

短期业绩受扰动，黄金板块成长性延续

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 半年度报告，2022 年上半年实现营业收入 39.94 亿元，同比增长 14.53%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比减少 15.03%；扣非后净利润 5.72 亿元，同比下降 9.54%。
- **突发性因素影响业绩，下半年有望齐头赶上。**据公司半年报，公司净利润同比下降主要因原材料价格上涨，生产成本上升；玉龙矿业受北京冬奥会、冬残奥会影响，无法采购炸药，致使生产进度受到影响；吉林板庙子受疫情影响销量同比下降。下半年来看，玉龙矿业扩建的 3000 吨选矿产能已经投产，再加上原有的 2000 吨产能，公司将开足马力弥补上半年的生产减量，预计下半年玉龙矿山的业绩将有明显改善。黄金业务来看，随着黑河选矿量上升、大柴旦品位提升及防疫备战水平的整体提高，下半年黄金业务成本有望下降。
- **华盛复产有序推进，黄金板块具备高成长性。**上半年公司三座黄金矿山生产符合预期，未来产量预计稳中小幅增长。公司 2021 年收购了芒市华盛金矿，根据 SRK 出具的独立技术报告，华盛金矿保有控制加推断的资源量矿石量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨，目前 120 万吨/年的采矿证正推进有序办理，满产后将实现 5 吨/年的黄金产量，华盛金矿将是未来黄金业务增量的主要贡献者。
- **黄金价格保持上涨预期，量价齐升推进业绩增长。**实际利率对金价的指引是目前最有效的定价模式，衰退压力下，美联储加息节奏在 Q4 有望边际放缓，而能源转型的背景下，长期通胀中枢预计保持偏高水平，实际利率预计将先见顶后回落，金价拐点或与市场对美联储货币政策的拐点预期保持一致。中期黄金价格重心有望抬升，届时量价齐升将推动公司业绩快速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年公司实现归母净利润分别为 15.2 亿元/21.9 亿元/26.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.55 元/0.79 元/0.96 元，三年归母净利润将保持 28.1% 的复合增长率。可比公司 2022-2024 年 PE 一致性预期的平均水平为 25/20/17X，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 15.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**黄金价格大幅下跌、项目投产不达预期。

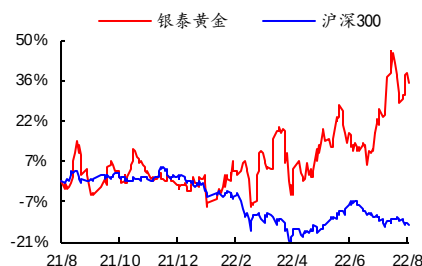
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9040.24	9874.03	11354.83	12188.80
增长率	14.35%	9.22%	15.00%	7.34%
归属母公司净利润(百万元)	1273.34	1516.06	2190.12	2676.75
增长率	2.49%	19.06%	44.46%	22.22%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.55	0.79	0.96
净资产收益率 ROE	11.52%	12.64%	16.23%	17.72%
PE	26	22	15	12
PB	3.13	2.90	2.58	2.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 黄腾飞
电话: 13651914586
邮箱: htengf@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)	27.77
流通 A 股(亿股)	24.46
52 周内股价区间(元)	8.1-12.61
总市值(亿元)	327.65
总资产(亿元)	159.33
每股净资产(元)	3.77

相关研究

目 录

1 突发性因素影响业绩，下半年有望齐头赶上	1
2 黄金价格维持上涨预期.....	2
3 量价齐升助力业绩提升.....	3
4 盈利预测与估值.....	5
4.1 盈利预测.....	5
4.2 相对估值.....	6
5 风险提示	6

图 目 录

图 1：公司营业收入（2017-2022H1）	1
图 2：公司归母净利润（2017-2022H1）	1
图 3：分项产品毛利率（2018-2022H1）	1
图 4：产品毛利占比分布图（2018-2021H1）	1
图 5：期间费率变动（2018-2022H1）	2
图 6：公司及同业公司资产负债率（2017-2022H1）	2
图 7：黄金价格历史走势（美元/盎司）	3
图 8：黄金与实际利率表现出强负相关性	3
图 9：黄金销量及预期（吨）	5
图 10：黄金单位成本及预期（元/克）	5

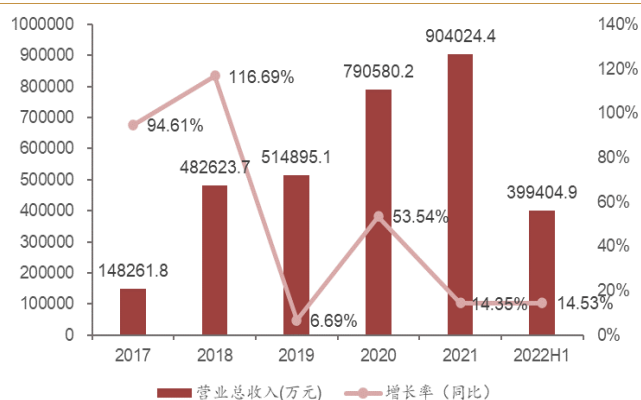
表 目 录

表 1：银泰黄金矿山基本信息	3
表 2：分业务收入及毛利率	5
表 3：可比公司估值	6
附表：财务预测与估值	7

1 突发性因素影响业绩，下半年有望齐头赶上

突发性因素导致归母净利润未达预期，下半年业绩有望齐头赶上。根据公司发布 2022 半年度报告，2022 年上半年实现营业收入 39.94 亿元，同比增长 14.53%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比减少 15.03%；扣非后净利润 5.72 亿元，同比下降 9.54%。公司净利润同比下降主要因原材料价格上涨，生产成本上升；玉龙矿业受北京冬奥会、冬残奥会影响，无法采购炸药，致使生产进度受到影响；吉林板庙子受疫情影响销量同比下降。下半年来看，玉龙矿业扩建的 3000 吨选矿产能已经投产，再加上原有的 2000 吨产能，公司将开足马力弥补上半年的生产减量，预计下半年玉龙矿山的业绩将有改善。黄金业务来看，随着黑河选矿量上升、大柴旦品位提升及防疫备战水平的整体提高，下半年黄金业务成本有望下降。

图 1：公司营业收入（2017-2022H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

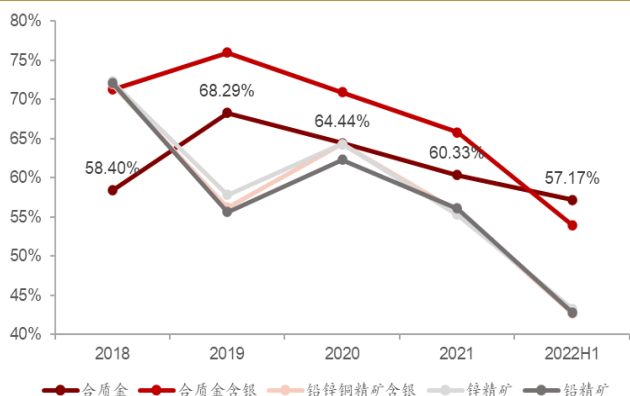
图 2：公司归母净利润（2017-2022H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

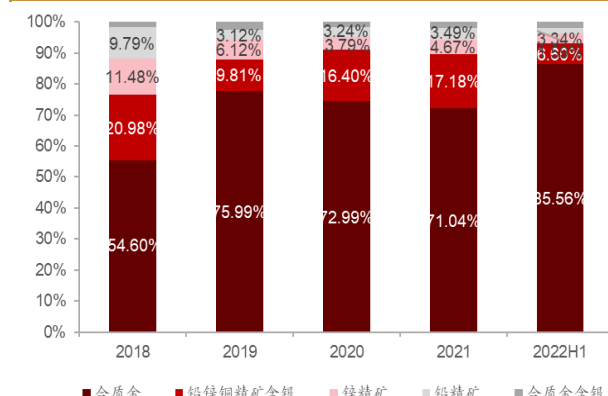
毛利率小幅下降，黄金业务占比进一步提升。受成本上升和产量下降的影响，2022 年公司各项产品的毛利率均有下滑，但仍处于行业领先水平。分板块来看，合质金业务毛利率为 57.17%，合质金含银业务毛利率为 53.96%，铅锌铜精矿含银产品毛利率为 42.71%，锌精矿毛利率为 43.27%，铅精矿毛利率为 42.80%。由于黄金业务运营相对稳健，公司黄金业务的利润占比进一步提升，2022 上半年合质金业务实现毛利润 8.52 亿，在公司上半年总毛利的占比提升至 85.56%。

图 3：分项产品毛利率（2018-2022H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

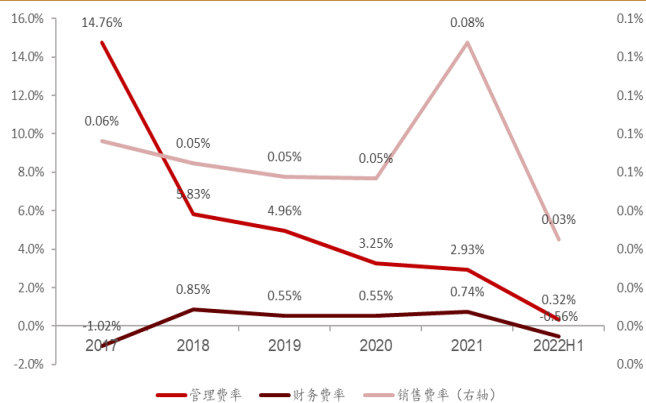
图 4：产品毛利占比分布图（2018-2021H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

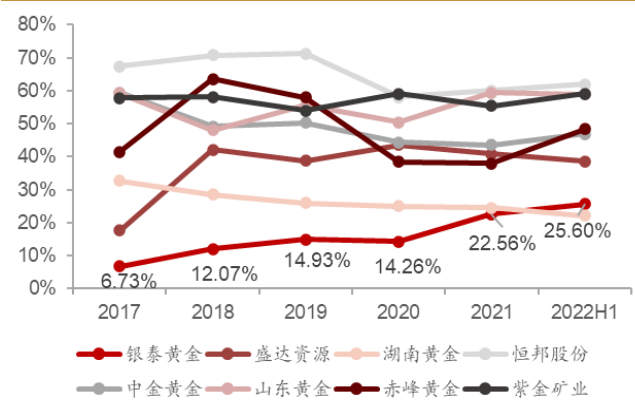
公司费用率稳中有降，资产负债率低于行业平均水平。公司费率近年来维持稳中有降的趋势，2022 上半年公司销售费用 0.01 亿元，销售费率为 0.03%；管理费用 1.30 亿元，管理费率 0.32%，维持逐年下降的趋势；财务费用为-0.22 亿元，主要为汇兑损益增加所致。2022 上半年公司资产负债率为 25.60%，处于行业较低水平，公司现金流充足，与金融机构合作关系良好，未来融资能力较强。

图 5：期间费率变动 (2018-2022H1)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司及同业公司资产负债率 (2017-2022H1)



数据来源：Wind，西南证券整理

2 黄金价格维持上涨预期

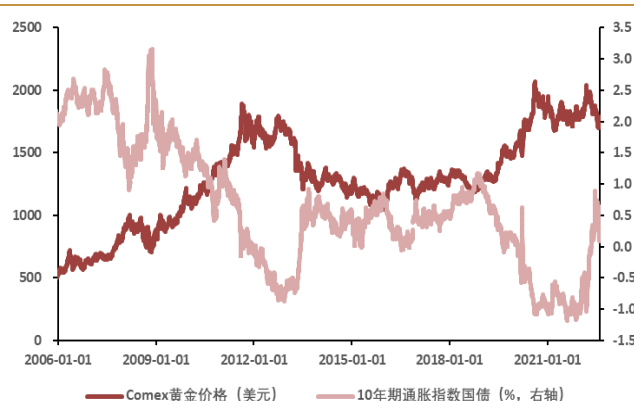
黄金价格驱动因素不同时期有差异。自布雷顿森林体系解体后的五十年间，黄金共经历了三轮牛市（1972-1980，2002-2012，2019-至今），价格中枢持续抬升，伦敦金价格重心自布雷顿森林体系时的 35 美元/盎司提升至现在的 1800 美元/盎司附近。黄金价格的驱动因素各阶段不同，上世纪 70 年代美元黄金价值体系的崩溃和大通胀是金价主要驱动因素，21 世纪前十年中通胀上行和美元相对贬值是主要驱动，投资手段的扩展也对金价产生影响，近十年间金价的驱动因素逐渐向实际利率切换。

实际利率是近年来黄金价格的主要决定因素。由于黄金是不生息的资产，相较于其他金融资产，持有黄金有机会成本，实际利率被视为潜在的经济自然增长率，被市场视作持有黄金的成本。从数据回溯的实证结果来看，美国十年期通胀指数国债收益率和黄金价格走势的相关性高达-0.86，近二十年间两次黄金的上行周期（2008-2012 年,2019-2020 年），也和实际利率的下行周期吻合，理论和实践结果均证明，实际利率是预测黄金价格走势的有效指标。

实际利率有望下行有望推动金价上涨。衰退压力下，美联储加息节奏在 Q4 有望边际放缓，而能源转型的背景下，长期通胀中枢预计保持偏高水平，实际利率预计将先见顶后回落，金价拐点或与市场对美联储货币政策的拐点预期保持一致，中期黄金价格重心有望抬升。

图 7：黄金价格历史走势（美元/盎司）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：黄金与实际利率表现出强负相关性


数据来源：Wind，西南证券整理

3 量价齐升助力业绩提升

公司矿产资源储量丰富且资产质地优良。目前公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦及华盛金矿为金矿矿山，玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山。公司旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山，在有色金属价格受国际经济环境影响剧烈波动的情况下，能够确保公司业绩稳定，具有较高的抗风险能力。

表 1：银泰黄金矿山基本信息

矿山名称	基本信息	图例
黑河银泰矿业	黑河银泰矿业位于黑龙江省黑河市逊克县，是国家级绿色矿山，矿山经营范围集勘查、采、选、冶一体化，主要产品为高银合质金，是目前全国黄金品位最高的矿山之一。黑河银泰金品位高达 8.55g/吨。 2021 年实现选矿量 33.695 万吨，年产矿产金 2.85 吨，矿产银 15265.15 千克。截至 2021 年末，保有资源量矿石量 132.15 万吨，金金属量 11.40 吨，银金属量 92.26 吨。另有存货矿石量 16.70 万吨，金金属量 0.89 吨，银金属量 12.92 吨。	
吉林板庙子矿业	白山板庙子矿区是国家级绿色矿山，位于吉林省白山市浑江区板石街道吊水壶三队，主要产品为低银合质金，含金品位约 4.15g/吨。公司采用三维圈定矿体、斜坡道开拓、中深孔爆破、遥控铲车出矿、无轨重卡运输、分段空场采矿嗣后全充填、全巷道支护、尾矿无害化处理等国际领先的生产工艺，已成为一座机械化、数字化、安全高保障现代化的矿山。 2021 年吉林板庙子资本化勘探投资 394.37 万元。实现选矿量 66.2251 万吨，年产金 2.22 吨，银 349.77 千克。截至 2021 年末，保有资源量为矿石量 553.37 万吨，金金属量 22.96 吨。	

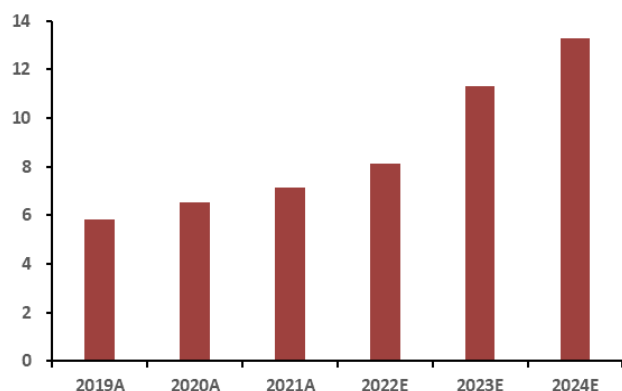
矿山名称	基本信息	图例
青海大柴旦矿业	青海大柴旦矿区位于青海省海西州大柴旦行委，主要产品为低银合质金，平均品位 3.87g/吨。公司矿业权区域位于柴北缘成矿带内，拥有青龙沟、滩间山两个采矿权，青龙山、细晶沟、金龙沟、青山四个探矿权，并以每年上万吨钻探工程对已有矿床的延伸部位和空白区进行探矿。目前保有岩金矿石储量近千万吨，形成了年处理矿石 80 万吨，年产合质金 3 吨的采选冶产能系统。 2021 年青海大柴旦资本化勘探投资 8,151.90 万元，实现选矿量 84.64 万吨，生产矿产金 2.14 吨，矿产银 200.2 千克。截至 2021 年末，青海大柴旦采矿权范围内累计保有资源量矿石量 936.04 万吨，金金属量 32.48 吨；探矿权范围内累计查明保有资源量矿石量 688.99 万吨，金金属量 30.34 吨。合计保有资源量矿石量 1625.03 万吨，金金属量 62.82 吨。	
云南芒市华盛金矿	银泰黄金 2021 年 9 月出资 10.37 亿元收购其 60%股权成为控股股东。该矿山位于云南省德宏州芒市西南方向 32 公里处，目前拥有采矿权面积 0.6338 平方公里，采矿权内有果园、麦窝坝两个矿段。主要产品为合质金，2022 年 2 月，华盛金矿 10 万吨/年生产规模的采矿权证已解除查封，将生产规模变更为 120 万吨/年的后续相关审批工作还在推进中。 据《中国云南省芒市金矿项目独立技术报告》估计，麦窝坝矿段类卡林型金矿矿石资源量总量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04g/t。	
内蒙古玉龙矿业	玉龙矿业是国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一，位于内蒙古东北部西乌珠穆沁旗巴彦花镇，始建于 2002 年，2012 年由银泰黄金股份有限公司收购，是集地质矿产勘查、开发利用、矿产品销售于一体的股份制企业，主要产品为铅精矿粉（含银）和锌精矿粉，目前持有花教包特铅银矿、花教包特山矿段两宗采矿权和 1118 高地、花教包特外围 II 区、花教包特南山和 1038 高地四宗探矿权。 2021 年玉龙矿业实现选矿量 89.05 万吨，年产银 162554.78 千克，铅精粉 10536.58 吨，锌精粉 13230.8 吨。截至 2021 年末，玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5488.42 万吨，银金属量 7048.88 吨，铅锌合计金属量 170.64 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，伴生金 152 千克。	

数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

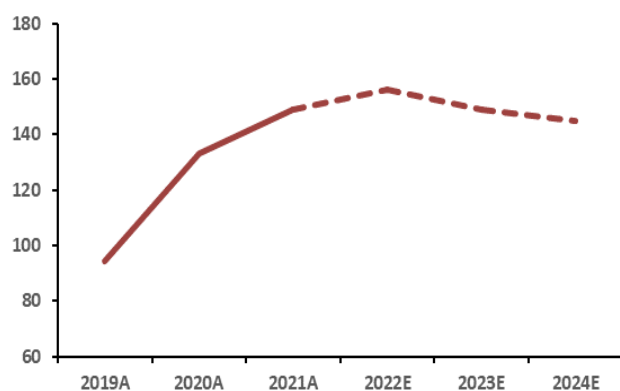
公司黄金产量稳定增长，其他金属产量也有提升预期。公司收购的芒市华盛金矿将贡献未来主要的黄金增量，华盛金矿预计年内将取得 120 万吨采矿权证，预计达产后年产金量实现 5 吨。国内矿山来看，2021 年黑河银泰完成选厂改扩建，日矿石处理量由 750 吨提升至 1250 吨，青海大柴旦选矿品位提升，年内黄金产量预计也有小幅提升，预计公司 2022-2024 年黄金产量分别为 8.3 吨、11.3 吨和 13.3 吨（2022 年末考虑芒市华盛的产量），产量的三年复合增长率为 23.0%。玉龙矿业受益于选厂改扩建，矿石日处理量由 2000 吨提升至 5000 吨，2022 年受临时性因素干扰，产量提升幅度预计有限，2023 年后银铅锌产量维持上升预期。

低成本持续提升盈利能力。2021 年公司矿产金业务的摊销前成本仅为 117.8 元/克，摊销后为 148.8 元/克，单位成本基本处于行业最低水平。2022 上半年在突发性因素扰动下，黄金成本小幅抬升至 158 元/克，但仍处于行业低位。公司成本较低的原因主要在于：1）公

司旗下贵金属矿山规模大且品位较高。其中，黑河银泰东安金矿是国内品位较高、最易采选的金矿之一，2021 年黄金品位高达 8.55g/吨，高品位利于成本下降。2) 公司拥有金矿埋藏深度浅，平均开采挖掘深度为 200-300 米，工程量较小，摊销折旧成本低。未来贡献主要增量的华盛金矿为露天开采，黄金生产成本与目前最低的黑河银泰矿山对标，公司黄金业务的平均成本有望进一步降低。

图 9：黄金销量及预期（吨）


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 10：黄金单位成本及预期（元/克）


数据来源：公司年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

黄金业务：根据公司投产计划，假定公司 2022-2024 年黄金销量分别为 8.3 吨、11.3 吨、13.3 吨；基于看涨黄金价格的前提，假定 2022-2024 年公司黄金销售年均价为 400 元/克，410 元/克、410 元/克；基于 2022 年下半年后成本下降的逻辑，假定成本变动比例为 4.8%/-4.5%/-2.7%。

其他金属业务：根据公司生产进度，假定公司 2022-2024 年白银销量分别为 220 吨、260 吨、260 吨，锌、铅精矿销量与银销量同比例增长；由于银铅锌价格走势受到工业金属影响，预计 2022 年价格中枢抬升后，2023-2024 年价格重心将有所下移，成本同向变动。

贸易业务：假定贸易业务规模和毛利水平保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
矿产金业务	收入	2444.4	2672.1	3320.0	4633.0	5453.0
	增速	29.2%	8.5%	19.5%	28.3%	15.0%
	毛利率	64.4%	60.3%	61.0%	63.7%	64.6%
含银业务	收入	601.6	771.4	814.0	962.0	962.0

单位：百万元		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	85.6%	28.2%	5.5%	18.2%	0.0%
	毛利率	64.9%	57.2%	49.5%	52.0%	52.0%
锌精矿业务	收入	127.2	191.7	275.7	288.1	302.5
	增速	-22.7%	50.7%	43.8%	4.5%	5.0%
	毛利率	64.3%	55.3%	55.3%	55.3%	55.3%
铅精矿业务	收入	112.1	141.1	164.4	171.8	171.3
	增速	28.4%	25.9%	16.5%	4.5%	-0.2%
	毛利率	62.3%	56.1%	51.5%	51.5%	49.0%
贸易业务	收入	4615.0	5253.1	5300.0	5300.0	5300.0
	增速	62.4%	13.8%	0.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
合计	收入	7905.8	9040.2	9874.0	11354.8	12188.8
	增速	53.5%	14.3%	9.2%	15.0%	7.3%
	毛利率	27.3%	25.1%	27.3%	32.8%	35.3%

数据来源：公司年报，西南证券

预测 2022-2024 年公司营收为 98.7 亿元/113.5 亿元/121.9 亿元，同比 +9.2%/+15.0%/+7.3%；实现归母净利润分别为 15.2 亿元/21.9 亿元/26.8 亿元，同比 +19.1%/+44.5%/+22.2%，三年复合增长率为+28.1%，实现 EPS 分别为 0.55 元/0.79 元/0.96 元，对应 PE 分别为 22/15/12 倍。

4.2 相对估值

我们选取了四家黄金公司赤峰黄金、山东黄金、恒邦股份和中金黄金作为可比公司，对应 2022-2024 年一致性预期 PE 的平均值为 25/20/17X。考虑到公司业绩增长弹性较大，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 15.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（股价取自 2022 年 8 月 30 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600988.SH	赤峰黄金	20.38	0.35	0.77	1.12	1.43	57.6	26.7	18.3	14.3
600547.SH	山东黄金	17.92	-0.04	0.50	0.61	0.73	/	35.8	28.7	23.6
002237.SZ	恒邦股份	9.90	0.40	0.57	0.61	0.68	23.4	17.5	16.2	14.6
600489.SH	中金黄金	7.45	0.35	0.42	0.46	0.49	18.0	17.8	16.2	15.1
平均值							33.0	24.5	19.9	16.9

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

黄金价格大幅下跌，项目投产不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9040.24	9874.03	11354.83	12188.80	净利润	1421.71	1688.28	2432.85	2975.60
营业成本	6771.00	7179.14	7627.66	7883.07	折旧与摊销	809.81	1280.84	1310.67	1339.96
营业税金及附加	178.63	208.93	240.38	84.10	财务费用	67.25	4.38	4.79	5.27
销售费用	7.58	7.11	8.62	9.09	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	264.63	333.02	363.71	391.71	经营营运资本变动	1985.09	-923.71	194.76	89.95
财务费用	67.25	4.38	4.79	5.27	其他	-2241.17	-41.47	-51.29	-50.78
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2042.69	2008.33	3891.78	4360.00
投资收益	90.91	50.00	50.00	50.00	资本支出	-461.37	-600.00	-550.00	-500.00
公允价值变动损益	20.54	0.00	0.00	0.00	其他	-343.72	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-805.09	-550.00	-500.00	-450.00
营业利润	1864.88	2191.44	3159.67	3865.56	短期借款	502.84	-400.60	-281.43	0.00
其他非经营损益	-20.26	-5.69	-7.67	-11.30	长期借款	-234.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	1844.62	2185.76	3152.00	3854.26	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	422.91	497.48	719.15	878.66	支付股利	-694.18	-675.98	-800.75	-1169.89
净利润	1421.71	1688.28	2432.85	2975.60	其他	-507.85	-60.12	-4.79	-5.27
少数股东损益	148.37	172.22	242.73	298.86	筹资活动现金流净额	-934.12	-1136.70	-1086.98	-1175.17
归属母公司股东净利润	1273.34	1516.06	2190.12	2676.75	现金流量净额	302.61	321.62	2304.80	2734.84
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1455.70	1777.33	4082.12	6816.96	成长能力				
应收和预付款项	130.02	139.60	151.01	161.43	销售收入增长率	14.35%	9.22%	15.00%	7.34%
存货	1028.33	1331.35	1321.81	1370.27	营业利润增长率	6.69%	17.51%	44.18%	22.34%
其他流动资产	2223.57	2405.30	2445.99	2418.33	净利润增长率	4.07%	18.75%	44.10%	22.31%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.55%	26.80%	28.72%	16.44%
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	3233.24	3457.87	3602.67	3668.18	毛利率	25.10%	27.29%	32.82%	35.33%
无形资产和开发支出	7564.42	6661.92	5759.41	4856.91	三费率	3.76%	3.49%	3.32%	3.33%
其他非流动资产	297.97	295.00	292.03	289.07	净利率	15.73%	17.10%	21.43%	24.41%
资产总计	15933.26	16068.36	17655.05	19581.16	ROE	11.52%	12.64%	16.23%	17.72%
短期借款	682.03	281.43	0.00	0.00	ROA	8.92%	10.51%	13.78%	15.20%
应付和预收款项	2113.27	1672.40	1900.29	2012.13	ROIC	13.78%	15.28%	22.30%	29.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.33%	35.21%	39.41%	42.75%
其他负债	799.21	759.67	767.80	776.36	营运能力				
负债合计	3594.51	2713.50	2668.09	2788.49	总资产周转率	0.63	0.62	0.67	0.65
股本	2776.72	2776.72	2776.72	2776.72	固定资产周转率	3.23	3.46	3.87	4.09
资本公积	4431.28	4431.28	4431.28	4431.28	应收账款周转率	204.88	203.25	187.30	186.13
留存收益	3262.24	4102.32	5491.69	6998.55	存货周转率	6.53	6.06	5.72	5.83
归属母公司股东权益	10466.44	11310.33	12699.70	14206.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.71%	—	—	—
少数股东权益	1872.31	2044.53	2287.26	2586.11	资本结构				
股东权益合计	12338.75	13354.85	14986.95	16792.66	资产负债率	22.56%	16.89%	15.11%	14.24%
负债和股东权益合计	15933.26	16068.36	17655.05	19581.16	带息债务/总负债	18.97%	10.37%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.57	2.56	3.70	4.72
					速动比率	1.23	1.96	3.09	4.12
					股利支付率	54.52%	44.59%	36.56%	43.71%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.55	0.79	0.96
					每股净资产	3.77	4.07	4.57	5.12
					每股经营现金	0.74	0.72	1.40	1.57
					每股股利	0.25	0.24	0.29	0.42
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2741.94	3476.67	4475.13	5210.79					
PE	25.73	21.61	14.96	12.24					
PB	3.13	2.90	2.58	2.31					
PS	3.62	3.32	2.89	2.69					
EV/EBITDA	10.83	8.32	5.89	4.53					
股息率	2.12%	2.06%	2.44%	3.57%					

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
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，，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn