..... 41
图 63：宏达股份各产品毛利润占比 ..... 42
图 64：宏达股份各产品毛利率 ..... 42
图 65：宏达股份营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 43
图 66：宏达股份归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1） ..... 43
图 67：宏达股份销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 43
图 68：宏达股份销售净利率(2015-2020Q1) ..... 43
图 69：宏达股份 ROE(2015-2019) ..... 43
图 70：宏达股份资产负债率(2015-2020Q1) ..... 43
图 71：安宁股份股权结构 ..... 46
图 72：安宁股份各产品毛利润占比 ..... 46
图 73：安宁股份各产品毛利率 ..... 46
图 74：安宁股份营业收入及其同比增速(2015-2020Q1) ..... 47
图 75：安宁股份归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1） ..... 47
图 76：安宁股份销售毛利率(2015-2020Q1) ..... 48
图 77：安宁股份销售净利率(2015-2020Q1) ..... 48
图 78：安宁股份 ROE(2015-2019) ..... 48
图 79：安宁股份资产负债率(2015-2020Q1) ..... 48

表格 1. 四川路桥主要业务 ..... 11
表格 2. 成都路桥主要产品 ..... 16
表格 3. 帝欧家居主要产品 ..... 32

表格 4. 四川金顶主要产品 ..... 38

# 一、行业情况

## 1.1 建筑行业情况

当下我国经济正处转型关键期，新旧能转换尚需时日，内需相对不足，而外部环境较为严峻，为了保障经济运行在合理区间，基建投资作为扩大内需的重要途径，将成为政府“稳增长”政策的关键着力点。2019 年持续深化建筑业供给侧结构性改革，建筑业发展质量和效益不断提高。据统计数据显示，2019 年全国建筑业总产值 248,446 亿元，与上年同期增长 5.7%，全国建筑业房屋建筑施工面积 144.2 亿平方米，同比增长 2.3%。建筑行业依然是国民经济的支柱行业，一带一路、基础设施建设工程、城市管廊、海绵城市、BIM、装配化等等，将成为新的发展趋势。万得数据统计显示，国内建筑业企业已超过 9.7 万家，从产值结构上看，业务主要集中在房屋工程和土木工程，建筑行业的市场集中度加速提升，垄断竞争市场格局日益加剧。

四川路桥概况：四川公路桥梁建设集团有限公司是四川省铁路产业投资集团公司下属核心子公司，中国 500 强企业和国际承包商 250 强企业。公司的主要业务为交通基础设施的设计、投资、建设和运营。2019 年其营收以及归母净利润分别为 527.25 亿元、17.02 亿元。

成都路桥概况：成都市路桥工程股份有限公司成立于 1988 年，注册资本金 7.37 亿元。于 2011 年 11 月 3 日在深圳证券交易所上市交易，股票代码：002628，股票简称:成都路桥。公司是一家集投融资、建设管理、运营基础建设项目为主业、融合多元产业发展的企业集团。公司主要从事国内、国际道路、桥梁、隧道、市政、交通设施工程等项目投资、施工及项目建设管理服务等。2019 年其营收以及归母净利润分别为 27.95 亿元、0.43 亿元。

华图山鼎概况：公司前身为成立于 2003 年 2 月 13 日的四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司,2011 年 8 月 18 日,四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司整体变更设立为四川山鼎建筑工程设计股份有限公司。 2017 年 4 月,公司名称由“四川山鼎建筑工程设计股份有限公司”变更为“山鼎设计股份有限公司”。公司主要向客户提供建筑工程设计及相关咨询服务，包括项目前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计及施工配合等服务。公司业务涵盖各类住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观、室内设计等设计类别。2019 年其营收以及归母净利润分别为 2.14 亿元、0.21 亿元。

高新发展概况：成都高新发展股份有限公司是国家高新技术产业开发区中第一批股份制试点企业，也是国家科委、国家体改委在全国进行科技与经济相结合

的首家股份制试点企业，公司主要承担成都高新区起步区的建设和高新技术产业投资。2019 年其营收以及归母净利润分别为 33.11 亿元、1.05 亿元。

## 1.2. 家居行业情况

在偏紧的政策环境下，房地产行业整体增速逐步向底部靠拢。根据《2019 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示：2019 年 TOP100 房企累计权益销售金额同比增长 6.5%。同时在金融去杠杆、融资难的背景下，将进一步加快小房企的出局，房地产行业集中度提升加速。

围绕经济高质量发展、推行“三去一降一补”政策，国家对企业环保达标督察日趋严厉，家居行业内大量的低端产能将被市场化逐步淘汰出局；随着国民消费升级，品牌意识的日益增强，家居行业内的“小企业”将逐步丧失市场竞争力；根据《“十三五”装配式建筑行动方案》推行装配式建筑全装修成品交房，积极与地产商合作，切入全装修成品房市场是家居行业快速发展的突破口。同时，随着房地产行业集中度提升加速，家居行业集中度势必日趋提升，具有品牌优势、技术优势、产品优势、渠道优势和资金优势的企业将迎来巨大的发展空间。

帝欧家居概况：帝欧家居公司是一家生产高端亚克力与陶瓷产品的综合卫浴品牌，并且为中国第一批 A 股上市的综合卫浴企业。公司主要从事卫生洁具、建筑陶瓷两大重要家居装饰、装修产品的生产、研发、销售，产品系列涵盖浴室柜、坐便器、浴缸、淋浴房、花洒、龙头等全系卫浴精品。2019 年其营收以及归母净利润分别为 55.70 亿元、5.66 亿元。

## 1.3. 有色金属行业情况

1） 稀土

稀土是列入我国《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》战略性矿产目录的重要战略矿产资源，受短期内结构性供需矛盾和中美贸易局势紧张等多重因素影响，主要稀土产品价格出现了分化走势，对稀土企业经营产生了不同程度的影响。

2）锆钛

锆是列入我国《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》战略性矿产目录的重要战略矿产资源，目前，全球锆英砂的主产地在澳大利亚和非洲。中国是锆的主要需求国，锆英砂年需求量 60 万吨左右，约占全球一半，但是锆资源贫乏，长期依赖进口。钛有“太空金属”、“未来金属”、“海洋金属”等美誉，中国虽

然拥有较为丰富的钛矿资源，但是由于高品位的钛矿资源不多，不能实现自给自足，每年需要进口约 300 万吨的钛精矿。

3）锌

2019 年，全年锌价先扬后抑，总体延续了 2018 年以来的趋势。全球矿山从减产中逐渐恢复，锌精矿持续增产，原料市场供应宽松，2019 年锌冶炼行业主要原料锌精矿采购价格维持在低位，国内电锌产量创近几年新高。锌产品的主要消费领域为建筑业、交通运输业、基建、工业机械等，主要用途为镀锌、锌合金、氧化锌、电池等，中国的锌消费占据全球锌消费的一半以上。

盛和资源概况：公司是一家全球一流的稀土及相关产品研发、生产和供应企业，是国家倡导的、稀土行业独具特色的混合所有制企业。公司以稀土业务为核心，兼顾稀有、稀贵、稀散“三稀”资源。主要产品包括稀土精矿、稀土氧化物、稀土化合物、稀土金属、稀土冶金材料、稀土催化材料、锆英砂、钛精矿、金红石等，广泛应用于新能源、新材料、节能环保、航空航天、军工、电子信息等领域。2019 年其营收以及归母净利润分别为 69.60 亿元、1.02 亿元。

宏达股份概况：公司主营业务包括有色金属锌的冶炼、加工和销售，以及磷化工产品生产和销售。主要产品包括锌锭、锌合金以及磷酸盐系列产品、复合肥等。2019 年其营收以及归母净利润分别为 25.45 亿元、0.85 亿元。

## 1.4. 建材行业

2019 年，政府相关部门继续深入贯彻落实国办发〔2016〕34 号《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》文件精神，以创新驱动发展为动力，以质量和效益提升为目的，以供给侧结构性改革为主线，着力淘汰落后产能，压减过剩产能。自从 2012 年以来，我国建材行业盈利能力一直呈下跌趋势发展，从 2016 年之后开始回升。据数据统计，2018 年我国建材行业销售利润率为 8.9%；2019 年销售利润率为 8.7%。围绕经济高质量发展、推行“三去一降一补”政策，国家对企业环保达标督察日趋严厉，建材行业内大量的低端产能将被市场化逐步淘汰出局；随着国民消费升级，品牌意识的日益增强，建材行业内的“小企业”将逐步丧失市场竞争力；根据《“十三五”装配式建筑行动方案》推行装配式建筑全装修成品交房，积极与地产商合作，切入全装修成品房市场是建材行业快速发展的突破口。 同时，随着房地产行业集中度提升加速，建材行业集中度势必日趋提升，具有品牌优势、技术优势、产品优势、渠道优势和资金优势的企业将迎来巨大的发展空间。

四川金顶概况：四川金顶（集团）股份有限公司坐落于秀甲天下的峨眉山东麓，是国家 520 户重点企业及四川省 37 户扩张型企业之一。主要经营水泥制造与

销售、商品混凝土、机械加工、汽车修理、科技开发、自营进出口等。为中国行业一百强、中国最大 300 家股份制企业、四川省工业企业最佳效益及最大规模 100 强企业。2019 年其营收以及归母净利润分别为 2.95 亿元、0.40 亿元。

正源股份概况：公司是中国中西南地区最大规模的人造板生产和加工企业。企业涉及领域广泛，旗下设置金融投资、贸易物流、板材木业、开发建设、酒店管理，并相继设立全资子公司，保障企业纵横式发展，并保持持续拓展态势。公司有效利用现有业务的上下游产业链经验及资源渠道优势，涉足大宗粮食贸易、化工贸易、板木贸易、进出口代理、国际货运代理等众多贸易及供应链业务。2019 年其营收以及归母净利润分别为 14.11 亿元、0.29 亿元。

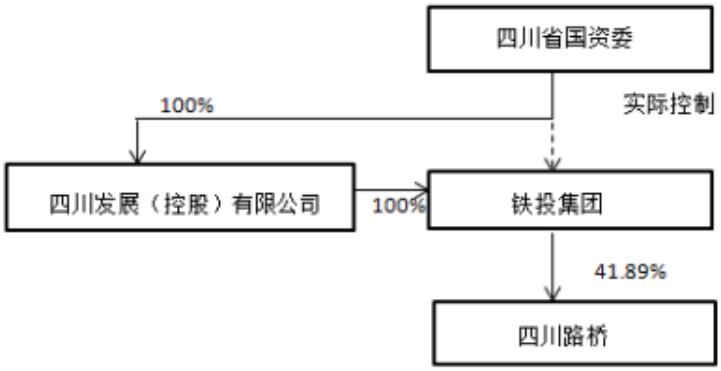
# 二、四川路桥（600039.SH）

## 2.1.公司基本情况

四川公路桥梁建设集团有限公司是四川省铁路产业投资集团公司下属核心子公司，中国 500 强企业和国际承包商 250 强企业。公司始建于建国初期，基础队伍源自 18 军筑路工程队及西南公路局桥工处，曾建成了举世瞩目的川藏公路，在大三线建设、改革开放初期为新中国交通建设作出突出贡献。1998 年组建集团公司，成为省属国有重要骨干企业，1999 年发起设立股份公司，并于 2003 年成为四川交通系统首家上市公司；2009 年作为核心子公司参与组建四川省铁路产业投资集团，肩负起构建西部综合交通枢纽的历史使命，2012 年通过重大资产重组实现整体上市，逐步发展成为西部领先、国内一流的基础设施领域综合性跨国型企业集团。

公司控股股东四川省铁投集团持有股份比例 41.89%，四川发展（控股）有限公司对铁投集团百分百控股，而四川发展（控股）公司以及铁投集团的实际控制人为四川省国资委。

**图 1：四川路桥股权结构**




*资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所*

公司的主要业务为交通基础设施的设计、投资、建设和运营。主要经营范围涉及：公路工程、 房建工程、市政公用工程、桥梁工程、电力工程、机电安装工程、地基与基础工程、土石方工程、 预拌商品混凝土、混凝土预制构件、隧道工程、公路交通工程、建筑装修装饰工程；工程勘察设计、测绘服务、规划管理、工程管理服务；工程机械租赁、维修；建筑材料生产；高速公路管理； 项目投资与资产管理；商品批发与零售；物业管理。

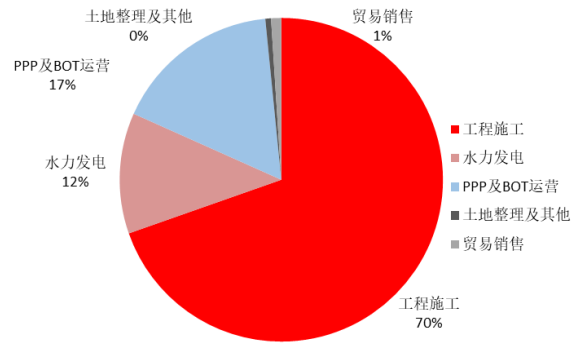
**表格 1. 四川路桥主要业务**

| 主营业务 | 营业收入 | 营收占比 | 毛利占比 | 毛利率 |
|---|---|---|---|---|
| 工程施工 | 387.57 亿元 | 73.73% | 78.12% | 11.56% |
| 水力发电 | 1.96 亿元 | 0.37% | 13.53% | 39.60% |
| PPP 及 BOT 运营 | 18.45 亿元 | 3.51% | 18.77% | 58.33% |
| 土地整理及其他 | 1.87 亿元 | 0.36% | 0.64% | 19.31% |
| 贸易销售 | 115.82 亿元 | 22.03% | 1.14% | 0.56% |

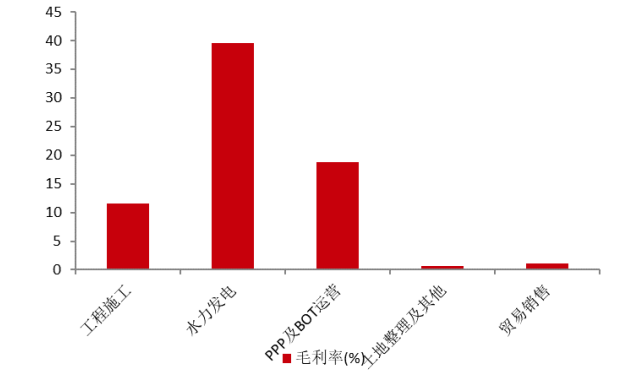
*资料来源：四川路桥 2019 年年报，WIND，川财证券研究所*

**图 2：四川路桥各业务毛利占比**

**图 3：四川路桥各业务毛利率**




资料来源：Wind，川财证券研究所




资料来源：Wind，川财证券研究所

工程施工方面，公司抢抓国家“一带一路”建设、西部陆海新通道建设和我省“一干多支、五区协同”“四向拓展、全域开放”战略部署等重要机遇期，主动作为，攻坚克难，充分发挥交通建设主力军作用，全年完成施工类营业收入 387.57 亿元，同比增长 26.99%，进一步加强主业优势。公路项目方面，赤水河红军大桥，嘉鱼长江大桥，鄱阳湖二桥等超级工程高效优质建成， 泸荣、叙古、江习古高速公路项目如期完成。宁波三官堂大桥，河北延崇高速金家庄隧道等品牌工程取得重大进展。成宜、峨汉、攀大、叙威等高速公路建设持续深入推进。参与建设的雅西高 速入选庆祝中华人民共和国成立 70 周年经典工程目录。铁路项目建设方面，成贵铁路项目按期完 成，川南城际铁路、叙毕铁路、宜宾临港公铁两用长江大桥进展顺利。组建专业化铁路工程分公 司，铁路建设管理水平不断提升。海外项目建设方面，埃及苏伊士运河铁路桥 EPC 项目正式开工 建设，挪威贝特斯塔大桥进行通车前冲刺；科威特 RA259 项目、孟加拉达卡绕城高速公路稳步实施；“川桥建造”品牌国际影响力日益彰显。

水利发电方面，巴河、巴郎河公司主动适应电力市场改革发展，持续推进水电运维监督体系和发 电质量考核体系建设，水电经营状况稳定。全年，实现发电收入 1.96 亿元。积极推进锂电正极材 料及前驱体项目建设工作，三元材料项目厂房主体工程已完成，二次结构和内部装饰已在做收尾工作，设备已陆续进场安装，预计今年可投产。前驱体项目按规划设计推进，预计今年可开工建设。

## 2.2. 公司财务表现

2016-2019 年公司营业收入快速增长，分别实现营业收入 301.08 亿元、327.63 亿元、400.19 亿元、527.25 亿元，2018-2019 年分别同比增长 22.15%、31.75%。2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 10.25 亿元、10.45 亿元、10.64

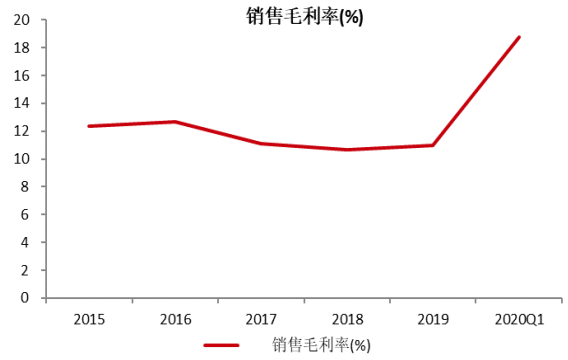
亿元、11.72 亿元和 17.02 亿元，2018-2019 年分别同比增长 10.11%、45.24%。

2015 年至 2019 年，公司销售毛利率分别为 12.34%、12.65%、11.08%、10.69%、10.97%和 18.79%，尤其是 2019 年，销售毛利率要比前一年上涨 7.82%。销售净利率方面，公司 2015-2019 年的销售净利率分别为 3.32%、3.78%、3.44%、3.02 %、3.22%和 5.26%。

ROE 方面，2015-2019 年，公司 ROE 分别为 11.88%、10.83%、8.13 %、8.37%10.91%和 1.77%。

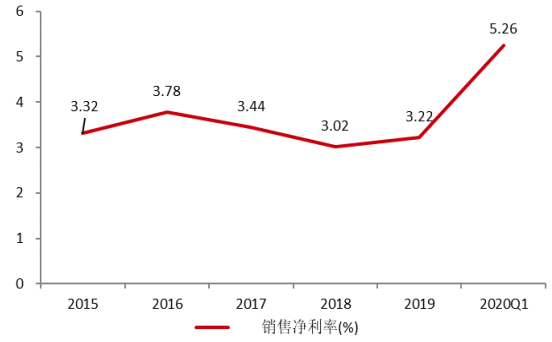
资产负债率方面，近几年，公司资产负债率始终保持在 82%上下。2017 年至 2019 年，资产负债率连年小幅度上涨，分别为 80.28%、82.02%、82.33%。

**图 4：四川路桥销售毛利率(2015-2020Q1)**



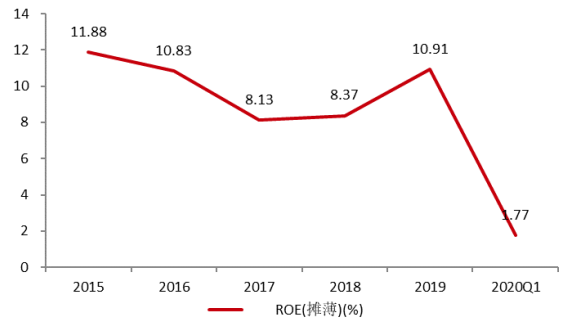

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 5：四川路桥销售净利率(2015-2020Q1)**



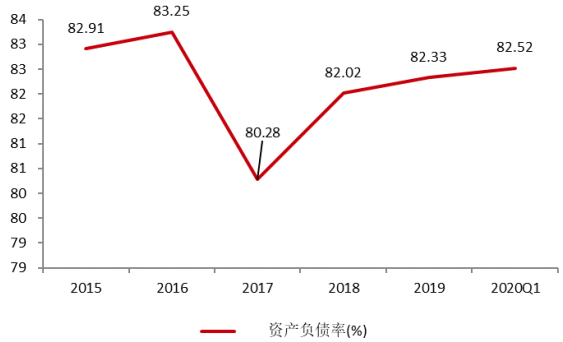

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 6：四川路桥 ROE(2015-2020Q1)**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 7：四川路桥资产负债率(2015-2020Q1)**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

## 2.3. 核心竞争力分析

1）技术优势

公司依托在建大型重点项目持续开展行业关键技术攻关，形成和巩固了以深水大跨径桥梁、高山峡谷桥梁、高速公路路面、复杂地质特长隧道等为代表的核心技术，在高速公路、特大型桥梁、特长隧道等领域具有较强的竞争优势。报告期内，完成科研立项 125 项，荣获国家科技进步一等奖、詹天佑土木工程大奖等国家级、省部级科技类奖 4 项，荣获古斯塔夫•林德撒尔奖、中国建筑工程鲁班奖等世界级、国家级、省部级质量类奖 8 项，荣获省部级工法 27 项，获得国家专利 8 项，计算机软件著作权 2 项，行业影响力显著增强。

2）资质、信用评级优势

公司目前拥有 2 家工程施工总承包特级资质企业和 4 家公路施工总承包一级资质企业，以及公路行业设计甲级资质，工程勘察、市政、建筑、水利、电力、风景园林工程等诸多专业设计乙级资质，资质实力雄厚。同时，交通运输部公布的 2018 年度施工企业信用评价结果，路桥集团、川交公司、华东公司、路航公司、交通工程公司获得 AA 级，桥梁公司获得 A 级，在业界表现突出，尤其在参评项目涵盖 10 个省份以上的大体量级施工企业能获得 AA 的仅 4 家，公司作为唯一一家省级地方施工企业入选，成为地方国企标杆。

3）品牌优势

公司作为全国交通行业骨干力量和省级路桥施工企业领跑者，连续 8 年荣登《财富》中国 500 强榜单，子公司路桥集团荣获“2019 年度工程建设诚信典型企业”，入选 2019 四川企业 100 强和全球最大 250 家国际承包商榜单。报告期内，公司先后建成世界山区悬索桥第一高塔、第二大跨径大桥——赤水河红军大桥，世界最大跨度非对称混合梁斜拉桥——嘉鱼长江大桥，国内最长的高速公路跨内陆湖泊斜拉桥——鄱阳湖二桥等一大批超级工程；参与建设的雅西高速入选庆祝中华人民共和国成立 70 周年经典工程目录，在业内树立了良好的品牌优势，市场竞争力不断巩固提升。

4）全产业链优势

公司在持续保持传统施工业务优势的同时，通过收购、兼并等措施，弥补公司在监理、咨询、公路机电工程等方面的不足，延伸施工主业产业链价值链，公司已由单一的施工型企业转变为设计、投资、建造、运营为一体的综合性基础设施企业。同时，按照“大土木”思路，公司积极介入铁路、房建、市政等领域，布局轨道交通、水利水电、矿山建设等行业，拓展更大的发展空间，增强

主业相关专业跨领域发展能力，为公司可持续、高质量健康发展打下坚实基础。

5）区域优势

作为省内四川交通建设的主力军公司，公司在四川省及湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区公路桥梁工程施工领域具有较高的市场占有率及认可度，公司通过强化片区经营，抢抓国家实施“一带一路”、西部大开发、长江经济带等战略的机遇，公司未来业务拓展将享有较为明显的区位优势。

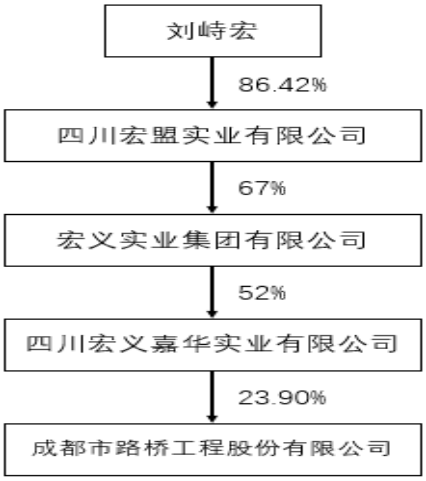
# 三、成都路桥（002628.SZ）

## 3.1.公司基本情况

成都市路桥工程股份有限公司成立于 1988 年，注册资本金 7.37 亿元。于 2011 年 11 月 3 日在深圳证券交易所上市交易，股票代码：002628，股票简称:成都路桥。公司是一家集投融资、建设管理、运营基础建设项目为主业、融合多元产业发展的企业集团。主要从事国内、国际道路、桥梁、隧道、市政、交通设施工程等项目投资、施工及项目建设管理服务等。公司资质覆盖全面。拥有公路工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级和公路路基工程专业承包一级、公路路面工程专业承包一级、桥梁工程专业承包一级、隧道工程专业承包一级、公路交通工程专业承包壹级，公路交通工程专业承包公路机电工程贰级，建筑工程施工总承包叁级等资质。

公司总股本为 7.62 亿股，公司控股股东为四川宏义嘉华实业有限公司，该公司持有成都路桥 23.90%的股份。宏义嘉华实业有限公司的母公司宏义实业集团的控股股东为四川宏盟实业有限公司，四川宏盟的法人代表为刘峙宏先生，其占有四川宏盟 86.42%的股份，因此刘峙宏先生为成都路桥的实际控制人。

**图 8：成都路桥股权结构**




*资料来源：成都路桥 2019 年年报，川财证券研究所*

公司主要从事公路、桥梁、隧道等交通基础设施建设的施工业务，主要有两种经营模式：单一工程承包模式和投融资建设模式。单一工程承包模式以公司拥有的工程承包资质，向业主提供施工总承包或工程专业承包服务，主要存在成本控制风险和项目变更风险；投融资建设模式利用公司自身投融资能力，将施工经营与资本经营相结合，采用 EPC、BOT、PPP 等模式，以投资带动总承包，向业主提供项目投融资服务和施工总承包服务，主要存在政策变更风险、项目入库风险和成本管控风险。

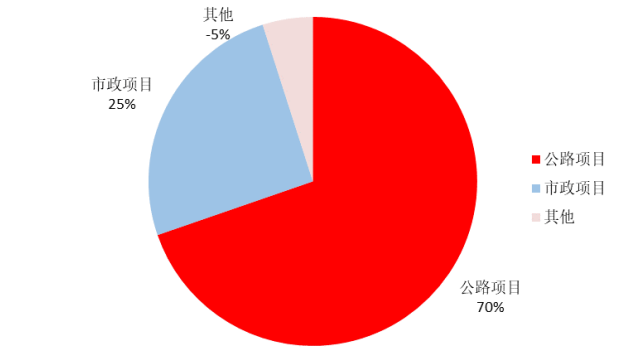
**表格 2. 成都路桥主要产品**

| 主要产品 | 营业收入 | 占营收比重(%) | 毛利占比(%) | 毛利率(%) |
|---|---|---|---|---|
| 公路项目 | 22.35 亿元 | 38.01 | 65.01 | 4.15 |
| 市政项目 | 4.51 亿元 | 43.46 | 31.87 | 7.48 |
| 其他 | 1.09 亿元 | 1.24 | 2.10 | -6.47 |

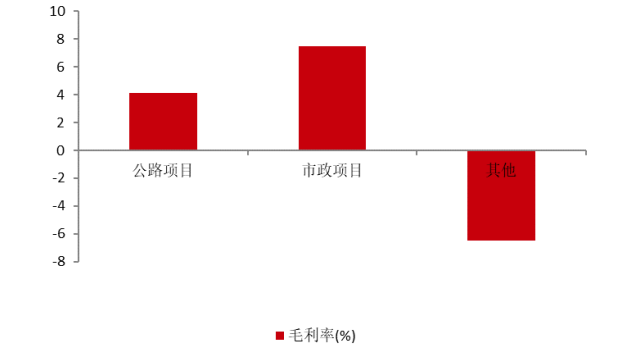
*资料来源：成都路桥 2019 年年报，WIND,川财证券研究所*

**图 9：成都路桥各产品毛利润占比**

**图 10：成都路桥各产品毛利率**




资料来源：Wind，川财证券研究所




资料来源：Wind，川财证券研究所

## 3.2. 公司财务表现

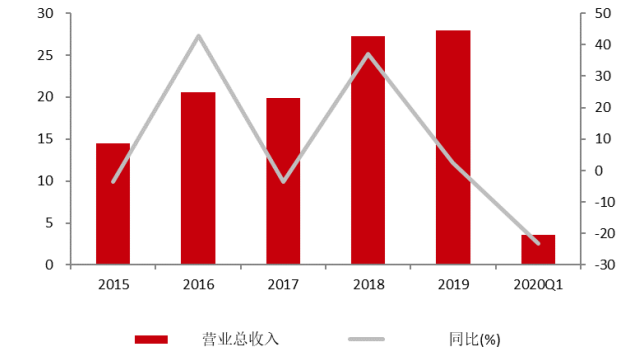
2017-2019 年公司营业收入稳步增长，分别实现营业收入 19.87 亿元、27.26 亿元、27.95 亿元。2015-2019 年归属母公司股东的净利润分别为 0.19 亿元、0.44 亿元、0.22 亿元、0.21 亿元、0.43 亿元。

销售毛利率方面，除 2018 年外，销售毛利率均在 4.5%左右浮动，2016-2019 年销售毛利率为 4.85%、4.92%、1.52%、4.24%。销售净利率方面，2015-2019 年销售净利率分别为 1.30%、2.13%、1.12%、0.77%、1.51%。

而 ROE 方面，2016-2018 年，公司 ROE 有所下降，分别为 1.64%、0.84%、0.79%，但 2019 年 ROE 有所回升，为 1.56%。

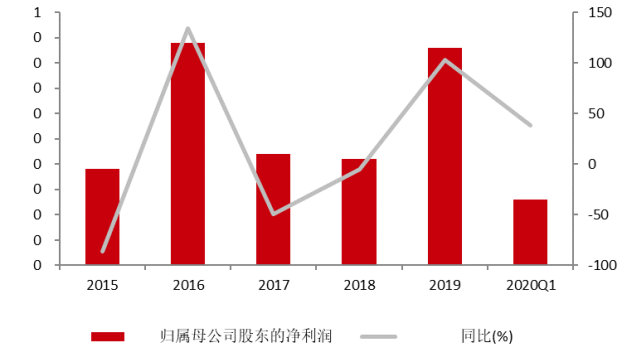
资产负债率方面，2017-2019 年公司资产负债率逐年小幅上升，分别为 52.20%、54.40%、59.48%.

**图 11：成都路桥营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)**




资料来源：Wind，川财证券研究所

**图 12：成都路桥归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1）**




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：成都路桥销售毛利率(2015-2020Q1)



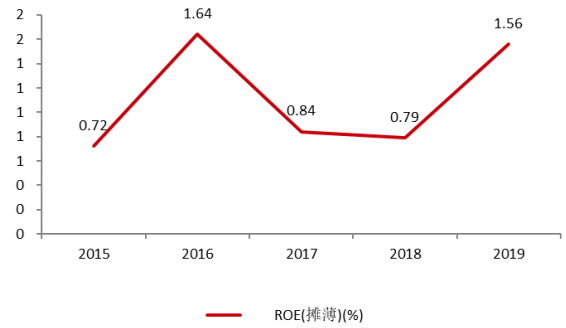

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：成都路桥销售净利率(2015-2020Q1)



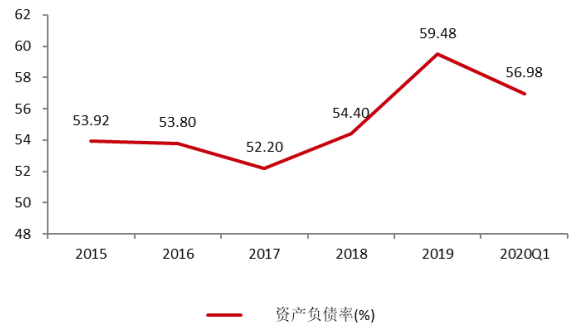

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：成都路桥 ROE(2015-2019)




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 16：成都路桥资产负债率(2015-2020Q1)




资料来源：Wind，川财证券研究所

## 3.3. 核心竞争力分析

1）资质优势

作为四川省内少数资质涵盖范围最广的承包商之一，公司的行业资质涵盖了公路、桥梁、隧道等工程施工领域的所有资质类别且等级多为一级，使得公司可以承包工程的范围要远远大于其他不具备相关资质或资质等级相对较低的竞争对手。同时，由于四川乃至西部地区多数公路项目受地质条件限制也包含了桥梁和隧道的修建，业主往往会要求竞标单位具有复合资质，而公司具备的复合资质优势将有助于更宽范围和更高层次的市场拓展。

2）区域优势

四川省是西部基础设施建设的重点区域，公司的主要业务集中在以四川省为中心的西南地区。按照国家《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，四川

省将打造西部综合交通枢纽，建设成都现代综合交通枢纽示范城市；按照成渝双城经济圈交通一体化规划，川渝两省市将构筑高效互联的公路交通网。公司在成都市及四川省乃至西部地区的交通基础设施建设市场拥有较好的口碑，因此四川省的交通建设高速发展也给公司带来了业务发展的重要机会。

3）管理优势

公司始终坚持项目精确化管理，对各种工程成本支出及工程施工流程进行有效的过程控制。精确化管理在成本效益和技术质量两个方面提供了巨大的竞争优势，解决了地域分散、信息不对称等行业共性问题，使得公司在工程施工管理、机料管理、人力资源管理等诸多方面取得了良好的经济效益。

4）品牌优势

公司从事公路工程施工行业已有 30 多年，积累了较为丰富的公路工程施工经验，培养了一批专业过硬、能力较强的人才队伍。30 多年来，公司严格按照行业相关体系进行工程施工管控，打造了一大批优质项目，被中国质量检验协会评为“全国质量、服务诚信示范企业”“工程质量信得过企业”，被四川省质量监督协会评为“质量安全达标示范企业”。公司通过不断提高技术水平和工程质量，凭借良好的市场信誉和一流的行业口碑，打造出“成都路桥”这一知名品牌。。本次发行及上市的募集资金扣除发行费用后，将投资于“总线激光切割系统智能化升级项目”，“超快激光精密微纳加工系统建设项目”，“设备健康云及 MES 系统数据平台建设项目”，“研发中心建设项目”和“市场营销网络强化项目”。

# 四、华图山鼎（300492.SZ）

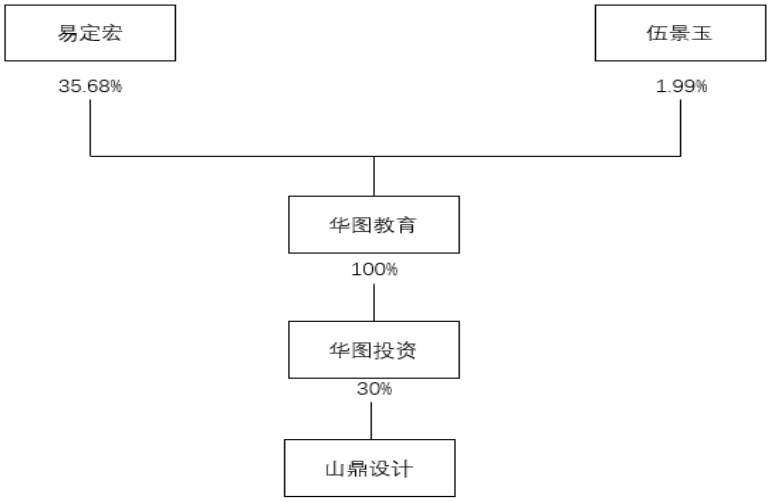
## 4.1.公司基本情况

公司前身为成立于 2003 年 2 月 13 日的四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司，2011 年 8 月 18 日，四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司整体变更设立为四川山鼎建筑工程设计股份有限公司。 2017 年 4 月，公司名称由“四川山鼎建筑工程设计股份有限公司”变更为“山鼎设计股份有限公司”。 公司主要向客户提供建筑工程设计及相关咨询服务，包括项目前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计及施工配合等服务。公司业务涵盖各类住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观、室内设计等设计类别。

公司总股本为 1.41 亿股，公司控股股东为华图宏阳投资有限公司，该公司持

有华图山鼎 30%的股份，并且华图投资为华图宏阳教育文化发展股份有限公司的子公司，易定宏先生和伍景玉女士分别持有华图教育 35.68%以及 1.99%的股份，因此二人为华图山鼎的实际控制人。

**图 17：华图山鼎股权结构**




*资料来源：华图山鼎 2019 年年报，川财证券研究所*

公司的主营业务是提供建筑工程设计及相关咨询服务，提供包括项目前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计及施工配合等服务，涵盖各类住宅、城市综合体、公共建筑（包括商业中心、独立商业街区、写字楼、酒店及非商业公共建筑等）、规划、室内设计等业务设计类别。公司通过提供上述服务，满足客户在建筑工程规划、建设等各阶段对设计服务的需求。

并且公司拥有建筑行业（建筑工程）甲级设计资质，可从事资质证书许可范围内相应的建筑工程设计总承包业务、项目管理及相关技术与管理服务。

**图 18：华图山鼎各产品营收占比**

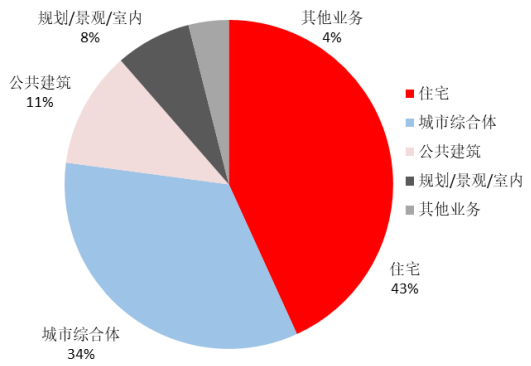
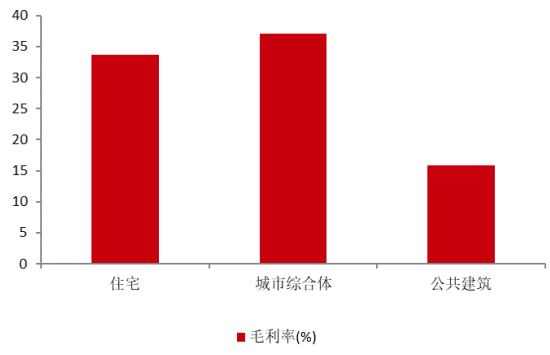



**图 19：华图山鼎主要产品毛利率**



资料来源：Wind，川财证券研究所

资料来源：Wind，川财证券研究所

## 4.2. 公司财务表现

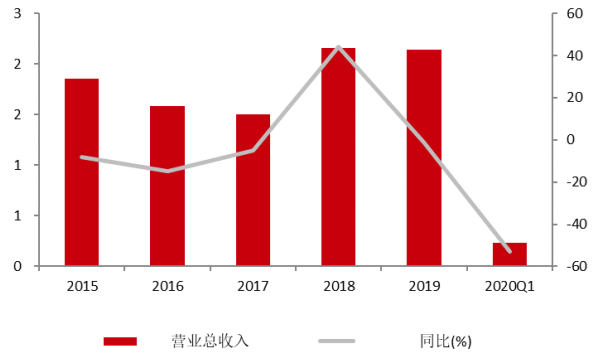
总体来看，2015-2019 年公司营业收入小幅度上升，分别实现营业收入 0.53 亿元、1.85 亿元、1.58 亿元、1.50 亿元、2.16 亿元以及 2.14 亿元。2015-2019 年归属母公司股东的净利润分别为 0.27 亿元、0.20 亿元、0.21 亿元、0.27 亿元、0.21 亿元。

销售毛利率方面，2016 年-2019 年，公司销售毛利率持续下滑，分别为 45.44%、42.86%、37.95%以及 31.22%。销售净利率趋势与销售毛利率相同，2017 至 2019 年公司销售净利率分别为 13.75%、12.36%以及 9.87%。

而 ROE 方面，2015-2019 年公司 ROE 分别为 9.24%、6.77%、6.56%、8.49%以及 7.20%。

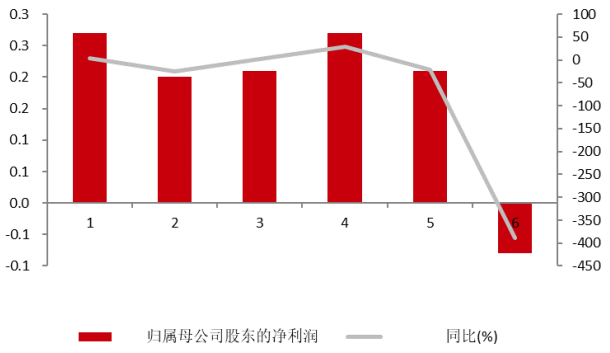
资产负债率方面，2016-2018 年公司资产负债率逐年小幅上升，分别为 12.50%、19.01%、21.98%，但 2019 年公司资产负债率有所回落，为 21.28%。并且本年第一季度，公司资产负债率为 18.94%。

**图 20：华图山鼎营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)**



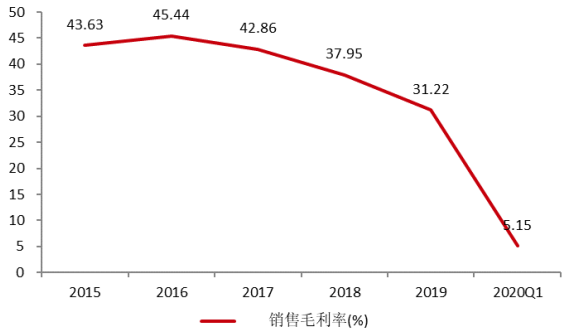

资料来源：Wind，川财证券研究所

**图 21：华图山鼎归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1）**



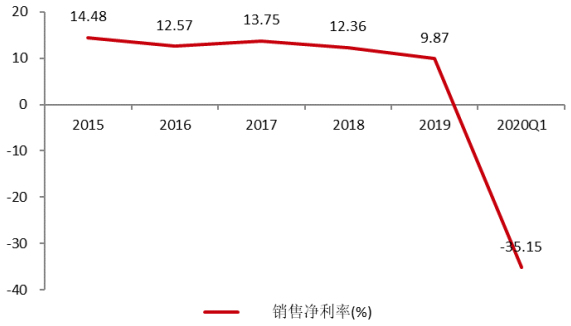

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：华图山鼎销售毛利率(2015-2020Q1)



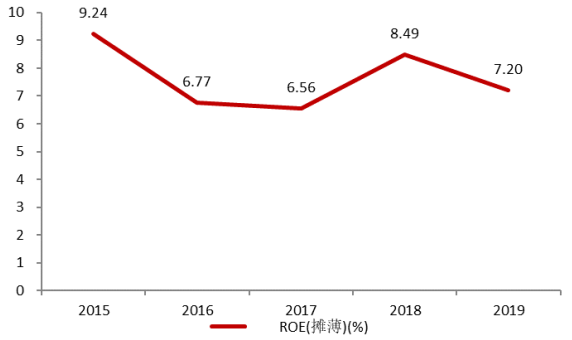

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：华图山鼎销售净利率(2015-2020Q1)



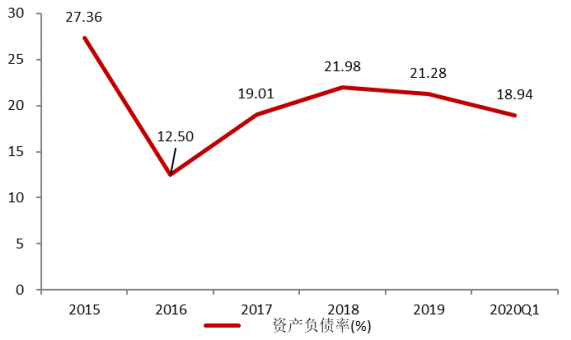

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24：华图山鼎 ROE(2015-2019)




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：华图山鼎资产负债率(2015-2020Q1)




资料来源：Wind，川财证券研究所

## 4.3. 核心竞争力分析

1）较为全面的建筑设计能力及客户服务能力

公司拥有较为全面的建筑设计能力及客户服务能力。其一，公司提供的建筑设计服务涵盖了住宅、城市综合体、公共建筑、规划和室内设计等领域。其二，公司具备全流程服务能力，即能向客户提供从前期咨询、概念设计、方案设计、施工图设计、施工配合等一系列服务，其中，尤以方案设计创意能力见长。其三，公司服务的客户类型较为丰富，涵盖国有企业、民营企业、跨国公司及政府机构等。

2）BIM 综合设计能力行业领先

BIM（建筑信息建模）是一种应用于工程设计建造管理的数据化方法和技术，可明显改善项目产出和团队合作效率，提升三维可视化和信息沟通，缩短施工

周期，减少各专业协调时间从而提高企业竞争力。公司具备全专业、全流程的BIM 设计能力，并且多次在 BIM 设计大赛中荣获奖项。

3）全面的综合设计管理能力

公司拥有全面的城市设计和建筑设计能力，同时也能够协调各类型的设计资源，承担不同阶段的设计总包业务，为客户提供综合的设计与管理服务。公司与国内外的幕墙、灯光、景观、室内等专业设计公司建立了良好的合作关系，根据客户需求，公司参与协调和管理所有的设计业务，为客户节省时间和成本，同时也为公司创造附加值。公司在 2019 年已完成多个设计总承包项目，并获得客户一致好评，充分体现了公司的综合管理能力。

4）新技术的应用

公司在装配式建筑方面积累了一定的经验，并且已有开始实施的项目。公司将会继续增加装配式建筑、绿色节能等方面的投入，并协调外部可利用的社会资源，为客户创造更大的价值。

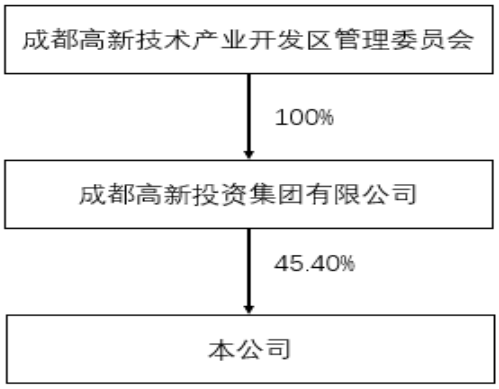
# 五、高新发展（000628.SZ）

## 5.1. 公司基本情况

成都高新发展股份有限公司（原名成都倍特发展集团股份有限公司）于 1992 年 7 月经成都市体制改革委员会批准，由成都高新技术产业开发区管理委员会等四家单位共同发起以定向募集方式设立。公司是国家高新技术产业开发区中第一批股份制试点企业，也是国家科委、国家体改委在全国进行科技与经济相结合的首家股份制试点企业，公司主要承担成都高新区起步区的建设和高新技术产业投资。

公司总股本为 3.11 亿股，公司控股股东为成都高新投资集团有限公司，该公司持有高新发展 45.40%的股份。而成都高新投资集团有限公司的实际控制人为地方国资管理机构——成都高新技术产业开发区管理委员会。

**图 26：高新发展股权结构**

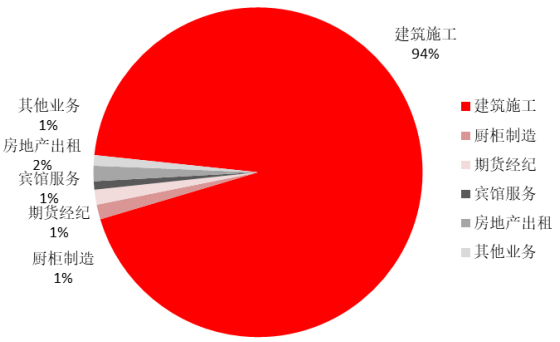



*资料来源：高新发展 2019 年年报，川财证券研究所*

公司主营业务主要由建筑业和期货业两个板块组成。公司子公司倍特建安经营的项目主要集中在房屋建筑、市政公用和建筑装饰装修项目，业务区域主要位于成都地区。倍特建安承揽业务主要采用施工总承包与工程总承包模式（EPC 模式），通过竞标形式获得。

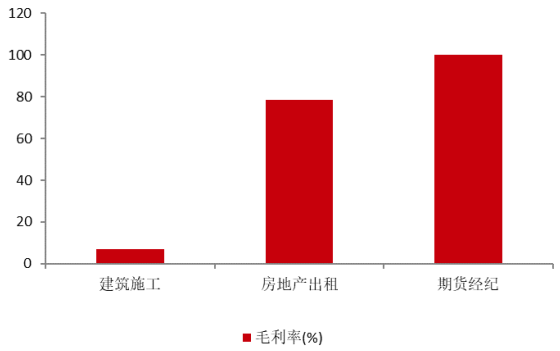
公司子公司倍特期货经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理业务和风险管理业务，其中核心业务为期货经纪业务，资产管理、风险管理业务尚未带来新的利润增长。倍特期货立足四川，布点全国。公司总部位于成都，下设上海分公司、成都自贸区分公司、山东分公司，并在北京、广州、重庆、天津等地区设有营业部，形成了覆盖国家中心城市与区域经济重镇的战略布局。

**图 27：高新发展各产品营收占比**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 28：高新发展各产品毛利率**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

## 5.2. 公司财务表现

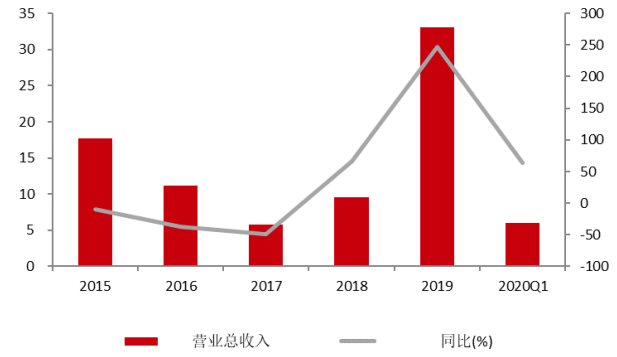
公司营收经过 2015-2017 年的逐年下降后，2018、2019 年公司营业收入显著增长，分别实现营业收入 9.53 亿元、33.11 亿元，尤其是 2019 年营收同比增长 247.33%；2015-2019 年归属母公司股东的净利润分别为 0.47 亿元、0.29 亿元、0.24 亿元、0.55 亿元、1.05 亿元。

销售毛利率方面，2015-2017 年，销售毛利率显著提高，2017 年其销售毛利率达到 24.83%，但 2018 年以及 2019 年销售毛利率均有所下降。销售净利率方面，2015-2018 年，销售净利率持续上升，并在 2018 年达到峰值 8.44%，但 2019 年其净利率下滑至 3.22%。

而 ROE 方面，2017-2019 年，公司 ROE 持续上升，分别为 3.23%、6.74%以及 10.33%。

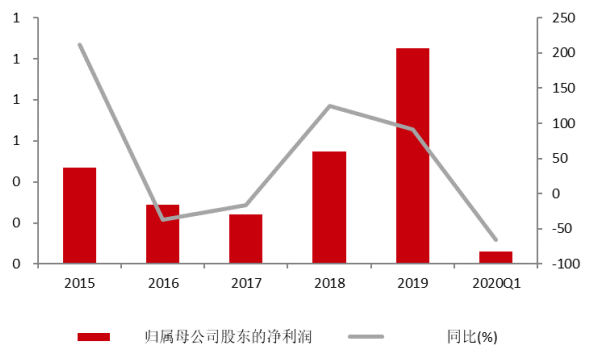
资产负债率方面，2016-2019 年公司资产负债率先降后升，分别为 82.71%、79.29%、73.90%以及 75.24%以及 81.21%。

**图 29：高新发展营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)**



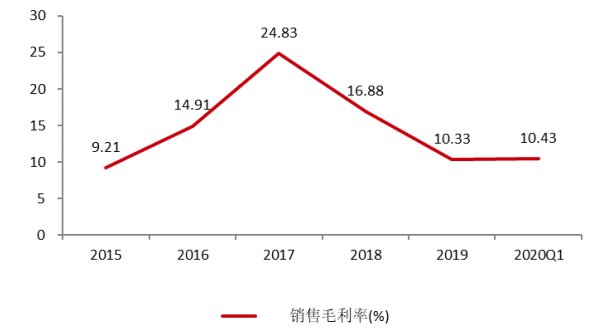

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 30：高新发展归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1）**



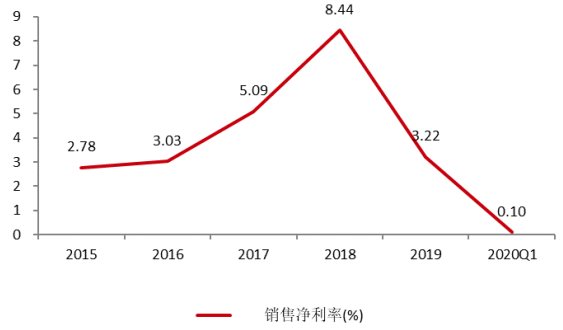

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

图 31：高新发展销售毛利率(2015-2020Q1)



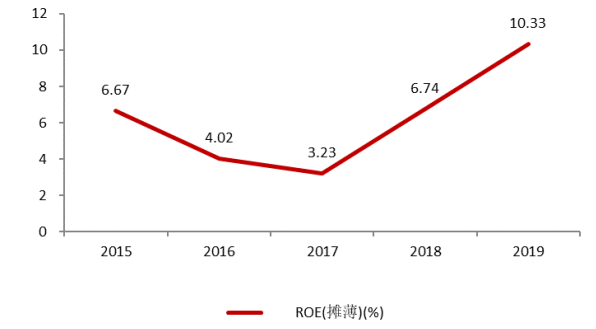

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32：高新发展销售净利率(2015-2020Q1)



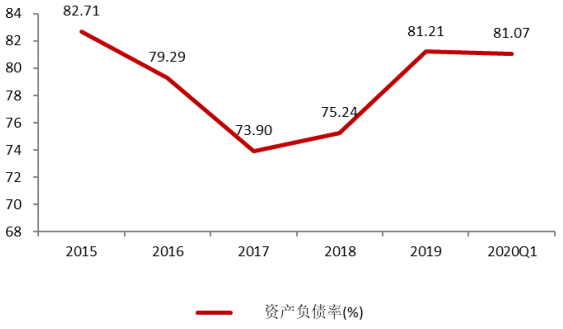

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：高新发展 ROE(2015-2019)




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：高新发展资产负债率(2015-2020Q1)




资料来源：Wind，川财证券研究所

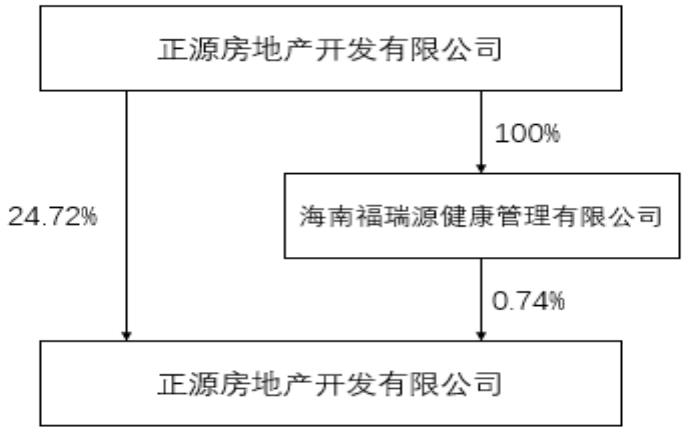
# 六、正源股份（600321.SH）

## 6.1.公司基本情况

公司是中国中西南地区最大规模的人造板生产和加工企业。企业涉及领域广泛，旗下设置金融投资、贸易物流、板材木业、开发建设、酒店管理，并相继设立全资子公司，保障企业纵横式发展，并保持持续拓展态势。公司有效利用现有业务的上下游产业链经验及资源渠道优势，涉足大宗粮食贸易、化工贸易、板木贸易、进出口代理、国际货运代理等众多贸易及供应链业务。

公司总股本为 15.1055 亿股，公司控股股东为正源房地产开发有限公司，其持有正源股份 24.72%的股份，并且正源房地产开发有限公司百分百控股的海南福瑞源健康管理有限公司亦持有正源股份 0.74%的股份。

**图 35：正源股份股权结构**



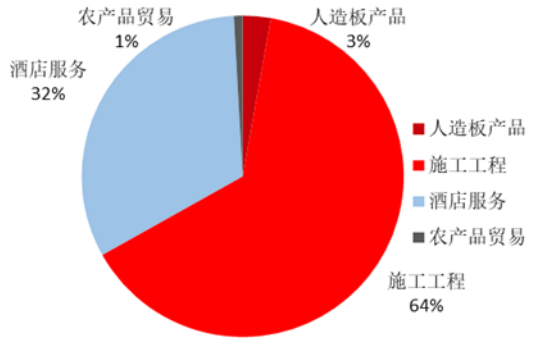

*资料来源：正源股份 2019 年年报，川财证券研究所*

公司的主要业务为人造板制造以及产城融合。

公司的人造板业务起步于 2001 年，人造板产品主要为中（高）密度纤维板。公司采用全套德国迪芬巴赫和辛北尔康普的进口设备生产线，全线自动化控制，代表了国际最先进的连续平压技术。纤维板产能合计达到 87 万 m3/年，是西南地区最大的纤维板中高端产品生产企业。产品可广泛应用于家具、室内装饰装修、商业连锁空间速配、包装和工艺制品等领域。

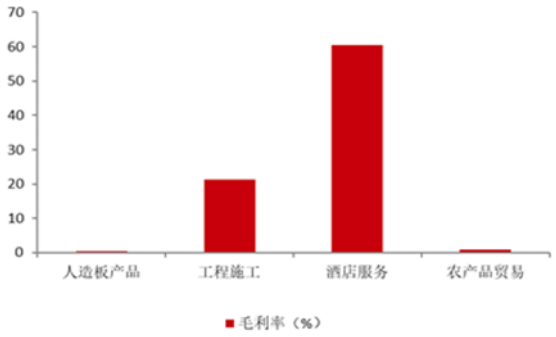
产城融合是指产业与城市融合发展，以城市为基础，承载产业空间和发展产业经济，以产业为保障，驱动城市更新和完善服务配套，进一步提升土地价值，以达到产业、城市、人之间有活 力、持续向上发展的模式。公司产城融合业务主要通过现有产业链延伸，积极探索并实现所在区域的经济发展和城市发展，有效提升区域发展的综合价值。

图 36：正源股份各产品毛利润




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 37：正源股份各产品毛利率




资料来源：Wind，川财证券研究所

## 6.2. 公司财务表现

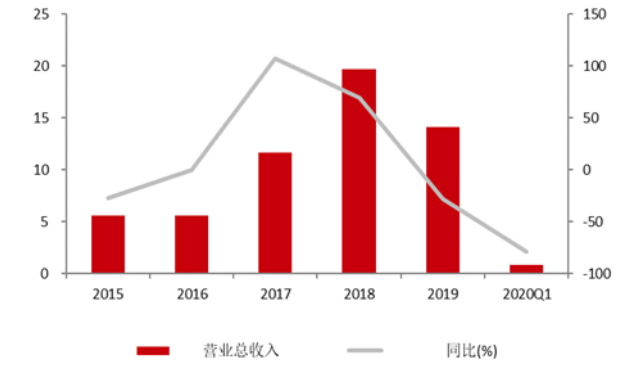
2017-2018 年年公司营业收入显著增长，分别实现营业收入 11.63 亿元、19.69 亿元，但 2019 年公司营收为 14.11 亿元，同比 18 年下滑 28.31%。2015-2017 年归属母公司股东的净利润均为负，但近两年，其归母净利润扭亏转盈，分别为 0.36 亿元、0.29 亿元。

销售毛利率方面，继 2016 年公司销售毛利率为-2.11%后，2017-2019 年，公司销售毛利率稳步上升，分别为 5.48%、8.03%以及 9.86%。销售净利率方面，公司 2015-2017 年的销售净利率均为负值，但 2018-2019 年其销售净利率分别达到 1.85%以及 1.55%。

而 ROE 方面，2015-2019 年公司 ROE 分别为-2.14%、-0.35%、-0.17%、1.35%以及 0.81%。

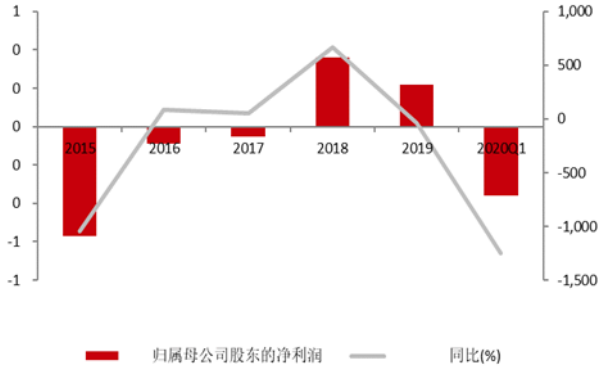
而资产负债率方面，近几年公司资产负债率显著上升，2016-2019 年公司资产负债率分别为 11.38%、20.27%、22.13%以及 22.87%。

**图 38：正源股份营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)**



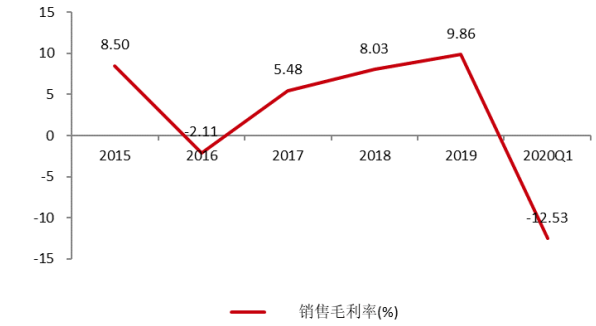

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 39：正源股份归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1）**



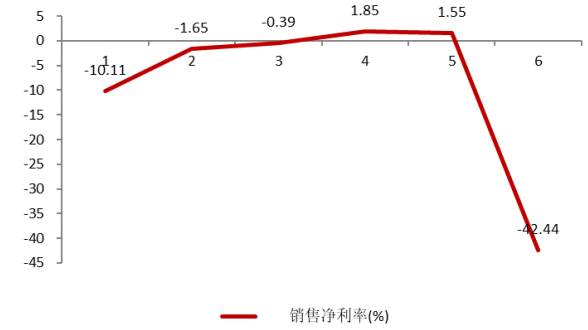

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 40：正源股份销售毛利率(2015-2020Q1)**



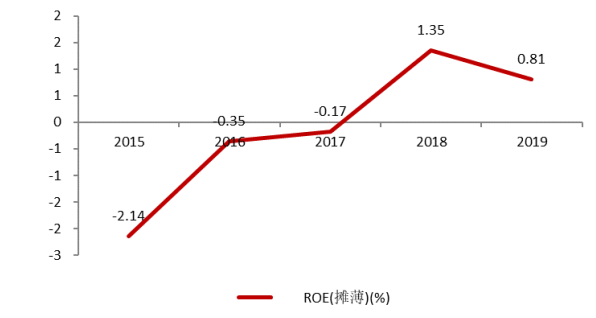

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 41：正源股份销售净利率(2015-2020Q1)**



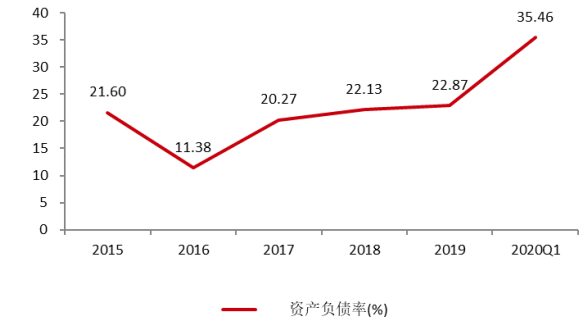

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 42：正源股份 ROE(2015-2019)**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 43：正源股份资产负债率(2015-2020Q1)**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

## 6.3. 核心竞争力分析

1）公司是西南区域的人造板行业龙头企业，具备产能规模和品牌优势

公司的人造板业务起步于 2001 年。经过十多年的发展，公司及下属子公司已具有相当规模的人造板生产能力和行业知名度，纤维板产能合计达到 87 万立方米/年，是西南地区最大的纤维板生产企业。公司是四川省林业厅和国家林业局认定的省级和国家级林业产业重点龙头企业。公司的人造板业务有效带动了下游装饰装修和家具制造业的发展，助力地方产业经济的发展；每年通过向广大林农收购三剩物、次小薪材给较为偏远地区的林农带来数亿元的收入；公司是林业供给侧结构性改革的践行者，对于推动林业产业转型升级、区域经济发展和农民增收致富具有重要作用。

公司自 2017 年起启用的新品牌“慧林”和“美安美”人造板已在西南市场具有相当知名度，是全友、明珠、欧派等知名家具生产企业的战略供应商。良好的市场信誉和品牌知名度有利于促进公司的产品销售。通过不断完善销售激励机制和销售管理制度，公司培养了一支经验丰富的营销队伍；通过合理的销售机制，强化以质量为中心的多层管理体系，提升了客户满意度，稳固了与重点客户的合作关系。

2）人造板制造业装备和技术优势

公司拥有 4 条纤维板生产线，均选用德国迪芬巴赫和辛北尔康普的进口压机生产线，代表国际最先进的连续平压技术；公司经过多年的经营发展，培养了一大批经验丰富的技术骨干和专业技术人员，使公司具有较强的新产品开发以及技术创新能力，公司的人造板产品涵盖了薄板、地板基材、门板基材、移门板、低密板、加密板、床板、镂铣板等全系列产品，能够满足市场客户的广泛需求。此外，为加强人造板新材料的研发，公司聘请新材料研发专家为公司新材研发提供技术指导，实现持续创新，丰富产品结构。

公司从 2017 年起陆续对纤维板生产线进行了环保升级技术改造。改造后生产线的排放不仅可以稳定达标，而且可以实现超低排放，明显优于国家排放标准。公司与四川省环科院签订了战略合作协议，在四川省环科院的专业指导下对公司生产线进行长期的环保技术支持及指导。在环保监管要求愈发趋严的当下，人造板行业已开始朝着绿色生产、循环转型，公司通过不断提升自身产品环保技术，进行环保升级，使自身在新一轮的绿色转型中葆有更强的生命力。

3）开展资源综合利用、发展循环经济产业的政策扶持优势

公司下属子公司鸿腾源和嘉瑞源所从事的人造板生产属于国家鼓励发展的循环经济产业，产品均获得资源综合利用产品认定，可享受财税〔2015〕78 号，利用三剩物、次小薪材、农作物秸秆、沙柳等农林剩余物为原料生产的纤维板、刨花板且产品原料 95%以上来自所列资源，适用增值税即征即退 70%的税收优惠政策。

4）公司打造科学高效的管理团队，推行精细管理

近年来，公司打造科学高效的管理团队，持续优化人员结构；公司建立起一套专业的生产、经营管理制度，保障了公司的高效运营；公司建立了全面覆盖生产、采购、销售、财务等各环节的办公协同信息系统和财务管理系统，提高了公司对各项经营活动管理的精细化水平；公司实行全面预算管理制度，加强成本管理，在保障完成经营目标的同时保持了对市场的适应性；公司设置超额利润奖励机制，将员工薪酬与绩效考核挂钩，并积极推进工会工作，提高员工福利，保障员工利益，员工工作积极性得到较大提升。

5）公司发展产城融合业务的资源和经验优势

成都市建设国家级中心城市和双流区打造航空经济之都为公司发展产城融合业务提供了历史机遇；公司作为双流区重点支持的本土上市公司之一，扎根当地经营发展 20 余年，为当地经济社会发展做出了重要贡献，特别是从 2017 年以来抓环保、强管理、练内功，树立了更加良好的企业形象。良好的企业形象、建筑和酒店业务经验以及当地存量土地资源，为公司立足双流发展产城融合业务奠定良好基础。

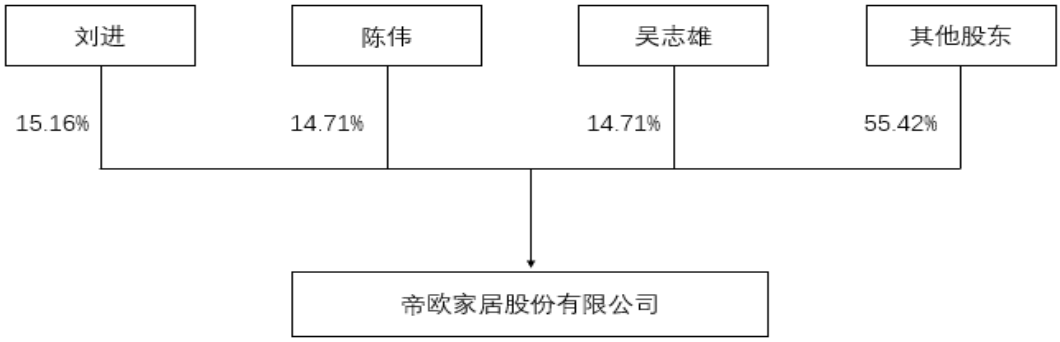
# 七、帝欧家居（002798.SZ）

## 7.1.公司基本情况

帝欧家居公司是一家生产高端亚克力与陶瓷产品的综合卫浴品牌，并且为中国第一批 A 股上市的综合卫浴企业。公司主要从事卫生洁具、建筑陶瓷两大重要家居装饰、装修产品的生产、研发、销售，产品系列涵盖浴室柜、坐便器、浴缸、淋浴房、花洒、龙头等全系卫浴精品。

公司总股本为 3.89 亿股。公司由自然人控股，控股股东分别为公司董事长刘进(持有 15.16%股份)、公司副董事长陈伟(持有 14.71%股份)以及公司董事兼总裁吴志雄(持有 14.71%股份)。其他股东则占股 55.42%。

**图 44：帝欧家居股权结构**




*资料来源：帝欧家居 2019 年年报，川财证券研究所*

公司主要从事卫生洁具、建筑陶瓷两大重要家居装饰、装修产品的生产、研发、销售。

公司卫浴板块主要经营国内高端卫浴品牌“帝王”。公司产品以亚克力材质为主的坐便器系列、浴缸系列产品、浴室柜系列产品、淋浴房系列产品以及配套的五金龙头配件产品，同时公司已逐步开发和销售高端陶瓷卫浴。公司除前述主要系列产品外，还有五金挂件、亚克力板材、桑拿房等补充产品。

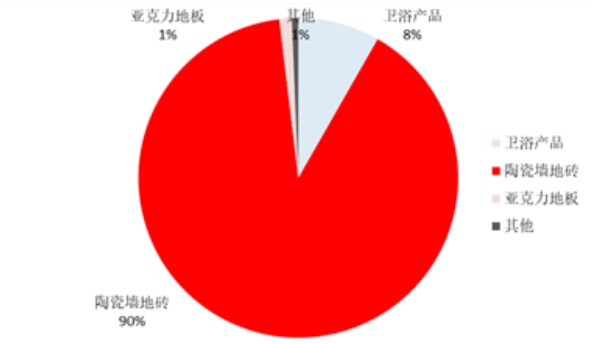
公司建筑陶瓷板块主要经营国内高端瓷砖品牌“欧神诺”瓷砖。公司控股子公司欧神诺主要从事高端瓷砖技 术研发、生产以及销售工作。截止目前欧神诺建有国内先进的建筑陶瓷研发中心，设立了博士后科研工作站，也是国家级高新技术企业。

**表格 3. 帝欧家居主要产品**

| 主要产品 | 营业收入 | 占营收比重(%) | 毛利占比(%) | 毛利率(%) |
|---|---|---|---|---|
| 卫浴产品 | 4.35 亿元 | 7.80 | 2.80 | 0.42 |
| 陶瓷墙地砖 | 49.67 亿元 | 89.17 | 64.06 | 21.30 |
| 亚克力地板 | 1.31 亿元 | 2.35 | 32.26 | 60.50 |
| 其他 | 0.38 亿元 | 0.68 | 0.88 | 0.80 |

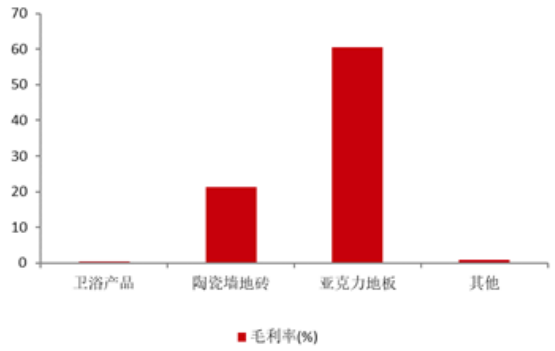
*资料来源：帝欧家居 2019 年年报，WIND,川财证券研究所*

**图 45：帝欧家居主要产品毛利占比**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 46：帝欧家居主要产品毛利率**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

## 7.2. 公司财务表现

2016-2019 年公司营业收入飞速增长，分别实现营业收入 4.27 亿元、5.34 亿元、43.08 亿元、55.70 亿元，尤其是 2018 年，同比 2017 年增长 707.31%。2016-2019 年归属母公司股东的净利润持续小幅度增长，分别为 0.51 亿元、0.55 亿元、3.81 亿元以及 5.66 亿元。

销售毛利率方面，2015 年-2017 年，销售毛利率小幅下降，但近两年，公司销售毛利率稳步上升，分别为 35%、35.94%。销售净利率方面，公司 2015-2018 年的销售净利率持续小幅下降，但 2019 年其销售净利率小幅反弹，为 10.01%。

而 ROE 方面，2015-2019 年公司 ROE 分别为 13.79%、8.64%、5.19%、11.72%以及 15.51%。而资产负债率方面，近几年公司资产负债率显著上升，2016-2019 年公司资产负债率分别为 10.91%、16.57%44.29%以及 47.98%。

**图 47：帝欧家居营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)**

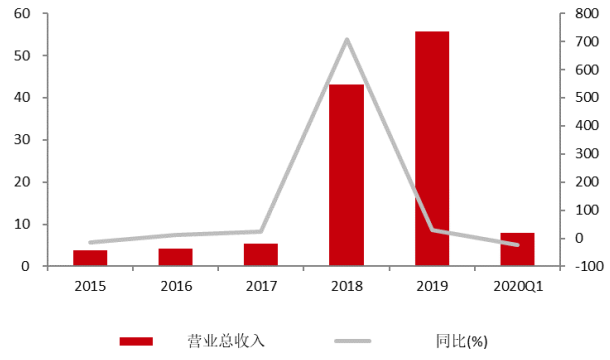
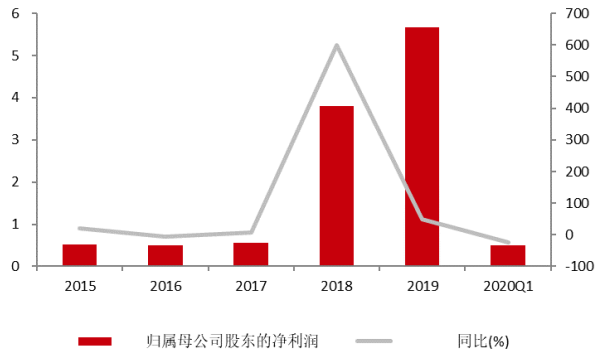



**图 48：帝欧家居归母净利润及其同比增速(2015-2020Q1)**



资料来源：Wind，川财证券研究所

资料来源：Wind，川财证券研究所

**图 49：帝欧家居销售毛利率(2015-2020Q1)**

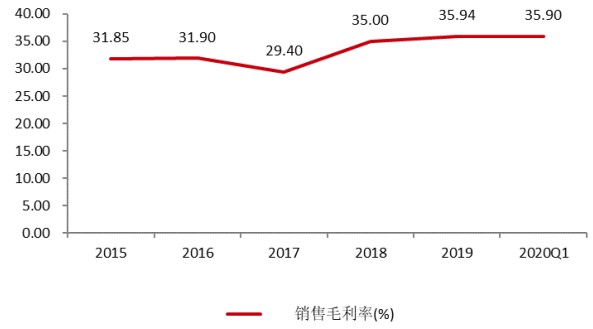
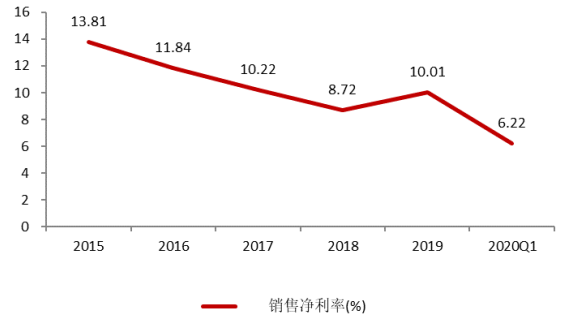



**图 50：帝欧家居销售净利率(2015-2020Q1)**




资料来源：Wind，川财证券研究所

资料来源：Wind，川财证券研究所

**图 51：帝欧家居 ROE(2015-2019)**

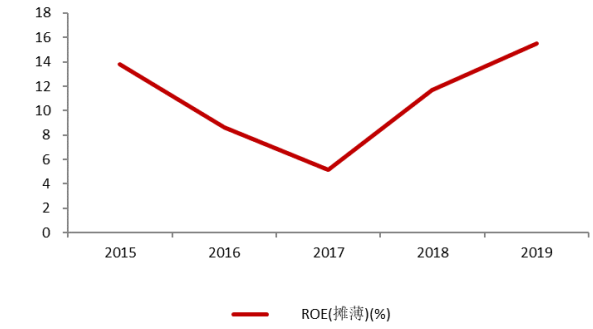
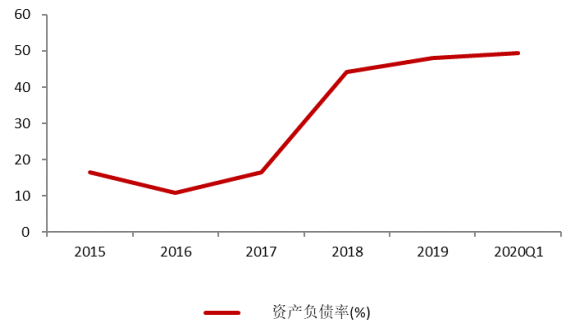



**图 52：帝欧家居(2015-2020Q1)**




资料来源：Wind，川财证券研究所

资料来源：Wind，川财证券研究所

## 7.3. 核心竞争力分析

1）管理优势

公司的主要董事、管理层均具备深厚的行业背景，拥有多年行业工作经验和管理经验，能够把握行业的特征制定公司的发展战略、计划或目标，能够制定符合行业情况和公司现状的管理制度，从而提高公司运营效率，提升盈利水平。公司对两大业务板块实行事业部管理制，两部分业务分别由核心管理人进行运营，并通过公司长效股权激励计划，逐步推进核心管理层和核心人员从“经理人”向“合伙人”的管理机制，推进以提高效率为目标的组织变革，推动公司高质量、可持续健康发展。

2）产品优势

公司卫浴产品：公司将亚克力卫生洁具专用板开创性地运用于坐便器、面盆等卫生洁具产品的生产，同时也是《非陶瓷类卫生洁具》（JC/T2116-2012）行业标准的主要起草单位。

公司卫生洁具产品具有色彩丰富、造型美观、经久耐用、功能齐全等优势，能够不断满足消费者特别是新兴代年轻消费者个性化的消费需求。公司持续推出”C 立方”，通过水电规划、空间布局及产品组合，解决卫生间脏、乱、堵、臭等普遍问题，打造舒适、整洁、美观、享受的卫浴空间，为客户个性化需求提供定制化的服务，更能满足目前的消费趋势。

公司瓷砖产品：欧神诺瓷砖产品包括了玉质瓷砖、大理石瓷砖、普通瓷质抛光砖、仿古砖、瓷片等全部主流产品大类及 800 多个规格花色，可以满足客厅、餐厅、厨房、卫浴、卧室、书房等各类空间、各种档次以及风格的装修用砖需求。确保产品质量是欧神诺经营哲学的重要组成部分，欧神诺在生产的不同阶段均实行严格的质量控制工序。同时，确立了比欧盟委员会标准 EN176 所制订的规格更为严格的内部质量控制标准，保证产品质量上乘，满足消费者对高端瓷砖的需求。

3）品牌优势

公司卫浴品牌“帝王”洁具为国内知名卫浴品牌，公司成立之初，公司创始股东立志将公司发展成为国内一线卫浴品牌，直面国际知名品牌的竞争。多年来公司一直坚持走自主品牌建设之路，公司坚持不懈地通过各种媒体渠道，包括大型展会、路牌广告、电视广告以及新兴媒体等向广大消费者传播公司的品牌，公司平面广告“小马可”形象已深入人心，被普通大众所熟知，品牌知名度和美誉度逐步提升。

公司瓷砖品牌“欧神诺”瓷砖是国内高端瓷砖品牌，欧神诺注重品牌的长期发展，倡导“天下无砖”的品牌理念，坚持生产最优质的瓷砖，凭借雄厚的研发设计和创新创意的实力，欧神诺始终定位于建立瓷砖的中高端市场，在业内树立了“绿色科技人文”的品牌形象，品牌认知度和美誉度不断提升。特别是在 B 端地产客户方面，经过多年的培育与合作，已成为地产客户首选品牌。

4）供应链规模优势

公司建筑陶瓷事业部欧神诺一直以自营工程团队服务于精装房为主的大型房地产开发商，一方面由于该等客户订单品类集中、需求量大，结合到建筑陶瓷生产制造的特性，能够极好地发挥规模经济效应，形成制造端的生产成本优势；另一方面，随着工装客户规模不断扩大，公司通过区域供应链基地的全国布局，实现产销地一体，形成物流成本优势。进而形成了规模制造、物流等综合成本

竞争优势。由此，公司自营工程的先发优势也逐渐推进公司实现在行业的领先地位，最终形成竞争壁垒。

5）营销网络优势

公司卫浴产品的销售模式主要以经销模式为主，经过 20 多年的经营，公司已在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络，特别是在西南及华东部分地区，公司的销售网点已经深入到重点县域城市。与欧神诺合并后，随着双方渠道融合，公司在报告期内陆续开展直营工程业务，公司销售渠道得到了扩展。

公司瓷砖产品欧神诺瓷砖，建立了工装自营服务团队，并凭借其多年来累积的综合服务能力和完整的服务体系等先发优势，能够快速响应房地产开发商的需求，从而赢得房地产龙头企业的青睐，形成了碧桂园、万科、恒大、雅居乐、华润置地、旭辉、荣盛、泰禾、龙光、华夏幸福等国内房地产龙头企业为主体的优质客户群，保证了公司持续增长的能力。

6）技术研发优势

卫浴产品方面，公司专注于卫浴产品新材料应用的研究与开发，成功将亚克力板材应用于坐便器等系列卫浴产品的生产，并申请了国家发明专利。截至 2019 年 12 月 31 日，母公司拥有有效专利总共 54 件，其中发明专利 3 件，实用新型专利 8 件，外观专利 43 件。

瓷砖产品方面，公司具备强大的研究及开发潜力，自主开发新产品及主导生产自动化的工作。设有独立的研发机构，专门从事新产品技术开发和基础研究工作，自设立以来，欧神诺研究开发了多项具有国际和国内先进水平的专利技术和非专利 技术。促使欧神诺产品不断引领市场的消费方向。截至 2019 年 12 月 31 日，欧神诺拥有有效专利 107 项，发明专利 27 件，实用新型专利 14 件，外观专利 66 件，2019 年新增 47 项专利：其中 7 项发明专利，5 项实用新型专利，35 项外观专利。

# 八、四川金顶（600678.SH）

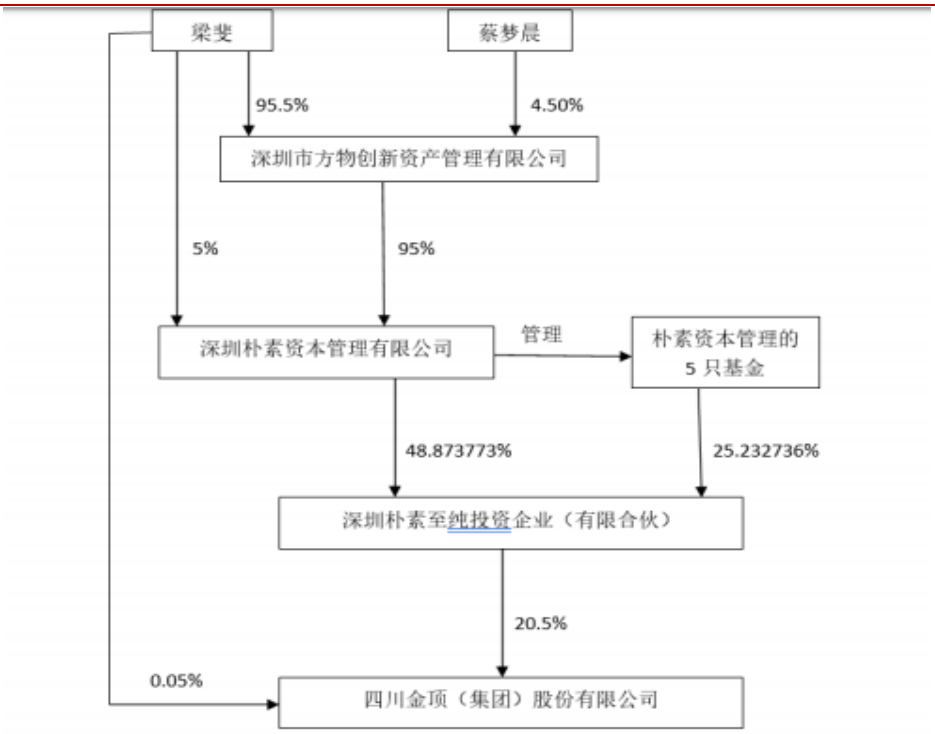
## 8.1.公司基本情况

四川金顶（集团）股份有限公司坐落于秀甲天下的峨眉山东麓，是国家 520 户重点企业及四川省 37 户扩张型企业之一。主要经营水泥制造与销售、商品混凝土、机械加工、汽车修理、科技开发、自营进出口等。为中国行业一百强、

中国最大 300 家股份制企业、四川省工业企业最佳效益及最大规模 100 强企业。

公司总股本为 3.49 亿股，公司控股股东为深圳朴素至纯投资企业，其持有四川金顶 20.50%的股份，而深圳朴素至纯投资企业的控股股东则为深圳朴素资本管理有限公司，其持有深圳朴素至纯投资企业 48.87%的股票，而朴素资本管理有限公司所管理的 5 只基金也持有朴素至纯投资企业 25.23%的股票。朴素资本管理有限公司的母公司为深圳方物创新资产管理有限公司，该公司的实际控制人为梁斐先生，其占股 95.5%。

**图 53：四川金顶股权结构**




*资料来源：四川金顶 2019 年年报，川财证券研究所*

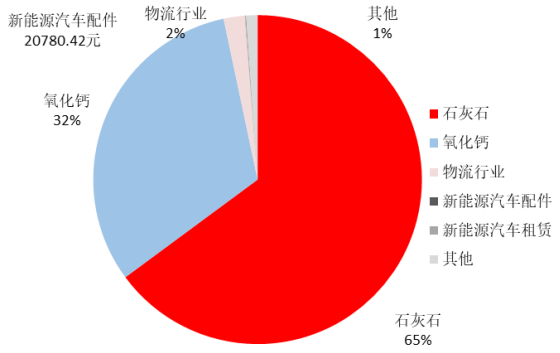
公司主营业务为非金属矿开采、加工及产品销售。自 2012 年末公司完成重整以来，立足公司 现有石灰石矿山资源和铁路专用线的优势，公司先后完成了石灰石矿山资源增划、年产 60 万吨活 性氧化钙生产线建设以及现代物流园区项目建设，目前已经形成石灰石开采、加工、产品销售及 仓储物流的产业链条，目前正在推进石灰石矿山年产 800 万吨技改项目。预计在未来形成以石灰 石矿石开采为核心的原矿开采销售到活性氧化钙、纳米级碳酸钙系列产品的石灰石生产产业链，同时提供仓储物流服务，充分发挥公司上下游产业的协同效应。

**表格 4. 四川金顶主要产品**

| 主要产品 | 营业收入 | 占营收比重(%) | 毛利占比(%) | 毛利率(%) |
|---|---|---|---|---|
| 石灰石 | 1.12 亿元 | 38.01 | 65.01 | 55.65 |
| 氧化钙 | 1.28 亿元 | 43.46 | 31.87 | 23.85 |
| 物流行业 | 0.037 亿元 | 1.24 | 2.10 | 54.93 |
| 新能源汽车配件 | 0.49 亿元 | 16.62 | 0.02 | 0.04 |
| 新能源汽车租赁 | 9.05 万元 | 0.03 | -0.10 | -113.72 |
| 其他 | 0.019 亿元 | 0.6 | 1.10 | 56.21 |

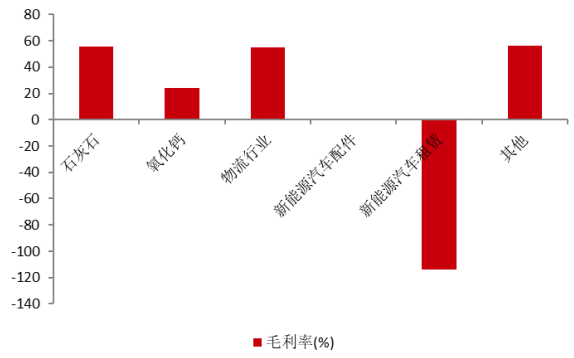
*资料来源：四川金顶 2019 年年报，WIND,川财证券研究所*

**图 54：四川金顶各产品毛利润占比**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 55：四川金顶各产品毛利率**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

## 8.2. 公司财务表现

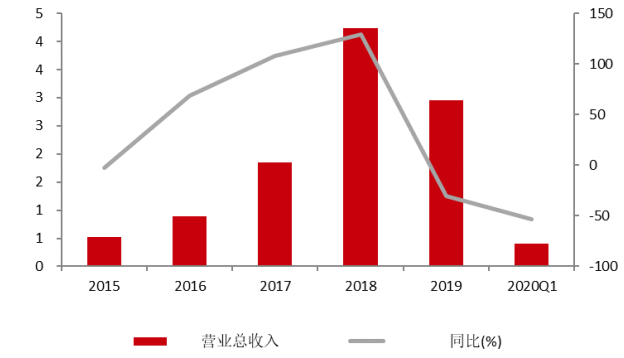
2015-2018 年公司营业收入显著增长，分别实现营业收入 0.53 亿元、0.89 亿元、1.85 亿元、4.24 亿元，但 2019 年公司营收有所下滑，同比 18 年下滑 30.40%，为 2.95 亿元。2015-2019 年归属母公司股东的净利润分别为 0.04 亿元、-0.28 亿元、0.29 亿元、0.32 亿元、0.40 亿元。

销售毛利率方面，2016 年-2019 年，总体来看销售毛利率持续上升，分别为 15.91%、27.14%、21.83%以及 32.53%。销售净利率方面，2016 年公司销售净利率触底，为-32.49%，但 2017-2019 年，销售净利率由负转正，分别为 27.14%、21.83%、32.53%。

而 ROE 方面，2016 年公司 ROE 为-1063.48%，2017 年 ROE 由负转正，为 103.05%。

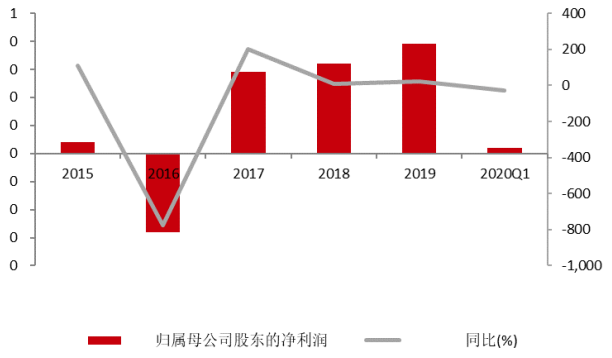
资产负债率方面，2016-2019 年公司资产负债率逐年下降，分别为 98.90%、93.33%、85.42%以及 74.67%。

**图 56：四川金顶营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)**



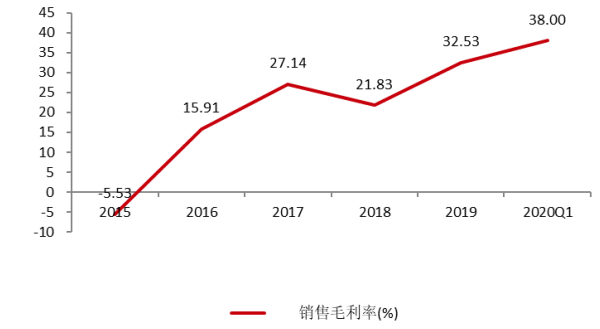

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 57：四川金顶归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1）**



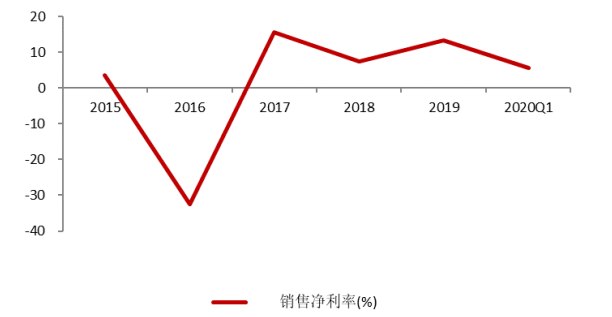

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 58：四川金顶销售毛利率(2015-2020Q1)**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 59：四川金顶销售净利率(2015-2020Q1)**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 60：四川金顶 ROE(2015-2019)**

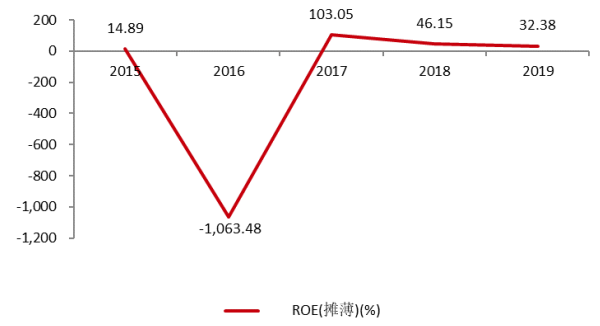
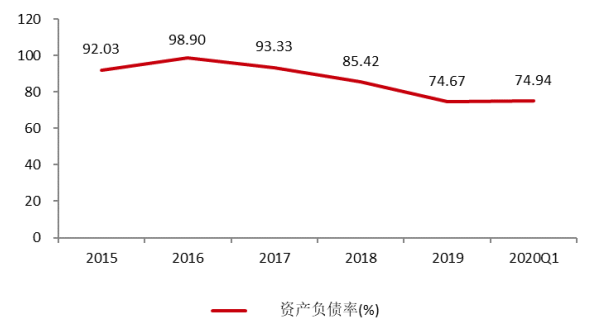



**图 61：四川金顶资产负债率(2015-2020Q1)**



资料来源：Wind，川财证券研究所

资料来源：Wind，川财证券研究所

## 8.3.核心竞争力分析

1）公司已经形成石灰石开采、加工、产品销售，仓储物流产业的布局； 1、石灰石矿山作为公司拥有的核心资产，具有储量大、品位高、运距短、采场规模大的优势，目前公司正在推进石灰石矿山年产 800 万吨技改项目的进程，在项目完成后，矿石年生产能力将达到年产 800 万吨。随着生产规模的扩大，矿石开采成本将大幅下降，在国家对矿山企业整合、矿业权实行准入制管理，对小型矿山开发进行限制的情况下，公司石灰石矿山储量大、品位高、运距短及开采成本低的优势将得到充分发挥，除满足公司生产需要外，同时可配合公司便利的运输条件，提高销售半径，对外销售矿石，增加营业收入。

2）公司活性氧化钙项目是依托现有生产场地和矿山高品位原料供应，资源优势突出。近年来，我国经济发达地区活性氧化钙生产发展迅猛，设备自动化程度已较高，而四川省内的活性氧化钙生产企业生产设备自动化程度和科技含量低、规模普遍较小。公司活性氧化钙生产线基于环保节能技术，具备规模化活性氧化钙生产基地的整体布局，符合市场需求。

3）公司地处乐山市、峨眉山市建材和铝材生产基地，属乐山市重要工业集中区，且交通位置上与成昆铁路相连，地理优势突出。公司物流园区是充分利用闲置专用铁路及其配套设备建设，现已交由子公司——金铁阳物流有限公司运营，一方面可以拓展公司产品及原材料的销售、采购半径，降低生产成本，提高产品竞争力，另一方面还可以对外拓展物流服务业，增加收入。

# 九、宏达股份（600331.SH）

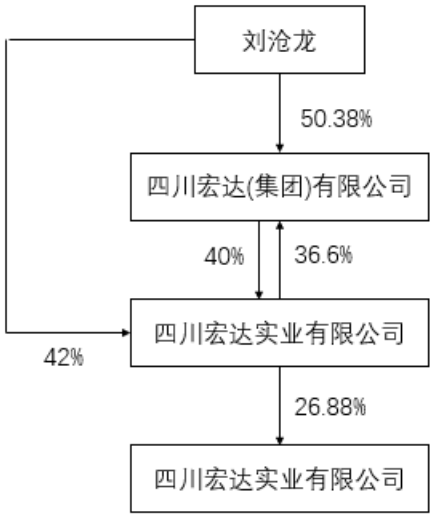
## 9.1.公司基本情况

四川宏达股份有限公司创建于 1979 年，1994 年改制为股份制企业，2001 年在上海证券交易所成功上市(股票代码:600331)。现已发展成为一家集冶金、化工行业于一体的上市公司。公司通过并保持了 ISO9001 质量体系认证。主导产品“云顶”牌磷酸一铵、复混（合）肥料，“生灵”牌饲料级磷酸氢钙和“慈山”牌电解锌锭连续多届荣获“四川省名牌产品”称号，“生灵”牌饲料级磷酸氢钙为“中国饲料工业协会推荐产品”。

公司总股本为 20.32 亿股，公司控股股东为四川宏达实业有限公司，该公司持

股比例为 26.88%。公司的实际控制人为刘沧龙先生，其占股 50.38%的四川宏达有限公司持有四川宏达实业有限公司 40%的股份，并且其本人持有四川宏达实业有限公司 42%的股份。

**图 62：宏达股份股权结构**

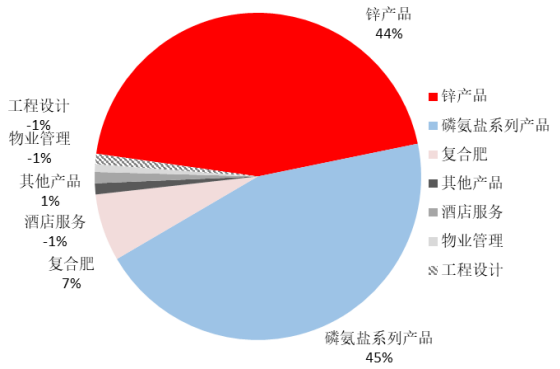



*资料来源：宏达股份 2019 年年报，川财证券研究所*

公司主营业务包括有色金属锌的冶炼、加工和销售，以及磷化工产品生产和销售。主要产品包括锌锭、锌合金以及磷酸盐系列产品、复合肥等。锌金属具有良好的压延性、耐磨性和抗腐性，广泛应用于汽车、建筑、船舶、轻工等行业；磷酸盐系列产品可作高效肥料施用，也可作为氮磷原料制造复合肥，广泛适用于各种粮食作物和经济作物，精制磷酸一铵还可作为干粉灭火剂原料。

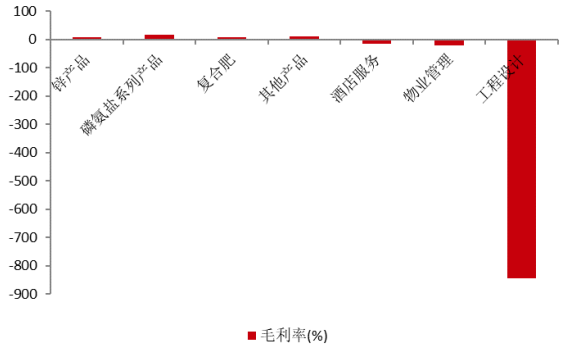
主要生产模式为以销定产，市场化采购锌精矿、磷矿等原辅材料，通过冶化结合构建锌冶炼→尾气→磷、硫→化工产品的循环经济产业链，生产锌锭、磷酸盐系列产品、复合肥等产品，锌合金产品使用自产锌片和对外采购锌锭、锌片相结合的方式生产，产品通过市场化方式对外直接销售。

图 63：宏达股份各产品毛利润占比




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 64：宏达股份各产品毛利率




资料来源：Wind，川财证券研究所

## 9.2. 公司财务表现

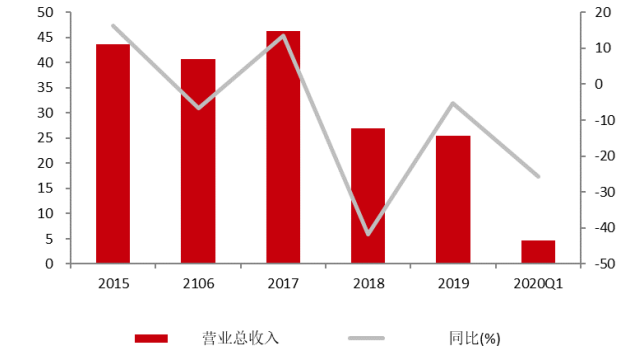
公司营业总收入方面，2018 年公司营收相比 2017 年有较大幅度下滑，为 26.90 亿元，2019 年营收相比 2018 年小幅度下滑 5.38%，为 25.45 亿元。2015-2017 年归属母公司股东的净利润分别为 0.39 亿元、1.28 亿元、2.06 亿元，2018 年公司归母净利润由盈转亏，为-26.72 亿元，2019 年公司归母净利润回升至 0.85 亿元。

销售毛利率方面，2015 年-2017 年，公司销售毛利率持续上升，分别为 12.06%、14.83%、24.90%，但 2018 年，销售毛利率呈负值-0.74%，但 2019 年销售毛利率有所回升，为 9.53%。销售净利率与销售毛利率趋势相同，2015 至 2017 年，公司销售净利率逐年上升，但 2018 年销售净利率触底为-99.35%，但 2019 年情况有所转变，销售净利率回升至 3.30%。

而 ROE 方面，2015-2019 年公司 ROE 分别为 0.86%、2.72%、4.18%、-120.48%以及 3.68%。

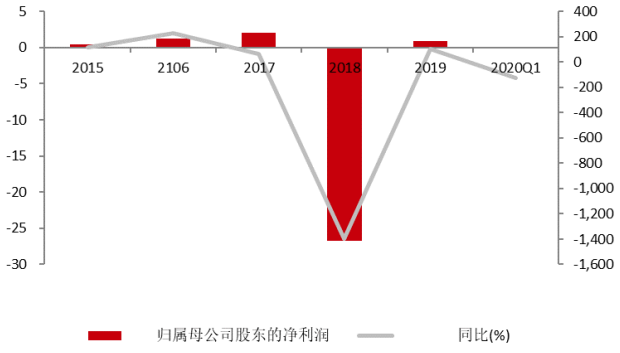
资产负债率方面，2015-2019 年公司资产负债率先降后升，分别为 48.18%、47.08%、39.11%、52.93%以及 50.64%。

图 65：宏达股份营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)



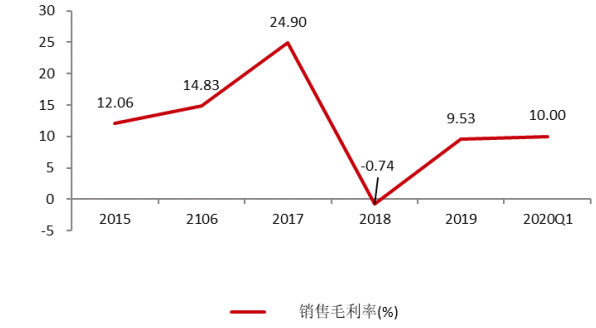

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 66：宏达股份归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1）



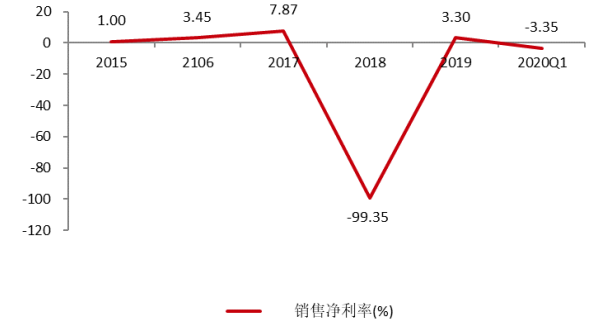

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 67：宏达股份销售毛利率(2015-2020Q1)



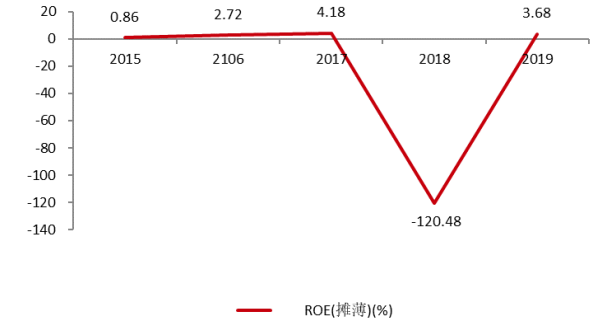

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 68：宏达股份销售净利率(2015-2020Q1)



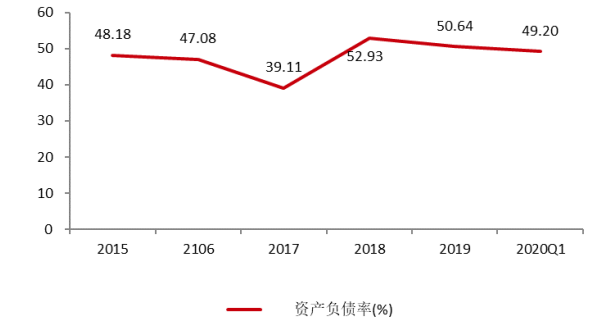

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 69：宏达股份 ROE(2015-2019)




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 70：宏达股份资产负债率(2015-2020Q1)




资料来源：Wind，川财证券研究所

## 9.3. 核心竞争力分析

1）资源循环和综合利用优势

在资源循环和综合利用方面，公司拥有成熟的生产工艺技术，通过有色金属锌冶炼与磷化工业务的有机结合，公司构建了锌冶炼→尾气→磷、硫→化工产品的循环经济产业链条，应用冶炼尾气制酸、蒸汽及余热回收利用、废液循环利用、废渣回收及稀贵金属提炼等工艺技术，使锌冶炼和磷化工生产有机融合，节能降耗，有效降低生产成本的同时，实现了公司资源的循环和综合利用。

2）技术优势

公司拥有先进的复合肥生产制造技术，经过多年的发展和不断的产业升级，现已具备满足不同作物、不同生长发育周期所需的高、中、低各档次复合肥产品系列，以及针对特定客户需求的定制产品；公司拥有国家专利的高含量水溶性磷铵生产技术，为公司在高端复合肥产品的生产开发提供了优势资源；公司加强对外技术引进和合作，为产品结构提升、可持续发展提供技术支撑。公司与四川大学、四川省农科院、四川农业大学、江苏省农业科学院等科研院校建立了战略合作关系，成立了“水溶磷技术研究中心”“TE 双增功能肥技术研究中心”“柑橘高效施肥研发中心”，推进磷酸精制、磷酸二氢钾项目工作和湿法磷酸全绿色周期工艺关键技术试验研究，研发、储备可持续发展创新技术，公司以“技术创新推动产品集群建设”发展方向，加速推进产业结构和产品结构升级换代，丰富复合肥产品线，同时拓展和做强磷酸盐产品，在新型磷酸技术、伴生资源的回收利用方面都取得了新发展。公司开发的阻燃级磷铵产品主要含量高、产品质量稳定，阶段性竞争优势明显。公司开发的高养份磷酸一铵已取得了国家专利局颁发的专利证书，具有细分市场竞争优势。公司与四川省环科院、西华大学合作，进行磷石膏堆存技术及磷石膏综合利用新型技术研究，2019 年公司磷石膏综合利用率达到 97.47%。

3）品牌市场优势

公司建立了专业化程度很高的营销团队，能够及时掌握市场动态，把握近期价格走势。经过多年的发展，公司主要产品“慈山”牌、“G 慈山”牌锌锭已分别在上海期货交易所和伦敦金属交易所注册，可用于交易所锌标准合约的履约交割。

公司锌锭产品畅销全国，具有良好的市场声誉，锌合金产品核心销售区域主要分布在西南、华东、华北、华南等地区，产品质量稳定，销售客户均为多年以来战略合作伙伴，市场相对稳定。公司持续调整和增加锌产品深加工项目，作为公司主要产品-锌合金，在 2019 年报告期内，同比销量大幅增加。一方面，

公司多年来不断持续改进质量与服务，得到了众多大型钢厂的肯定与认可，树立了记好的品牌形象；另一方面，公司积极开拓锌合金市场，在区域内公司锌合金产品市场占有率处于领先水平，具有较高的市场竞争力。

公司目前的高养分磷铵的品牌、产品质量在行业中名列前茅，生产成本在行业中具有优势，颗粒一铵和粉状一铵是中国名牌产品，产品质量和公司信誉均获得客户认可。公司工业级磷酸一铵产量位居国内市场前列，产品质量处于同行业前端;国内西北地区对工业级磷酸一铵的需求每年以10%左右的增速增长，目前公司工业级磷酸一铵销售量占西北市场约20%份额。

4）安全环保优势

公司通过提前严格规范环保工作要求，提高全员环保意识，环保治理水平优于行业平均指标，特别是在废渣处置能力平衡上处于行业领先水平。近年来公司加大力度进行重金属污染治理和磷石膏堆场综合整治，实现了：开发利用二氧化硫废气治理专利技术；在磷肥行业率先达到废水全封闭循环；磷石膏实现绿色堆存和资源化利用；获评“环保诚信企业”；清洁生产达标；环境管理体系认证。安全方面取得二级安全标准化企业，职业卫生规范化企业，职业健康安全管理体系认证。

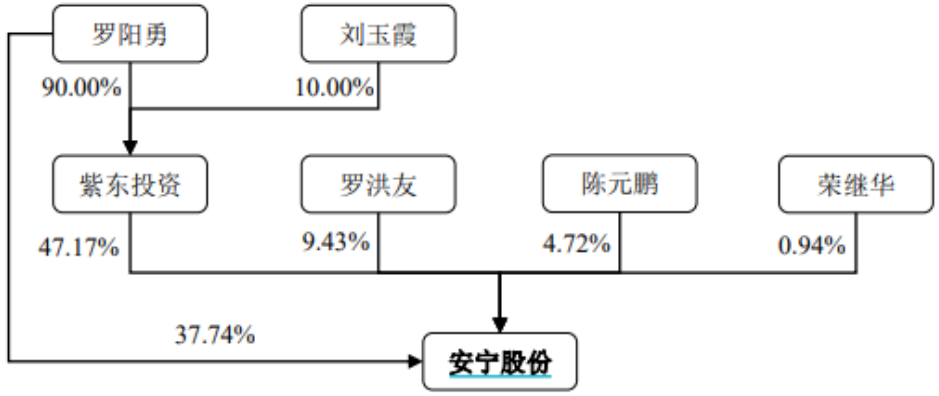
# 十、安宁股份（002978.SZ）

## 10.1 公司基本情况

四川安宁铁钛股份有限公司是一家以先进技术对多金属伴生矿进行采选的钒钛资源综合利用循环经济企业、国家高新技术企业、国家首批矿产资源综合利用示范基地承建企业、国家级绿色矿山企业、中国冶金矿山50强企业、四川省双百优民营企业。公司主要业务为经铁矿石开采、洗选、钒钛铁精矿、钛精矿、钛中矿及其他矿产品加工、销售、机电维修、建材、百货销售以及装卸搬运。公司始终以提高钒钛磁铁矿综合利用水平为核心，多年持续技术研发投入，注重技术成果转化和产业化应用，掌握了对钒钛磁铁矿综合利用的采选技术和运营能力，公司自主创新研发的“低品位钒钛磁铁矿高效节能综合利用技术”已能够将入选原矿含铁边界品位由15%下降到13%，并且大幅提高了钛金属的回收率，逐渐形成了钛精矿和钒钛铁精矿协同发展的业务格局。

公司总股本为4.01亿股，公司控股股东为紫东投资其持有安宁股份47.17%的股份，公司实际控制人为罗阳勇先生，其对紫东投资占股90%，并且持有安宁股份37.74%的股份。

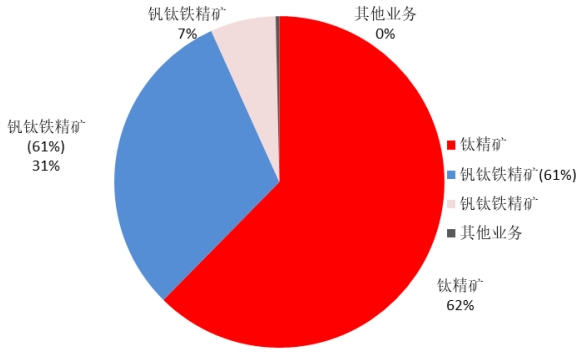
**图 71：安宁股份股权结构**




*资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所*

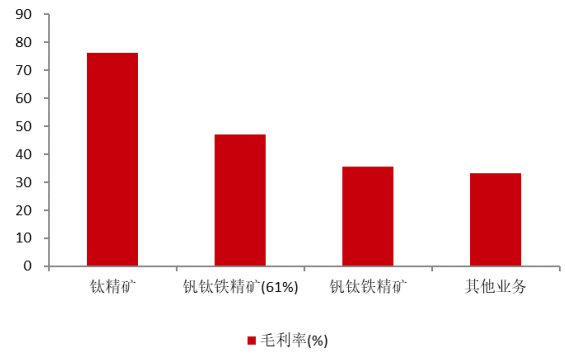
公司是一家以先进技术对多金属共伴生矿进行采选的钒钛资源综合利用循环经济企业，主要从事钒钛磁铁矿的开采、洗选和销售，主要产品为钛精矿和钒钛铁精矿。公司自成立以来一直专注于钒钛磁铁矿的开采、洗选和销售，主要产品一直为钛精矿和钒钛铁精矿。截至 2015 年 12 月 31 日，公司保有钒钛磁铁矿矿石储量 29,606.60 万吨，其中钛资源储量（以二氧化钛计）3,201.51 万吨，钒资源储量（以计五氧化二钒）69.78 万吨。产能方面，公司 2018 年钛精矿产量为 55.45 万吨，占全国钛精矿产量的 12.20%。而钒钛铁精矿方面，目前公司钒钛铁精矿年产能为 160 万吨。

**图 72：安宁股份各产品毛利润占比**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 73：安宁股份各产品毛利率**




*资料来源：Wind，川财证券研究所*

## 10.2. 公司财务表现

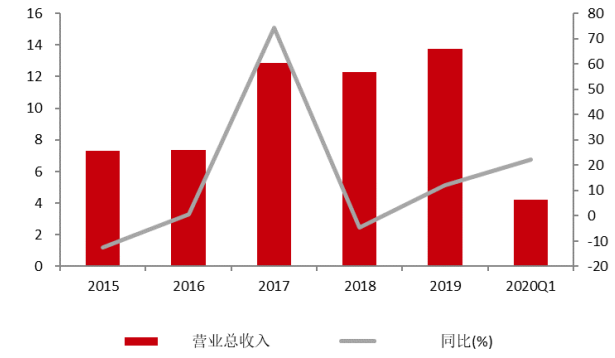
2015-2017 年公司营业收入持续增长，2017 年公司营收为 12.87 亿元，2018

年营收小幅度下滑，为 12.28 亿元，2019 年营收继续保持增长势头，达到峰值 13.75 亿元。归属母公司股东的净利润方面，2017 年公司归母净利润同比上涨 352.2%，2018 年以及 2019 年公司归母净利润相较 2017 年有所下降，为 4.90 亿元以及 5.19 亿元。

销售毛利率方面，2015 年-2019 年，总体来看公司销售毛利率先升后降，分别为 42.52 %、43.63%、66.37%、59.11% 以及 60.18%。销售净利率近五年走势与销售毛利率相一致，2015 年以及 2016 年，公司销售净利率为 42.52%和 43.63%。2017 年公司销售净利率上升至 42.77%，但近 2018 年以及 2019 年公司销售净利率有所下滑，分别为 39.91%和 37.76%。

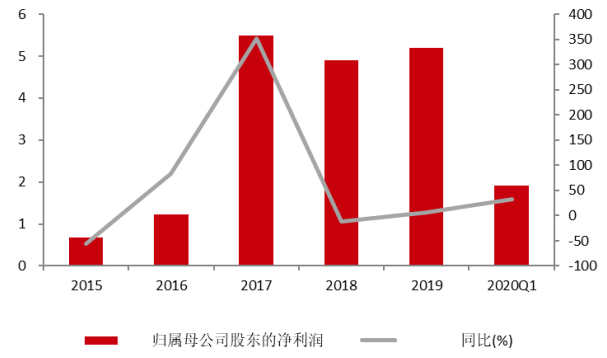
2015-2019 年，公司 ROE 先升后降，分别为 6.89%、10.60%、33.66 %26.65%和 22.12%。资产负债率方面，2016 年公司资产负债率摸顶，达到 44.62%，2015-2019 年公司资产负债率逐年下降，分别为 58.65%、53.48%、37.07%、30.27%以及 22.93%。因此可说明公司近些年来资产质量逐渐变优。

**图 74：安宁股份营业收入及其同比增速(2015-2020Q1)**



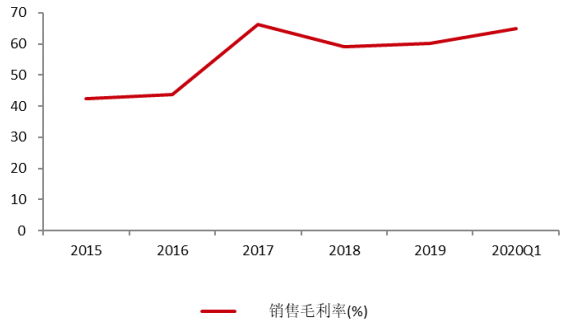

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

**图 75：安宁股份归母净利润及其同比增速（2015-2020Q1）**



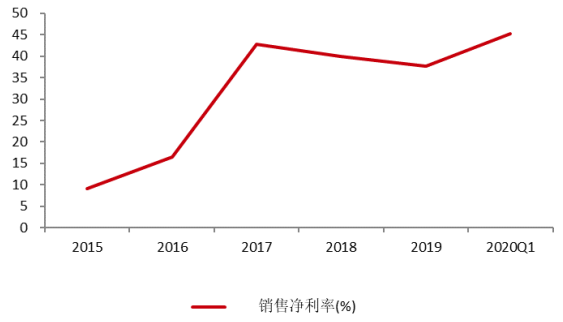

*资料来源：Wind，川财证券研究所*

图 76：安宁股份销售毛利率(2015-2020Q1)



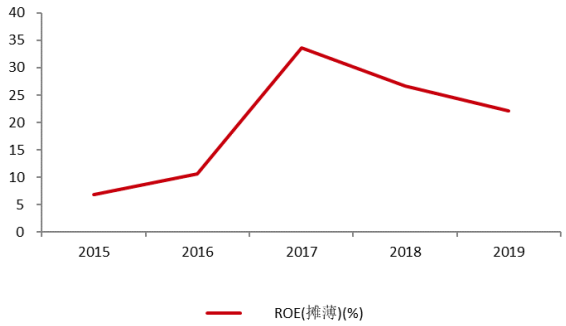

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 77：安宁股份销售净利率(2015-2020Q1)



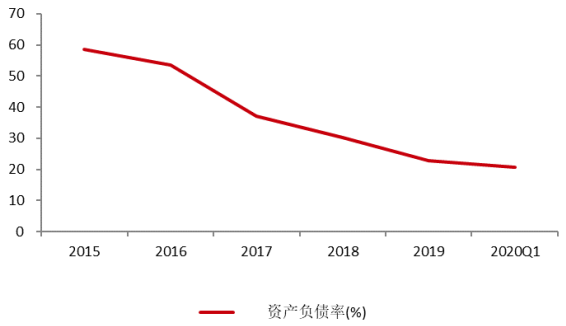

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 78：安宁股份 ROE(2015-2019)




资料来源：Wind，川财证券研究所

图 79：安宁股份资产负债率(2015-2020Q1)




资料来源：Wind，川财证券研究所

## 10.3. 核心竞争力分析

1）绿色矿山企业政策优势

公司认真践行国家关于绿色生态文明建设要求，把绿色发展理念贯穿于矿业发展全过程，走绿色发展之路，符合中共中央、国务院《关于加快推进生态文明建设的意见》，“一行三会”、财政部、发改委、环保部《关于构建绿色金融体系的指导意见》的文件精神。

2012 年公司被国土资源部确定为国家级绿色矿山试点企业，2015 年通过国土资源部组织的验收评估，被确定为国家绿色矿山企业。根据国土资源部、财政部、中国证监会等六部委于 2017 年 3 月 22 日发布的《关于加快建设绿色矿山的实施意见》（国土资规[2017]4 号），绿色矿山企业受到多个方面的政策支持：一是绿色金融扶持，支持绿色矿山企业上市融资；二是矿产资源政策支

持，开采总量指标、矿业权投放等方面优先向绿色矿山企业倾斜；三是绿色矿山用地保障，新增采矿用地取得、存量用地使用等方面支持和保障绿色矿山企业的用地需求；四是财政政策支持，从统筹中央地方财政资金安排、实施高新技术企业税费减免政策等方面，加大对绿色矿山企业的支持。

2）资源综合利用优势

钒钛磁铁矿是以含铁为主，共伴生钛、钒、钪、钴、镍、铬、镓等多金属的共伴生矿，共伴生资源优势明显。钛有强烈的钝化倾向和优异的抗腐蚀特性，被广泛应用于国民经济各个领域；钒可以提高钢材的强度、硬度和韧性，是发展新型微合金化钢材必不可少的元素，在国家钢铁产业转型升级的新形势下具有重要的战略意义和经济价值。

公司经过多年发展，已经具备了对钒钛多金属共伴生矿进行综合利用的选矿能力，钛金属回收率处于行业领先水平，实现了钛精矿和钒钛铁精矿两种主要产品的稳定持续生产并协同发展的业务格局，有利于公司抵抗单一产品的行业周期波动风险，增强盈利能力。未来，随着公司钒回收利用技术的突破和应用，公司产品种类将更加丰富，竞争优势进一步增强。

3）技术优势

公司始终高度重视技术研发，技术研发实力已成为公司核心竞争优势之一。公司依托国家级矿产资源综合利用示范基地建设，建立了完善的技术研发管理机制，培养了一支高水平的技术研发团队，通过坚持为技术研发提供稳定的资金支持，积极开展对钒钛磁铁矿综合利用的技术研究与应用，取得了丰富的技术研发成果。

公司注重通过对原矿资源的充分利用和节能降耗技术的研发应用来降低成本。公司自主创新粗颗粒原矿浆高效节能环保输送技术实现了全程无物料抛洒的管道式运输，大幅降低运输成本；公司依托多年丰富的技术研究积累，将原矿入选品位降低至 13%，增加了入选低品位原矿使用量，同时对选钛工艺进行了更加合理的改进，大幅提高了对钛的回收率，公司资源综合利用率逐年提高，有效的节约了资源。

4）信息化系统优势

公司始终重视信息化管理建设，致力于用信息技术改造传统采选行业，是攀枝花市唯一被评审为 2017 年度四川省省级两化融合贯标试点的企业。公司已构建完成以工业大数据为核心的信息化系统，主要包括三大管理子系统，一是矿山三维开采系统，将地下资源显形化，根据选矿生产需要自动计算工业品位矿与低品位矿配矿方案，确定开采平台，并编制月度开采计划，月末导入动态测

绘数据复核生产，实现地质矿产资源储量的精准化管理；二是选矿数字控制系统，通过对主要选矿设备关键工序矿物粒度、浓度、流量、铁钛品位、矿物量等指标的自动采集、分析、判断、控制，实现生产稳定运行、提高生产效率、提高质量、减轻工人劳动强度、改善生产作业环境、提高安全生产作业率的目的；三是管理决策分析系统，将产、供、销、存以及行政办公等各类经营、管理底层数据进行提取、整合并分析数据的合理性，实现科学决策的目的。通过上述系统的建立和运行，实现公司产、供、销系统高效衔接并得到有效监督，进一步提升企业管理水平，达到管理高效和决策科学化的目的，增强企业核心竞争力。

## 风险提示

**宏观经济增长不及预期**

**行业竞争加剧**

**市场监管及政策风险**

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857