

布局高端制剂国际化, 业务结构优化打开成长空间

投资要点

- **事件:** 2020年4月25日, 公司发布公告, 将采取非公开发行的方式发行不超过10亿元的A股, 其中数量不超过10,000万股, 价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的80%, 此次发行未超过本次非公开发行前公司总股本的30%, 所筹集的资金主要拟投入高端制剂国际化建设项目, 公司综合产能有望提升。
- **提前布局高端制剂国际化, 长期增长动力强劲。** 公司高端制剂国际化建设项目预计投资总额为7.9亿元, 拟使用募集资金投资金额为7亿元。项目建成后可形成年产500万瓶抗胆碱能类吸入剂、1,200万瓶双动力鼻喷雾剂、2,500万瓶皮质激素类注射剂及1,000万瓶麻醉镇静注射剂的综合生产能力, 主要覆盖呼吸科、皮质激素类注射剂、麻醉镇静等领域。公司目前在国内拥有杨府原料药生产区、临海川南生产区、杨府制剂生产区三个核心制造平台。在国外以意大利Newchen公司为主体拥有两个标准化原料药工厂, 已经具备了较强的原料药基础, 此次提前布局高端制剂国际化建设项目, 有望做到研发生产线建设产品申报的紧密对接, 为公司长期业绩增长提供强大动力。项目完全建成投产后预计可实现年销售收入8.8亿元, 实现净利润2.5亿元。
- **主营业务结构优化, 制剂业务增长迅速。** 公司2019年实现营业收入37.1亿元, 同比增长2.4%, 实现归母净利润4.1亿元, 同比增长36.2%。分板块看: 1) 原料药及中间体销售收入15.8亿元, 高毛利原料药品种有所增加, 产品结构持续优化, 随着新厂区逐步放量, 自营原料药业务有望迎来进一步增长。2) 制剂业务贡献销售收入20.9亿元, 其中制剂自营销售收入20.2亿元, 同比增长13.6%。分领域看, 妇科计生类制剂产品销售收入5.14亿元, 同比持平; 麻醉肌松类销售收入5.4亿元, 同比增长12%; 呼吸类销售收入3亿元, 同比增长55%; 皮肤科1.5亿元, 同比增长32%, 普药4.2亿元, 同比增长14%。公司制剂产品的终端纯销进一步强化, 同时专科制剂增长较快。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.55元、0.71元、0.87元, 对应估值分别为28倍、22倍和17倍, 未来三年归母净利润CAGR为25%。甾体原料药稳健增长, 制剂销售持续放量。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 产能建设不及预期; 政策推进不及预期; 原料药价格波动。

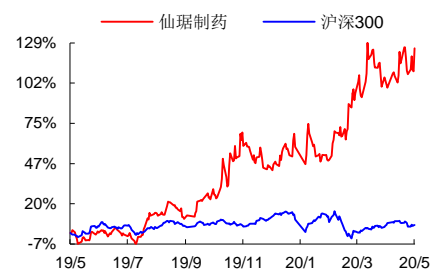
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3708.55	4059.52	4681.36	5464.15
增长率	2.40%	9.46%	15.32%	16.72%
归属母公司净利润(百万元)	410.37	501.26	646.31	801.68
增长率	36.17%	22.15%	28.94%	24.04%
每股收益EPS(元)	0.45	0.55	0.71	0.87
净资产收益率ROE	14.47%	15.37%	16.94%	17.83%
PE	34	28	22	17
PB	4.73	4.14	3.56	3.04

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@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)	9.16
流通A股(亿股)	9.04
52周内股价区间(元)	6.24-15.43
总市值(亿元)	139.08
总资产(亿元)	59.58
每股净资产(元)	3.28

相关研究

目 录

1 仙琚制药：中国甾体原料药及制剂一体化龙头.....	1
2 政策环境利好，高端制剂业务迎发展机遇.....	4
3 盈利预测与估值.....	6
4 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构情况 (截止 2020 年一季度)	1
图 3: 2010-2020 第一季度公司营业总收入情况.....	2
图 4: 2010-2020 第一季度公司归母净利润情况.....	2
图 5: 2019 年公司主营业务构成 (分产品)	2
图 6: 2019 年公司主营业务构成 (分地区)	2
图 7: 2010-2019 公司各类业务收入情况 (百万元)	3
图 8: 2010-2019 公司各类业务毛利率情况.....	3
图 9: 2010-2019 公司三项费用率情况.....	3

表 目 录

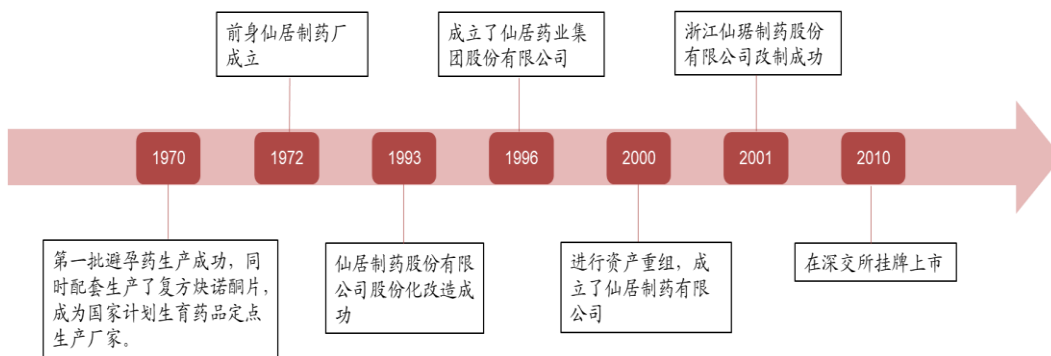
表 1: 国内相关政策情况.....	4
表 2: 公司目前 GMP 认证情况.....	4
表 3: 公司发明专利进展情况.....	5
表 4: 分业务收入及毛利率.....	6
表 5: 可比公司估值情况.....	6

1 仙琚制药：中国甾体原料药及制剂一体化龙头

仙琚制药是国内规模最大、品种最为齐全的甾体原料药和制综合生产厂家，创建于1972年，现有员工3900余人，其中技术人员占15%，销售人员占35%。公司主营业务为甾体原料药和制剂的研制、生产与销售。主要生产皮质激素类药物、性激素类药物（妇科及计生用药）和麻醉与肌松类药物等三大类。共有近200个品种，拥有300吨原料药、100亿片片剂、5亿粒胶囊、5亿支水针、2000万支冻干粉针剂、3500万支乳膏剂、6000万袋颗粒剂的生产能力。

公司前身为仙居制药有限公司。2000年，浙江医药与县电力开发公司、发展公司、县医药公司共同出资设立仙居有限。2001年仙居有限改制成为仙琚制药。2010年在深交所挂牌上市。

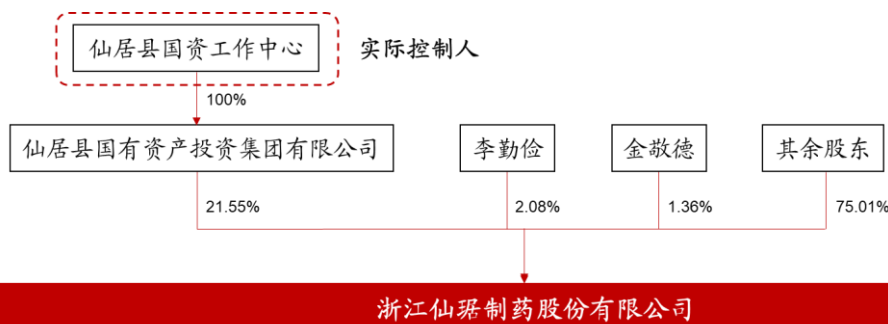
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

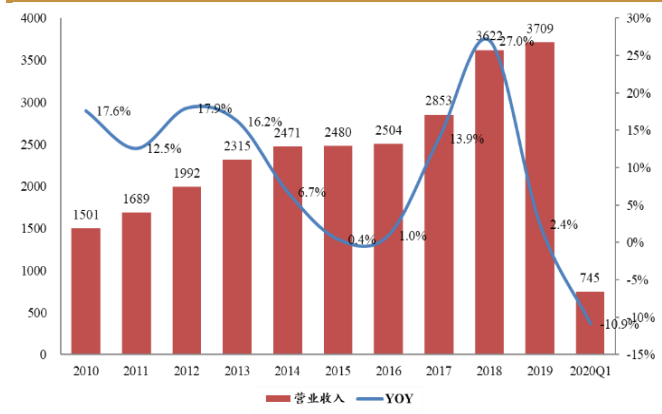
根据2020年第一季度报告，仙居县国有资产投资集团有限公司为公司第一大股东，持股比例21.6%。仙居县国资委为公司的实际控制人。公司股权结构比较分散，前十大股东持股占比为35.3%。

图2：公司股权结构情况（截止2020年一季度）

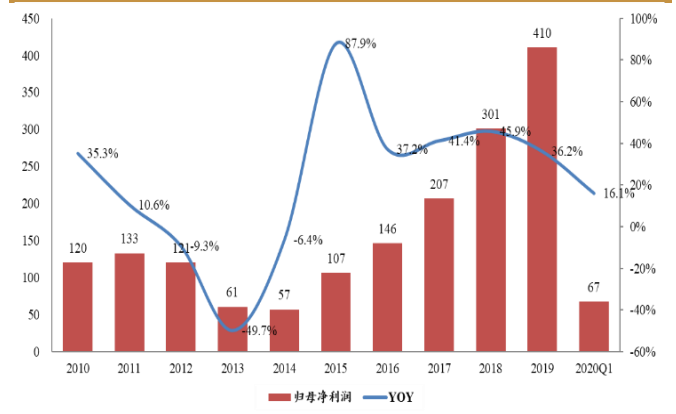


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

营收与净利润总体延续稳健增长。2010年以来,公司营业收入与净利润总体实现稳健增长,由于产品结构升级和降本增效,公司利润端增速高于营收增速。2010-2019年间,公司的营收、归母净利润复合增速分别为11%、15%;2019年,营业收入为37.1亿元,同比增长2.4%;归母净利润为4.1亿元,同比增长36%。2020年Q1受疫情影响和子公司海盛制药VD3降价影响,收入短期略有下降。

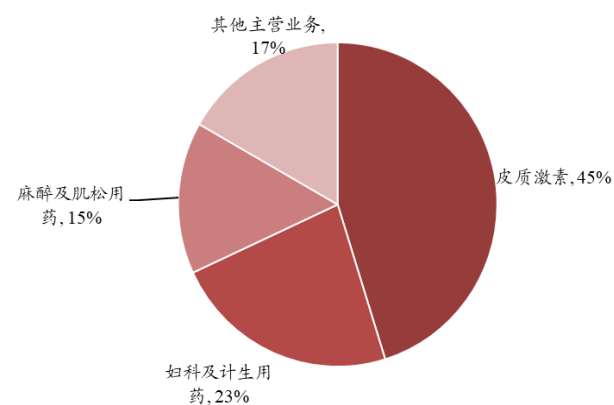
图3: 2010-2020第一季度公司营业总收入情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

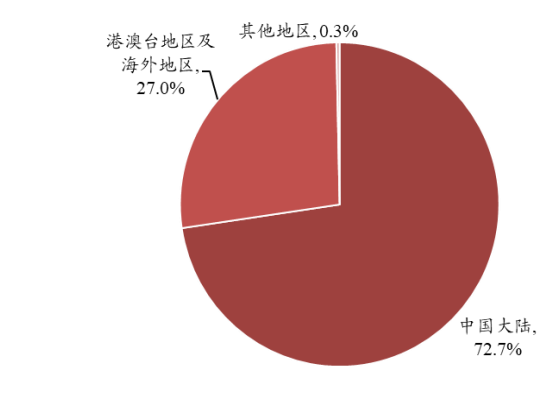
图4: 2010-2020第一季度公司归母净利润情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

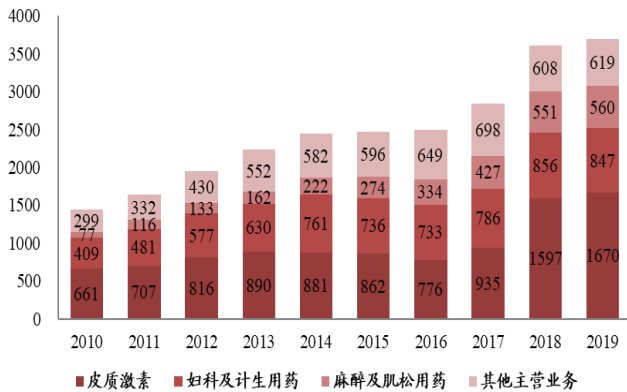
甾体激素为核心业务,三大业务稳健增长。从业务收入占比来看,甾体激素一直是公司的核心业务,2019年的销售收入占比约83%。分产品看,皮质激素所占比重最大,2019年的销售收入占比约45%,其次是妇科及计生用药和麻醉及肌松用药,占比分别为23%和15%。从业务收入构成地区看,中国大陆所占比重最大,2019年收入贡献约73%,其次是港澳台及海外地区,占比27%。从业务毛利率来看,皮质激素、妇科及计生用药和麻醉及肌松用药三大类业务的毛利率呈现稳健上升态势,分别从2010年的33.2%、59.9%和85.3%提高至2019年的49.8%、72.2%和88.7%。

图5: 2019年公司主营业务构成(分产品)


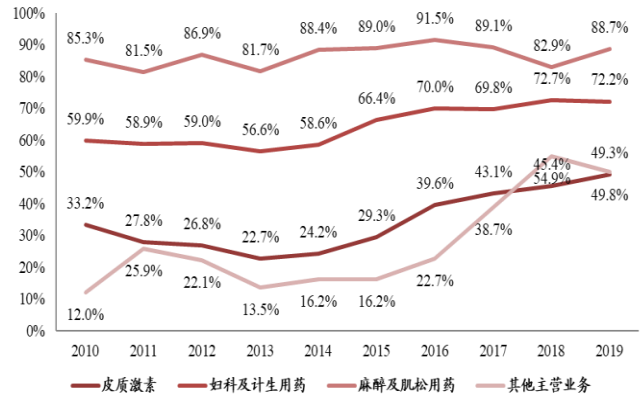
数据来源: Wind, 西南证券整理

图6: 2019年公司主营业务构成(分地区)


数据来源: Wind, 西南证券整理

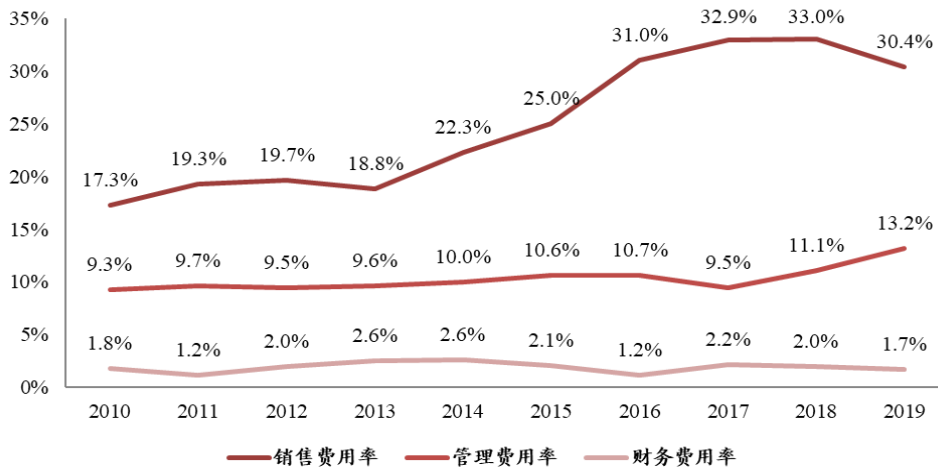
图 7：2010-2019 公司各类业务收入情况（百万元）


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2010-2019 公司各类业务毛利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

销售效率持续提升。公司三项费用中，销售费用占营业收入的比重最高。2017-2019 年，公司销售费用率分别为 32.9%，33%，30.4%，呈现稳定下降的态势。随着公司制剂产品销售逐渐成熟，销售基础费用有望持续降低。

图 9：2010-2019 公司三项费用率情况


数据来源：wind，西南证券整理

2 政策环境利好，高端制剂业务迎发展机遇

政策环境利好，高端制剂国际化进程有望加速。近年来，国家产业政策支持为药品生产企业发展国际化战略创造了良好的产业环境，同时国内医药领域改革节奏逐渐加快，行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，利好具有医药自主创新能力的企业。公司大部分主导产品的市场占有率居行业内前列，甾体激素行业内位居第一梯队并且多年来保持稳定，国际市场开拓有望夯实公司长期增长基础。目前公司已与美国、印度、英国等 30 多个国家的 40 多家原料药加工企业、制剂生产厂家和贸易商建立了业务联系，由意大利子公司 Newchem 公司和 Effechem 公司主要负责欧美规范市场的高端原料药销售。Newchem 公司由于意大利新冠疫情的爆发使得产能方面目前保持在正常产能的 80%左右，随着意大利的疫情逐渐好转，公司长期价值将逐步凸显。

表 1：国内相关政策情况

时间	政策	内容
2016-03-11	《国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见》(国办发〔2016〕11号)	建设符合国际标准的制剂出口加工基地，大力实施制剂国际化战略，提高原料药、制剂组合出口能力
2016-10-26	《医药工业发展规划指南》(工信部联规〔2016〕350号)	发展高端制剂产业化技术，推动高端制剂达到国际先进质量标准，支持建设一批高标准制剂生产基地，通过欧美 GMP 认证，开展国际注册，鼓励企业提升国际市场运营能力，建立面向国际市场的销售渠道，培育中国制造品牌
2018-04-03	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》(国办发〔2018〕20号)	加强药用原辅料、包装材料和制剂研发联动，促进药品研发链和产业链有机衔接，促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效，提高药品供应保障能力，更好地满足临床用药及公共卫生安全需求，加快我国由制药大国向制药强国跨越。
2020-3-30	《药品注册管理办法》(2020年1月22日国家市场监督管理总局令第27号公布)	强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系。
2020-3-30	药品生产监督管理办法(2020年1月22日国家市场监督管理总局令第28号公布)	落实生产质量责任，保证生产过程持续合规，符合质量管理规范要求，加强药品生产环节监管，规范药品监督检查和风险处置。

数据来源：政府官网，西南证券整理

销售效率显著提升，产品放量有望加速。公司销售终端网络已覆盖全国，与 7000 余家终端医院、6 万余家药店建立了业务联系。在妇科、麻醉科领域具有品牌优势，近两年在呼吸科领域销售增长迅速，皮肤科产品销售初具规模。终端营销网络的不断完善有利于公司产品结构的优化提升，确保公司业绩可持续增长。目前，公司所有原料药及制剂产品均通过了中国 GMP 认证，同时部分产品通过美国 FDA、欧盟 EDQM、加拿大 Health Canada、日本 PMDA、韩国 MFDS、印度 DCGI、哥伦比亚 INVIMA 等多个国外官方机构的 cGMP 现场检查。随着杨府原料药生产区产品及生产线的国际认证逐渐完成，公司产能利用率将会有效提升。

表 2：公司目前 GMP 认证情况

证书编号	认证范围	发证日期	有效期截止日
ZJ20190141	原料药(十一酸睾酮、丙酸睾酮、雌二醇、苯甲酸雌二醇、盐酸罗哌卡因、甲磺酸罗哌卡因)、片剂(激素类)、小容量注射剂(激素类)	2019-11-28	2024-11-27
ZJ20190093	原料药(醋酸泼尼松、米非司酮、泼尼松龙、醋酸泼尼松龙、炔诺酮、黄体酮、糠酸莫米松、二丙酸倍他米松、地塞米松磷酸钠、醋酸地塞米松、醋酸曲安奈德、地塞米松、曲安奈德)	2019-8-5	2024-8-4

证书编号	认证范围	发证日期	有效期截止日
ZJ20180097	小容量注射剂 (激素类); 原料药 (罗库溴铵)	2018-8-17	2023-8-16
ZJ20180080	原料药 (甲泼尼龙、匹多莫德、环索奈德、噻托溴铵)	2018-8-3	2023-8-2
ZJ20180041	小容量注射剂(含激素类)、冻干粉针剂	2018-4-8	2023-4-7
ZJ20180038	原料药 (醋酸甲羟孕酮、醋酸甲地孕酮、维库溴铵)	2018-3-27	2023-3-26
ZJ20170099	片剂 (含激素类, 含避孕药类)、胶囊剂 (含激素类, 含避孕药类)、颗粒剂、凝胶剂 (含激素类)、气雾剂 (激素类)、喷雾剂(激素类)、粉雾剂、乳膏剂 (激素类)	2017-12-27	2022-12-26
ZJ20170036	原料药(戊酸倍他米松、十一酸睾酮、丙酸睾酮、黄体酮、醋酸泼尼松龙、盐酸罗哌卡因)	2017-5-19	2022-5-18
ZJ20160044	原料药(琥珀酸甲泼尼龙、醋酸氢化可的松、氢化可的松)	2016-2-29	2021-2-28
ZJ20150134	原料药(米非司酮、维库溴铵、甲磺酸罗哌卡因、醋酸甲羟孕酮、二丙酸倍他米松、倍他米松磷酸钠、糠酸莫米松、地塞米松磷酸钠、醋酸地塞米松、醋酸曲安奈德、曲安奈德)	2015-10-29	2020-10-28
ZJ20150078	原料药 (炔诺酮、醋酸炔诺酮、庚酸炔诺酮、雌二醇、戊酸雌二醇、苯甲酸雌二醇、炔雌醇、甲硫酸新斯的明、氟马西尼、醋酸环丙孕酮、泼尼松龙)	2015-7-14	2020-6-7
ZJ20150078	原料药(炔诺酮、醋酸炔诺酮、庚酸炔诺酮、雌二醇、戊酸雌二醇、苯甲酸雌二醇、炔雌醇、甲硫酸新斯的明、氟马西尼、醋酸环丙孕酮、泼尼松龙)	2015-6-8	2020-6-7

数据来源: 药智网, 西南证券整理

研发投入持续加码, 科技成果转化能力进一步增强。公司 2019 年度研发费用投入 2 亿元, 同比增长 43.2%, 研发投入占营业收入比例 5.5%。公司在研发投入方面持续加码, 2019 年罗库溴铵注射液、非那雄胺片和米索前列醇片 3 只产品 5 个品规的一致性评价申请获得国家药监局受理。一类新药奥美克松钠药学和临床研究进展顺利, 舒更葡糖钠注射液等 4 个项目的工艺验证顺利完成, 戊酸雌二醇等项目通过预 BE 研究。2019 年度公司共获得再注册批准事项 55 项, 申报补充申请 21 项, 一次性进口批件申请 18 项, 同时获授 5 项发明专利, 1 项实用新型专利, 4 项发明专利申请获得受理, 截至 2019 年末, 公司已获得授权发明专利 35 项。技术开发及科技成果产业化的能力进一步增强。

表 3: 公司发明专利进展情况

产品技术名称	专利类比	专利申请号/专利号	申请日期	获取日期	取得方式
黄体酮纳米组合物及其制备方法	发明 Z	ZL201510353184-4	2015-6-24	2019-4-19	合作研发
一种醋酸氢化可的松的制备方法	发明 Z	ZL201710268441-3	2017-11-28	2019-8-27	自主研发
米索前列醇组合物、片剂及其用途	发明 Z	ZL201810396645-X	2018-4-28	2019-9-10	自主研发
一种去氢表雄酮的制备方法	发明 Z	ZL201711080913-9	2017-11-6	2019-9-20	自主研发
数据传输机构	实用新型 C	CN201910431650	2019-5-22	2019-11-1	自主研发
一种酰基辅酶 A-还原酶基因 pbsR 及其应用	发明 Z	ZL201610528007	2016-7-1	2019-11-26	合作研发
一种利用微生物转化制备宝丹酮的方法	发明 C	CN201910037611-6	2019-4-5		合作研发
一种制备倍他米松中间体的方法	发明 C	CN201910454446-4	2019-5-29		自主研发
替勃龙中间体的制备方法	发明 C	CN201910043225-8	2019-6-7		自主研发
一种地塞米松中间体的制备方法	发明 C	CN201910454561	2019-8-23		自主研发

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

核心假设:

1) 产品结构优化升级带动皮质激素竞争优势扩大, 预计 2020-2022 年公司皮质激素产品销量增速分别为 10.6%、15.6%和 20.6%, 毛利率分别为 52.8%、54.8%、55.8%;

2) 营销网络建设日趋成熟, 妇科领域稳定增长, 预计 2020-2022 年公司妇科及计生用药产品销量增速分别为 5%、7%和 9%, 毛利率分别为 74.2%、75.2%、75.7%;

3) 麻醉科领域已上市和在研产品进一步放量, 预计 2020-2022 年公司麻醉及肌松用药产品销量增速分别为 19.5%、21.5%和 23.5%, 毛利率分别为 90.7%、91.7%、92.2%;

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	3708.5	4059.5	4681.4	5464.1
	增速	2.4%	9.5%	15.3%	16.7%
	毛利率	60.5%	63.2%	64.4%	65.2%
皮质激素	收入	1670.3	1846.6	2134.0	2572.7
	增速	4.6%	10.6%	15.6%	20.6%
	毛利率	49.3%	52.8%	54.8%	55.8%
妇科及计生用药	收入	846.9	889.4	951.8	1037.7
	增速	-1.0%	5.0%	7.0%	9.0%
	毛利率	72.2%	74.2%	75.2%	75.7%
麻醉及肌松用药	收入	560.4	669.6	813.5	1004.5
	增速	1.6%	19.5%	21.5%	23.5%
	毛利率	88.7%	90.7%	91.7%	92.2%
其他主营业务	收入	619.0	638.2	670.1	703.6
	增速	1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	49.8%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	12.1	15.7	112.0	145.6
	增速	27.2%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	48.3%	45.1%	45.1%	45.1%

数据来源: 西南证券

参考国内可比公司, 行业平均 2020-2022 年估值分别为 35 倍、28 倍和 22 倍。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元和 0.87 元, 对应估值分别为 28 倍、22 倍和 17 倍。首次覆盖给予“持有”评级。

表 5: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000513.SZ	丽珠集团	39.83	1.64	1.95	2.28	24.21	20.45	17.44
002020.SZ	京新药业	10.64	0.66	0.76	0.85	16.24	14.05	12.50

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002262.SZ	恩华药业	13.75	0.78	0.95	1.15	17.55	14.45	11.94
300630.SZ	普利制药	73.30	1.76	2.64	3.66	41.63	27.74	20.01
600276.SH	恒瑞医药	78.70	1.29	1.66	2.12	60.89	47.42	37.14
600521.SH	华海药业	26.78	0.52	0.63	0.75	51.17	42.57	35.86
平均值						35.28	27.78	22.48

数据来源: Wind (预测时间为2020年5月29日), 西南证券整理

4 风险提示

- 1) 高端制剂国际化项目产能建设不及预期的风险;
- 2) 仿制药一致性评价、带量采购等政策推进不及预期的风险;
- 3) 原料药价格波动的风险。

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	3708.55	4059.52	4681.36	5464.15	净利润	442.48	540.48	696.88	864.41
营业成本	1463.33	1491.91	1665.56	1900.41	折旧与摊销	149.98	158.27	158.27	158.27
营业税金及附加	35.21	39.75	44.98	52.73	财务费用	64.38	85.78	76.11	75.70
销售费用	1127.26	1213.64	1376.14	1578.93	资产减值损失	-18.89	14.85	9.90	1.96
管理费用	284.00	319.00	377.23	456.69	经营营运资本变动	67.76	263.87	-105.34	-124.14
财务费用	64.38	85.78	76.11	75.70	其他	-185.91	-12.37	-33.48	-11.05
资产减值损失	-18.89	14.85	9.90	1.96	经营活动现金流净额	519.81	1050.88	802.34	965.14
投资收益	14.74	11.08	12.01	12.61	资本支出	-275.12	-240.25	-273.71	-333.82
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	63.76	17.14	25.39	25.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-211.36	-223.11	-248.32	-308.64
营业利润	543.40	669.62	857.20	1059.82	短期借款	-160.74	-535.30	0.00	0.00
其他非经营损益	-16.10	-9.33	-10.18	-10.88	长期借款	-110.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	527.30	660.29	847.02	1048.94	股权融资	-40.50	0.00	0.00	0.00
所得税	84.82	119.81	150.15	184.53	支付股利	0.00	-82.07	-100.25	-129.26
净利润	442.48	540.48	696.88	864.41	其他	145.50	-360.26	-74.41	-73.80
少数股东损益	32.11	39.22	50.57	62.73	筹资活动现金流净额	-166.65	-977.63	-174.67	-203.07
归属母公司股东净利润	410.37	501.26	646.31	801.68	现金流量净额	143.10	-149.86	379.36	453.43
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	1027.95	878.09	1257.45	1710.88	成长能力				
应收和预付款项	781.57	871.11	995.17	1161.08	销售收入增长率	2.40%	9.46%	15.32%	16.72%
存货	671.83	671.39	762.67	866.97	营业利润增长率	26.01%	23.23%	28.01%	23.64%
其他流动资产	375.18	60.32	69.56	81.19	净利润增长率	28.12%	22.15%	28.94%	24.04%
长期股权投资	167.97	167.97	167.97	167.97	EBITDA 增长率	19.06%	20.57%	19.47%	18.52%
投资性房地产	26.02	26.02	26.02	26.02	获利能力				
固定资产和在建工程	1868.86	1983.90	2149.51	2375.81	毛利率	60.54%	63.25%	64.42%	65.22%
无形资产和开发支出	800.61	769.30	720.89	671.90	三费率	39.79%	39.87%	39.08%	38.64%
其他非流动资产	104.36	96.55	81.42	67.10	净利率	11.93%	13.31%	14.89%	15.82%
资产总计	5824.35	5524.64	6230.64	7128.90	ROE	14.47%	15.37%	16.94%	17.83%
短期借款	535.30	0.00	0.00	0.00	ROA	7.60%	9.78%	11.18%	12.13%
应付和预收款项	578.19	622.88	688.16	792.03	ROIC	13.50%	16.22%	19.80%	22.21%
长期借款	960.06	960.06	960.06	960.06	EBITDA/销售收入	20.43%	22.51%	23.32%	23.68%
其他负债	692.20	424.92	469.02	528.26	营运能力				
负债合计	2765.74	2007.85	2117.23	2280.35	总资产周转率	0.66	0.72	0.80	0.82
股本	916.21	916.21	916.21	916.21	固定资产周转率	2.88	2.94	3.76	4.94
资本公积	851.90	851.90	851.90	851.90	应收账款周转率	5.19	5.36	5.44	5.50
留存收益	1173.18	1592.37	2138.43	2810.84	存货周转率	2.16	2.20	2.30	2.32
归属母公司股东权益	2941.52	3360.48	3906.54	4578.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.31%	—	—	—
少数股东权益	117.08	156.30	206.87	269.60	资本结构				
股东权益合计	3058.60	3516.78	4113.41	4848.56	资产负债率	47.49%	36.34%	33.98%	31.99%
负债和股东权益合计	5824.35	5524.64	6230.64	7128.90	带息债务/总负债	54.07%	47.82%	45.34%	42.10%
					流动比率	1.63	2.51	2.82	3.04
					速动比率	1.25	1.83	2.12	2.35
					股利支付率	0.00%	16.37%	15.51%	16.12%
					每股指标				
					每股收益	0.45	0.55	0.71	0.87
					每股净资产	3.21	3.67	4.26	5.00
					每股经营现金	0.57	1.15	0.88	1.05
					每股股利	0.00	0.09	0.11	0.14
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	757.76	913.67	1091.58	1293.79					
PE	33.89	27.75	21.52	17.35					
PB	4.73	4.14	3.56	3.04					
PS	3.75	3.43	2.97	2.55					
EV/EBITDA	19.12	15.14	12.34	10.07					
股息率	0.00%	0.59%	0.72%	0.93%					

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 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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
	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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@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