

重庆区域水务龙头，业绩稳定增长

投资要点

- 国资区域供排水龙头，业绩稳健增长：**公司是重庆供排水的龙头，其供水业务(含合营、联营)在重庆主城区市占率约为88%，污水处理业务(含合营、联营)市场占有率约为82%。2018-2020年实现营收分别为51.7亿元、56.4亿元、63.5亿元，年复合增速为7.1%，实现归母净利润14.2亿元、16.7亿元、16.7亿元，年复合增速为7.7%，扣非归母净利润12.7亿元、15.4亿元、16.7亿元，年复合增速为9.7%。扣掉增值税政策调整等影响，公司主营业务稳定增长。公司盈利水平较好，毛利率基本保持在40%以上，持续保持良好的盈利水平，期间费率波动不大，资产负债率较低，财务结构稳健，现金流稳定。
- 产能稳步增长，业务逐步拓展。**2017-2020年，污水产能提升明显，截止到2020年底，污水处理能力达到357万立方米/日，超额完成公司“十三五”规划目标，主要系公司增加在重庆市区域内的特许经营范围。2020年12月30日，公司公告新纳入19座污水处理厂，合计处理规模26.9万吨/天，污水处理规模进一步提升。公司向重庆以外地区拓展业务也开始有所突破，逐渐稳步进军全国水务市场。
- 污水量价齐升增盈利。**污水销量持续增长，结算价格第五期确定为2.98元/m³，较上期污水结算价2.77元/m³上调了0.21元/m³，提升了7.6%，2020年，公司污水业务贡献营收35.2亿元，同比增加22.9%，公司持续拓展污水经营范围，量价齐升将为收入带来显著增长。
- 继续保持良好分红。**公司2010年上市后，分红10次，分红金额为123.8亿元，股息率约5%左右，2020年公司拟每10股派发现金红利2.55元。
- 盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为0.39元、0.43元、0.47元，对应PE为15x、14x、13x，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示：**业务拓展不及预期、污水增值税征收变化风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6349.60	6961.35	7632.18	8400.10
增长率	12.61%	9.63%	9.64%	10.06%
归属母公司净利润(百万元)	1773.73	1891.75	2050.89	2254.92
增长率	6.52%	6.65%	8.41%	9.95%
每股收益EPS(元)	0.37	0.39	0.43	0.47
净资产收益率ROE	11.40%	11.71%	12.59%	13.26%
PE	16	15	14	13
PB	1.82	1.76	1.75	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@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)	48.00
流通A股(亿股)	48.00
52周内股价区间(元)	4.94-6.46
总市值(亿元)	280.32
总资产(亿元)	245.34
每股净资产(元)	3.23

相关研究

目 录

1 公司概况：区域供排水龙头，特许经营权持续调整	1
1.1 公司简介.....	1
1.2 重庆最大的供排水综合平台，经营范围持续调整.....	2
1.3 上市 10 余年，主营业务稳定增长.....	2
2 产能稳定增长，业务逐步拓展	4
2.1 供排水需求稳步提升，产能逐步扩增.....	4
2.2 业务向重庆以外地区拓展.....	5
3 污水提价增盈利，供水收入稳定	6
4 持续稳定高分红	7
5 盈利预测与估值	8
5.1 盈利预测.....	8
5.2 相对估值.....	9
6 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司目前股权结构示意图	1
图 2: 公司 2010 年以来营业收入和增速	3
图 3: 公司 2010 年以来净利润和增速	3
图 4: 公司 2010 年以来各类业务收入 (单位: 亿元)	3
图 5: 公司 2020 年营收结构情况	3
图 6: 公司 2010 年以来毛利率变化	4
图 7: 重庆近 10 年城镇人口和城镇化率	4
图 8: 重庆近 10 年 GDP 总量和增速	4
图 9: 公司 2010 年供水产能变化 (不含中法水务) 和增速	5
图 10: 公司 2010 年污水产能变化 (不含中法水务) 和增速	5
图 11: 2020 年公司供水业务成本	6
图 12: 2020 年公司污水处理成本	6

表 目 录

表 1: 公司最新前十大股东及持股情况 (截止到 2020 年报)	1
表 2: 公司 2016 年以来公布的对外重庆市以外区域投资项目 (截止到 2020 年报)	5
表 3: 公司 2016 年以来污水业务平均量价情况	6
表 4: 2010 年以来公司污水结算价格	6
表 5: 公司 2016 年以来供水业务平均量价情况	7
表 6: 公司 2016 年以来供水水价按地区分类情况	7
表 7: 分业务收入及毛利率	8
表 8: 相对估值表	9
附表: 财务预测与估值	10

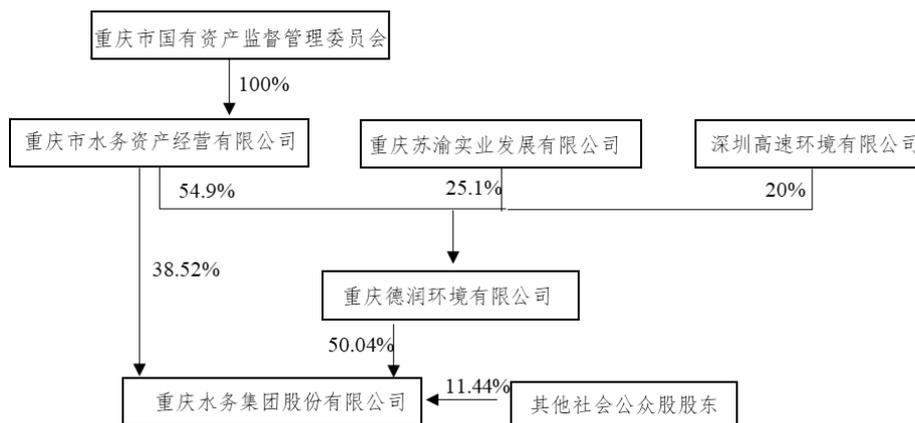
1 公司概况：区域供排水龙头，特许经营权持续调整

1.1 公司简介

公司是目前重庆市最大的供排水一体化经营企业，前身是成立于 2001 年的重庆水务控股（集团）有限公司，归属于重庆国资委旗下。2007 年，国资委通过股权划转整体变更为重庆水务集团股份有限公司，取得重庆市政府授予的供水和排水特许经营权，经营期限为 30 年。2010 年公司在上海证券交易所上市。

公司上市后股权划转，2015 年，公司原控股股东重庆市水务资产经营有限公司以其持有的公司 17.6 亿股(占比 36.6%)、公司原第二大股东重庆苏渝实业发展有限公司以其持有的公司 6.5 亿股(占比 13.4%)及现金 4.4 亿元或等值外币向德润环境增资。增资完成后，德润环境成为公司新控股股东，持有上市公司 50.04% 股权，并成为重庆市国资委旗下的大环境产业平台。2017 年，重庆水务资产将所持德润环境 20% 的股权转让给深高速，引入深圳高速环境有限公司，丰富公司股权结构。

图 1：公司目前股权结构示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司最新前十大股东及持股情况（截止到 2020 年报）

股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例 (%)	股本性质	股东性质
重庆德润环境有限公司	24.02	50.04	流通 A 股	国有法人
重庆市水务资产经营有限公司	18.49	38.52	流通 A 股	国有法人
中国证券金融股份有限公司	1.09	2.27	流通 A 股	未知
中央汇金资产管理有限责任公司	0.27	0.56	流通 A 股	未知
吴绮绯	0.11	0.23	流通 A 股	境内自然人
香港中央结算有限公司	0.08	0.17	流通 A 股	未知
中国农业银行股份有限公司- 景顺长城能源基建混合型证券投资基金	0.07	0.15	流通 A 股	未知
李弟勇	0.07	0.15	流通 A 股	境内自然人
黄星顺	0.05	0.12	流通 A 股	境内自然人

股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例 (%)	股本性质	股东性质
上海通怡投资管理有限公司- 通怡芙蓉 11 号私募证券投资基金	0.05	0.10	流通 A 股	未知
合计	44.31	92.31	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 重庆最大的供排水综合平台，经营范围持续调整

公司在重庆区域供排水市场具有垄断地位，根据公司公告，截止到 2020 年 12 月 30 日，公司供水业务（含合营、联营）在重庆市主城区的市占率约为 88%，污水处理服务业务（含合营、联营）在重庆市主城区的市占率约为 82%。公司供水企业的制水系统（水厂）28 个，生产能力约为 244 万立方米/日；排水企业运营管理污水处理厂 81 个，污水处理业务日处理能力约为 357 万立方米/日；污泥处理系统（含投资新建、受托/租赁运营等）9 套，日设计污泥处理能力 2072 吨。

2020 年 12 月 30 日，公司公布再对旗下的供水和排水的特许经营权进行调整，具体调整如下：九龙坡区、沙坪坝区中梁山和歌乐山以西地区的槽谷区域不再纳入公司供水特许经营权区域范围；将渝北空港区域调整纳入公司供水特许经营权区域范围，将荣昌污水处理厂等 19 座城镇污水处理厂调整纳入公司污水处理特许经营权区域范围。公司持续纳入毛利率较高的污水处理业务，我们认为这将进一步提升公司的综合毛利率。

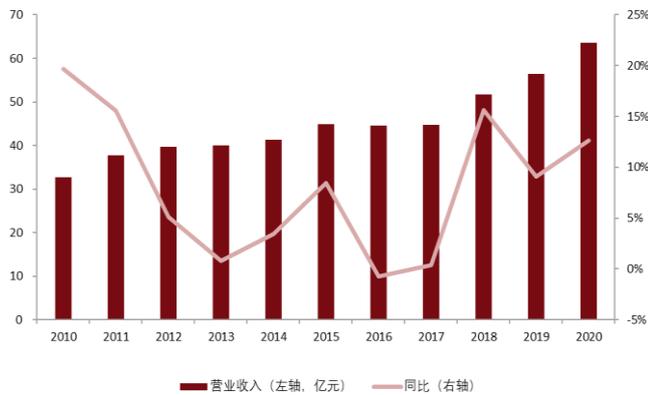
1.3 上市 10 余年，主营业务稳定增长

公司业绩状况：2018-2020 年公司实现营收分别为 51.7 亿元、56.4 亿元和 63.5 亿元，同比增长 15.4%、9.1%和 12.6%，实现归母净利润 14.2 亿元、16.7 亿元和 17.7 亿元，同比增长-31.3%、17.3%和 6.7%，扣非归母净利润 12.7 亿元、15.4 亿元和 16.7 亿元，同比增长-33.7%、21.6%和 8.6%。

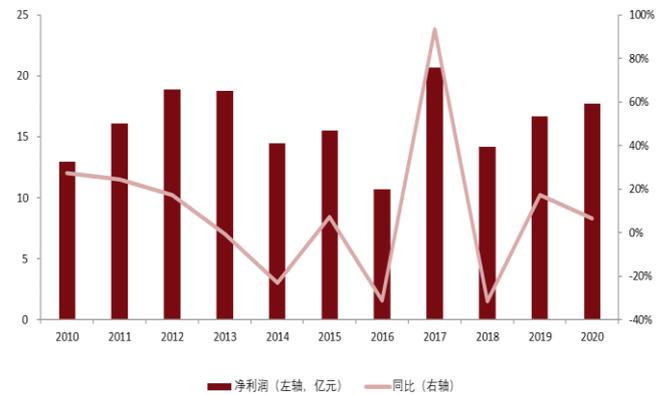
增值税计提方式变动引起业绩波动：2015-2018 年 5 月期间，公司增值税计提方式一直变动并未确定，导致期间年度归母净利润波动较大，2016 年计提污水处理服务增值税 5.7 亿元，导致当年归母净利润较低，在 2016 年低基数效应下，2017 年公司净利润同比增速达到了 93.5%，而 2017 年的高基数也导致 2018 年的业绩下滑。2018 年 5 月，公司最终确定污水处理服务增值税按税率 6%由母公司统一计缴。截止到 2018 年 12 月 31 日，公司收到 2017 年 4 月-2018 年 4 月期间已缴纳污水增值及附加税清算退税 1.3 亿元和重庆市财政补贴 1.4 亿元。

九龙水电项目终止导致资产减值损失：2016-2018 年，公司产能并未出现大规模调整，造成净利润不稳定的主要因素除了增值税政策调整，还有九龙水电项目计提减值和汇兑损益。2018 年公司持股 90%的九龙县汤古电力开发有限公司，由于施工方违约、政策环境变化等因素，于 2018 年 10 月，公司终止该项目投资，并计提减值约 3 亿元。

目前，剔除掉增值税政策调整、九龙水电项目计提与汇兑损失，公司业主营业务业绩稳定增长。

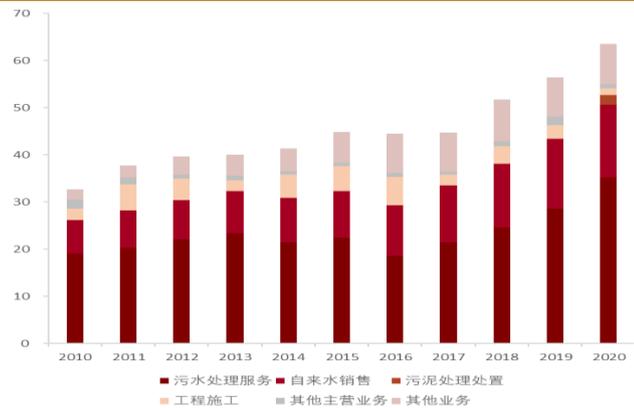
图 2：公司 2010 年以来营业收入和增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

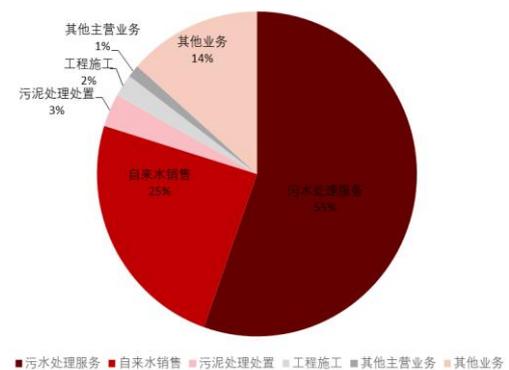
图 3：公司 2010 年以来净利润和增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务：公司主要业务分为污水处理业务、供水业务、工程施工和其他业务，一直以来，污水处理业务和供水业务都是公司最主要的收入来源。2020 年污水处理业务收入贡献占比约 55.4%，其次是供水业务收入贡献占比 24.4%，合计 79.8%，目前公司工程施工和其他业务营业收入贡献相对占比较小。由此我们认为，污水和供水这两项业务的变化是影响公司业绩变化的主要因素。

图 4：公司 2010 年以来各类业务收入（单位：亿元）


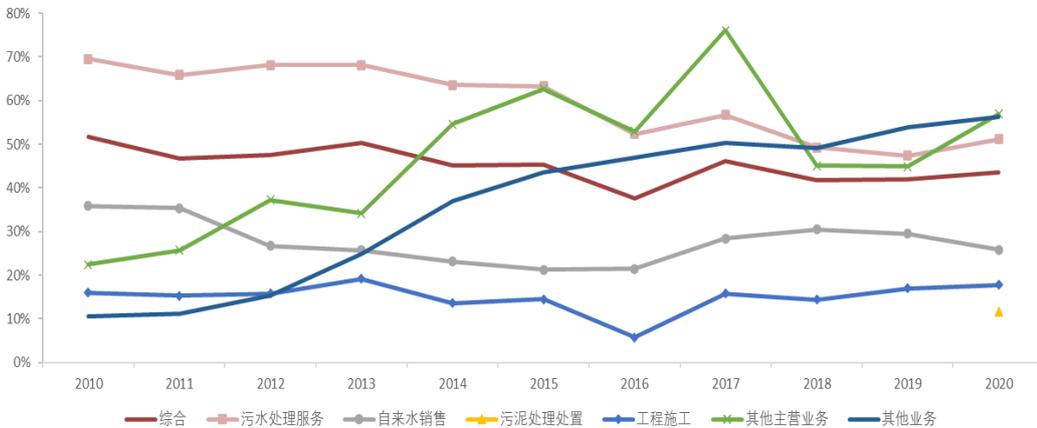
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2020 年营收结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司综合毛利率在 2018-2020 年一直保持在 40% 的以上，盈利水平维持在一个较高的水平，其中污水处理业务相比较于其他业务盈利水平也是最高的。2018-2020 年污水业务毛利率分别为 49.3%、47.4% 和 51.1%，一直维持在一个较高的水平。

公司期间费率在 2017-2020 年分别为 17.6%、18.0% 和 16.8%，总体保持平稳波动不大。

图 6: 公司 2010 年以来毛利率变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 产能稳定增长, 业务逐步拓展

2.1 供排水需求稳步提升, 产能逐步扩增

水务产能扩张具有一定超前性: 随着区域内人口增长和产业聚集, 城市的供排水需求也随之增加, 因此需求自然扩张带来的产能是水务行业最常见的增长逻辑。考虑到水务增加产能建设具有投资强度大、设计建设周期长等特征, 地方政府一般会采取超前建设, 以保证满足未来一段时间内区域人口增加带来的需求增长。因此, 在一定区域内, 供排水产能的扩张具有阶段超前性, 公司产能扩增也有这样的节奏。

城镇人口增长、工商业活跃度提升带来需求稳步提升: 近 10 年来重庆市城镇人口不断增加, 城镇化率也稳步攀升, 截止到 2019 年, 城镇人口已达 2087 万人, 城镇化率已经 67%, 城镇人口的持续增长也带动了水务需求的稳步提升。同时, 随着重庆地区 GDP 的增长, 带来当地工商业活跃度提升, 也有效拉动工商业供排水需求不断增加。

图 7: 重庆近 10 年城镇人口和城镇化率


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 8: 重庆近 10 年 GDP 总量和增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

公司污水产能持续稳定扩张：截止到 2020 年底，公司供水产能达到 244 万立方米/日，同比下降 8%，系公司调出部分供水经营范围和关闭部分规模较小的自来水厂。污水处理产能规模达到 357 万立方米/日，同比增长 3.46%，超额完成公司“十三五”规划污水处理产能要突破 299 万立方米/日的目标，公司污水扩张的潜力一方面来自于区域内城镇化水平提高，带来水务需求的扩张；另一方面来自于公司加速整合体外污水水务资产。

图 9：公司 2010 年供水产能变化（不含中法水务）和增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2010 年污水产能变化（不含中法水务）和增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 业务向重庆以外地区拓展

公司成立以来，一直秉承“立足重庆，面向全国”的原则，将自身成熟的水务运营经验推向全国其他地区，但由于供排水业务具有区域内垄断性的特点，要打开国内其他地区的大门较为困难。但这一情况在 2016 年成功收购成都汇凯水处理有限公司开始有所突破，公司逐渐稳步进军全国水务市场。

表 2：公司 2016 年以来公布的对外重庆市以外区域投资项目（截止到 2020 年报）

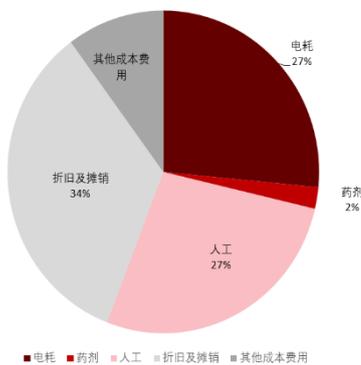
时间	被投资公司	金额 (万元)	持股情况	主要业务类型	服务范围
2016 年 4 月	成都汇凯水处理有限公司	3120	80%	污水处理	成都青白江区
2018 年 11 月	安陆市涢洁环保科技有限公司	5112	84%	污水处理	武汉安陆市
2019 年 7 月	成都汇旋水处理有限公司	2455	100%	污水处理	成都青白江区
2019 年 9 月	成都驰源环保工程有限公司	1800 (未实缴)	100%	污泥处置	成都青白江区
2019 年 12 月	中州水务控股有限公司	24090	20%	供排水经营、服务咨询	-
2020 年 12 月	昆明市五华区渝星水务有限责任公司	6900	69%	水环境综合整治	昆明市五华区

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 污水提价增盈利，供水收入稳定

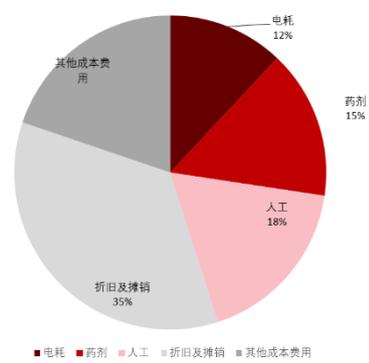
业务成本固定，调价影响大：公司主营两项业务供水和排水的成本结构中，固定资产折旧是占比最高的部分，分别为 34% 和 35%。即可得出可变成本就分别占比 66% 和 65%，主要包括人工成本占比分别为 27% 和 18%，动力成本（电耗）占比分别为 27% 和 12%，以及药剂等材料成本。供排水处理业务成本会随着物价水平的提升而上涨，供排水的工艺处理技术经过几十年成长已经进入成熟阶段，且供排水厂建成后再改建较为困难，所以通过技术改造和提升管理效率的方式来优化成本也较难执行。所以水价的调整是公司盈利中最敏感的因素，目前公司水价定价均按照政府批准来执行。

图 11：2020 年公司供水业务成本



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2020 年公司污水处理成本



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司污水结算价上调，增加盈利有保障：公司污水结算价第五期（2020 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日止）确定为 2.98 元/m³，较上期 2.77 元/m³ 上调 0.21 元/m³，价格提升 7.6%。2018-2020 年，污水业务销量也一直在稳步提升，同比增长 9.4%、14.9% 和 8.8%，其所带来的营收分别为 24.6 亿元、28.6 亿元和 35.2 亿元，同比增长 15.2%、14.4%、22.9%，污水量价齐升，盈利增厚明显。同时随着人口增加、工商业活动度提升，以及公司持续调整的经营范围，公司污水业务收入有望持续稳定增长。

表 3：公司 2016 年以来污水业务平均量价情况

指标	2016	2017	2018	2019	2020
产能 (万 m ³)	228.4	244.9	292.4	345.0	365.95
产能利用率 (%)	99.0	97.9	91.0	89.1	-
售水量 (亿 m ³)	8.6	9.1	10.0	11.5	12.5
售水均价 (元/m ³)	2.78	2.77	2.77	2.77	2.89

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：2010 年以来公司污水结算价格

期数	时间	价格 (元/m ³)	较前期浮动	增幅
首期	上市前-2010.12.31	3.43	-	-
二期	2011-2013	3.25	-0.18	-5.2%
三期	2014-2016	2.78	-0.47	-14.5%
四期	2017-2020	2.77	-0.01	-0.4%

期数	时间	价格 (元/m ³)	较前期浮动	增幅
五期	2020-2022	2.89	0.21	7.6%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司供水收入稳中有升: 2018-2020年, 公司供水业务售水量有所提升, 其所带来的营收分别为 13.6 亿元、14.8 亿元和 15.5 亿元, 同比增长 12.5%、9.2%和 4.5%, 收入保持稳中有升, 供水业务产能有所略有下降, 系公司持续调整经营范围和关闭规模较小的自来水厂。

表 5: 公司 2016 年以来供水业务平均量价情况

指标	2016	2017	2018	2019	2020
产能 (万 m ³)	218.6	218.6	243.6	265.8	244.5
产能利用率 (%)	61.8	56.0	55.4	55.3	-
年售水量 (亿 m ³)	4.21	4.47	4.92	5.36	5.69
售水均价 (元/m ³)	2.52	2.70	2.76	2.77	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 6: 公司 2016 年以来供水水价按地区分类情况

区域 (元/m ³)	2016	2017	2018	2019	2020
重庆市主城区	2.8623	2.886	2.8215	2.8338	2.7734
重庆市合川区	2.6134	2.7629	2.9808	2.9927	2.9377
重庆市万盛经济技术开发区	2.7913	2.8131	2.8195	2.8249	2.7777
重庆市江津区	-	-	-	3.0107	3.0016

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 持续稳定高分红

公司持续稳定高分红: 根据公司章程, 公司向股东进行利润分配的方式以现金分红为主, 在符合公司利润分配原则的前提下, 公司每年以现金方式分配的股利应当不少于当年实现的可供股东分配利润额的 60%。自公司上市以来, 分红 10 次, 累计分红金额为 123.8 亿元, 股息率在 4-6%, 公司展现出了持续稳定分红的作风。根据公司公告, 2020 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.55 元, 继续维持稳定分红。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 2021-2023 年, 污水结算价格上调和拓展经营范围, 污水处理业务收入维持稳增长 20%/15%/15%, 毛利率维持较高水平 50%/50%/50%。

假设 2: 2021-2023 年, 自来水销售业务收入增速放缓, 维持 2% 增长, 毛利率维持 25%。

假设 3: 污泥处理处置、工程施工业务及其他占比较小, 预计 2021-2023 年污泥处理处置业务收入增长 2%; 其他业务收入增长 2%, 维持毛利率 50%; 其他主营业务增长保持不变, 毛利率维持 45%; 工程施工业务收入近两年持续下降预计 2021-2023 年收入下降 20%/10%/10%, 毛利率维持 15%。

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
污水处理服务	收入	3517.36	4220.8	4854.0	5582.1
	增速	22.9%	20.0%	15.0%	15.0%
	成本	1720.05	2110.4	2427.0	2791.0
	毛利率	51.1%	50.0%	50.0%	50.0%
自来水销售	收入	1549.4	1580.4	1612.0	1644.3
	增速	4.4%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	1149.2	1185.3	1209.0	1233.2
	毛利率	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
污泥处理处置	收入	207.79	211.9	216.2	220.5
	增速	-	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	183.68	186.5	190.2	194.0
	毛利率	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
工程施工	收入	141.6	113.3	102.0	91.8
	增速	-50.5%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
	成本	117.3	96.3	86.7	78.0
	毛利率	17.2%	15.0%	15.0%	15.0%
其他主营业务	收入	79.2	175.5	175.5	175.5
	增速	-54.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	34.1	96.5	96.5	96.5
	毛利率	56.9%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	854.2	871.3	888.7	906.5
	增速	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	374.3	435.6	444.4	453.2
	毛利率	56.2%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	6349.6	6961.4	7632.2	8400.1

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	增速	12.6%	9.6%	9.6%	10.1%
	成本	3578.7	3924.2	4263.6	4652.0
	毛利率	43.6%	43.6%	44.1%	44.6%

数据来源: wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取水务运营公司中主营收入为供排水业务的同类型公司, 五家公司平均 PETTM 为 14 倍, 20-22 年平均估值为 14 倍、12 倍、11 倍。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 69.6/76.3/84 亿元, 归母净利润分别为 18.9/20.5/22.5 亿元, EPS 分别为 0.39/0.43/0.47 元, 对应 PE 为 15X、14X 和 13X, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 8: 相对估值表

序号	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
				TTM	21E	22E	
1	601158	重庆水务	280	16	15	14	1.8
平均值				14	12	11	1.5
2	600008	首创股份	227	17	15	13	1.5
3	000598	兴蓉环境	157	12	12	10	1.3
4	600461	洪城水业	66	10	8	7	1.3
5	601368	绿城水务	52	18	-	-	1.2

数据来源: wind, 西南证券整理

6 风险提示

业务拓展不及预期、污水增值税征收变化风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6349.60	6961.35	7632.18	8400.10	净利润	1776.71	1892.60	2051.74	2255.77
营业成本	3578.65	3924.21	4263.56	4652.01	折旧与摊销	1096.90	666.63	721.06	779.42
营业税金及附加	90.49	106.51	116.01	127.68	财务费用	34.69	56.43	83.57	87.28
销售费用	116.47	181.00	198.44	218.40	资产减值损失	-0.21	0.00	0.00	0.00
管理费用	912.28	974.59	1068.51	1176.01	经营营运资本变动	609.95	-564.37	127.37	104.88
财务费用	34.69	56.43	83.57	87.28	其他	-1216.73	-202.04	-200.38	-203.26
资产减值损失	-0.21	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2301.31	1849.25	2783.36	3024.08
投资收益	224.58	200.00	200.00	200.00	资本支出	-1973.66	-2000.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	3.06	2.04	2.38	2.26	其他	-325.48	264.04	202.38	202.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2299.15	-1735.96	-1297.62	-1297.74
营业利润	2021.12	1920.66	2104.48	2340.97	短期借款	-460.00	0.00	106.61	-106.61
其他非经营损益	62.57	92.74	78.22	58.79	长期借款	275.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	2083.70	2013.40	2182.70	2399.76	股权融资	64.45	0.00	0.00	0.00
所得税	306.98	120.80	130.96	143.99	支付股利	0.00	-1330.30	-1418.81	-1538.17
净利润	1776.71	1892.60	2051.74	2255.77	其他	679.09	166.29	-404.57	112.72
少数股东损益	2.98	0.85	0.85	0.85	筹资活动现金流净额	558.72	-1164.01	-1716.77	-1532.06
归属母公司股东净利润	1773.73	1891.75	2050.89	2254.92	现金流量净额	560.88	-1050.72	-231.03	194.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2808.19	1757.47	1526.44	1720.73	成长能力				
应收和预付款项	1300.50	1674.51	1788.76	1944.19	销售收入增长率	12.61%	9.63%	9.64%	10.06%
存货	541.85	563.75	615.94	676.28	营业利润增长率	16.82%	-4.97%	9.57%	11.24%
其他流动资产	853.30	725.89	711.82	741.34	净利润增长率	6.65%	6.52%	8.41%	9.94%
长期股权投资	1675.86	1675.86	1675.86	1675.86	EBITDA 增长率	17.53%	-16.14%	10.04%	10.26%
投资性房地产	147.90	147.90	147.90	147.90	获利能力				
固定资产和在建工程	14017.71	15444.59	16317.05	17131.15	毛利率	43.64%	43.63%	44.14%	44.62%
无形资产和开发支出	1988.44	1895.07	1801.70	1708.32	三费率	16.75%	17.41%	17.69%	17.64%
其他非流动资产	1200.54	1200.39	1200.24	1200.09	净利率	27.98%	27.19%	26.88%	26.85%
资产总计	24534.29	25085.44	25785.70	26945.87	ROE	11.40%	11.71%	12.59%	13.26%
短期借款	0.00	0.00	106.61	0.00	ROA	7.24%	7.54%	7.96%	8.37%
应付和预收款项	1974.01	2460.31	2619.53	2837.04	ROIC	13.46%	12.71%	13.00%	13.92%
长期借款	1184.96	1184.96	1184.96	1184.96	EBITDA/销售收入	49.65%	37.98%	38.12%	38.19%
其他负债	5784.36	5275.16	5576.67	5908.33	营运能力				
负债合计	8943.33	8920.43	9487.77	9930.33	总资产周转率	0.27	0.28	0.30	0.32
股本	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00	固定资产周转率	0.55	0.56	0.58	0.61
资本公积	4678.82	4678.82	4678.82	4678.82	应收账款周转率	6.14	6.04	6.05	6.06
留存收益	5555.59	6117.04	6749.12	7465.87	存货周转率	7.26	7.10	7.22	7.18
归属母公司股东权益	15522.66	16095.85	16227.93	16944.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.91%	—	—	—
少数股东权益	68.30	69.15	70.00	70.85	资本结构				
股东权益合计	15590.96	16165.01	16297.94	17015.54	资产负债率	36.45%	35.56%	36.79%	36.85%
负债和股东权益合计	24534.29	25085.44	25785.70	26945.87	带息债务/总负债	35.61%	35.70%	34.69%	32.07%
					流动比率	1.32	1.20	1.08	1.12
					速动比率	1.19	1.06	0.94	0.97
					股利支付率	0.00%	70.32%	69.18%	68.21%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.39	0.43	0.47
					每股净资产	3.23	3.35	3.38	3.53
					每股经营现金	0.48	0.39	0.58	0.63
					每股股利	0.00	0.28	0.30	0.32
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	3152.71	2643.72	2909.11	3207.67					
PE	15.97	14.97	13.81	12.56					
PB	1.82	1.76	1.75	1.67					
PS	4.46	4.07	3.71	3.37					
EV/EBITDA	8.44	10.47	9.62	8.63					
股息率	0.00%	4.70%	5.01%	5.43%					

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
	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
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn