2020 年 07 月 19 日

证券研究报告•公司研究报告

国城矿业（000688）有色金属

当前价：21.03 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

立足铅锌，布局稀贵金属

投资要点

- **立足铅锌，布局稀贵金属。**目前公司主要营业收入来自有色金属采选业务，主要产品为铅精矿、锌精矿、铜精矿等。立足优质潜心资源东升庙矿山，着力推进产能提升的同时，投入资金探索资源循环，谋求铅锌业务进一步提产增效。自 2018 年控股股东变更以来，公司通过收购和资产注入，重点布局银、钼等稀贵金属，打造稀贵金属龙头企业。

- **立足优质资源，铅锌业务平稳发展。**公司主力矿山为内蒙古巴彦诺尔的东升庙矿山，资源储量 15200 万吨，居西北地区首位；年采选量 220 万吨，同时公司正在实施尾矿综合利用项目，未来有望进一步扩产增效。2019 年公司实现营收 10.21 亿元，其中东升庙矿业收入 8.76 亿元，占比 85.8%；营业利润 3.36 亿元，东升庙矿业利润 1.83 亿元，占比 54.5%，是公司铅锌板块主要盈利点。

- **拟收购亚洲最大银矿宇邦矿业。**公司拟收购宇邦矿业 65%股权，此前已初步达成对其 34%股权的收购协议。宇邦矿业拥有内蒙古双尖子山矿区银铅矿采矿权，资源储量中，银金属量 15129.3 吨，铅金属量 389119 吨，锌金属量 1500462 吨，主、共生矿产中：银平均品位 138g/t，铅平均品位 1.03%，锌平均品位 1.46%；另含有伴生银金属量 3110.08 吨。双尖子山矿区为亚洲最大银矿床，为公司在银金属领域带来资源优势，同时银金属业务随着银价上涨有望成为公司业绩的主要增长点。

- **控股股东优质资产有望注入，开拓钼金属业务。**原控股股东破产重整后，投入大量资金整改下属矿山企业中西矿业，挖潜扩能技改项目达产达标，未来有望注入国城矿业。该项资产的注入不仅能优化原有单一业务结构，更将助力公司进军钼金属业务。目前我国钼供应存在缺口，钼金属业务具有较大发展潜力，资产注入后有望显著改善公司盈利能力。

- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑收购宇邦矿业和中西矿业注入对公司业绩的影响，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 9.2 亿元、9.9 亿元和 10.7 亿元，归母净利润分别为 1.27 亿元、1.47 亿元和 1.75 亿元，对应 PE 分别为 188 倍、163 倍和 137 倍，考虑到公司目前估值相比行业可比公司平均估值较高，暂不给予评级。

- **风险提示。**铅锌价格大幅波动风险、资产注入低于预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1020.53	919.45	990.24	1069.13
增长率	-16.75%	-9.90%	7.70%	7.97%
归属母公司净利润（百万元）	170.86	127.01	146.97	174.56
增长率	-57.82%	-25.67%	15.72%	18.77%
每股收益 EPS（元）	0.15	0.11	0.13	0.15
净资产收益率 ROE	8.02%	5.74%	6.30%	7.04%
PE	140	188	163	137
PB	11.22	10.81	10.25	9.65

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邱培宇

执业证号：S1250520070001

电话：010-58251918

邮箱：qiupy@swsc.com.cn

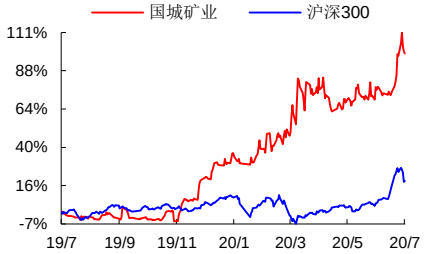
分析师：刘岗

执业证号：S1250517100001

电话：010-58251918

邮箱：lg@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)	11.37
流通 A 股(亿股)	11.37
52 周内股价区间(元)	10.02-22.41
总市值(亿元)	239.17
总资产(亿元)	26.24
每股净资产(元)	1.90

相关研究

目 录

1 公司概况：主营铅锌精矿的采选类企业 1

2 业务分析：立足铅锌，积极布局稀贵金属 4

2.1 业务简介：立足优质铅锌资源，扩产提效提升行业地位 4

2.2 收购亚洲最大银矿，银金属带动业绩增长 5

2.3 中西矿业资产有望注入，打开钼金属市场 6

3 盈利预测与估值 7

4 风险提示 8

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司 2019 年营业收入构成 2
图 3：公司 2019 年毛利构成 2
图 4：公司股权结构 2
图 5：公司主要控股参股公司 3
图 6：公司 2015 年以来营业收入及增速 3
图 7：公司 2015 年以来归母净利润及增速 3
图 8：公司目前产业链结构 4
图 9：2019 年至今上海黄金交易所银 Ag99.99 价格走势（单位：元/千克） 5

表 目 录

表 1：公司下属铅锌矿山资源表 4
表 2：双尖子山矿区资源 5
表 3：分业务收入及毛利率 7
表 4：可比上市公司估值情况 8
附表：财务预测与估值 9

1 公司概况：主营铅锌精矿的采选类企业

国城矿业股份有限公司（以下简称“国城矿业”）前身为“建新矿业股份有限公司”，为甘肃建新实业集团控股子公司。建新集团 2009 年收购原上市公司朝华科技，2013 年向其注入旗下矿山资源，此后公司更名为建新矿业。2018 年建新集团破产重整，成为浙江国城控股集团全资子公司，建新矿业更名国城矿业。目前公司主营业务为有色金属采选业务及工业硫酸业务，主要产品为铅精矿、锌精矿、铜精矿、硫精矿、硫铁粉、工业硫酸、次铁精矿等。

目前公司主要营业收入来自有色金属采选（主要产品为铅精矿、锌精矿、铜精矿等）业务，最主要的矿山资源为东升庙矿山，地处我国铅锌矿主要产地之一内蒙古巴彦淖尔，其铅锌矿石储量、品位在内蒙古地区具有优势，且单一矿山铅、锌精矿产量均位居全国前列。自 2018 年公司控股股东变更以来，公司调整产业结构、挖潜增效的同时，重点布局金、银、钼等稀贵金属，着力布局兼具贵金属属性、电子信息消费重要原材料以及在新能源产业中被广泛使用的银金属。

图 1：公司发展历程

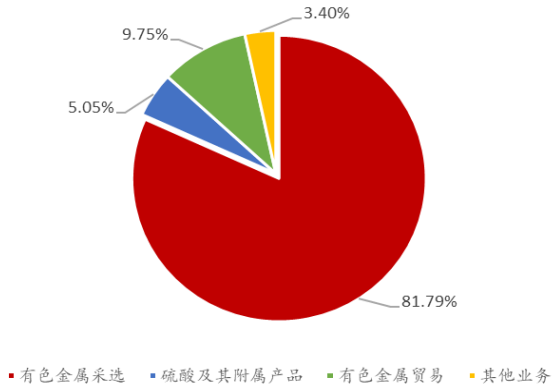


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：目前公司主要业务可分为有色金属采选、工业硫酸及稀贵金属采选三大部分。**有色金属采选：**公司传统业务，主要产品包括主要产品为铅精矿、锌精矿、铜精矿等，其中采矿业务外包给第三方，选矿业务由公司自行负责。**工业硫酸：**主要产品为工业硫酸，由东升庙矿山提供硫精矿，子公司临河新海负责生产和销售。**稀贵金属：** 以银金属为核心，主要为金、银、钼等矿产资源的生产和销售，目前在积极布局阶段。 其中银金属领域正在实施对宇邦矿业的收购及扩产，钼金属方面中西矿业经过技改扩能后将注入公司。

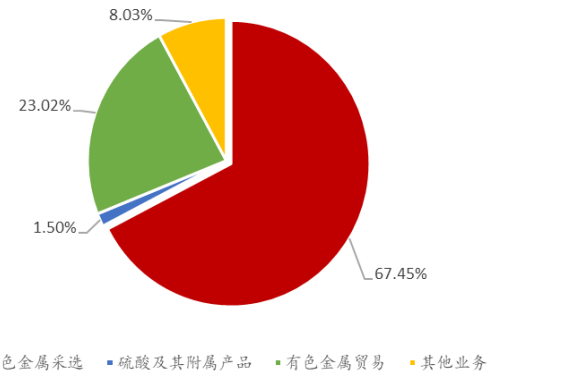
目前公司业务围绕铅锌资源展开，其中有色金属采选业务一直以来都是公司业绩主要来源。2019 年公司营业收入 10.21 亿元，采选业务收入 9.35 亿元，占比 91.58%；毛利 3.36 亿元，采选毛利 3.27 亿元，占比 97.32%。

图 2：公司 2019 年营业收入构成



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 3：公司 2019 年毛利构成

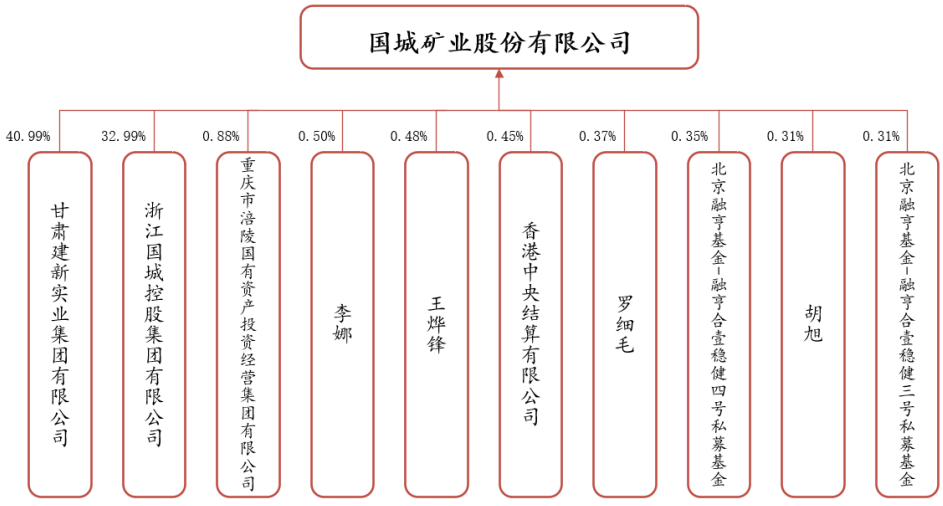


数据来源：公司年报，西南证券整理

截止 2019 年 12 月 31 日，公司保有资源储量合计 16320 万吨，含铅金属量 134881 吨，锌金属量 1728791 吨，铜 14882 吨，金金属量 21 吨，银金属量 1673 吨，褐铁矿 418.82 万，菱铁矿 236.49 万吨。产能方面根据 2019 年报，2019 年全国锌精矿产量 280.58 万金属吨，公司产量 5.78 万金属吨，占比 2.06%，全国铅精矿产量 123.12 万金属吨，公司产量 0.83 万金属吨，占比 0.67%。

股权控制结构：公司股权集中。公司控股股东为浙江国城控股集团有限公司，直接持股比例 32.99%，通过全资子公司建新集团间接持股比例为 40.99%；实际控制人为吴城，通过国城集团间接持有的股份合计为 73.98%。吴城先生现任浙江国城控股有限公司董事长，甘肃建新实业集团有限公司董事长、总经理，粤港澳大湾区产融投资有限公司董事，2018 年 5 月至 2019 年 12 月任国城矿业董事长。

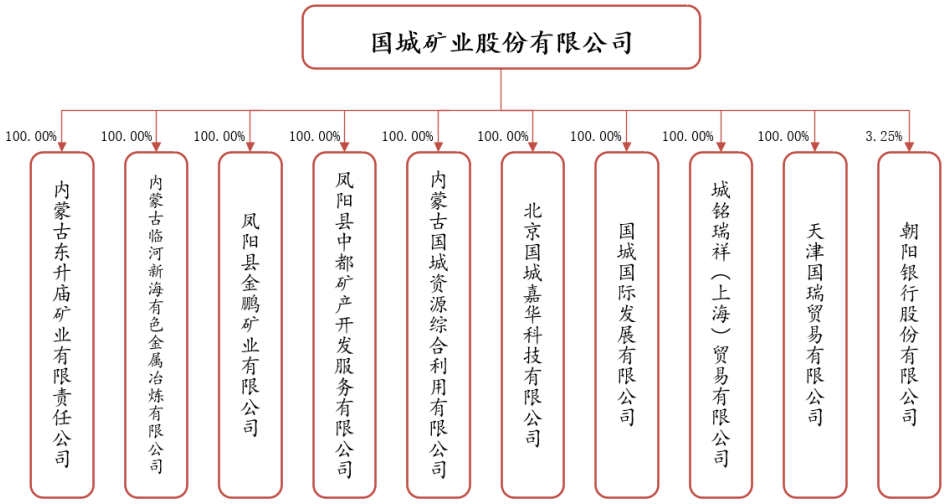
图 4：公司股权结构



数据来源：Choice，西南证券整理

截止 2019 年年报，公司拥有纳入合并报表范围的子公司共 9 家，其中城铭瑞祥（上海）贸易有限公司和天津国瑞贸易有限公司为 2019 年新设全资子公司，主要业务为贸易，尚未开展实际业务。

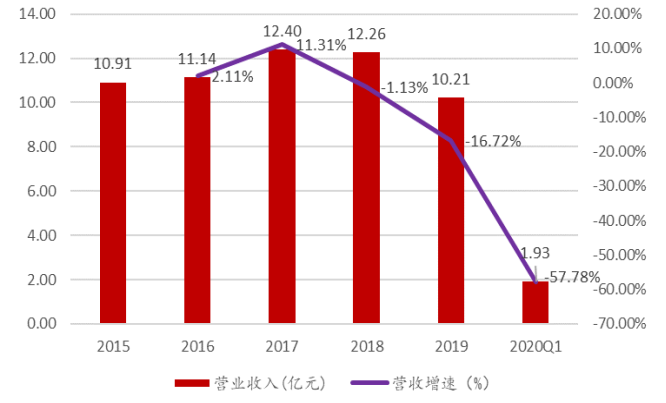
图 5：公司主要控股参股公司



数据来源：Choice，西南证券整理

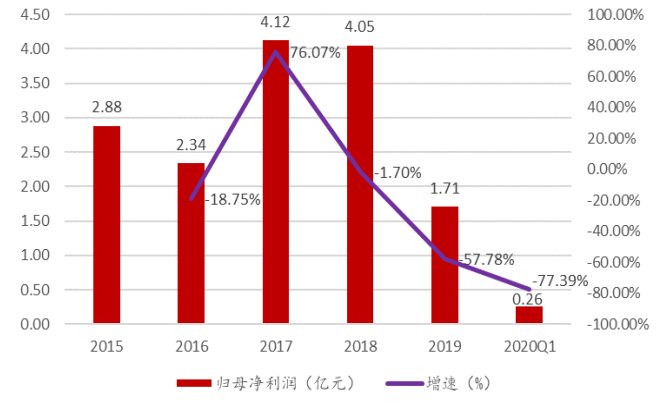
公司业绩状况：过去三年由于产品结构单一，公司业绩受单一因素影响较大。公司年报数据显示，2019 年公司实现营收 10.21 亿元，同比减少 16.57%，归母净利润 1.71 亿元，同比减少 57.78%。主要原因：公司主要产品为铅精矿、锌精矿和铜精矿等，销售价格以上海有色金属网价格扣减冶炼厂加工费和利润分成确定，受市场价格变动和加工费影响较大。2019 年，在产品市场价格下跌的同时，锌冶炼加工费迅速上涨，导致公司主要产品销售结算单价大幅下降。2020 年一季度营收 1.93 亿，同比下降 57.78%，主要原因是受疫情影响开工率不足，公司主要产品产销量均出现下降。

图 6：公司 2015 年以来营业收入及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

图 7：公司 2015 年以来归母净利润及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

2 业务分析：立足铅锌，积极布局稀贵金属

2.1 业务简介：立足优质铅锌资源，扩产提效提升行业地位

采选环节：东升庙矿业兼具储量、产量优势，是公司铅锌板块主要盈利点。公司拥有东升庙矿山、江山-大王府矿山、中家山矿山的采矿权，主要产品铅、锌、硫、铜、次铁精矿产品。目前合计共保有资源储量 16320 万吨，年采选量 230 万吨。公司矿产资源主要集中在东升庙矿山，该矿山硫铁矿矿石储量 15200 万吨，居西北地区首位，铅锌矿矿石品位高，储量丰富易采，年采选量 230 万吨，产量方面具有优势。东升庙矿山地处内蒙古地区，当地铅锌产业发展成熟，目前已形成产销储运一体的经营模式，有明显区位优势。2019 年东升庙矿业营业收入 8.76 亿元，占比 85.80%，净利润 1.83 亿元，占比 54.46%，是公司铅锌业务主要盈利点。

表 1：公司下属铅锌矿山资源表

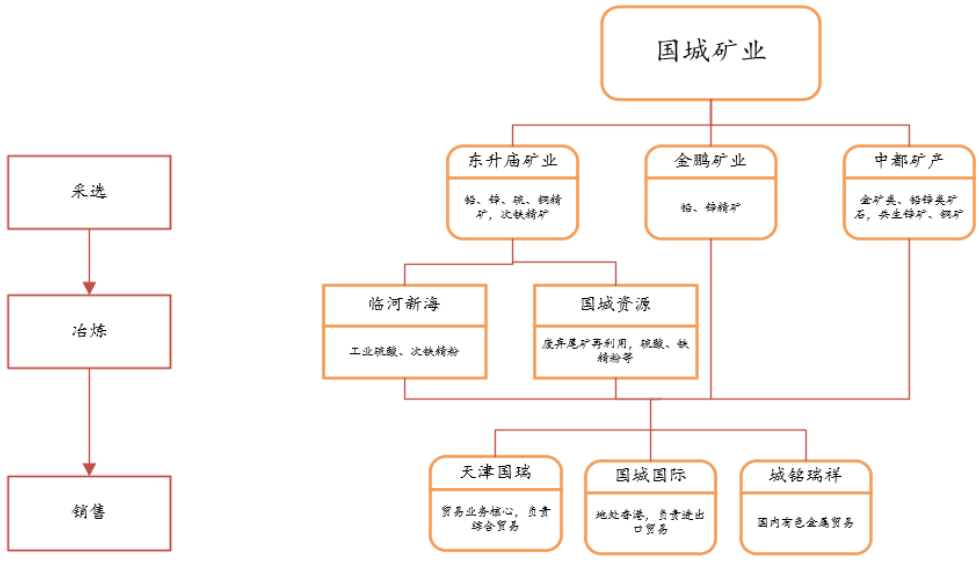
下属矿山企业	主要矿山	持股比例	主要产品	年采选量（万吨）	资源储量(万吨)
东升庙矿业	东升庙铜铅锌多金属矿	100%	铅精矿、锌精矿、硫精矿、铜精矿、次铁精矿	230	15200
金鹏矿业	中家山铅锌（金银）矿	100%	铅精矿、锌精矿	9	126
中都矿产	江山-大王府金铅锌矿	100%	金矿类、铅锌矿类矿石，共生锌矿、铜矿	在建	994

数据来源：公司网站、公告，西南证券整理

冶炼环节：公司冶炼业务位于内蒙古境内，基于东升庙矿山资源，分为工业硫酸和资源循环两部分。工业硫酸由子公司临河新海负责，利用东升庙矿山硫铁矿、次铁精矿进行冶炼，主要产品为工业硫酸、次铁精粉。资源循环利用由子公司国城资源负责，通过当地尾矿提炼硫酸、铁精粉等产品，并进一步用于生产钛白粉等其他副产品。

销售环节：公司业务主要为自产产品销售、期货保值及其他贸易，通过子公司天津国瑞进行。另有子公司国城国际负责进出口贸易、城铭瑞祥负责有色金属国内贸易。

图 8：公司目前产业链结构



数据来源：公司网站，西南证券整理

2.2 收购亚洲最大银矿，银金属带动业绩增长

拟收购宇邦矿业 65%股权。公司 2020 年 1 月首次公告实施宇邦矿业控股权收购计划，原交易为收购宇邦矿业 35%股权，7 月 9 日公司公告显示公司将加大收购力度，累计收购宇邦矿业 65%股权，获得绝对控股权，目前正在实施，预计 8 月份完成。

宇邦矿业双尖子山矿区为亚洲最大银矿床。宇邦矿业目前拥有双尖子山矿区银铅矿采矿权，系目前国内发现的最大银矿矿床，该矿银金属量全球排名第七，亚洲第一，未来增储前景良好。截止 2017 年 3 月 31 日，该矿区银铅矿主、共生矿产保有资源储量矿石量为 15897.87 万吨，银金属量 15129.30 吨，铅金属量 389119 吨，锌金属量 1500462 吨，主、共生矿产中：银平均品位 138g/t，铅平均品位 1.03%，锌平均品位 1.46%；另含有伴生银金属量 3110.08 吨，伴生铅金属量 461905 吨，伴生锌金属量 388170 吨。

表 2：双尖子山矿区资源

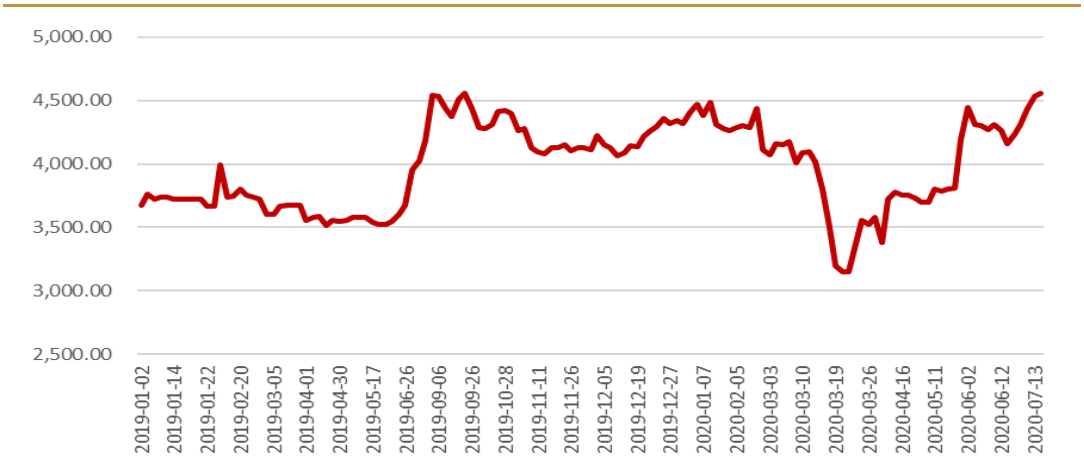
资源	金属量（吨）
银金属	15129.30
铅金属	389119
锌金属	1500462
伴生银	3110.08
伴生铅	461905
伴生锌	388170

数据来源：公司公告，西南证券整理

宇邦矿业未来产能有望持续升级。宇邦矿业现拥有 2000 吨/天的采选生产能力，年产金属银约 100 吨左右，2021 年通过采选产能的扩张，有望实现年产银金属量约 250 吨。未来三年有望继续扩大产能，将年产银金属量扩大到 1000 吨。

立足银金属切入稀贵金属领域，未来业绩可期。宇邦矿业银、铅、锌资源丰富，未来发展前景广阔。若本次交易能顺利实施，将有利于公司未来在贵金属银生产方面奠定一定的行业基础，增强公司的核心竞争力和可持续发展能力。未来伴随短期贵金属避险需求和长期电子行业工业需求增长，预期银价上涨，银金属业务将成为公司盈利主要来源。

图 9：2019 年至今上海黄金交易所银 Ag99.99 价格走势（单位：元/千克）



数据来源：Choice，西南证券整理

2.3 中西矿业资产有望注入，打开钼金属市场

中西矿业已完成技改，注入预期较强。目前资产注入预期最高的为中西矿业，中西矿业系原控股股东建新集团及实际控制人刘建民承诺在 2020 年底之前注入上市公司的资产。建新集团重整后尚未履行完毕的资产注入承诺由现控股股东国城控股及实际控制人吴城先生承接并继续履行。中西矿业拥有的大苏计钼矿设计产能 500 万吨，年产量 6000-7500 吨，钼产量在全国钼矿山中排名前五。随着中西矿业的注入，公司将进军钼金属市场。手握优质矿山资源，同时目前国内钼供应出现缺口，公司钼金属业务有巨大潜力。

控股股东注资整改，托管多家矿企。国城集团重整建新集团后，注入大量资金，用于下属矿山企业恢复生产、技术升级改造、优质标的并购等，中西矿业、博海矿业、西藏圣凯都在托管范围内，由于资源禀赋较好，未来均具备注入预期。2019 年 3 月公司接受建新集团委托对其下属 11 家矿山企业股权进行管理，期限 1 年，托管费用为 2800 万元/年。

托管成果显著，已续签托管协议。由于经营及整改成果显著，2020 年 3 月公司与建新集团签定补充协议将 2020 年一季度托管费由 700 万元调整至 1,000 万元。同时，公司及国城集团决定续签《股权托管协议》，继续对该等企业进行股权管理，期限 1 年，托管费 4000 万元/年（如后续托管企业数量持续增加，单户企业托管费不低于 300 万元/年）。

博海矿业、西藏圣凯未来注入预期强。博海矿业和西藏圣凯都掌握优质铅锌资源，在托管过程中取得突破。博海矿业重整后复工复产，探矿工作取得重大成果；西藏圣凯已开展了一系列项目准备工作，可研报告、安评报告通过专家评审，取得水土保持报告、矿山社会稳定风险评估报告等批复，编制完成项目核准报告、开发利用方案、环评等报告。博海矿业和西藏圣凯主营业务都为铅锌资源开发，基于目前托管效果显著，未来为充分发挥公司矿山资源专业管理和运营优势，有效避免和解决公司与关联方之间的同业竞争，该等企业有望注入公司。

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2020-2022 年铅现货均价分别是 14500、14800 和 15000 元/吨；

假设 2：2020-2022 年锌现货均价为 17000 元/吨；

假设 3：2020-2022 年 LME 铜均价分别是 5800、6000 和 6200 美元/吨。

基于以上假设，暂不考虑收购宇邦矿业对公司业绩的影响，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
铅精矿	收入	116.6	87.4	91.8	96.4
	增速	-39.3%	-25.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	46.7%	40.0%	40.0%	40.0%
锌精矿	收入	654.9	556.7	584.5	613.8
	增速	-18.7%	-15.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
铜精矿	收入	101.4	96.4	101.2	106.2
	增速	-25.8%	-5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	88.7%	80.0%	80.0%	80.0%
硫精矿	收入	30.2	33.2	36.6	40.2
	增速	1.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	89.4%	89.0%	89.0%	89.0%
硫铁粉	收入	32.0	35.2	38.7	42.6
	增速	59.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	95.7%	95.0%	95.0%	95.0%
硫酸	收入	10.4	10.4	10.4	10.4
	增速	-43.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-182.0%	-180.0%	-150.0%	-100.0%
次铁精矿	收入	47.3	56.8	68.2	81.8
	增速	23.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	55.3%	50.0%	50.0%	50.0%
有色金属贸易	收入	1.5	3.0	6.0	12.1
	增速	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务	收入	38.9	46.7	56.1	67.3
	增速	923.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
内部抵消数	收入	-12.8	-6.4	-3.2	-1.6
	增速	-60.4%	-50.0%	-50.0%	-50.0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	-13.4%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
合计	收入	1020.5	919.4	990.2	1069.1
	增速	-16.7%	-9.9%	7.7%	8.0%
	毛利率	35.2%	37.1%	38.3%	39.9%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 9.2 亿元、9.9 亿元和 10.7 亿元，归母净利润分别为 1.27 亿元、1.47 亿元和 1.75 亿元，对应 PE 分别为 188 倍、163 倍和 137 倍，考虑到公司目前估值相比行业可比公司平均估值较高，暂不给予评级。

表 4：可比上市公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）				PE			
		7 月 17 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600497	驰宏锌锗	3.96	0.15	0.12	0.13	0.18	28.69	33.67	29.42	21.72
000060	中金岭南	4.53	0.24	0.21	0.21	0.25	18.01	22.08	21.26	18.46
000426	兴业矿业	8.61	0.06	0.17	0.51	0.72	89.33	50.02	17.00	11.88
000603	盛达资源	13.26	0.65	0.74	0.93	1.07	23.06	17.99	14.23	12.36
601020	华钰矿业	11.67	0.24	0.31	0.72	1.06	38.37	38.14	16.11	10.98
行业均值							39.49	32.38	19.6	15.08
000638	国城矿业	21.03	0.15	0.11	0.13	0.15	91.26	188	163	137

数据来源：Wind，西南证券整理。

4 风险提示

铅锌价格大幅波动风险、资产注入低于预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1020.53	919.45	990.24	1069.13
营业成本	661.75	578.52	611.28	642.69
营业税金及附加	69.97	66.65	70.49	76.57
销售费用	19.22	17.31	18.65	20.13
管理费用	104.54	94.19	101.44	109.52
财务费用	-3.19	-1.19	-1.34	-2.24
资产减值损失	-4.35	0.00	0.00	0.00
投资收益	44.31	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.42	0.14	0.18	0.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	213.77	164.11	189.91	222.66
其他非经营损益	-14.02	-14.44	-17.17	-17.32
利润总额	199.75	149.67	172.74	205.34
所得税	28.89	22.66	25.76	30.78
净利润	170.86	127.01	146.97	174.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	170.86	127.01	146.97	174.56

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	170.86	127.01	146.97	174.56
折旧与摊销	122.33	116.58	116.58	116.58
财务费用	-3.19	-1.19	-1.34	-2.24
资产减值损失	-4.35	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	626.27	-357.28	6.96	12.53
其他	-572.68	-2.28	-0.36	0.24
经营活动现金流净额	339.23	-117.16	268.80	301.66
资本支出	-148.10	0.00	0.00	0.00
其他	331.08	0.14	0.18	0.21
投资活动现金流净额	182.98	0.14	0.18	0.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-34.17	-25.40	-29.39
其他	-363.15	-11.00	1.34	2.24
筹资活动现金流净额	-363.15	-45.17	-24.06	-27.15
现金流量净额	159.07	-162.19	244.93	274.72

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	477.19	315.01	559.93	834.65
应收和预付款项	32.86	130.63	135.61	129.47
存货	60.13	54.15	57.53	60.14
其他流动资产	78.82	33.96	35.00	36.15
长期股权投资	192.43	192.43	192.43	192.43
投资性房地产	81.11	81.11	81.11	81.11
固定资产和在建工程	1227.59	1158.51	1089.43	1020.35
无形资产和开发支出	386.30	339.27	292.24	245.21
其他非流动资产	128.97	128.50	128.04	127.57
资产总计	2665.39	2433.56	2571.31	2727.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	225.64	187.15	203.33	213.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	308.09	34.10	34.10	34.10
负债合计	533.73	221.25	237.43	248.03
股本	1137.30	1137.30	1137.30	1137.30
资本公积	188.83	188.83	188.83	188.83
留存收益	1262.73	1355.56	1477.13	1622.30
归属母公司股东权益	2131.66	2212.31	2333.88	2479.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2131.66	2212.31	2333.88	2479.05
负债和股东权益合计	2665.39	2433.56	2571.31	2727.08

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-16.75%	-9.90%	7.70%	7.97%
营业利润增长率	-56.36%	-23.23%	15.73%	17.25%
净利润增长率	-57.63%	-25.67%	15.72%	18.77%
EBITDA 增长率	-40.79%	-16.04%	9.18%	10.44%
获利能力				
毛利率	35.16%	37.08%	38.27%	39.89%
三费率	11.81%	12.00%	11.99%	11.92%
净利率	16.74%	13.81%	14.84%	16.33%
ROE	8.02%	5.74%	6.30%	7.04%
ROA	6.41%	5.22%	5.72%	6.40%
ROIC	12.43%	9.50%	10.60%	13.43%
EBITDA/销售收入	32.62%	30.40%	30.82%	31.52%
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.36	0.40	0.40
固定资产周转率	1.07	0.99	1.15	1.35
应收账款周转率	12.56	22.74	17.51	18.82
存货周转率	8.92	9.58	10.55	10.53
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.00%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	20.02%	9.09%	9.23%	9.10%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.30	2.85	3.88	4.96
速动比率	1.18	2.56	3.59	4.68
股利支付率	0.00%	26.91%	17.28%	16.84%
每股指标				
每股收益	0.15	0.11	0.13	0.15
每股净资产	1.87	1.95	2.05	2.18
每股经营现金	0.30	-0.10	0.24	0.27
每股股利	0.00	0.03	0.02	0.03

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	332.90	279.50	305.14	337.00
PE	139.98	188.32	162.73	137.02
PB	11.22	10.81	10.25	9.65
PS	23.44	26.01	24.15	22.37
EV/EBITDA	69.25	83.06	75.27	67.34
股息率	0.00%	0.14%	0.11%	0.12%

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
	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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn