

公布私有化草案,“A+H+D”协同布局

投资要点

- **事件:** 2020年8月1日,公司发布重大资产购买暨关联交易公告。公司拟通过发行H股加现金的方式私有化子公司海尔电器。
- **交易概览: 换股+现金私有化海尔电器。** 根据公司发布的交易预案,公司将新发行H股作为交易对价向海尔电器计划股东进行支付,换股比例为1:1.6,同时向计划股东支付1.95港元/股的现金。截止草案出具之日,公司及其全资子公司合计持有的海尔电器的12.9亿股,占海尔电器已发行股份的45.7%,将不作为计划股份参与转股。交易完成后,海尔电器将成为海尔智家的全资子公司,并从香港联交所退市。海尔智家将在香港联交所主板上市并挂牌交易,海尔电器计划股东将成为海尔智家的H股股东。目前该交易草案已经通过海尔智家董事会、监事会审议,但是交易的后续事项仍需境内外监管机构和双方股东大会的审议。
- **全流程打通,推进智慧家庭战略落地。** 本次交易完成之后,公司通过这次交易理顺公司架构,全球范围内进一步的优化配置资源,发挥协同,放大竞争优势,为未来的战略的实现打好坚实的基础。此外,海尔智家旗下所有品类都能在企划、研发、营销与服务上实现共享。一方面,单个产品可以依托于智慧家庭解决方案实现收入增长,另一方面海尔智家的体验云服务也能通过整合多种产品,给用户提供更好的服务。有利于公司智慧家庭战略的落地。
- **清除积弊,效率提升。** 私有化完成之后,一方面集团内部关联交易和同业竞争的问题将得到解决。公司将提升运营效率,优化决策过程,缩短全流程的响应周期,整个产品的透明度大大提升。另一方面,资金都在统一的平台,公司将直接受益于资金使用效率的提升。公司以往被诟病的关联交易和同业竞争的情况得到解决,加上资金使用效率提升。预期公司整体盈利水平将得到提升。根据公司公告指出,公司预计未来三年将基于归母净利润的分红比例逐步提升到40%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.23/1.43/1.56元,未来三年归母净利润保持7.7%的增速。考虑到公司私有化海尔电器之后,产品协同加强推进智慧家庭战略落地,降本控费运营效率提升,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、海外市场不及预期。

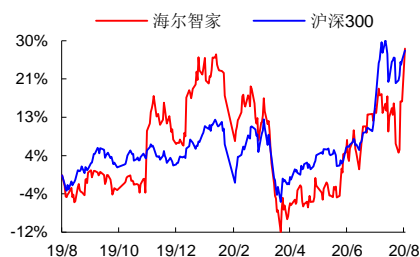
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200761.98	202887.72	222866.57	242279.41
增长率	9.52%	1.06%	9.85%	8.71%
归属母公司净利润(百万元)	8206.25	8086.58	9396.86	10249.48
增长率	10.30%	-1.46%	16.20%	9.07%
每股收益EPS(元)	1.25	1.23	1.43	1.56
净资产收益率ROE	18.98%	16.48%	16.37%	15.44%
PE	16	16	14	13
PB	2.72	2.48	2.16	1.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	65.80
流通A股(亿股)	63.09
52周内股价区间(元)	13.85-20.0
总市值(亿元)	1,302.75
总资产(亿元)	1,884.85
每股净资产(元)	7.33

相关研究

1. 海尔智家(600690): 海外全面增长, 逆境更显龙头韧性 (2020-04-30)
2. 海尔智家(600690): 物流出表增厚净利, 卡萨帝加速增长 (2019-10-31)
3. 海尔智家(600690): 海外收入高速增长, 多品牌共同发展 (2019-08-29)

目 录

1 交易概览：换股+现金私有化海尔电器.....	1
2 品类协同：推进智慧家庭战略落地.....	3
3 重塑估值：业绩与估值双重修复.....	6
4 风险提示.....	9

图 目 录

图 1: 海尔智家及其全资子公司合计持股 45.7%	1
图 2: 若可转债全部不行权, 私有化完成后股权结构	2
图 3: 若可转债全部行权, 私有化完成后股权结构	2
图 4: 海尔国内外拥有 10 大研发中心	4
图 5: 卡萨帝指挥家系列成套家电	4
图 6: 海尔智家全场景智慧解决方案	5
图 7: 美的集团、格力电器、海尔智家市值对比 (亿元)	6
图 8: 美的集团、格力电器、海尔智家历史估值对比	6
图 9: 海尔智家历年营业收入 (亿元)	7
图 10: 海尔智家历年归母净利润 (亿元)	7
图 11: 海尔智家销售费用率	7
图 12: 海尔智家管理费用率	7
图 13: 海尔智家财务费用率	7
图 14: 海尔智家销售净利率	7

表 目 录

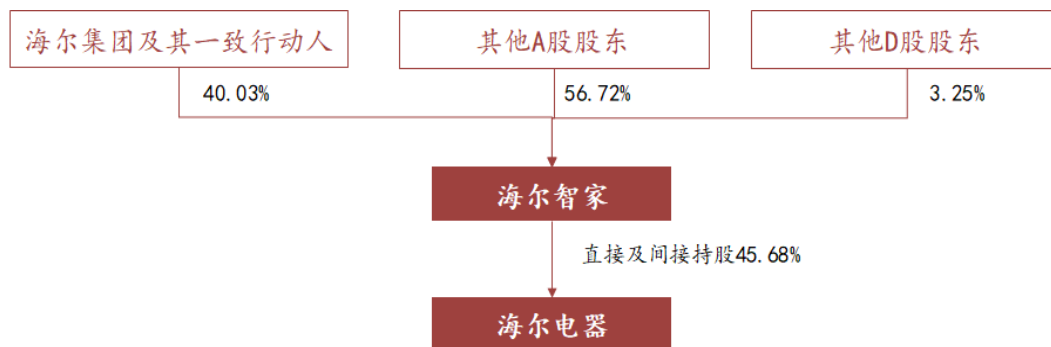
表 1: 公司拟新发行 H 股股份	1
表 2: 交易完成后海尔电器计划股东将获溢价率	3
表 3: 私有化对于海尔智家财务指标的影响	8
表 4: 海尔智家往年分红金额及分红比例	9
附表: 财务预测与估值	10

1 交易概览：换股+现金私有化海尔电器

方案概要：根据公司发布的交易预案，公司将新发行 H 股作为交易对价向海尔电器计划股东进行支付，换股比例为 1:1.6，同时将向计划股东支付 1.95 港元/股的现金。交易完成后，海尔电器将成为海尔智家的全资子公司，并从香港联交所退市。海尔智家将在香港联交所主板上市并挂牌交易，海尔电器计划股东将成为海尔智家的 H 股股东。

截止草案出具之日，海尔电器已发行 28.2 亿股，海尔智家及其一致行动人通过直接或间接持股方式持有海尔电器 16.5 亿股，占比达到 58.4%。其中，海尔智家及其全资子公司合计持有的海尔电器的 12.9 亿股，占海尔电器已发行股份的 45.7%，将不作为计划股份参与转股。其余的海尔智家一致行动人合计持有的海尔电器的 3.6 亿股（占比 12.7%），将作为计划股份的一部分，将在协议安排生效之后被注销。

图 1：海尔智家及其全资子公司合计持股 45.7%



数据来源：公司公告，西南证券整理

海尔电器其余大约 41.6% 已发行股份由海尔电器其他股东持有，将作为计划股份的一部分，在协议安排生效后被注销。

发行新股：若海尔电器私有化协议安排生效，公司预计将发行不超过 28.6 亿股 H 股股票。协议安排的计划股东仅包括截止草案出具之日的协议安排股东。可交换债券持有人持股数量是假设在计划登记日前，可交换债券持有人全部行权，并且考虑到海尔电器 2019 年末股息的影响。

表 1：公司拟新发行 H 股股份

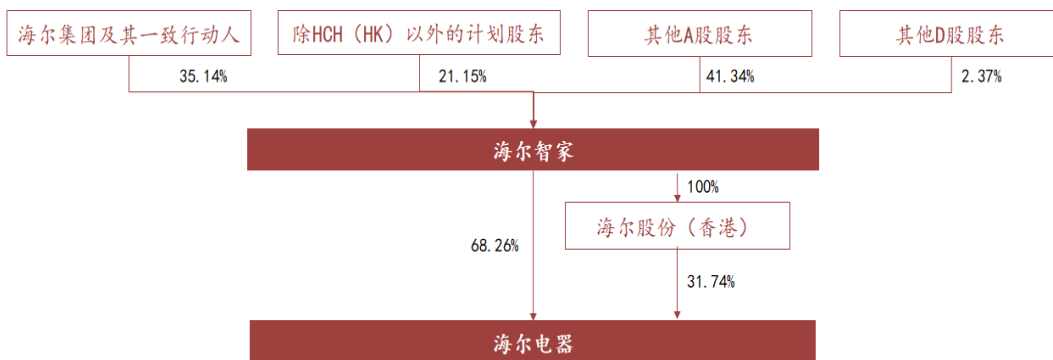
发行对象	H 股发行数量（亿股）
协议安排计划股东	24.5
可交换债券持有人	4.1
合计	28.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

如可交换债券持有人在计划登记日前全部不行使换股权，本次交易完成后，海尔智家总股本为 90.3 亿股，海尔集团及海尔集团一致行动人合计持有和控制 31.7 亿股，占海尔智家本次交易后总股本的 35.1%，除 HCH (HK) 以外的计划股东将持有 19.1 亿股，占海尔智家本次交易后总股本的 21.2%。

交易完成之后，海尔智家将 100% 控股海尔电器，其中直接持有海尔电器 68.3% 的股份，通过旗下全资子公司海尔股份（香港）间接持有海尔电器 31.7% 的股份。

图 2：若可转债全部不行权，私有化完成后股权结构

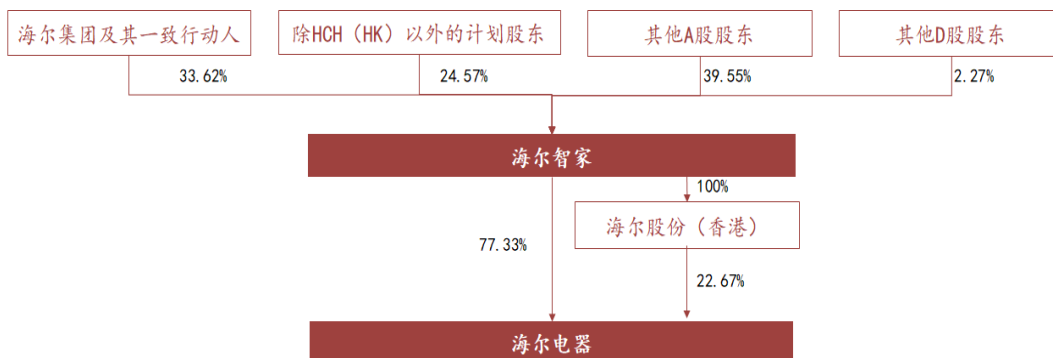


数据来源：公司公告，西南证券整理

若可交换债券持有人在计划登记日前全部行使换股权，并且考虑海尔电器 2019 年末期股息对 H 股发行数量的影响，本次交易完成后，海尔智家总股本为 94.4 亿股，海尔集团及海尔集团一致行动人合计持有和控制 31.7 亿股，占海尔智家本次交易后总股本的 33.6%，除 HCH (HK) 以外的计划股东将持有 23.2% 股，占海尔智家本次交易后总股本的 24.6%。

交易完成之后，海尔电器将成为公司全资子公司。其中公司直接持有海尔电器 77.3% 的股份，通过旗下全资子公司海尔股份（香港）间接持有海尔电器 22.7% 的股份。

图 3：若可转债全部行权，私有化完成后股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

交易估值：根据专业估值机构百德能出具的《H 股估值报告》为定价参考依据，截至《H 股估值报告》出具之日，公司 H 股价值的预估范围为 16.5 元/股-16.9 元/股（约等于 18.2 港元/股-18.7 港元/股）。取以上估值区间的中值，同时结合换股比例及现金付款的金额，可以

计算出每一股计划股份的估值为 31.51 港元/股，该估值相对于 2020 年 7 月 31 日和 2019 年 12 月 12 日公告前交易日的溢价率如下：

表 2：交易完成后海尔电器计划股东将获溢价率

溢价率 (%)	相对于 2020.7.31 公告			相对于 2019.12.12 公告		
	换股收益率	现金收益率	总收益率	换股收益率	现金收益率	总收益率
前 1 个交易日	10.09%	7.26%	17.35%	35.28%	8.92%	44.20%
前 30 个交易日	20.40%	7.94%	28.34%	33.82%	8.83%	42.65%
前 60 个交易日	28.33%	8.47%	36.79%	37.54%	9.07%	46.62%
前 90 个交易日	34.13%	8.85%	42.98%	42.01%	9.37%	51.38%
前 120 个交易日	33.08%	8.78%	41.86%	42.86%	9.42%	52.28%

数据来源：公司公告，西南证券整理

基于上述估值、换股比例以及现金付款金额，与截止公告出具之日的计划股份数量，海尔电器计划股东将在私有化方案下获得海尔智家 H 股股份及现金付款的理论总价值为 429.8 亿元-440.7 亿元（约为 476.1 亿港元-488.2 亿港元）。

审批程序：目前该交易草案已经通过海尔智家董事会、监事会审议，但是交易的后续事项仍需境内外监管机构和双方股东大会的审议。从外部审核来看，本次交易境内，尚需国家发改委和商务主管部门的备案，尚需中国证监会的核准。境外方面，本次交易需要香港联交所的核准以及百慕大最高法院的审议。

从内部审议来看，境内首先需要海尔智家 A 股和 D 股类别的股东大会的审议，并且需要 2/3 股东的核准。香港方面，要求 1) 现场出席人数超过 50%；2) 出席股东超过 75% 表决通过；3) 反对票数不得超过 10%（无关联的计划股东）。

2 品类协同：推进智慧家庭战略落地

多年以来，公司积极征战海外，收购 GEA、斐雪派克和三洋电机等知名海外家电品牌，资源网络遍布全球。不仅仅是获得家电品牌的发展经验，更重要的是获得了部分核心技术，为公司技术协同奠定基础。

此外，海尔线下依托全球 10 大研发中心和当地创新伙伴合作，形成一个遍布全球的创新网络，线上依托 HOPE 平台中的创新合伙人，和各地创新中心形成 N 个随时并联的研发触点，最终线上线下融合形成“10+N”的开放式创新体系，充分利用创新资源针对用户需求进行精准研发。

图 4：海尔国内外拥有 10 大研发中心



数据来源：公司官网，西南证券整理

而此次交易完成之后，更加有利于公司推进智慧家庭战略的落地以及全球资源的协同。未来业务层面的重点工作主要集中在 4 个方面：1) 整合全套产品，打造出智慧家庭的解决方案，为用户提供更加好的体验。同时加速洗衣机等水家电的海外拓展。2) 共建共享智家体验馆，为用户提供全生命周期的定制服务。3) 通过全品类的一体化的内部深度整合和全产业链数字化的业务系统的变革，实现全流程的运营效率的提升。4) 在海外市场方面，更好的在全球范围内优化资源配置，发挥全球协同效应，提升海外市场的盈利能力。

图 5：卡萨帝指挥家系列成套家电



数据来源：公司官网，西南证券整理

未来公司的战略发展方向将围绕着效率、体验、场景和生态进行发展。

(1) 效率方面，个性化的定制和高效率的零售已经成为了发展趋势。目前公司正在积极实施四个重构：1) 目标的重构。在私有化海尔电器之后，公司将实施全新的战略目标。2) 组织的重构。两个平台融合之后，公司将清理无效劳动，提高组织管理效率。3) 流程的重构。未来发展中，公司将精简流程，提高运营效率。4) 机制的重构。公司将通过体系的变革，实现产品流程组织的优化。

(2) 体验方面，全面提升客户体验和用户体验。从客户体验来讲，公司实现了统仓统配和资产端全流程无断点的打通，客户管理精准到每一个触点和每一个乡镇，让客户更加轻松的实现交易。从用户体验来讲，通过体验云，公司能够给用户提供更全流程的解决方案，实现双向高效沟通，提升用户体验。

(3) 场景方面，从卖产品到卖方案。公司从2018年开始打造智慧家庭解决方案，从卖产品到卖方案，带给用户不一样的体验和价值。以上海民营一号店为例，平均成交价格能到20万。通过提供智慧家庭解决方案，打破了产品加单价的瓶颈。

图6：海尔智家全场景智慧解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

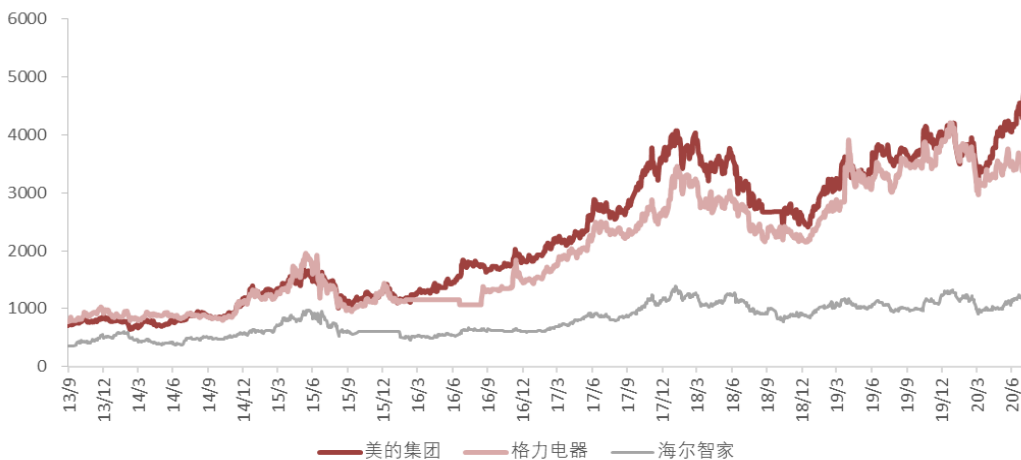
(4) 生态方面，打造场景式营销。目前公司正在积极推行体验运营，与更多的厂商接触，在体验馆卖衣架、洗涤用品、食品等关联产品。全方位的满足用户需求，增强公司竞争实力。

3 重塑估值：业绩与估值双重修复

白电三巨头自上市起，市值走势大多趋同。但是自 2015 年 9 月之后，海尔智家同格力电器、美的集团的总市值走势出现分化。美的集团和格力电器的总市值一路走高，而海尔智家的估值受到运营效率以及费用体系的拖累，持续承压。

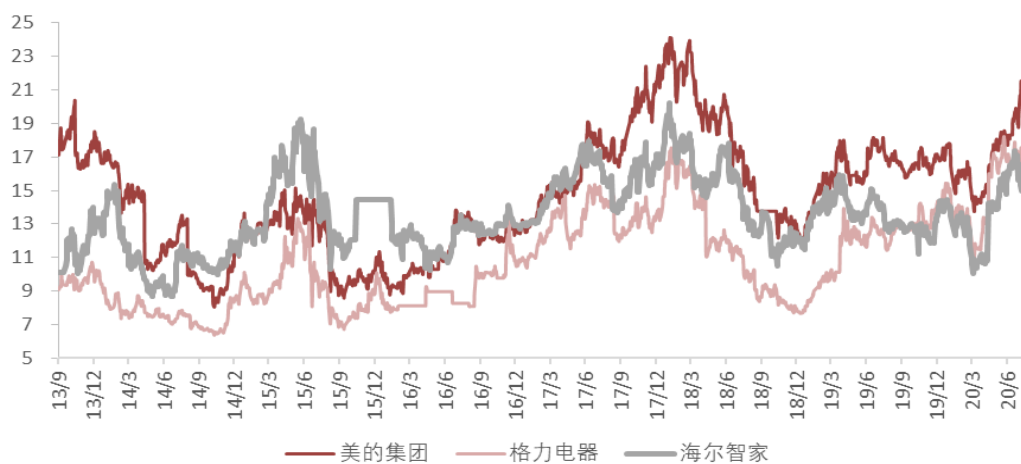
目前，从白电三巨头的市值来看，海尔智家的市值显著较低。截止 2020 年 7 月 31 日，美的集团的市值为 5035.9 亿元，格力电器的市值为 3423.6 亿元，海尔智家的市值为 1153 亿元。

图 7：美的集团、格力电器、海尔智家市值对比（亿元）



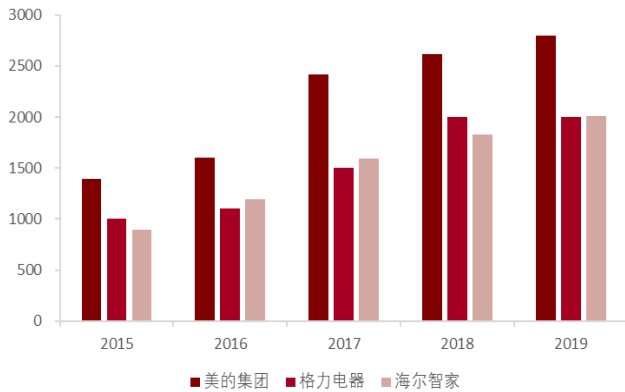
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：美的集团、格力电器、海尔智家历史估值对比

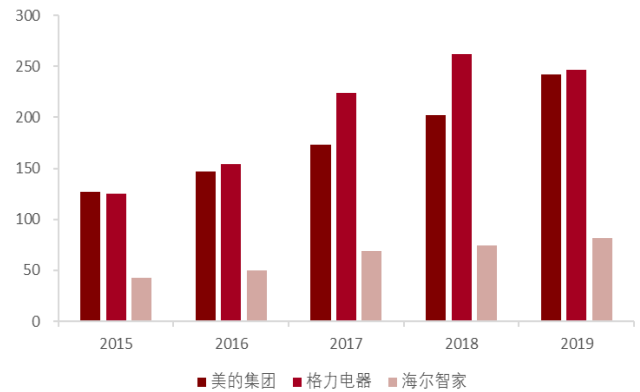


数据来源：公司公告，西南证券整理

从营收规模来看，2019 年海尔智家实现营业收入 2007.6 亿元，仅次于美的集团的营业收入（2793.8 亿元），与格力电器的营收规模（2005.1 亿元）大致相当。但是从归母净利润来看，2019 年海尔智家归母净利润为 82.1 亿元，低于美的集团（242.1 亿元）和格力电器（247 亿元）。

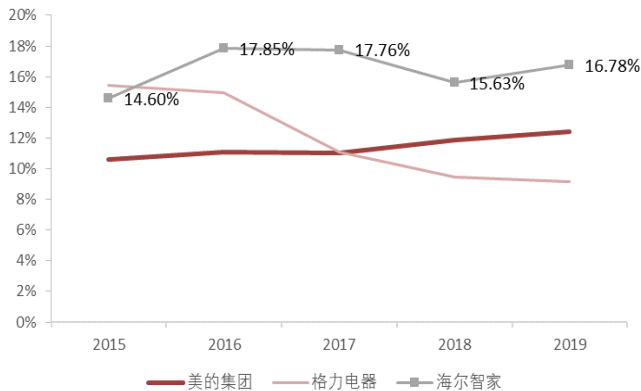
图 9：海尔智家历年营业收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

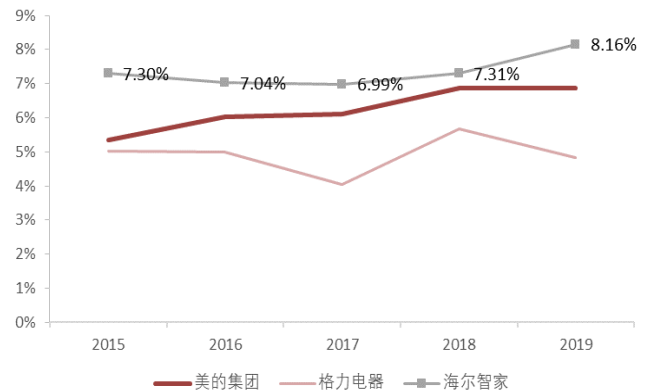
图 10：海尔智家历年归母净利润（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

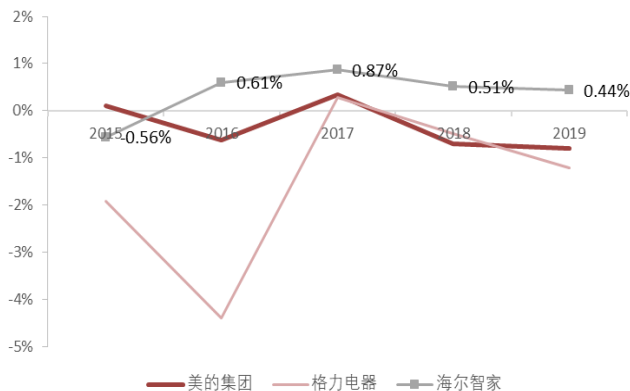
究其原因，海尔智家的费用率明显高于可比公司。2019 年海尔智家的销售费用、管理费用率和财务费用率分别为 16.8%、8.2%和 0.4%，显著高于可比公司。由于费用率较高，海尔智家的销售净利率明显低于可比公司。2019 年海尔智家销售净利率为 6.1%，同可比公司美的集团（9.1%）和格力电器（12.5%）存在差距。

图 11：海尔智家销售费用率


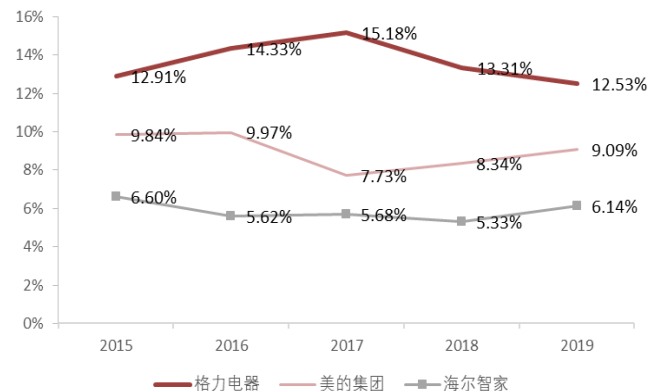
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：海尔智家管理费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：海尔智家财务费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：海尔智家销售净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

长期以来，公司的运营效率和费用体系都是压制估值的因素之一。三大白电中，海尔智家同格力电器的营收规模大致相当。但是由于费用率偏高，公司归母净利润和格力存在明显的差距，公司整体估值收到压制。

而此次海尔电器私有化交易完成之后，由于业务全方位的协同，销售费用、管理费用以及财务费用都将得到改善，预期运营效率提升，公司的盈利能力提高。

降本控费，运营效率提升

私有化交易完成之后，两大平台融合发展。基于公司过去数字化平台转型上的努力，未来公司有望降本控费，全面提升国内运营效率。

(1) 销售费用的降低。未来公司将通过智家体验云统仓统配以及数字化营销体系的落地，实现线上和线下渠道的全面融合，缩短商品交易流程，减少中间环节，降低营销费用和人工成本，全面提升效率。

(2) 管理费用的降低。公司的管理平台已经启动了数字化转型和流程化优化，进一步提升管理效率。

(3) 财务费用的降低。整合以后，原来在海尔电器账面上的现金可以在统一的平台上实现部分共享，资金的利用效率提高。公司的贷款利息减少，预期财务费用将得到降低。

表 3：私有化对于海尔智家财务指标的影响

	2019 年 12 月 31 日		
	交易前	交易后	变化率 (幅度)
资产总额 (亿元)	1874.54	1874.54	-
负债总额 (亿元)	1224.63	1251.17	2.17%
归属于母公司所有者权益 (亿元)	478.88	606.29	26.60%
资产负债率 (%)	65.33	66.75	2.17%
项目	2019 年年度		
	交易前	交易后	变化率 (幅度)
营业收入 (亿元)	2007.62	2007.62	-
营业成本 (亿元)	1408.68	1408.68	-
利润总额 (亿元)	146.31	146.31	-
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	82.06	121.18	47.67%
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	57.65	75.72	31.35%
毛利率	29.83%	29.83%	-
基本每股收益 (元/股)	1.286	1.375	6.92%
扣除非经常性损益后的基本每股收益 (元/股)	0.903	0.859	-0.0487

数据来源：公司公告，西南证券整理

交易前，海尔智家及其一致行动人通过直接或间接持股持有海尔电器合计 58.4% 的股份，为海尔电器的控股股东，海尔电器已纳入海尔智家合并报表范围。因此，私有化海尔电器对海尔智家资产总额、营业收入、营业成本、利润总额、毛利率等无直接影响。

交易完成后，海尔电器除海尔智家外其他股东享有的权益和损益将分别转为海尔智家归属于母公司所有者权益和归属于母公司所有者的净利润，海尔智家 2019 年末归属于母公司权益及 2019 年度归属于母公司所有者的净利润等得以显著增长。本次交易涉及新增 H 股股份发行，本次交易完成后海尔智家 2019 年度基本每股收益有所增加，2019 年度扣除非经常性损益后的基本每股收益有所下降。

随着未来海尔智家和海尔电器之间整合协同效应的释放，降本控费提升经营效率后续公司将具有更好的运营效率和发展前景。

高分红规划，彰显发展信心

为了提升股东回报率，公司计划在三年内将股东分红的比例逐步提升到 40%。根据公司公告说明，在满足公司正常生产经营的资金需求，且无重大投资计划或重大现金支出等事项发生的情况下，公司计划于 2021 年度、2022 年度、2023 年度以现金方式分配的利润分别不少于公司当年实现的归属于上市公司股东的净利润的 33%、36%、40%。在此之前，海尔智家的年度分红比例维持在 30% 左右，分红比例大幅提升近 10%。公司私有化海尔电器之后，业务协同下智慧家庭战略落地，降本增效全民提升运营效率，分红比例大幅提升充分彰显公司信心。

表 4：海尔智家往年分红金额及分红比例

	含税现金分红的数额 (亿元)	分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润 (亿元)	占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比例
2017	20.85	69.26	30.11%
2018	22.35	74.4	30.04%
2019	24.67	82.06	30.07%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 风险提示

- (1) 原材料价格或大幅波动；
- (2) 海外市场不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200761.98	202887.72	222866.57	242279.41	净利润	12334.39	12154.53	14123.94	15405.48
营业成本	140868.40	141485.97	154486.08	167274.64	折旧与摊销	4663.29	2050.47	2118.39	2170.34
营业税金及附加	802.05	893.27	961.10	1671.73	财务费用	893.02	1249.00	1089.30	681.31
销售费用	33682.13	33476.47	36995.85	40460.66	资产减值损失	-860.58	750.00	750.00	750.00
管理费用	10113.26	13390.59	14486.33	15748.16	经营营运资本变动	-398.27	-6439.35	744.24	711.07
财务费用	893.02	1249.00	1089.30	681.31	其他	-1549.22	-3104.46	-3781.38	-2489.90
资产减值损失	-860.58	750.00	750.00	750.00	经营活动现金流净额	15082.63	6660.19	15044.48	17228.30
投资收益	5479.54	2100.00	2100.00	2100.00	资本支出	-7561.25	-1100.00	-1100.00	-1100.00
公允价值变动损益	76.72	181.87	37.80	98.79	其他	-3400.33	2281.87	2137.80	2198.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10961.58	1181.87	1037.80	1098.79
营业利润	14449.44	13924.28	16235.71	17891.70	短期借款	2286.54	-8585.05	0.00	0.00
其他非经营损益	181.16	492.98	517.59	381.72	长期借款	-2265.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	14630.61	14417.26	16753.30	18273.42	股权融资	2438.27	0.00	0.00	0.00
所得税	2296.22	2262.73	2629.36	2867.94	支付股利	0.00	-1641.25	-1617.32	-1879.37
净利润	12334.39	12154.53	14123.94	15405.48	其他	-8472.76	-10315.55	-1089.30	-681.31
少数股东损益	4128.15	4067.95	4727.08	5155.99	筹资活动现金流净额	-6012.96	-20541.85	-2706.62	-2560.68
归属母公司股东净利润	8206.25	8086.58	9396.86	10249.48	现金流量净额	-1597.98	-12699.80	13375.66	15766.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	36178.82	23479.02	36854.68	52621.09	成长能力				
应收和预付款项	28126.20	28895.81	31440.66	34210.09	销售收入增长率	9.52%	1.06%	9.85%	8.71%
存货	28228.60	28429.19	32017.22	34208.92	营业利润增长率	26.86%	-3.63%	16.60%	10.20%
其他流动资产	8013.53	7648.54	8371.37	9073.72	净利润增长率	26.24%	-1.46%	16.20%	9.07%
长期股权投资	20460.76	20460.76	20460.76	20460.76	EBITDA 增长率	29.32%	-13.91%	12.89%	6.69%
投资性房地产	29.40	29.40	29.40	29.40	获利能力				
固定资产和在建工程	23550.50	23359.06	23099.71	22788.39	毛利率	29.83%	30.26%	30.68%	30.96%
无形资产和开发支出	34232.09	33516.82	32801.54	32086.27	三费率	22.26%	23.72%	23.59%	23.48%
其他非流动资产	8634.33	8590.58	8546.82	8503.06	净利率	6.14%	5.99%	6.34%	6.36%
资产总计	187454.24	174409.19	193622.17	213981.71	ROE	18.98%	16.48%	16.37%	15.44%
短期借款	8585.05	0.00	0.00	0.00	ROA	6.58%	6.97%	7.29%	7.20%
应付和预收款项	58331.73	58038.77	63296.87	68705.61	ROIC	24.82%	21.69%	23.38%	24.88%
长期借款	13276.45	13276.45	13276.45	13276.45	EBITDA/销售收入	9.96%	8.49%	8.72%	8.56%
其他负债	42271.14	29340.24	30788.50	32213.20	营运能力				
负债合计	122464.38	100655.46	107361.82	114195.26	总资产周转率	1.13	1.12	1.21	1.19
股本	6579.57	6579.57	6579.57	6579.57	固定资产周转率	10.43	9.42	10.12	10.97
资本公积	4435.89	4435.89	4435.89	4435.89	应收账款周转率	18.72	17.59	17.92	18.09
留存收益	35123.45	41568.78	49348.32	57718.43	存货周转率	5.37	4.84	5.04	5.02
归属母公司股东权益	47888.32	52584.24	60363.78	68733.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.69%	—	—	—
少数股东权益	17101.54	21169.49	25896.57	31052.56	资本结构				
股东权益合计	64989.86	73753.73	86260.35	99786.45	资产负债率	65.33%	57.71%	55.45%	53.37%
负债和股东权益合计	187454.24	174409.19	193622.17	213981.71	带息债务/总负债	23.57%	20.15%	18.89%	17.76%
					流动比率	1.05	1.20	1.35	1.49
					速动比率	0.76	0.81	0.95	1.10
					股利支付率	0.00%	20.30%	17.21%	18.34%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	20005.75	17223.75	19443.40	20743.36	每股收益	1.25	1.23	1.43	1.56
PE	15.88	16.11	13.86	12.71	每股净资产	7.28	7.99	9.17	10.45
PB	2.72	2.48	2.16	1.90	每股经营现金	2.29	1.01	2.29	2.62
PS	0.65	0.64	0.58	0.54	每股股利	0.00	0.25	0.25	0.29
EV/EBITDA	6.08	6.88	5.41	4.31					
股息率	0.00%	1.26%	1.24%	1.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn