

24Q1 业绩超预期，混改变革+国际化持续推进

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024Q1 业绩预告, 2023 年实现营收 275.2 亿, 同比+3.9%; 归母净利润 8.7 亿, 同比+44.8%。单 Q4 营收 64.1 亿, 同比-0.6%, 环比+5.4%; 归母净利润 0.4 亿, 同比+211%, 环比-80.5%; 2024Q1 公司预计实现规模净利润 4.6-5.4 亿, 同比增长 45-70%。公司业务大幅增长, 盈利能力显著提升。
- **新老业务及海外业务齐发力, 公司 23 年业绩快速提升。** 2023 年公司海外业务实现营收 114.6 亿, 同比+41.2%, 占比达 41.7%, 且海外市场毛利率为 27.74%, 高于国内的 15.88% 毛利率 11.86pp, 拉动公司盈利能力提升; 海外市场中装载机、挖机稳定增长, 高机、推土机、平地机、小型机增速高, 非工程机械产品同比+70%, 零部件同比+69%。分板块看, 2023 年公司土方石板块营收同比+2.2%、其他工程机械同比+6.2%, 预应力板块同比+7.9%; 细分产品看: 矿山机械、高空机械、农业机械、工业车辆等战略新业务持续拓展中, 其中高机整体收入同比+112%、海外同比+123%。
- **23 年公司各产品、国内外毛利率提升, 费用管控能力强, 盈利能力全面提升。** 2023 年公司综合毛利率为 20.8%, 同比+4.0pp, 净利率为 3.42%, 同比+0.98pp, 期间费用率为 15.0%, 同比增加 2.2pp。分产品看, 毛利率提升主要系土方石板块毛利率+5.56pp 至 23.4%, 其他工程机械板块+1.66pp 至 13.7%, 预应力板块+4.19pp 至 24.8%; 同时公司高毛利率的海外业务占比提升亦拉动公司盈利能力提升, 且 24Q1 公司海外业务占比进一步提升至 50%, 促进公司经营业绩大幅增长。
- **国内需求向上拐点渐近, 公司多业务、国内外市场、混改提质增效等持续发力, 高增长可期。** 国内工程机械主要以更新需求驱动, 设备 8-10 年更新周期, 以挖机为例, 2015 年国内挖机销量 5.6 万台为上轮周期底部, 彼时行业挖机保有量约 120 万台; 2023 年销量约 9 万台, 行业保有量约 190-200 万台, 预计 24 年行业更新需求下滑筑底, 周期逐步进入修复通道。公司混改暨整体上市以来变革创新、增强执行力, 全球布局的不断深化, 23 年国际、国内市场收入增幅均跑赢行业; 细分产品竞争力持续提升, 挖机市占率快速提升, 电动装载机销量高速增长, 高机、叉车、农机板块拓展顺利; 在员工激励等措施催化下, 经营效率显著提升, 盈利能力稳定增长, 有望保持业绩高增。
- **盈利预测与投资建议。** 国内工程机械行业更新需求有望触底向好, 公司新老业务、海外业务双发力, 有望形成较强业绩支撑, 实现高增。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 12.5、16.4、21.4 亿元, 对应 EPS 为 0.64、0.84、1.09 元, 对应当前股价 PE 为 17、13、10 倍, 未来三年归母净利润复合增长率 35%。给予公司 2024 年 20X 目标 PE, 目标价 12.80 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观政策变动风险、海外市场发展不确定性风险、汇率波动风险。

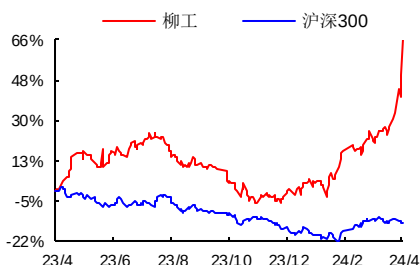
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	275.19	305.61	357.17	418.06
增长率	3.93%	11.05%	16.87%	17.05%
归属母公司净利润(亿元)	8.68	12.46	16.35	21.35
增长率	44.80%	43.59%	31.23%	30.59%
每股收益 EPS(元)	0.44	0.64	0.84	1.09
净资产收益率 ROE	5.23%	6.95%	8.50%	10.13%
PE	24	17	13	10
PB	1.28	1.20	1.11	1.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@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)	19.51
流通 A 股(亿股)	14.14
52 周内股价区间(元)	6.19-10.86
总市值(亿元)	211.90
总资产(亿元)	465.78
每股净资产(元)	8.42

相关研究

目 录

1 柳工：深耕工程机械行业，改制创新释放活力	1
1.1 深耕行业 60 余年，改制创新释放活力	1
1.2 新老业务及海外业务齐发力，公司盈利能力稳步增强	3
1.3 实际控制人为广西国资委，股权结构稳定	5
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司深耕行业 60 余年，不断推进国际化战略.....	1
图 2：公司核心产品为挖掘机和装载机为主的土方石机械板块，细分产品线丰富	2
图 3：2023 年，土石方铲运机械营收占比为 57.8%.....	3
图 4：2023 年，公司土方机械、农业机械等业务毛利率提升	3
图 5：2023 年，柳工实现营收 275.2 亿，同比+3.9%.....	3
图 6：2023 年，柳工实现净利润 8.7 亿，同比+44.8%	3
图 7：2023 年，海外业务实现营收 114.6 亿元.....	4
图 8：2023 年，国内外业务毛利率均同比实现提升.....	4
图 9：2023 年，毛利率、净利率整体回升	4
图 10：2023 年，公司期间费用率小幅增长	4
图 11：柳工实际控制人为广西国资委	5

表 目 录

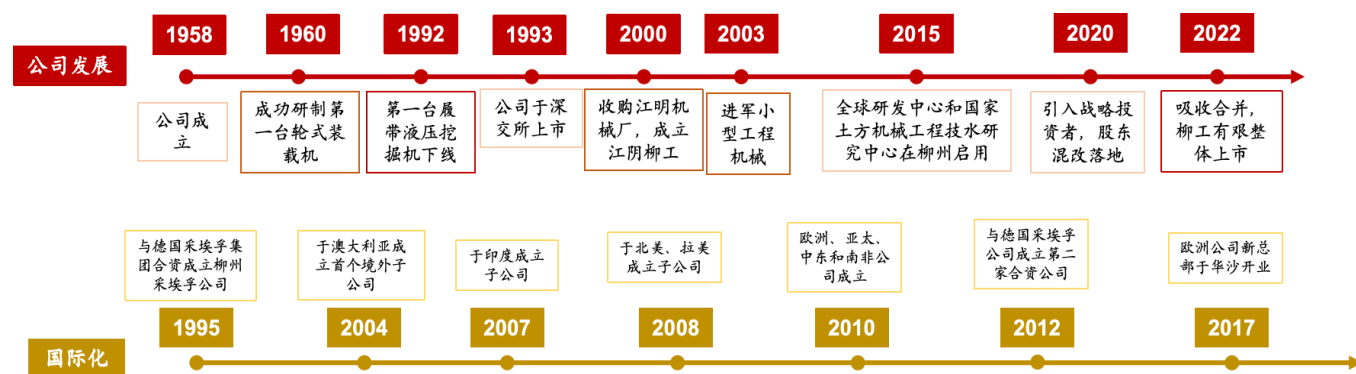
表 1：公司分业务收入及毛利率预测.....	6
表 2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 11 日）	7
附表：财务预测与估值	8

1 柳工：深耕工程机械行业，改制创新释放活力

1.1 深耕行业 60 余年，改制创新释放活力

深耕工程机械行业 60 余年，致力全球化发展布局。公司于 1958 年成立，并于 1960 年成功研制第一台轮式装载机；1992 年，公司第一台量产履带液压挖掘机下线；1993 年，公司于深交所上市；1995 年，公司与德国采埃孚集团合资成立柳州采埃孚公司，迈出国际化的第一步；2004-2012 年，公司在澳大利亚、印度、北美、拉美、欧洲等世界各地成立子公司，2017 年，欧洲公司新总部于华沙开业，国际化发展不断深入；2020-2022 年，公司引入战略投资者，股东混改落地、吸收合并柳工有限，柳工有限旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产整体注入公司，实现整体上市，使得公司股权结构更加市场化、产品线进一步丰富，竞争力大幅提升。

图 1：公司深耕行业 60 余年，不断推进国际化战略



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司核心产品为挖掘机和装载机为主的土石方机械板块，积极布局高机、农用机械等其他机械。柳工以装载机与挖掘机为核心优势品类，持续丰富产品线，现已覆盖挖掘机械、铲土运输机械、起重机械、工业车辆、压实机械、路面施工与养护机械、混凝土机械、桩工机械、高空作业机械、矿山设备、钢筋和预应力机械、压缩机、经济作物机械化设备、气动工具、工程机械配套件等多种设备，目前公司业务分为土石方机械、农用机械、其他机械、预应力产品及租赁金融等五大板块，细分产品种类丰富。1）土石方机械，主要包挖掘机（用于铲装土壤、煤炭等散状物料）、装载机（用于用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料）、平地机（用于构筑路基和路面、修筑边坡、开挖边沟）等产品。2）农用机械，主要包括甘蔗收割机、拖拉机、农机具等产品。3）其他工程机械，主要包括起重机（用于公共设施和港口的吊重等）、多功能钻机（用于钻孔、打桩、沉桩）等产品。4）预应力产品，主要包括缆索和锚具。5）其他产品，主要包括智能装备（用于工程机械各零部件的生产制造）、压缩机（为各种采、钻进及其它工业用途提高气压稳定、气最充沛的驱动空气源）等产品。

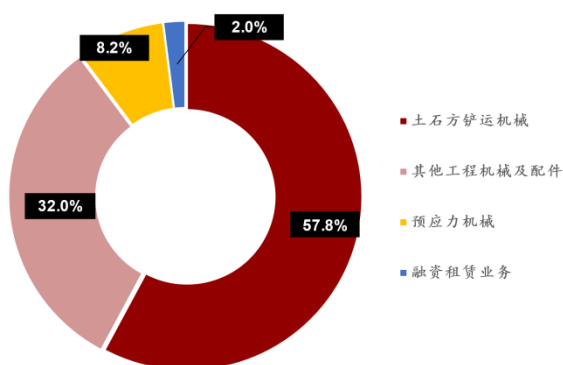
图 2：公司核心产品为挖掘机和装载机为主的土石方机械板块，细分产品线丰富



数据来源：公司官网，西南证券整理

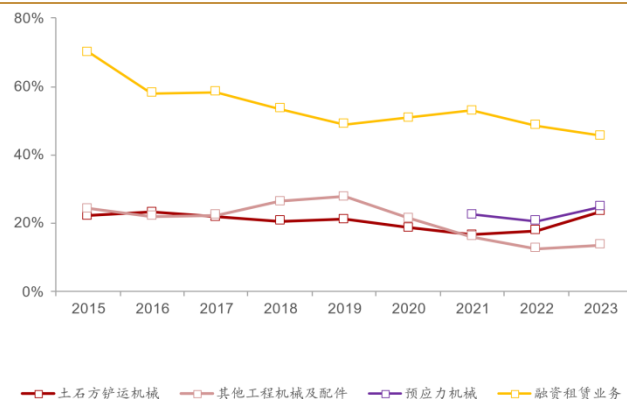
- 1) **土石方铲运机械是公司的核心业务，占比高达 58%。**2017-2020 年，公司土石方铲运机械板块占比基本稳定在 70%以上，2021 年以来受国内工程机械行业下行周期和公司高机、农机等其他板块拓展影响，公司土石方机械业务占比下降至 2023 年的 57.8%。2023 年公司土石方机械板块实现营收 159.1 亿元，同比增长 2.3%，跑赢行业 7pp，占比 57.8%，毛利率为 23.4%，同比增加 5.6pp，毛利率提升主要系公司产品结构优化、海外出口比例提升。2023 年，公司装载机销量稳步提升，市场份额持续保持领先，电动装载机销量同比增长 67%，市场占有率稳居第一；挖掘机国内市场销量增速跑赢行业超 20 个百分点，市场份额增长 3pp，其中，中型吨位挖掘机国内市场销量提升 2.1pp；平地机业务海外业绩取得历史性突破，全年销量同比增长 50%，市场占有率提升 2.6pp。
- 2) **其他工程机械及配件业务近年来占比提高，新产品拓展顺利。**2017-2023 年，其他工程机械及配件占比提高，由 23.4%提高至 32.0%。2023 年该板块实现营收 88.2 亿元，同比增长 4.4%，在国内市场低迷的影响下取得增长主要系公司顺利拓展高机业务、叉车等其他工程机械产品及农用机械；2023 年该板块毛利率为 13.7%，同比提升 1.1pp。其中，2023 年高机业务收入增长 112%；叉车业绩实现快速增长，海外收入增长 57%；农业机械业务以农业强国战略为契机，推进农机装备转型升级，完成国四拖拉机产品批量切换，积极开拓国内外农机市场，甘蔗收获机进入澳大利亚、泰国等国际市场。

图 3：2023 年，土石方铲运机械营收占比为 57.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2023 年，公司土方机械、农业机械等业务毛利率提升

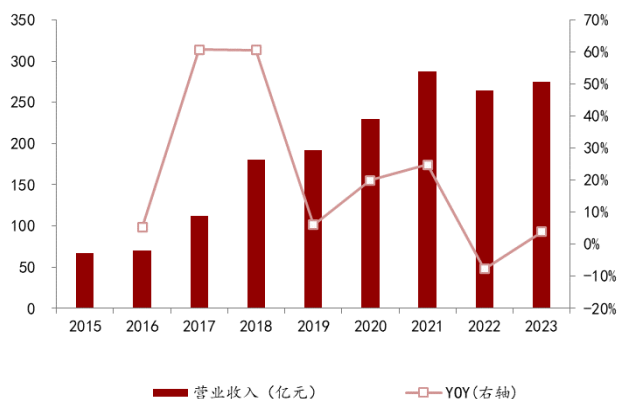


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 新老业务及海外业务齐发力，公司盈利能力稳步增强

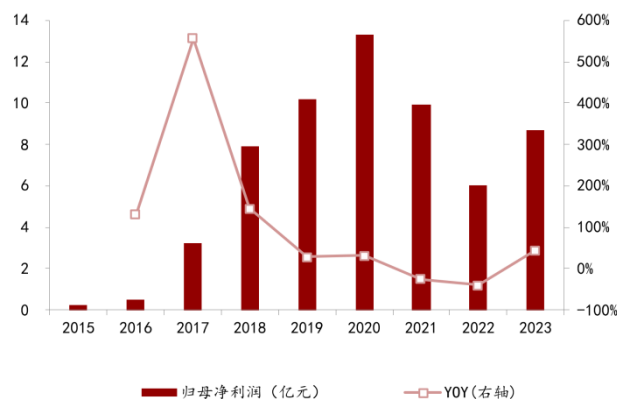
土方、高机等新老业务及海外业务齐发力，23 年公司业绩实现增长。2015-2021 年受益于公司产品拓展、国内挖机等设备更新迭代、出口增长等因素，公司整体营收实现增长，由 2015 年的 66.6 亿元增长到 2021 年的 287.8 亿元。2022 年国内工程机械产品需求下降，国内工程机械行业进入下行周期，公司营收下滑 7.7%，下滑幅度远低于行业，主要系公司全面落实国际化战略、海外出口提升和混改战略实施后竞争力提升。2023 年，柳工实现营收 275.2 亿，同比+3.9%，实现归母净利润 8.7 亿，同比+44.8%；公司营收增长主要系公司逆势前行，持续打出国四产品、电动产品，实现战略性产品破局、行业客户变革与渠道升级等，推动各项业务稳步发展；净利润同比大幅提升主要系公司高毛利海外业务占比提升及公司混改暨整体上市以来的变革创新带来的经营效率提升。

图 5：2023 年，柳工实现营收 275.2 亿，同比+3.9%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2023 年，柳工实现净利润 8.7 亿，同比+44.8%

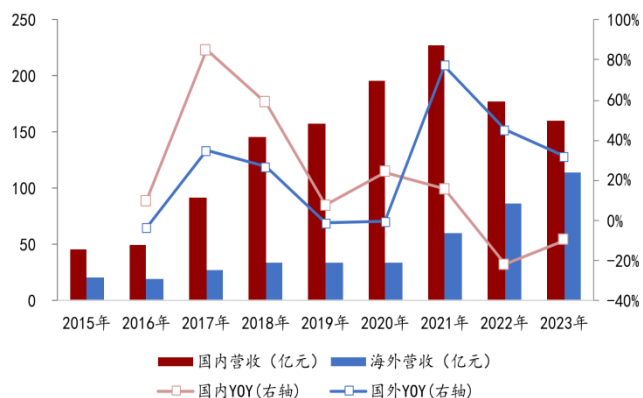


数据来源：Wind，西南证券整理

国际业务营收增长、占比提升，拉动公司毛利率提升。2021-2023 年，国内业务营收受行业下行周期影响下滑，由 2021 年的 227.2 亿下滑至 2023 年的 160.6 亿，占比由 85.3% 下滑至 58.4%；海外业务受公司全球化拓展影响实现大幅增长，由 2021 年的 59.8 亿提升至 2023 年的 114.6 亿，占比由 20.8% 提升至 41.7%。2023 年公司国内外业务毛利率均实现增长，国内业务毛利率为 15.9%，同比+2.4pp，海外业务毛利率为 27.7%，同比+3.3pp，拉动

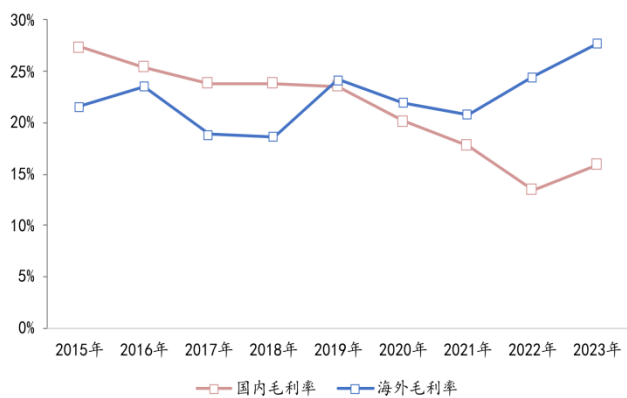
公司盈利能力提升。

图 7：2023 年，海外业务实现营收 114.6 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2023 年，国内外业务毛利率均同比实现提升

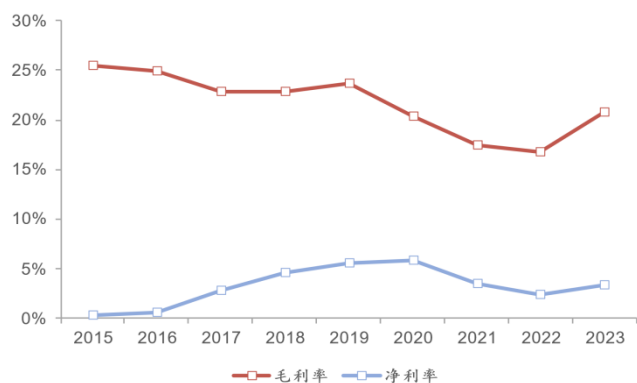


数据来源：Wind，西南证券整理

产品结构变化、海外收入占比提升、推进混改、降本增效等多因素影响，近年来毛利率、净利率整体回升。2015-2017 年受行业下滑周期等影响，公司综合毛利率由 25.5% 下滑至 22.8%，2018-2019 年有小幅回升；2021-2022 年受国内工程机械行业再次进入下滑周期、原材料价格上涨等因素影响公司毛利率再次下滑，毛利率下降至 2022 年的 16.8%，2020-2022 年公司净利率跟随毛利率呈现下降趋势。2022 年柳工集团完成混、柳工有限整体上市，公司经营能力大幅提升，2023 年公司综合毛利率为 20.8%，同比增加 4.0pp；净利率为 3.4%，同比增加 1.0pp。

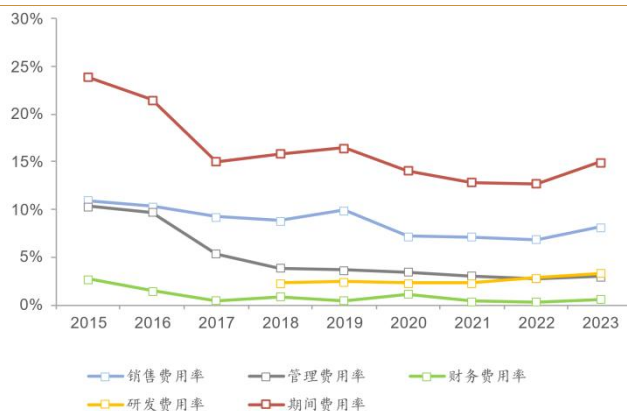
海外市场拓展等使销售、管理费用投入增加，2023 年公司期间费用率略有增长。2015 年以来公司期间费用率整体呈现下降趋势；2023 年公司期间费用率小幅提升，整体相对稳定；2023 年期间费用率为 15.0%，同比增加 2.2pp，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 8.2%、3.0%、3.3% 和 0.6%，分别同比 +1.3、+0.2、+0.3、+0.5pp，其中销售费用提升主要系公司拓展海外市场、海外销售费用投入增加，财务提升主要系外币借款、可转债等引起利息费用增加。

图 9：2023 年，毛利率、净利率整体回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2023 年，公司期间费用率小幅增长



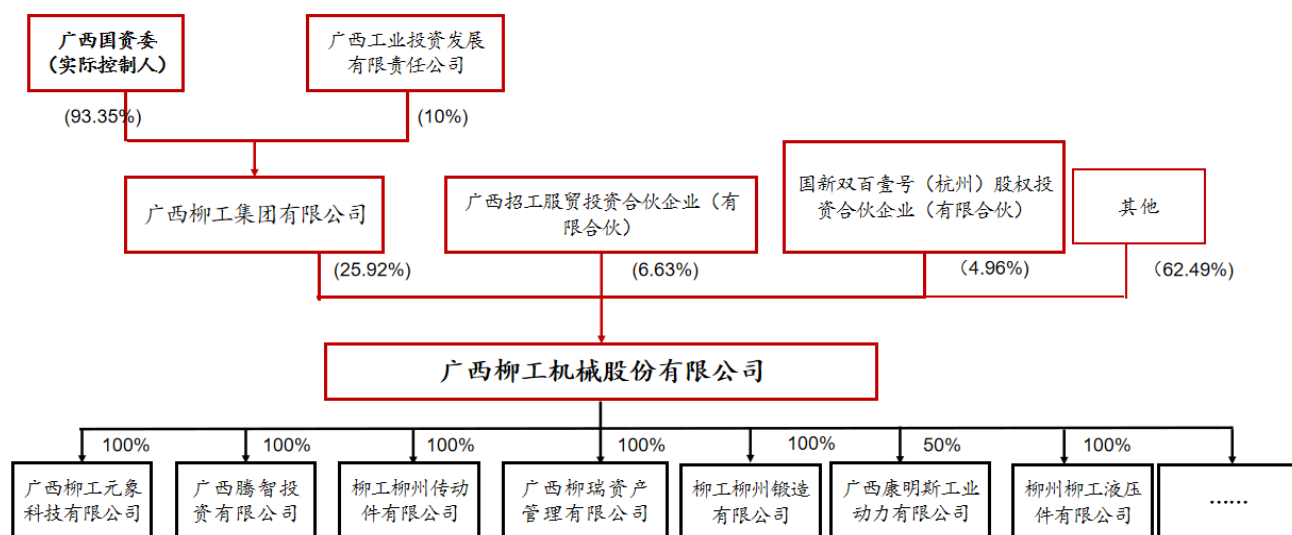
数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 实际控制人为广西国资委，股权结构稳定

公司实际控制人为广西国资委，股权结构稳定。公司大股东是广西柳工集团有限公司，广西柳工集团是国家首批 300 家国有大型企业集团之一，也是广西“十一五”期间重点培育和发展的工程机械集群产业中的龙头企业；公司实际控制人为广西国资委，广西国资委通过广西柳工集团间接持有公司 24.20% 股权，股权结构较为稳定；2020 年以来，公司经历了股份制改革、整体上市，管理层和员工持股比例增加，多元化的股权结构使公司能够更好地发挥各方优势，实现高质量可持续发展。

完成混改、推出股权激励，公司经营活力大幅提升。2020 年公司完成混合所有制改革，2021-2022 年公司完成柳工有限整体上市，2023 年通过发布股权激励计划草案进行股权激励计划，并通过利润分享机制激发管理层和员工的经营活力；目前公司历经混改、整体上市、股权激励，全面深化业务管理，提升市场竞争优势，实现业务的高效、透明和可控运行，经营活力大幅提升。

图 11：柳工实际控制人为广西国资委



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 土方石机械板块：公司该业务板块主要包括挖掘机和装载机两大核心产品及推土机等部分其他机械；考虑到国内工程机械行业 2022-2023 年下行周期影响，相关产品销量下滑明显，但公司跑赢行业；2024 年有望逐渐企稳回升，柳工以装载机起家，深入布局“全面国四，全面领先”的战略，市场份额持续保持领先，挖机业务近年来国内市占率持续提升，23 年提升约 3pp，跑赢行业；预计 2024-2026 年公司挖机产品市占率、装载机销量均有望保持稳中有升，且公司推土机等机械产品目前拓展顺利。综合考虑 2024-2026 年该业务板块营收增速有望为 10%、20%、20%；目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

2) 其他机械机零部件板块：该业务板块包括叉车、高机、农机等产品及零部件等产品，2023 年公司该业务板块拓展顺利，随着工程机械进入上行周期和海外收入占比提升，综合来看公司该业务板块 2024-2026 年订单有望同比增长 15%、15%、15%；目前公司海外出口占比提升，海外产品毛利率高，预计该板块毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
土方石铲运机械板块	收入	15906.15	17496.77	20996.12	25195.34
	增速	2.24%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	23.38%	24.00%	24.50%	25.00%
其他工程机械及零部件板块	收入	8818.46	10141.23	11662.41	13411.78
	增速	4.39%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	13.66%	14.00%	15.00%	16.00%
预应力产品	收入	2243.04	2355.19	2472.95	2596.60
	增速	7.88%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.75%	25.00%	25.00%	25.00%
融资租赁业务	收入	551.47	568.01	585.05	602.61
	增速	39.61%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	45.56%	46.00%	46.00%	46.00%
合计	收入	27519.12	30561.20	35716.54	41806.32
	增速	3.93%	11.05%	16.87%	17.05%
	毛利率	20.82%	21.17%	21.78%	22.42%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取和公司同属于工程机械领域的三一重工、中联重科、徐工机械、恒立液压 4 家公司作为可比公司，4 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 18、14、11 倍。国内工程机械行业更新需求有望触底向好，公司新老业务、海外业务双发力，有望形成较强业绩支撑，实现高增。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 12.5、16.4、21.4 亿元，对应 EPS 为 0.64、0.84、1.09 元，对应当前股价 PE 为 17、13、10 倍，未来三年归母净利润复合增长率 35%；给予公司 2024 年 20X 目标 PE，目标价 12.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 11 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600031.SH	三一重工	15.95	0.59	0.84	1.13	—	26.98	18.89	14.10	—
000157.SZ	中联重科	9.12	0.43	0.53	0.68	0.84	21.21	17.17	13.42	10.91
000425.SZ	徐工机械	7.12	0.51	0.63	0.80	—	14.08	11.27	8.85	—
601100.SH	恒立液压	52.70	1.79	2.11	2.64	—	29.37	24.94	19.95	—
可比公司平均值							22.91	18.07	14.08	10.91

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 宏观政策变动风险。工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。

2) 海外市场发展不确定性风险。公司国际化稳步发展，国际市场发展、国外经济增长仍存在不确定性，若市场竞争加剧或海外市场需求下滑，可能对公司销售规模和效益产生影响。

3) 汇率波动风险。公司存在一定数量的美元、欧元、日元等外币业务，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	275.19	305.61	357.17	418.06	净利润	9.42	2.00	17.62	23.00
营业成本	217.90	240.92	279.36	324.35	折旧与摊销	6.64	6.63	6.63	6.63
营业税金及附加	1.72	1.83	2.14	2.51	财务费用	1.52	7.58	9.41	11.08
销售费用	22.51	24.45	27.86	32.19	资产减值损失	-2.54	-2.22	-2.30	-2.32
管理费用	8.14	18.34	20.72	23.83	经营营运资本变动	-7.27	-10.76	-13.78	-14.29
财务费用	1.52	7.58	9.41	11.08	其他	8.53	13.00	3.40	2.86
资产减值损失	-2.54	-2.22	-2.30	-2.32	经营活动现金流净额	16.29	16.23	20.97	26.96
投资收益	1.02	2.00	2.00	2.00	资本支出	-12.84	-30.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.06	0.03	0.04	0.04	其他	7.80	34.50	2.04	2.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5.04	4.50	-12.96	-12.96
营业利润	11.77	16.75	22.02	28.46	短期借款	20.85	-39.74	-10.00	0.00
其他非经营损益	0.33	0.28	0.28	0.29	长期借款	-3.03	50.00	30.00	30.00
利润总额	12.09	17.02	22.31	28.75	股权融资	0.20	0.00	0.00	0.00
所得税	2.68	3.66	4.68	5.75	支付股利	-1.95	-1.74	-2.49	-3.27
净利润	9.42	13.36	17.62	23.00	其他	-0.70	-11.85	-9.41	-11.08
少数股东损益	0.74	0.90	1.27	1.65	筹资活动现金流净额	15.37	-3.33	8.10	15.65
归属母公司股东净利润	8.68	12.46	16.35	21.35	现金流量净额	26.77	17.39	16.11	29.65
资产负债表（亿元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	103.53	120.92	137.03	166.68	成长能力				
应收和预付款项	100.84	104.21	125.00	146.19	销售收入增长率	3.93%	11.05%	16.87%	17.05%
存货	84.82	91.96	106.75	124.65	营业利润增长率	53.17%	42.32%	31.52%	29.24%
其他流动资产	43.55	8.08	9.21	10.56	净利润增长率	45.57%	41.90%	31.89%	30.52%
长期股权投资	6.69	6.69	6.69	6.69	EBITDA 增长率	38.37%	55.36%	22.95%	21.30%
投资性房地产	3.25	3.25	3.25	3.25	获利能力				
固定资产和在建工程	67.02	92.45	102.87	113.30	毛利率	20.82%	21.17%	21.78%	22.42%
无形资产和开发支出	16.16	14.12	12.08	10.04	三费率	11.69%	16.48%	16.23%	16.05%
其他非流动资产	39.90	39.89	39.88	39.86	净利率	3.42%	4.37%	4.93%	5.50%
资产总计	465.78	481.57	542.77	621.23	ROE	5.23%	6.95%	8.50%	10.13%
短期借款	69.74	30.00	20.00	20.00	ROA	2.02%	2.77%	3.25%	3.70%
应付和预收款项	122.23	124.02	146.55	171.13	ROIC	8.01%	12.28%	13.38%	15.01%
长期借款	12.57	62.57	92.57	122.57	EBITDA/销售收入	7.24%	10.13%	10.66%	11.04%
其他负债	81.28	72.74	76.28	80.44	营运能力				
负债合计	285.81	289.33	335.41	394.13	总资产周转率	0.62	0.65	0.70	0.72
股本	19.51	19.51	19.51	19.51	固定资产周转率	5.00	5.19	6.58	8.41
资本公积	60.39	60.39	60.39	60.39	应收账款周转率	3.07	3.20	3.33	3.30
留存收益	86.06	96.79	110.65	128.73	存货周转率	2.59	2.70	2.76	2.76
归属母公司股东权益	165.32	176.69	190.55	208.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.16%	—	—	—
少数股东权益	14.64	15.54	16.81	18.46	资本结构				
股东权益合计	179.97	192.23	207.36	227.09	资产负债率	61.36%	60.08%	61.80%	63.44%
负债和股东权益合计	465.78	481.57	542.77	621.23	带息债务/总负债	39.30%	42.37%	42.51%	43.79%
					流动比率	1.49	1.84	1.97	2.03
					速动比率	1.11	1.32	1.41	1.46
					股利支付率	22.48%	13.93%	15.24%	15.32%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	19.93	30.96	38.06	46.17	每股收益	0.44	0.64	0.84	1.09
PE	24.42	17.00	12.96	9.92	每股净资产	8.47	9.06	9.77	10.69
PB	1.28	1.20	1.11	1.02	每股经营现金	0.83	0.83	1.07	1.38
PS	0.77	0.69	0.59	0.51	每股股利	0.10	0.09	0.13	0.17
EV/EBITDA	8.77	5.26	4.38	3.62					
股息率	0.92%	0.82%	1.18%	1.54%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn