

成品油消费复苏, 炼油盈利有望回暖

投资要点

- **事件:** 华锦股份公布 2022 年度报告。2022 年受原油价格大幅上涨、市场需求不振等因素影响, 公司利润同比下滑。全年公司实现营收 490.6 亿元, 同比增长 26.9%, 归母净利润为 5.3 亿元, 同比下降 43.9%。同时公司发布一季度业绩预亏公告, 受国际原油价格下跌、石化下游市场需求不振、天然气大宗原料成本上升等因素影响, 2023 年一季度公司预计归母净利润亏损 4-5 亿元, 同比下降 240.8%-276%。
- **公司营收随国际原油价格上涨而增长。** 2022 年俄乌战争引发国际能源价格大幅波动, 公司产品价格上涨, 全年实现营收 490.6 亿元, 同比增长 27.3%, 其中石化板块运行平稳, 产品结构进一步优化, 石化产品实现营收 422.5 亿元, 同比增长 32.1%, 占比提升 3.4pp 为 86.1%; 精细化工产品实现营收 38.2 亿元, 同比增长 6.2%, 占比略下降 1.5pp 为 7.8%; 化肥产业实现营收 26.7 亿元, 同比下降 4.9%, 占比为 5.4%。
- **产品价格上涨幅度低于原材料上涨幅度, 导致公司毛利减少。** 2022 年受疫情影响, 产品下游消费需求低迷, 公司产品价格上涨幅度不及原材料上涨幅度, 公司毛利率同比下降 4.4pp 为 16.5%。分行业来看, 2022 年石化、化肥、精细化工板块的毛利率分别为 16.2%、39.3%、4.9%, 分别较 2021 年下降 3pp、2.3pp、17.6pp。
- **各项经济活动的开展将从需求端支撑成品油价格, 炼厂利润可期。** 2022 年疫情影响下, 我国成品油消费需求增速放缓, 全年汽柴油消费量分别为 3.3 亿吨, 同比增长 2%, 其中, 汽油下降 5.4%, 柴油增长 23.2%, 煤油下降 51.1%。2022 年 12 月我国疫情管控放开, 我国经济将逐步修复, 煤油作为交通工具的燃料, 随着居民出行需求的释放将随之恢复, 2 月我国民航旅客周转量为 697.2 亿人公里, 同比增长 44%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.4、6.5 和 8.7 亿元, EPS 分别为 0.33、0.41、0.55 元。结合可比公司的估值和目前华锦股份的业务布局, 给予公司 2023 年 26 倍 PE, 对应目标价 8.58 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原油价格大幅上涨、宏观经济波动、石化产品销量不及预期等风险。

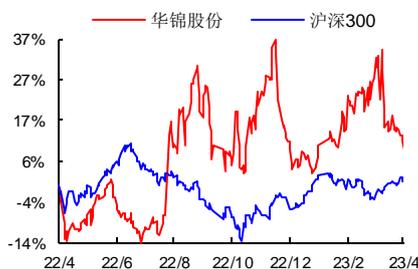
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	49062.14	52545.88	55747.82	58623.03
增长率	27.26%	7.10%	6.09%	5.16%
归属母公司净利润(百万元)	528.78	535.03	651.40	873.56
增长率	-40.85%	1.18%	28.30%	34.10%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.33	0.41	0.55
净资产收益率 ROE	3.98%	3.90%	4.57%	5.81%
PE	21	21	17	13
PB	0.78	0.76	0.73	0.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@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)	15.99
流通 A 股(亿股)	15.99
52 周内股价区间(元)	5.53-8.87
总市值(亿元)	112.92
总资产(亿元)	330.79
每股净资产(元)	8.96

相关研究

目 录

1 国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业	1
2 疫情放开，消费需求支撑成品油价格	3
3 原料价格上涨，需求不振经营业绩承压	6
4 盈利预测与估值	7
4.1 盈利预测	7
4.2 相对估值	8
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 华锦股份发展历程.....	1
图 2: 2019-2022 年公司业务加工产量 (万吨)	2
图 3: 2019-2022 年公司业务加工销量 (万吨)	2
图 4: 公司股权结构.....	2
图 5: 石油需求增长量与全球 GDP 增长率.....	3
图 6: 石油主要消费国石油消费占比.....	3
图 7: 全球石油探明储量占比情况.....	3
图 8: 中国原油消费以及产量情况 (亿吨)	3
图 9: 中国炼厂炼能.....	4
图 10: 中国炼厂开工率.....	4
图 11: 中国成品油出口配额 (万吨)	4
图 12: 中国成品油出口情况 (万吨)	4
图 13: 我国成品油消费情况 (亿吨)	5
图 14: 民航旅客周转量 (亿人公里)	5
图 15: 我国全国综合 PMI 产出指数	6
图 16: 中国柴油批发价 (元/吨)	6
图 17: 2019-2022 年公司营业收入.....	6
图 18: 公司营业收入结构 (2022 年)	6
图 19: 2019-2022 年公司毛利.....	7
图 20: 2019-2022 年公司分产品毛利率.....	7
图 21: 2019-2022 年公司三费用.....	7
图 22: 2019-2022 年公司归母净利润.....	7

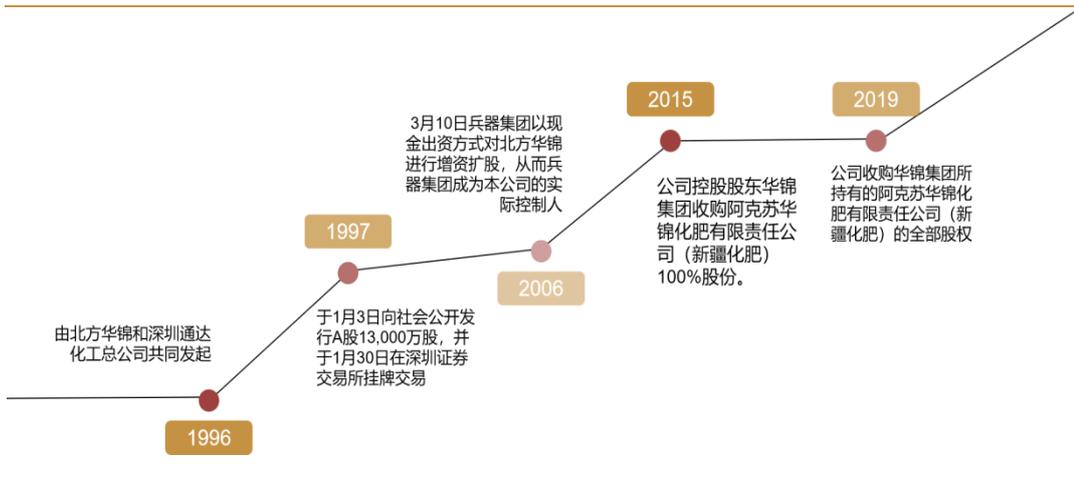
表 目 录

表 1: 公司“十四五”生产与质量控制能力发展目标.....	1
表 2: 我国疫情防控政策.....	5
表 3: 分业务收入及毛利率.....	8
表 4: 可比公司估值.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1 国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业

华锦股份是国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一。华锦股份自 1997 年上市以来经营持续向好，2006 年中国兵器工业集团成为公司的实际控制人，公司是中国兵器集团“海外石油勘探开采—石油贸易—石油化工—精细化工—特种化工”产业链的重要环节。2015 年公司剥离亏损资产，出售全资子公司新疆化肥，2019 年公司重新收购新疆化肥，公司拥有显著的产业结构优势，形成了炼油、聚烯烃、ABS、偏三甲苯等特点鲜明的炼化一体化产业链，上下游协同发展进一步提高了产业竞争力。

图 1：华锦股份发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

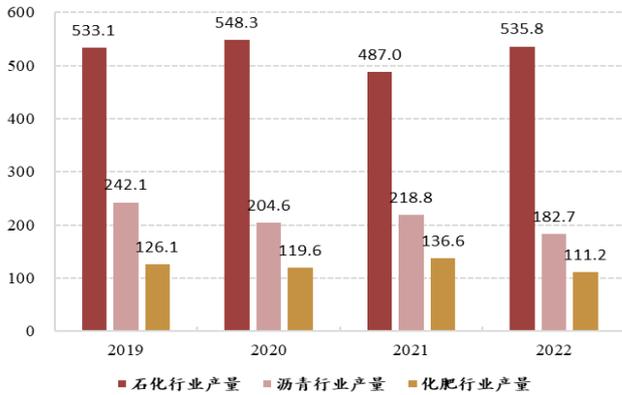
华锦股份聚焦石化、化肥、沥青/润滑油三大支柱产业，其中石化板块主要包括石化产品和精细化工产品，具体有柴油、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、ABS、船用燃料油、石油甲苯等；化肥板块产品包括尿素、甲醇和液氨等主要产品。根据公司官网数据显示，目前形成 800 万吨/年炼油、50 万吨/年乙烯、100 万吨/年道路沥青、90 万吨/年润滑油基础油、132 万吨/年尿素的生产规模。公司大力推进装置改造技术升级，深挖装置潜力，通过装置改造和技术升级，实现能耗进一步降低，装置运行效率进一步提高，资源利用得到进一步优化，企业竞争力得到进一步增强。。

表 1：公司“十四五”生产与质量控制能力发展目标

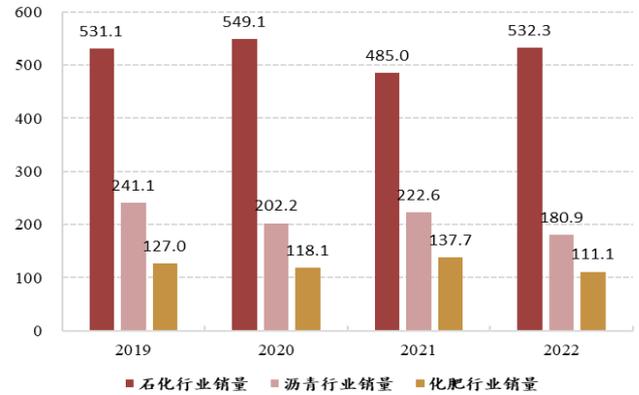
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
质量损失率 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
乙烯综合能耗 (kgoe/t)	692	685	675	675	670
炼油综合能耗 (kgoe/t)	63.5	63	62.5	62.5	62

数据来源：公司公告，西南证券整理

石化行业产销量显著回升，沥青、化肥行业产销量小幅下降。面临原料价格上涨，需求收紧的复杂严局面，公司通过生产成本的控制和销售渠道优化总体实现平稳运行，2022 年公司石化行业产销量分别为 535.8/532.3 万吨，同比上涨 10%/9.7%，沥青行业产销量分别为 182.7/180.9 万吨，同比下降 16.5%/18.7%；化肥行业产销量分别为 111.2/111.1 万吨，同比下降 18.6%/19.3%。

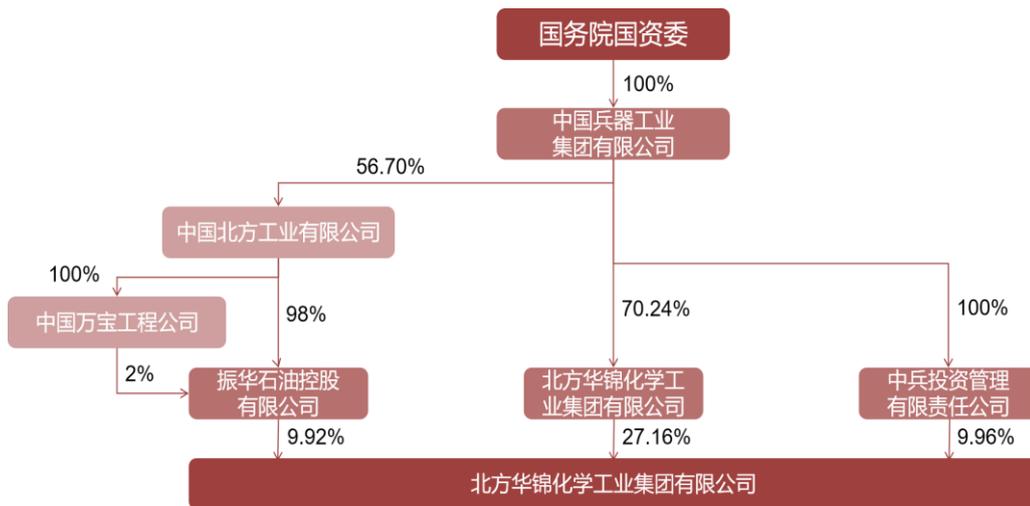
图 2：2019-2022 年公司业务加工产量 (万吨)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 3：2019-2022 年公司业务加工销量 (万吨)


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司第一大控股股东为华锦集团，实际控制人为兵器集团。截至报告期末，本公司母公司北方华锦化学工业集团有限公司持有华锦股份比例为 27.2%，实际控制人央企中国兵器工业集团有限公司通过直接或间接合计持有华锦股份比例为 37.7%。

图 4：公司股权结构


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 疫情放开，消费需求支撑成品油价格

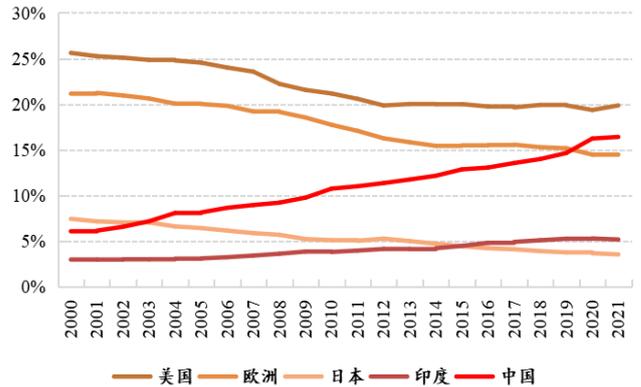
石油消费需求与全球经济走势高度相关。石油作为燃料、工业原料等为全球经济增长献力，全球 GDP 增长率同石油消费增长量保持高度相关。现有石油消费国也主要由发达的西方工业化国家以及全球经济增长中心亚太国家组成。经过多年快速发展，中国成为世界第二大经济体，2021 年石油消费占比同比 2000 年上升 10.3pp 为 16.4%。

图 5：石油需求增长量与全球 GDP 增长率



数据来源：BP，世界银行，西南证券整理

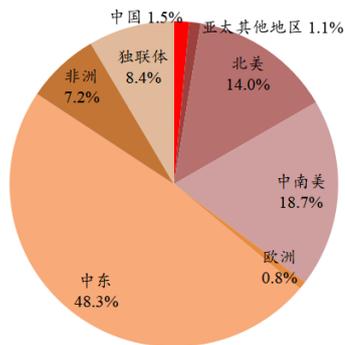
图 6：石油主要消费国石油消费占比



数据来源：BP，西南证券整理

我国石油资源与经济发展需求不匹配，长期需要进口原油。对比较高的石油消费，我国的石油资源较为贫瘠，截至 2020 年底我国的石油探明储量占比仅 1.5%。2021 年我国原油消费量 7.1 亿吨，原油产量仅 2 亿吨，供需缺口较大，需要进口原油来满足经济发展所需的原油。

图 7：全球石油探明储量占比情况



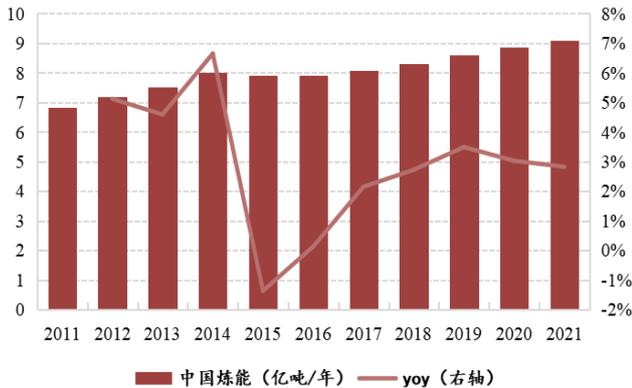
数据来源：BP，西南证券整理

图 8：中国原油消费以及产量情况 (亿吨)



数据来源：国家统计局，西南证券整理

我国炼厂产能过剩现象短期难以改善，炼厂开工率长年不超过 80%。2021 年我国炼能为 9.1 亿吨/年，同比增加 2.8%，据《2021 年中国炼油工业发展状况与近期展望》统计，2022 年及之后将有超过 1 亿吨炼能投产，未来随着新的炼厂建成，我国炼能将进一步增加。然而我国成品油消费量低于产能，炼厂普遍通过降低开工率来减少过剩产能，我国炼厂开工率长年不超过 80%。

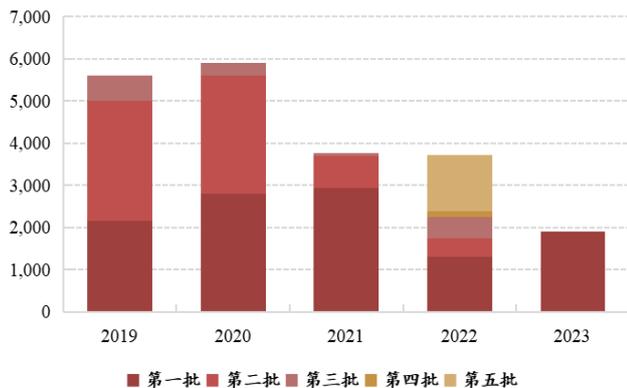
图 9：中国炼厂炼能


数据来源：Wind, 西南证券整理

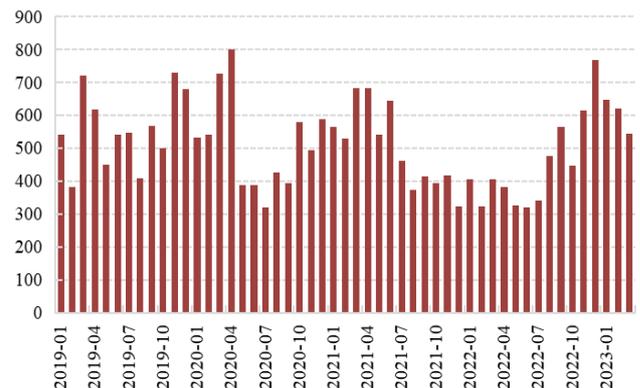
图 10：中国炼厂开工率


数据来源：Wind, 西南证券整理

成品油出口缓解过剩压力。我国成品油产能过剩，对外出口能够改善该情况。相关部门每年根据市场情况分批次下发成品油出口配额，调控成品油出口量，然而近年来受疫情影响，全球成品油消费需求下降，出口利润下降，2021 年我国成品油出口配额大幅下降 36.3%，为 3761 万吨，2022 年成品油出口配额为 3725 万吨，同比下降 1%，2023 年第一批成品油出口配额下发为 1899 万吨，同比上涨 46.1%，我国成品油出口态势向好。23 年一季度我国成品油出口合计 1815.2 万吨，较去年同期大幅上涨 59.8%。

图 11：中国成品油出口配额 (万吨)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 12：中国成品油出口情况 (万吨)


数据来源：Wind, 西南证券整理

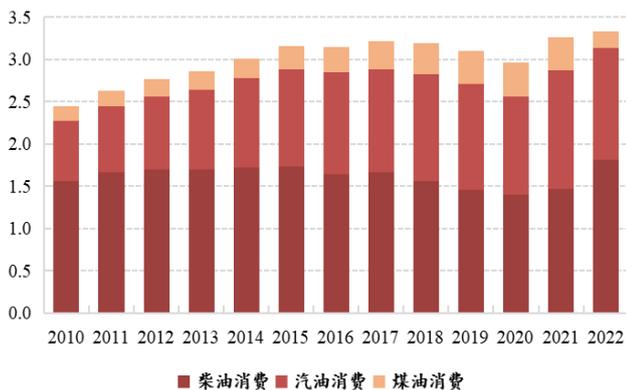
疫情放开，我国经济逐步恢复，2023 年经济增长目标稳健。2022 年 12 月，国家卫健委发布公告，综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。3 月政府工作报告提出 2023 年国内生产总值 (GDP) 增长预期目标为 5% 左右。

表 2：我国疫情防控政策

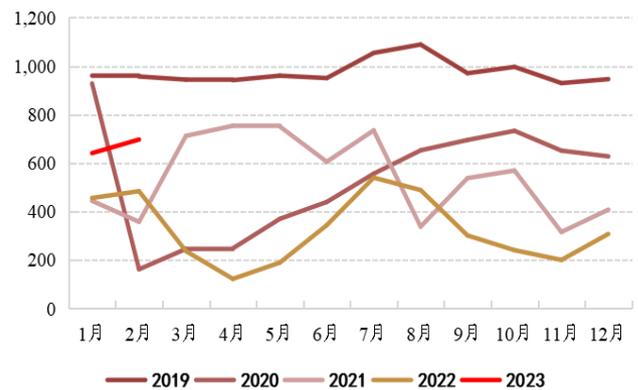
时间	会议/政策	内容
2022.06	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	优化调整风险人员的隔离管理期限和方式。将密切接触者入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离医学观察+3 天居家健康监测”，密接的密接管控措施从“7 天集中隔离医学观察”调整为“7 天居家隔离医学观察”等
2022.06	国务院联防联控机制新闻发布会 （“九不准”要求）	不准随意将限制出行的范围由中、高风险地区扩大到其他地区；不准对来自低风险地区人员采取强制劝返、隔离等限制措施；不准随意延长中、高风险地区管控时间等九项要求
2022.11	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》（二十条）	对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”；不再判定密接的密接；将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”；取消入境航班熔断机制等
2022.12	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（新十条）	优化调整隔离方式。感染者要科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治等
2022.12	《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》	综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”

数据来源：国务院，西南证券整理

各项经济活动的开展将从需求端支撑成品油价格，炼厂利润可期。2022 年疫情影响下，我国成品油消费需求增速放缓，全年汽柴煤油消费量为 3.3 亿吨，同比增长 2%，其中，汽油下降 5.4%，柴油增长 23.2%，煤油下降 51.1%。2022 年 12 月我国疫情管控放开，我国经济将逐步修复，煤油作为交通工具的燃料，随着居民出行需求的释放将随之恢复，2 月我国民航旅客周转量为 697.2 亿人公里，同比 22 年增长 44%。

图 13：我国成品油消费情况（亿吨）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：民航旅客周转量（亿人公里）


数据来源：Wind，西南证券整理

柴油作为重要的工业燃料，消费需求回暖有望支撑成品油价格。据统计数据显示，23 年 3 月，我国全国综合 PMI 产出指数为 57%，环比上涨 0.6pp，是近 12 个月来高点，随着全国经济景气水平持续回升，工业、物流需求有望支撑成品油价格，截至 4 月 14 日，中国柴油批发价格为 7918 元/吨。

图 15: 我国全国综合 PMI 产出指数

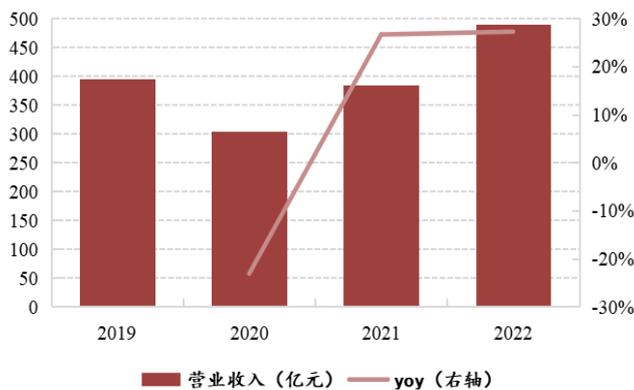

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 中国柴油批发价 (元/吨)

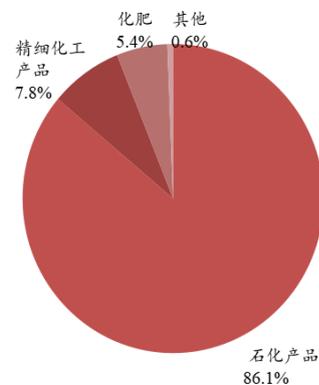

数据来源: Wind, 西南证券整理

3 原料价格上涨, 需求不振经营业绩承压

公司营收随国际原油价格上涨而增长。2022 年俄乌战争引发国际能源价格大幅波动, 公司产品价格上涨, 全年实现营收 490.6 亿元, 同比增长 27.3%, 其中石化板块运行平稳, 产品结构进一步优化, 石化产品实现营收 422.5 亿元, 同比增长 32.1%, 占比提升 3.4pp 为 86.1%; 精细化工产品实现营收 38.2 亿元, 同比增长 6.2%, 占比略下降 1.5pp 为 7.8%; 化肥产业实现营收 26.7 亿元, 同比下降 4.9%, 占比为 5.4%。

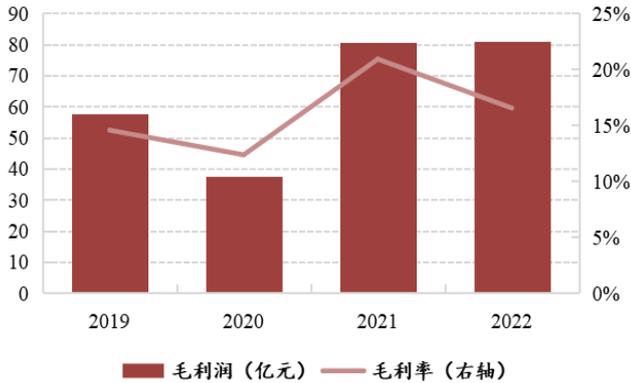
图 17: 2019-2022 年公司营业收入


数据来源: Wind, 西南证券整理

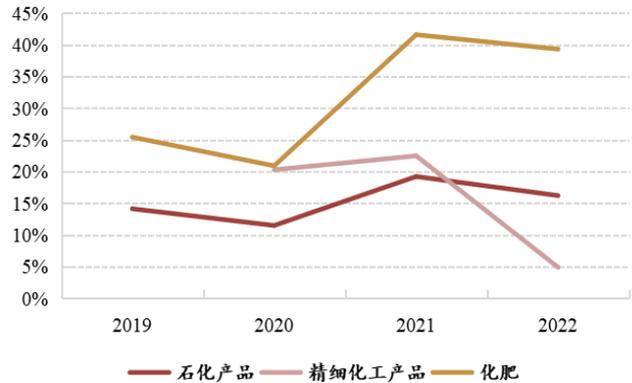
图 18: 公司营业收入结构 (2022 年)


数据来源: Wind, 西南证券整理

产品价格上涨幅度低于原材料上涨幅度, 导致公司毛利减少。2022 年受疫情影响, 产品下游消费需求低迷, 公司产品价格上涨幅度不及原材料上涨幅度, 公司毛利率同比下降 4.4pp 为 16.5%。分行业来看, 2022 年石化、化肥、精细化工板块的毛利率分别为 16.2%、39.3%、4.9%, 分别较 2021 年下降 3pp、2.3pp、17.6pp。

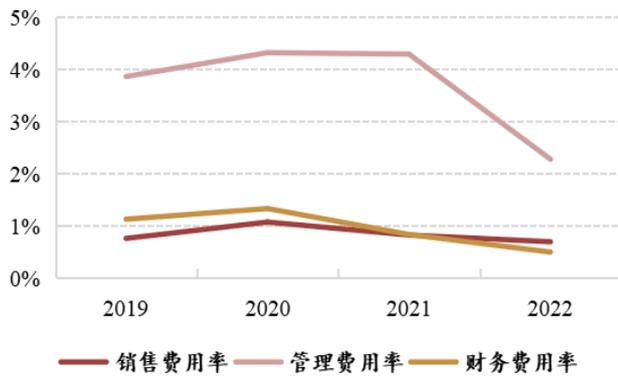
图 19: 2019-2022 年公司毛利


数据来源: Wind, 西南证券整理

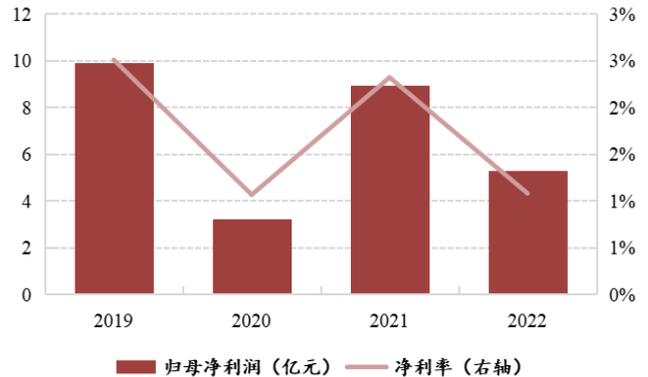
图 20: 2019-2022 年公司分产品毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

近年来公司三费总费率总体呈下降趋势。公司三费总费用率从 2019 年的 5.7% 上升至 2020 年 6.7%，主要系公司销售费用中折旧费大幅增加所致，2022 年下降 2.5pp 至 3.5%。分别来看，2022 年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.7%、2.3%、0.5%，分别下降 0.1pp、2pp、0.3pp，其中财务费用持续减少，主要系公司贷款规模减少所致。综合影响下，2022 年公司实现净利润 5.3 亿元，同比下降 40.8%，净利率下降 1.2pp 为 1.1%。

图 21: 2019-2022 年公司三费用


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22: 2019-2022 年公司归母净利润


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 石油产品消费需求回升, 预计公司石油产品 2023/24/25 年销量同比增长 10%、8%、6%;

假设 2: 国际原油价格从 2022 年高位回落, 原料成本下降, 产品价格对应调整, 消费需求支撑价格, 综合影响下预计 2023/24/25 年公司石油产品销售单价同比下降 2.5%、2%、1.5%。

基于以上关键假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
石化产品	收入	42249.0	45312.0	47958.2	50073.2
	增速	28.4%	7.2%	5.8%	4.4%
	毛利率	16.2%	15.8%	16.0%	16.5%
精细化工产品	收入	3824.25	4015.5	4417.0	5079.6
	增速	66.4%	5.0%	10.0%	15%
	毛利率	4.9%	4.0%	6.0%	8.0%
化肥	收入	2667.5	2880.9	3025.0	3115.7
	增速	-4.9%	8.0%	5.0%	3%
	毛利率	39.3%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	321.4	337.5	347.6	354.6
	增速	-42.0%	5.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	8.2%	7.0%	7.0%	7.0%
合计	收入	49062.1	52545.9	55747.8	58623.0
	增速	27.3%	7.1%	6.1%	5.2%
	毛利率	16.5%	16.2%	16.5%	17.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 525.5、557.5 和 586.2 亿元，归母净利润分别为 5.4、6.5 和 8.7 亿元，EPS 分别为 0.33、0.41 和 0.55 元，对应 PE 分别为 21、17 和 13 倍。

4.2 相对估值

我们选取了行业中与华锦股份业务相近的两家公司，2023 年可比公司的平均 PE 为 27 倍。结合可比公司的估值和目前华锦股份的业务布局，给予公司 2023 年 26 倍 PE，对应目标价 8.58 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002493.SZ	荣盛石化	13.85	0.33	0.95	1.37	1.68	42	15	10	8
600688.SH	上海石化	3.52	-0.27	0.09	0.13	0.19	-	39	27	19
平均值							42	27	19	13

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原油价格大幅上涨、宏观经济波动、石化产品销量不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49062.14	52545.88	55747.82	58623.03	净利润	600.78	607.90	740.11	992.52
营业成本	40950.06	44049.97	46575.16	48683.48	折旧与摊销	1655.08	982.46	1010.17	1037.89
营业税金及附加	5248.82	5621.52	5964.07	6271.67	财务费用	243.49	266.93	267.53	266.59
销售费用	340.22	364.38	386.58	406.52	资产减值损失	-241.92	-364.91	-346.54	-335.97
管理费用	1117.40	1839.11	1951.17	2051.81	经营营运资本变动	-426.65	-1864.53	-13.67	-380.62
财务费用	243.49	266.93	267.53	266.59	其他	-76.55	488.43	165.18	356.05
资产减值损失	-241.92	-364.91	-346.54	-335.97	经营活动现金流净额	1754.23	116.27	1822.78	1936.45
投资收益	4.48	30.00	30.00	30.00	资本支出	601.39	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.00	0.01	其他	-792.55	30.01	30.00	30.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-191.17	-969.99	-970.00	-969.99
营业利润	794.42	798.90	979.84	1308.94	短期借款	-400.38	1352.93	-158.06	-282.07
其他非经营损益	28.05	-28.88	-29.77	-27.27	长期借款	-4100.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	822.47	770.02	950.07	1281.67	股权融资	522.83	0.00	0.00	0.00
所得税	221.69	162.13	209.96	289.15	支付股利	-348.68	-105.76	-107.01	-130.28
净利润	600.78	607.90	740.11	992.52	其他	3048.81	-5178.82	-267.53	-266.59
少数股东损益	72.01	72.86	88.71	118.96	筹资活动现金流净额	-1278.10	-3931.65	-532.59	-678.94
归属母公司股东净利润	528.78	535.03	651.40	873.56	现金流量净额	284.98	-4785.37	320.19	287.52
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10039.96	5254.59	5574.78	5862.30	成长能力				
应收和预付款项	3249.64	3917.25	3999.95	4221.13	销售收入增长率	27.26%	7.10%	6.09%	5.16%
存货	5103.79	5337.00	5802.87	6015.59	营业利润增长率	-29.41%	0.56%	22.65%	33.59%
其他流动资产	177.20	188.48	199.96	210.27	净利润增长率	-35.90%	1.18%	21.75%	34.10%
长期股权投资	91.34	91.34	91.34	91.34	EBITDA 增长率	-6.87%	-23.94%	10.22%	15.76%
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	11749.15	11865.11	11953.36	12013.88	毛利率	16.53%	16.17%	16.45%	16.96%
无形资产和开发支出	1180.50	1128.40	1076.30	1024.20	三费率	3.47%	4.70%	4.67%	4.65%
其他非流动资产	1041.68	995.36	949.05	902.73	净利率	1.22%	1.16%	1.33%	1.69%
资产总计	32633.26	28777.52	29647.61	30341.45	ROE	3.98%	3.90%	4.56%	5.80%
短期借款	1000.92	2353.84	2195.78	1913.71	ROA	1.84%	2.11%	2.50%	3.27%
应付和预收款项	3506.35	4037.45	4402.50	4491.12	ROIC	3.70%	3.80%	4.14%	5.08%
长期借款	5850.00	5850.00	5850.00	5850.00	EBITDA/销售收入	5.49%	3.90%	4.05%	4.46%
其他负债	7173.22	931.33	961.33	986.37	营运能力				
负债合计	17530.49	13172.62	13409.61	13241.21	总资产周转率	1.52	1.71	1.91	1.95
股本	1599.44	1599.44	1599.44	1599.44	固定资产周转率	4.12	4.47	4.70	4.91
资本公积	6482.19	6482.19	6482.19	6482.19	应收账款周转率	365.82	363.64	307.04	325.41
留存收益	6345.37	6774.65	7319.04	8062.32	存货周转率	8.32	8.32	8.25	8.20
归属母公司股东权益	14427.01	14856.28	15400.68	16143.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.14%	—	—	—
少数股东权益	675.76	748.62	837.33	956.29	资本结构				
股东权益合计	15102.77	15604.90	16238.00	17100.24	资产负债率	53.72%	45.77%	45.23%	43.64%
负债和股东权益合计	32633.26	28777.52	29647.61	30341.45	带息债务/总负债	39.08%	62.28%	60.00%	58.63%
					流动比率	1.65	2.13	2.18	2.34
					速动比率	1.19	1.35	1.37	1.47
					股利支付率	65.94%	19.77%	16.43%	14.91%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2692.98	2048.29	2257.54	2613.41	每股收益	0.33	0.33	0.41	0.55
PE	21.36	21.11	17.34	12.93	每股净资产	9.02	9.29	9.63	10.09
PB	0.78	0.76	0.73	0.70	每股经营现金	1.10	0.07	1.14	1.21
PS	0.23	0.21	0.20	0.19	每股股利	0.22	0.07	0.07	0.08
EV/EBITDA	4.62	6.67	5.84	4.83					
股息率	3.09%	0.94%	0.95%	1.15%					

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyryf@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