

拐点已至，看好未来

投资要点

- **公司是定制化生产精细化工产品的综合性化工企业。**公司是国内医药农药中间体行业中的高端产品定制商，主要从事农药中间体、医药中间体和特种化学品的研发、生产和销售。公司主要经营模式是定制生产模式，目前在江苏太仓、南通、盐城分别建有三大生产基地，拥有多条千吨级高自动化生产线，在欧洲马耳他设有医药定制企业 ACL，布局国际医药定制和原料药市场。公司产品研发以自主研发为主，已经形成以上海张江研发中心、朴颐化学、湖州颐辉为核心的三大研发中心，近三年研发费用持续增长，2017 年研发费用超过 8000 万元。公司目前已与杜邦、拜耳、FMC 等农化企业建立了战略合作关系，和罗氏制药、诺华制药、梯瓦制药、柏林化学股份有限公司等国际农化、医药龙头企业建立合作关系。
- **农药中间体获得大订单，多款新品放量在即，成长可期。**根据 Phillips McDougall 的统计数据，2016 年全球作物用农药市场实现销售额 499.20 亿美元。根据《2021 年全球作物保护化学品市场趋势与展望》报告数据，作物保护化学品市场有望以复合年增长率 5.15% 的增长速度增长，到 2021 年市值有望达到 705.7 亿美元，中间体行业有望受益于此。公司最主要的业务来自于氯虫苯甲酰胺的定制中间体业务。放眼未来，康宽的市场空间仍有成长的可能。主要基于三个理由：1、杀虫剂市场的自然增长需求；2、目前全球杀虫剂中很多品种在各国都被不同程度禁用，例如新烟碱类杀虫剂，其释放出来的空间对于康宽将是潜在市场空间；3、目前种子企业也开始使用康宽来拌种，提高种子的抗虫能力，这块市场也是潜在增长市场。2018 年 11 月 30 日，公司和富美实签订了《产品长期定制生产服务协议》。合同分为三期，三年一期，第一期时间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，每一期完成阶段性成果和达成双方认可的目标后将自动续展下一期。第一期合同金额约为人民币 35 亿元以上。这一合同均摊到未来三年，每年将带来 11.67 亿元以上的收入，而 2016-2018 年前三季度，公司全部农药中间体的收入分别为 3.08 亿元、7.40 亿元、8.22 亿元。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.19 元、0.26 元和 0.34 元。我们选取联化科技、凯莱因、博腾股份作为可比公司，给予公司 2019 年 25 倍的估值水平，对应目标价 6.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，安全生产风险，产业政策变动的风险，汇率、毛利率波动风险，贸易摩擦风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1207.83	1734.48	2094.67	2489.18
增长率	82.57%	43.60%	20.77%	18.83%
归属母公司净利润(百万元)	73.17	181.01	247.11	323.08
增长率	351.52%	147.38%	36.52%	30.75%
每股收益 EPS(元)	0.08	0.19	0.26	0.34
净资产收益率 ROE	3.81%	8.66%	10.74%	12.54%
PE	71	29	21	16
PB	2.72	2.50	2.27	2.03

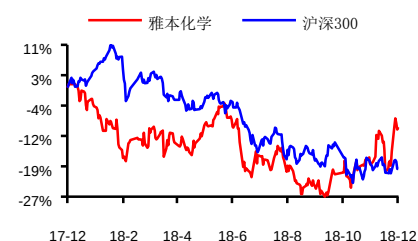
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@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)	9.63
流通 A 股(亿股)	7.61
52 周内股价区间(元)	4.41-9.18
总市值(亿元)	51.92
总资产(亿元)	34.87
每股净资产(元)	2.07

相关研究

目 录

1 公司概况：高端中间体定制企业	1
2 农药中间体行业持续繁荣，公司受益于康宽需求爆发	4
2.1 农药行业未来预计仍将保持稳定增长，中间体行业将持续繁荣	4
2.2 康宽增速高，公司获得大订单	4
2.3 公司布局其他产品，谋求未来增长	5
2.4 公司竞争优势分析	6
3 医药中间体将发力，环保业务发展势头良好	6
4 盈利预测与估值	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司股权结构	1
图 2: 公司的井字形战略	2
图 3: 公司 2018 年上半年主营业务收入结构情况	2
图 4: 公司 2018 年上半年主营业务毛利结构情况	2
图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速	3
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速	3
图 7: 公司 2011 年以来毛利率、净利率	3
图 8: 公司 2011 年以来销售费用率、管理费用率、财务费用率	3
图 9: 公司 2011 年以来三大业务板块毛利率	3
图 10: 公司 2013 年以来研发费用	3
图 11: 2001—2016 年全球作物农药销售额 (亿美元)	4
图 12: 2001—2016 年中国农药原药产量及增速	4
图 13: 公司的主要客户	5

表 目 录

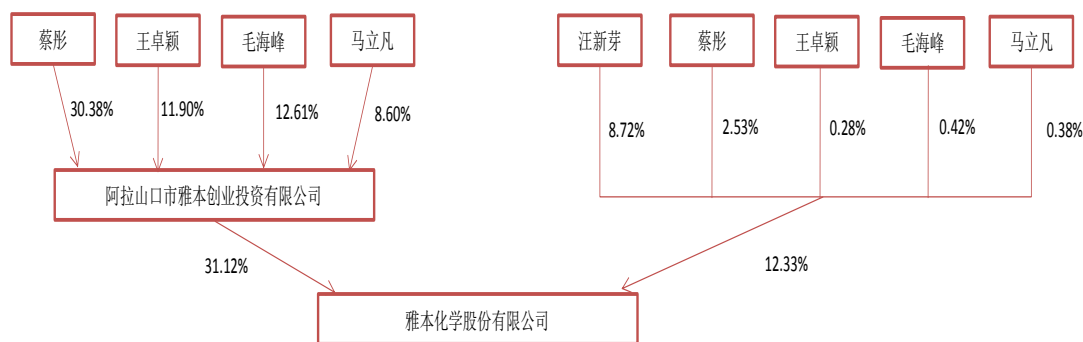
表 1: 分业务收入及毛利率	7
表 2: 可比公司估值情况	8
附表: 财务预测与估值	9

1 公司概况：高端中间体定制企业

雅本化学是国内医药农药中间体行业中的高端产品定制商，主要从事农药中间体、医药中间体和特种化学品的研发、生产和销售。公司主要经营模式是定制生产模式，目前在江苏太仓、南通、盐城分别建有三大生产基地，拥有多条千吨级高自动化生产线，在欧洲马耳他设有医药定制企业 ACL，布局国际医药定制和原料药市场。公司产品研发以自主研发为主，已经形成以上海张江研发中心、朴颐化学、湖州颐辉为核心的三大研发中心，近三年研发费用持续增长，2017 年研发费用超过 8000 万元。公司目前已与杜邦、拜耳、FMC 等农化企业建立了战略合作关系，和罗氏制药、诺华制药、梯瓦制药、柏林化学股份有限公司等国际农化、医药龙头企业建立合作关系。

公司股权结构：公司控股股东为阿拉山口市雅本创业投资有限公司，持有公司股份 2299.3 万股，占公司总股本 35.80%。公司实际控制人为蔡彤、王卓颖、毛海峰、马立凡、汪新芽。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司发展战略：公司目前执行的是“两纵两横”井字形战略。“两纵”，一个是药用化学品，比如医药农药，一个是专用化学品，主要是环保制剂等。之所以叫“两纵”，纵就是纵深，表示公司业务要往纵深发展。公司未来可以从高级中间体做到原药、制剂甚至消费品。而“两横”则是通过技术和环保手段将这些业务有机的结合起来，形成雅本的核心竞争力。“两横”中的技术是公司发展的原始驱动力，公司经过多年的研发创新，有化学技术、生物技术、工程技术，再细分为氢化技术、合成技术、干燥技术、酶催化技术等等。其中，公司全资子公司颐辉生物 2017 年获得了上海科学技术进步一等奖，目前正在申报国家的科技进步奖项，国内生物酶催化领域，公司是拥有一定话语权的。环保是雅本可持续发展的有力保证。雅本化学于 2006 年才成立，2011 年上市，公司 2006 年建厂的时候，就是以打造世界一流工厂为目标，按照这个标准去投资建厂，投入大量的人力物力去研究环保、投入环保。这两年环保执法严格，特别是 2017 年环保执法检查的时候，雅本几个基地的开工率几乎没有受到影响。

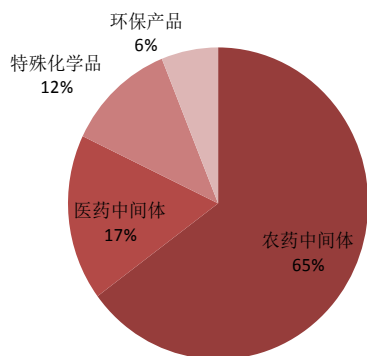
图 2：公司的井字形战略



数据来源：Wind，西南证券整理

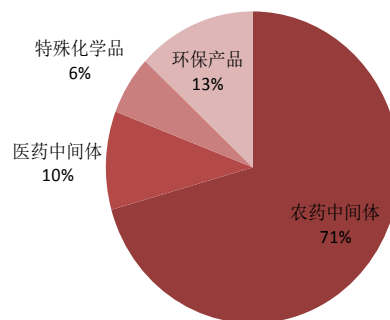
公司主营业务结构：公司收入主要来自公司生产的农药中间体，其中农药中间体主要来自 BPP 的收入，2018 年上半年，农药中间体业务毛利占公司主营毛利的比例为 71%。

图 3：公司 2018 年上半年主营业务收入结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

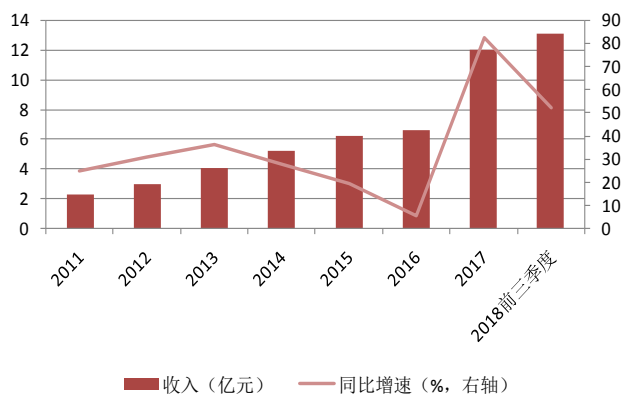
图 4：公司 2018 年上半年主营业务毛利结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

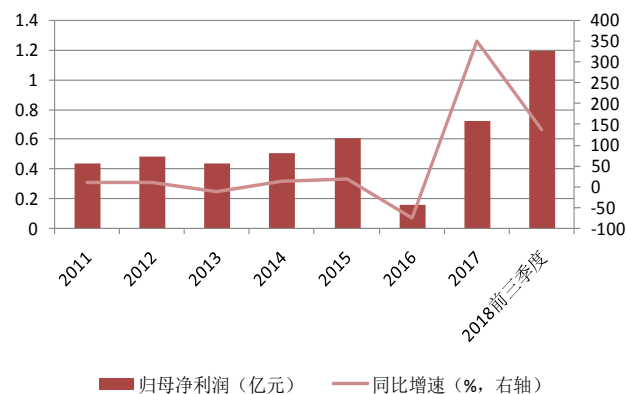
公司业绩状况：公司上市以来业务增长稳定，2016 年由于全球农药行业受到巴西经济下滑影响而出现行业景气度低迷，公司业绩增速有所减缓，但 2016 年第四季度开始全球农药市场逐步回暖，公司业绩开始大幅回升。公司收入和利润增长主要来自于农药中间体业务的收入提升，而由于农药中间体属于定制化生产，与下游客户合作紧密，故销售毛利率整体维持稳定，而由于 2016 年合并了朴颐化学，研发费用开支增加，对期间费用率有一定影响。

图 5：公司 2011 年以来营业收入及增速



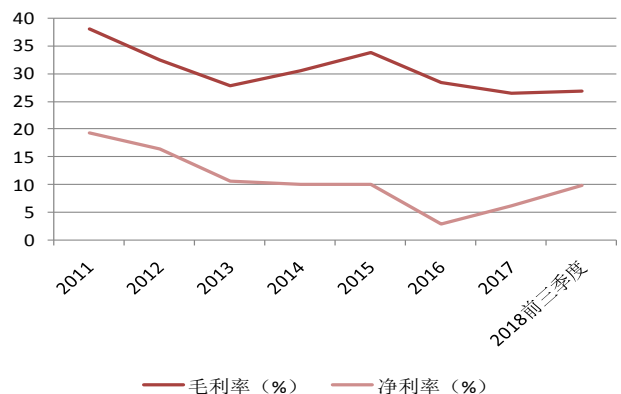
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2011 年以来归母净利润及增速



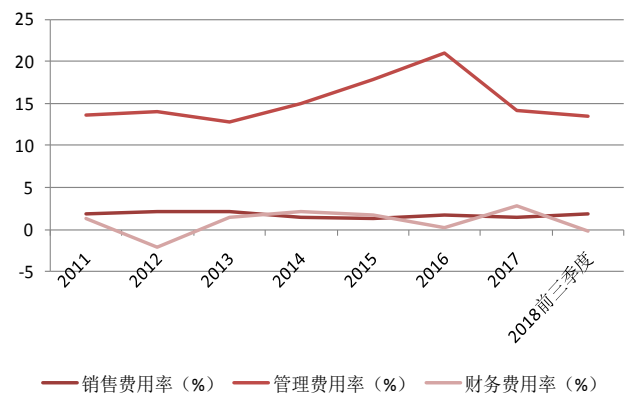
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2011 年以来毛利率、净利率



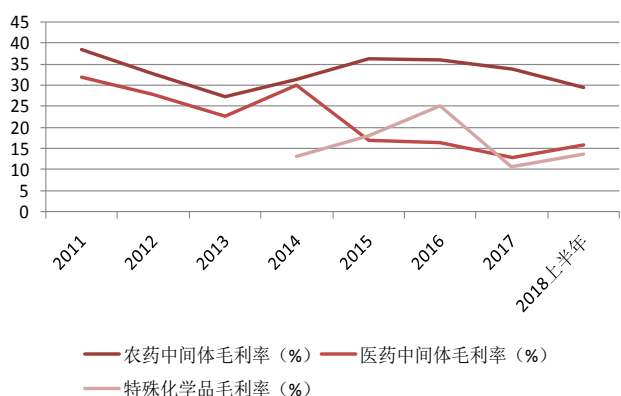
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2011 年以来销售费用率、管理费用率、财务费用率



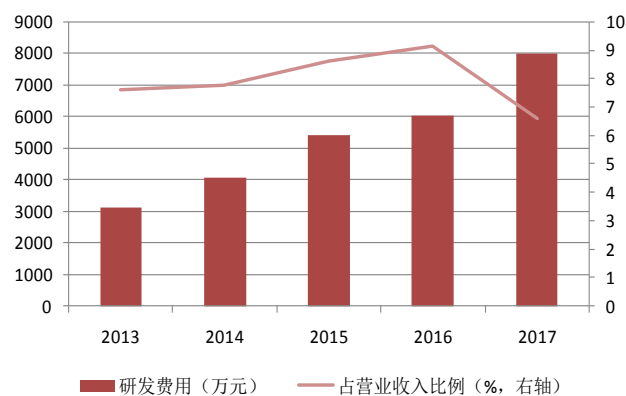
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司 2011 年以来三大业务板块毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司 2013 年以来研发费用



数据来源：Wind，西南证券整理

2 农药中间体行业持续繁荣，公司受益于康宽需求爆发

2.1 农药行业未来预计仍将保持稳定增长，中间体行业将持续繁荣

农药主要是指用来防治、消灭或者控制危害农业、林业的病、虫、草和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成的或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。农药包括原药和制剂。农药制剂由农药原药和农药助剂制成，其中农药原药起主要作用，分为有效成分或活性成分。制剂可以分为乳油、悬浮剂、水乳剂和微乳剂、可湿性粉剂、水性化剂型及水分散粒剂等。

随着农业现代化和农业机械化的逐步推进，20 世纪 60 年代至 90 年代全球农药行业进入了高速发展期，进入 21 世纪之后，世界农药销售额总体仍然呈现增长趋势。根据 Phillips McDougall 的统计数据，2016 年按分销商水平计，全球作物用农药市场实现销售额 499.20 亿美元。

根据全球第二大市场研究咨询公司 MarketsandMarkets 出版的《2021 年全球作物保护化学品市场趋势与展望》报告数据，作物保护化学品市场有望以复合年增长率 5.15% 的速度增长，到 2021 年市值有望达到 705.7 亿美元。市场增长的驱动力主要来源于世界人口增长导致的粮食消费和需求的增加、农业操作和技术的不断改善以及严重的病虫害引发的产量损失。此外，受到诸如生物农药需求增加、农民对病虫害综合管理接受程度的上升以及在新兴市场较多的机会等因素的驱动，作物保护化学品市场有望进一步增长，中间体行业将持续繁荣。

图 11：2001—2016 年全球作物农药销售额（亿美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2001—2016 年中国农药原药产量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 康宽增速高，公司获得大订单

公司最主要的业务来自于氯虫苯甲酰胺的定制中间体业务。氯虫苯甲酰胺(康宽)于 2007 年开始投放市场，目前已经跻身为全球第一大杀虫剂，且其收入规模与第二大杀虫剂拉开了一定差距，上市以来销售收入复合增速高于 30%。氯虫苯甲酰胺具有非常好的渗透性和优异的内吸性，使用到作物上之后，可以很快被作物吸收，并通过作物的木质部在作物体内自下而上传导至作物各个部位和组织，全面保护作物，且其药效性很长。目前，康宽的销售渠道遍布全球，主要适用作物为大豆、果蔬、棉花、水稻等。

放眼未来，康宽的市场空间仍有成长的可能。主要基于三个理由：1、杀虫剂市场的自然增长需求；2、目前全球杀虫剂中很多品种在各国都被不同程度禁用，例如新烟碱类杀虫剂，其释放出来的空间对于康宽将是潜在市场空间；3、目前种子企业也开始使用康宽来拌种，提高种子的抗虫能力，这块市场也是潜在增长市场。

2018 年 11 月 30 日，公司和富美实签订了《产品长期定制生产服务协议》。合同分为三期，三年一期，第一期时间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，每一期完成阶段性成果和达成双方认可的目标后将自动续展下一期。第一期合同金额约为人民币 35 亿元以上。协议期内雅本化学将为富美实提供其专利期内产品高级中间体的生产定制，双方将共同致力于工厂的产能利用扩大，工艺改进和技术革新。公司近 3 年农药中间体收入增长很快，合同的签订将保证公司未来三年的稳定销售收入增长、合理的营业利润、充分的设备利用率和充足的现金流。同时将进一步加深公司与富美实的战略合作关系，对与其他客户的战略合作有正向推动作用，使得公司的高端定制业务得以长期稳定发展。

这一合同均摊到未来三年，每年将带来 11.67 亿元以上的收入，而 2016-2018 年前三季度，公司全部农药中间体的收入分别为 3.08 亿元、7.40 亿元、8.22 亿元。

2.3 公司布局其他产品，谋求未来增长

除了主营产品康宽中间体 BPP 的生产，雅本还有部分新产品将在未来两年逐步推进新产品的上市，其中包括杜邦和拜耳的新型杀虫剂、杀菌剂等。另外，未来公司还有几大主力品种，包括杜邦的某款杀虫剂，公司几年前就已经开展登记工作。

公司为高新技术企业、农药定点生产企业、中国农药工业协会的副会长单位以及中国农药发展与应用协会的常务理事单位，拥有完整的农药研发、生产与销售产业链，实现了“原药+制剂+中间体”业务的全面发展。

图 13：公司的主要客户



数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 公司竞争优势分析

与主要竞争对手相比，公司的主要竞争优势如下：

1) 研发和技术优势

公司自成立以来一直致力于产品及工艺的研发和优化，目前国内精细化工行业居于领先地位，在不对称合成、催化氢化反应、连续化反应、糖化学合成以及酶催化等技术上具有明显优势，同时由于公司在工程技术和废水处理技术上的优势，极大提升公司核心产品的产业化转化优势。公司通过不断的研发和技术投入，保持和提升产品研发能力和工程技术能力，完善公司产品战略布局，增强公司长期竞争力。

2) 客户优势

公司自成立以来始终专注于为客户提供高质量的产品，掌握了农药、医药中间体定制的核心工艺技术，在客户资源的深度与广度上形成了自身独有的优势。在客户深度上，凭借一流的技术和过硬的产品质量，公司积累了一大批优质的客户，主要包括杜邦、拜耳、FMC、罗氏、诺华等跨国集团，并与之建立了长期稳定的合作关系。公司在客户中间建立起的良好品牌形象为公司业务的持续稳定发展以及新业务、新技术的持续研发创新提供了坚实的基础。

3) 产品优势

公司主要产品为农药、医药中间体，是公司历经十多年的行业经验和大量客户需求的基础上的行业经验积累的结晶，在国内具有较明显的技术优势，多项核心技术均为自主研发。公司经过长期的行业经验积累和持续的研发创新，现已形成丰富的产品系列，包括农药中间体、原药和制剂，医药中间体、原料药。同时，公司在研发阶段储备了大量的项目，为公司今后的可持续发展提供了项目保障。

4) 管理优势

公司管理层团队合作多年，具备高度的稳定性、凝聚力和执行力，对市场前景、发展趋势及核心技术有着深刻的理解，能很好把握公司的战略方向，并保障公司健康、稳定、快速地发展。公司运营团队高效、专业，充满竞争意识，可以及时准确把握瞬息万变的市场需求，并加以快速实现。

3 医药中间体将发力，环保业务发展势头良好

医药中间体方面，公司传统的领域在抗肿瘤、抗癫痫药物中间体方面保持较强竞争力。通过并购朴颐生物、ACL 公司，公司未来将在生物酶、原料药方面发力。

2017 年，公司收购艾尔旺 51% 的股权。艾尔旺主营业务是为市政污泥、餐厨垃圾等有机固废提供工程技术服务和项目运营服务，在有机污泥和餐厨垃圾处理技术成熟。公司在环保上有一定的技术储备，可以与艾尔旺实现合作共赢，开拓新的利润增长点。公司成功并购艾尔旺，是公司自 2011 年上市以来最重要的资本运作项目之一，符合公司“技术、环保”双驱动的“井”形发展战略，对公司未来的持续发展意义重大。艾尔旺所处的行业发展前景广阔，依托多年的行业积累和优质的客户资源，近年来业务增长迅速，是公司下一步需要重点支持和发展的业务方向。公司在通过并购拓展新业务领域的同时，也为下一步运用资本运作手段做强做大公司创造了更多的可能和空间。

4 盈利预测与估值

假设 1：农药中间体方面，康宽中间体未来仍然将保持增长，毛利率维持稳定，公司其他农药中间体的储备品种 2019-2021 年开始逐步投放市场，预计公司与 FMC 的订单 2019-2021 年分别实现 10 亿、12 亿、14 亿；

假设 2：医药中间体方面，公司原有医药中间体品种维持平稳增长，ACL 与公司的协同效应未来将逐步显现。

假设 3：环保业务方面，艾尔旺 2019-2021 年预计将保持良好增长势头。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	1207.8	1734.5	2094.7	2489.2
	增速	82.6%	43.6%	20.8%	18.8%
	成本	889.6	1223.7	1463.5	1722.1
	毛利率	26.3%	29.4%	30.1%	30.8%
农药中间体	收入	739.6	1109.4	1386.8	1664.1
	增速	140.4%	50.0%	25.0%	20.0%
	成本	489.1	732.2	912.5	1090.0
	毛利率	33.9%	34.0%	34.2%	34.5%
医药中间体	收入	292.8	336.7	387.2	445.3
	增速	37.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	259.7	291.3	333.0	380.7
	毛利率	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%
特种化学品	收入	157.6	173.4	190.7	209.8
	增速	33.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	140.8	150.8	162.1	178.3
	毛利率	10.6%	13.0%	15.0%	15.0%
环保产品	收入		115.0	130.0	170.0
	增速			13.0%	30.8%
	成本		49.5	55.9	73.1
	毛利率		57.0%	57.0%	57.0%
其他	收入	17.8	0.0	0.0	0.0
	增速		0.0%	0.0%	0.0%
	成本		0.0	0.0	0.0
	毛利率		0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 17.3 亿元、20.9 亿元和 24.9 亿元，归母净利润分别为 1.8 亿元、2.5 亿元和 3.2 亿元，EPS 分别为 0.19 元、0.26 元和 0.34 元。

我们选取联化科技、凯莱因、博腾股份作为可比公司，其对应 2018 年 PE 为 61.1 倍，2019 年 PE 为 25.8 倍。给予公司 2019 年 25 倍的估值水平，对应目标价 6.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
联化科技	002250.SZ	9.39	0.09	0.39	0.54	106.03	23.82	17.39
凯莱英	002821.SZ	71.91	1.95	2.59	3.39	36.61	27.63	21.09
博腾股份	300363.SZ	9.55	0.24	0.37	0.50	40.51	26.05	18.95
平均						61.05	25.83	19.14

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格波动风险，安全生产风险，税收优惠政策变动的风险，汇率、毛利率波动风险，贸易摩擦风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1207.83	1734.48	2094.67	2489.18	净利润	74.38	183.76	250.87	328.00
营业成本	889.61	1223.74	1463.49	1722.13	折旧与摊销	92.58	94.22	98.79	102.90
营业税金及附加	9.96	13.57	17.15	17.18	财务费用	33.92	8.47	0.22	-0.98
销售费用	19.62	26.02	31.42	37.34	资产减值损失	8.06	5.00	5.00	5.00
管理费用	171.06	242.83	282.78	323.59	经营营运资本变动	0.75	128.18	-62.46	-48.43
财务费用	33.92	8.47	0.22	-0.98	其他	75.57	-13.79	-18.14	3.03
资产减值损失	8.06	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	285.25	405.83	274.28	389.54
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-204.34	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-288.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-492.41	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	77.74	214.87	294.62	384.92	短期借款	200.64	-552.52	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.09	1.33	0.52	0.96	长期借款	79.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	77.65	216.19	295.14	385.89	股权融资	847.61	0.00	0.00	0.00
所得税	3.28	32.43	44.27	57.88	支付股利	-21.48	-14.63	-36.20	-49.42
净利润	74.38	183.76	250.87	328.00	其他	-97.47	7.16	-0.22	0.98
少数股东损益	1.21	2.76	3.76	4.92	筹资活动现金流净额	1008.64	-559.99	-36.42	-48.44
归属母公司股东净利润	73.17	181.01	247.11	323.08	现金流量净额	797.91	-204.16	187.86	291.10
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	927.74	723.57	911.43	1202.53	成长能力				
应收和预付款项	461.24	826.05	988.88	1158.29	销售收入增长率	82.57%	43.60%	20.77%	18.83%
存货	294.06	107.24	144.35	162.18	营业利润增长率	398.73%	176.39%	37.12%	30.65%
其他流动资产	20.11	28.88	34.88	41.45	净利润增长率	275.04%	147.06%	36.52%	30.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	102.87%	55.48%	23.96%	23.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1002.68	961.94	916.62	867.19	毛利率	26.35%	29.45%	30.13%	30.82%
无形资产和开发支出	266.52	264.18	261.85	259.51	三费率	18.59%	15.99%	15.01%	14.46%
其他非流动资产	211.88	210.74	209.60	208.46	净利率	6.16%	10.59%	11.98%	13.18%
资产总计	3184.23	3122.60	3467.62	3899.62	ROE	3.81%	8.66%	10.74%	12.54%
短期借款	552.52	0.00	0.00	0.00	ROA	2.34%	5.88%	7.23%	8.41%
应付和预收款项	437.02	720.50	834.58	970.46	ROIC	6.97%	11.97%	16.03%	20.28%
长期借款	109.33	109.33	109.33	109.33	EBITDA/销售收入	16.91%	18.31%	18.79%	19.56%
其他负债	132.89	171.36	187.62	205.16	营运能力				
负债合计	1231.76	1001.19	1131.54	1284.95	总资产周转率	0.48	0.55	0.64	0.68
股本	642.21	963.31	963.31	963.31	固定资产周转率	1.40	1.91	2.39	2.98
资本公积	1003.40	682.30	682.30	682.30	应收账款周转率	3.54	3.36	2.97	2.99
留存收益	264.90	431.28	642.18	915.84	存货周转率	2.93	5.56	10.89	10.81
归属母公司股东权益	1910.69	2076.88	2287.79	2561.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.19%	—	—	—
少数股东权益	41.78	44.53	48.30	53.22	资本结构				
股东权益合计	1952.46	2121.41	2336.08	2614.66	资产负债率	38.68%	32.06%	32.63%	32.95%
负债和股东权益合计	3184.23	3122.60	3467.62	3899.62	带息债务/总负债	53.73%	10.92%	9.66%	8.51%
					流动比率	1.57	1.98	2.11	2.25
					速动比率	1.30	1.85	1.97	2.11
					股利支付率	29.36%	8.08%	14.65%	15.30%
					每股指标				
					每股收益	0.08	0.19	0.26	0.34
					每股净资产	1.98	2.16	2.37	2.66
					每股经营现金	0.30	0.42	0.28	0.40
					每股股利	0.02	0.02	0.04	0.05
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	204.24	317.55	393.63	486.85					
PE	70.96	28.69	21.01	16.07					
PB	2.72	2.50	2.27	2.03					
PS	4.30	2.99	2.48	2.09					
EV/EBITDA	14.83	13.94	10.77	8.11					
股息率	0.41%	0.28%	0.70%	0.95%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn