

**证券研究报告—动态报告**

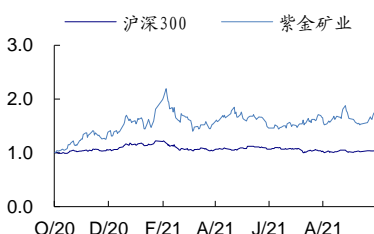
有色金属

有色金属冶炼

**紫金矿业(601899)**
**买入**
**2021 年三季度报告点评**

(维持评级)

2021 年 10 月 18 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 26,328/26,232   |
| 总市值/流通(百万元)   | 301,714/234,869 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,572/14,416    |
| 12 个月最高/最低(元) | 15.00/6.48      |

**相关研究报告:**

《紫金矿业-601899-2021 年半年度报告点评: 净利润略超预期上限, 公司三大铜矿项目即将迎来重大突破》——2021-08-02

《紫金矿业-601899-2021 年半年度业绩预增点评: 经营业绩持续超预期, 三大铜矿项目将迎来重大突破》——2021-07-03

《紫金矿业-601899-2021 年一季报点评: 经营业绩兑现高增长, 铜、金项目即将迎来重大突破》——2021-04-19

《紫金矿业-601899-2020 年年报点评: 全年业绩实现跨越式增长, 中长期成长路径进一步确认》——2021-03-23

《紫金矿业-601899-2020 年三季度报告点评: 三季度业绩大超预期, 上调全年预测》——2020-10-20

**证券分析师: 刘孟茜**

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

**证券分析师: 杨耀洪**

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**净利润继续超预期, 将进入新能源金属赛道**
**● 公司 Q3 利润继续超预期**

公司前三季度实现营收 1689.76 亿元, 同比+29.55%; 实现归母净利润 113.02 亿元, 同比+147.19%; 实现扣非净利润 104.89 亿元, 同比+124.81%。公司 21Q3 实现营收 591.12 亿元, 同比+25%, 环比-5.21%; 实现归母净利润 46.53 亿元, 同比+116.34%, 环比+12.44%; 实现扣非净利润 43.77 亿元, 同比+94.86%, 环比+20.38%。

公司业绩继续超预期, 主要得益于: 1) 矿产品金、铜、锌产量同比上升; 今年前三季度矿产金产量 34.46 吨, 同比+16.95%; 矿产铜 40.81 万吨, 同比+18.18%; 矿产锌 28.54 万吨, 同比+17.00%。2) 铜、锌金属价格同比大幅上涨。

**● 三大铜矿项目将相继投产, 拟并购加拿大新锂公司**

公司三大铜矿项目将相继投产, 预计下半年铜矿产量相比上半年会有明显增长: 1) 刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿一期项目第一序列年处理矿石 380 万吨产能提前投产。根据年度生产计划, 今年预计生产铜精矿含铜金属 8-9.5 万吨。2) 塞尔维亚佩吉铜金矿(Timok)上带矿采选项目获得塞尔维亚矿业与能源部签署的矿山所有设施使用许可, 今年预计生产精矿含铜 5 万吨和含金 3 吨。3) 西藏巨龙铜业驱龙铜矿项目一期计划于年底建成投产, 达产后预计年均产铜约 16 万吨。

公司与加拿大上市公司 Neo Lithium Corp. 新锂公司签署《安排协议》, 拟以现金方式收购新锂公司 100% 股权, 交易金额约为 9.6 亿加元 (约合人民币 49.39 亿元)。核心项目具备建成世界级大型盐湖基地条件。

**● 风险提示: 项目建设进度不达预期, 矿产品销售价格不达预期。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

基于公司 21Q3 业绩超预期, 且由于全球能源危机导致供给端收缩, 有色大宗商品价格超预期上涨, 预计 21Q4 铜、锌价格有望延续此前强势的表现, 因此上调公司今年全年业绩表现, 由此前中报点评预计的 141.1 亿元大幅上调至 166.8 亿元 (+18.2%)。

综上预计公司 21-23 年营收为 2262/2326/2420 亿元, 同比增速 31.9/2.8/4.1%, 归母净利润为 166.8/188.1/219.5 亿元, 同比增速 156.3/12.7/16.7%; 摊薄 EPS 为 0.63/0.71/0.83 元, 当前股价对应 PE 仅 18/16/14X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的, 资源储量丰富, 且国际化进程不断加快, 中长期成长路径明确, 未来有望跻身全球超一流的矿业企业, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 171,501 | 226,164 | 232,575 | 242,055 |
| (+/-%)      | 26.0%   | 31.9%   | 2.8%    | 4.1%    |
| 净利润(百万元)    | 6,509   | 16,683  | 18,809  | 21,946  |
| (+/-%)      | 51.9%   | 156.3%  | 12.7%   | 16.7%   |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.26    | 0.63    | 0.71    | 0.83    |
| EBIT Margin | 8.0%    | 12.1%   | 14.0%   | 15.7%   |
| 净资产收益率(ROE) | 11.5%   | 24.5%   | 23.1%   | 22.7%   |
| 市盈率(PE)     | 44.7    | 18.1    | 16.0    | 13.7    |
| EV/EBITDA   | 19.4    | 12.3    | 10.6    | 9.3     |
| 市净率(PB)     | 5.14    | 4.42    | 3.71    | 3.12    |

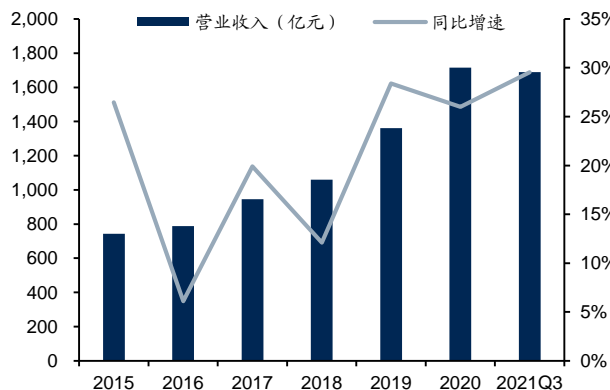
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司 Q3 利润继续超预期

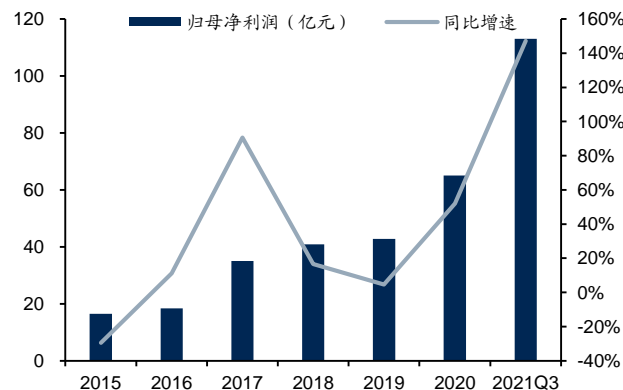
公司发布三季报：前三季度实现营收 1689.76 亿元，同比+29.55%；实现归母净利润 113.02 亿元，同比+147.19%；实现扣非归母净利润 104.89 亿元，同比+124.81%。公司 21Q3 实现营收 591.12 亿元，同比+25%，环比-5.21%；实现归母净利润 46.53 亿元，同比+116.34%，环比+12.44%；实现扣非归母净利润 43.77 亿元，同比+94.86%，环比+20.38%。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速



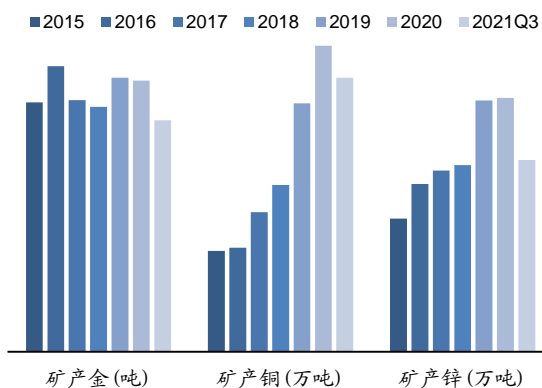
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

综上所述公司经营业绩继续实现跨越式增长。我们认为，公司业绩超预期有以下几方面因素：

#### 1) 矿产品金、铜、锌产量同比上升

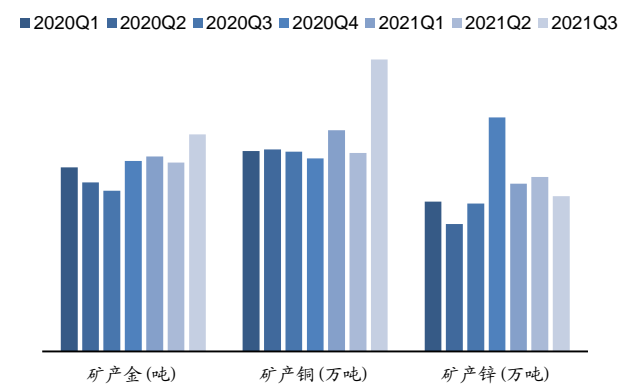
公司今年前三季度矿产金产量 34.46 吨，同比+16.95%；矿产铜 40.81 万吨，同比+18.18%；矿产锌 28.54 万吨，同比+17.00%。公司 21Q3 矿产金产量 12.44 吨，同比+34.86%，环比+14.81%；矿产铜 16.75 万吨，同比+46.11%，环比+47.15%；矿产锌 8.91 万吨，同比+4.90%，环比-11.02%。

图 3：公司 2021 前三季度核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2021Q3 核心矿产品分季度产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

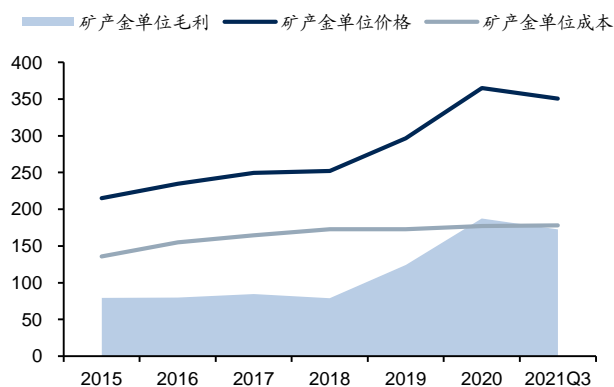
#### 2) 铜、锌等金属价格同比大幅上涨

公司核心矿种是金、铜、锌。2020Q3/Q4/2021Q1/Q2/Q3Comex 黄金价格分别为 1917/1876/1793/1817/1801 美元/盎司；LME 铜价分别为 6519/7278/8507/9690/9213 美元/吨；沪锌价格分别为 18967/20569/20995/22148/21885 元/吨。今年金价虽有所回调，但铜、锌价格表现强势。

**成本方面**，公司今年前三季度矿产金单位销售成本 178.02 元/克，同比+1.15%。矿产铜加权平均单位销售成本 18030 元/吨，相比去年全年平均 20095 元/吨又下降 10.28%，其中矿山产铜精矿单位销售成本仅 16789 元/吨；矿山产电积铜单位销售成本 18026 元/吨；矿山产电解铜单位销售成本 25446 元/吨，表明子公司塞尔维亚紫金波尔铜业在降本增效方面继续取得良好成果。另矿产锌单位销售成本 7075 元/吨，相比去年全年平均 6570 元/吨提升 7.69%。

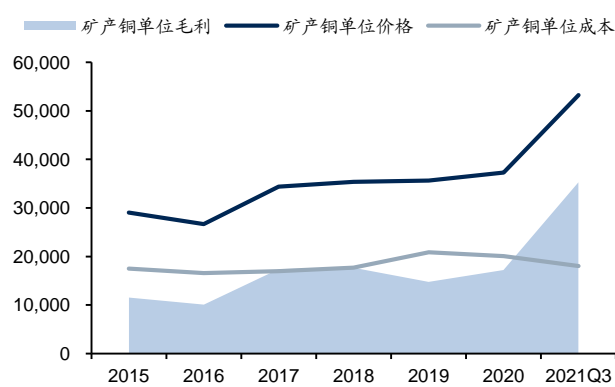
**从毛利率的角度来看**，公司 2021 前三季度综合毛利率为 14.78%，同比提升 3.30 个百分点；矿山企业毛利率为 59.23%，同比提升 11.96 个百分点，其中矿产金毛利率 49.24%，矿产铜毛利率 66.17%，矿产锌毛利率 47.97%。

图 5：公司矿产金单位销售价格、成本、毛利（元/克）



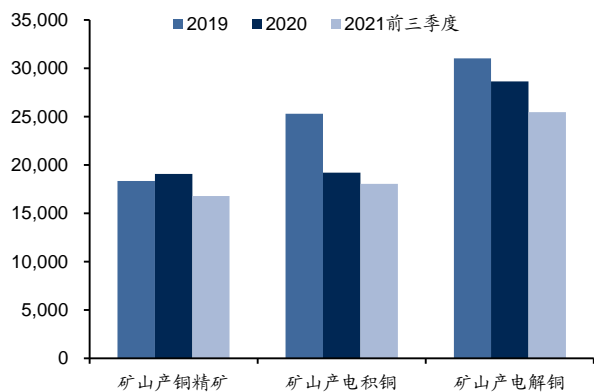
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利（元/吨）



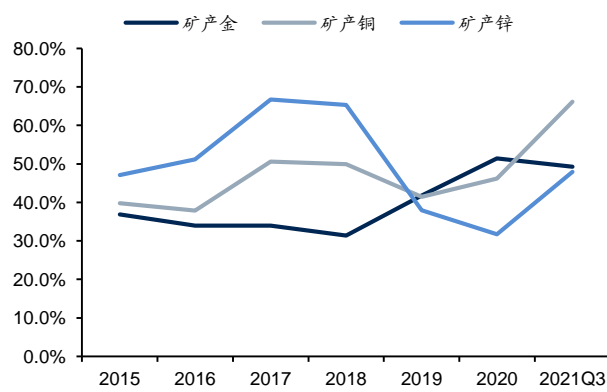
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司矿产铜单位销售成本拆分（元/吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

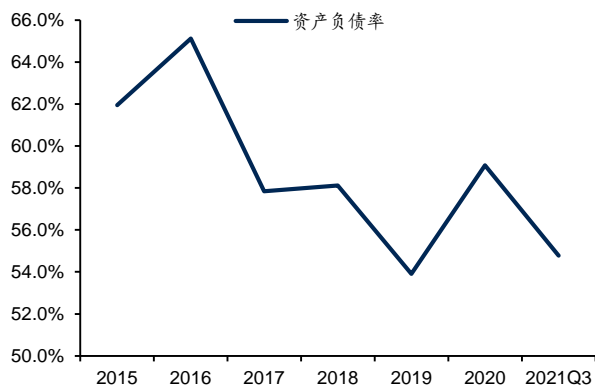
图 8：公司核心矿产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

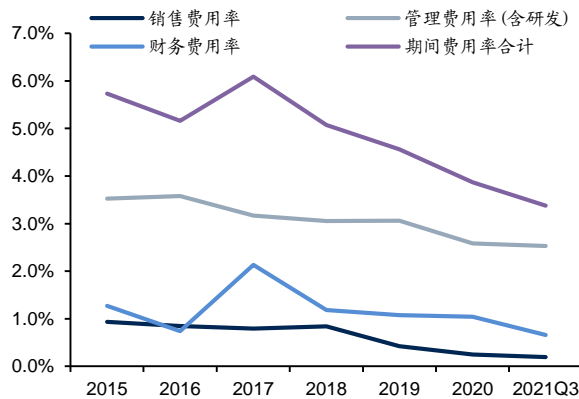
**财务数据方面**，截至 2021Q3，公司资产负债率 54.78%，相比 2020 年末下降 4.30 个百分点。公司前三季度销售费用约 3.29 亿元，同比-30.86%，主要是运输费用计入营业成本；管理费用(含研发)42.75 亿元，同比+38.49%，主要是新并购企业增加所致；财务费用为 11.07 亿元，同比-22.26%；公司 2021 前三季度期间费用率合计 3.38%，相比去年全年水平继续下降 0.49 个百分点。

图 9: 公司资产负债率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公司三大铜矿项目将相继投产, 下半年铜矿产销量有望大幅提升

公司今年 1 月已经对外发布五年 (2+3) 规划和 2030 年发展目标纲要, 除了对 2021、2022 年核心矿种做了产量指引之外, 对 2025 年金、铜产量也做了远景规划, 预计 2025 年矿产金产量 80-90 吨, 矿产铜产量 100-110 万吨, 公司的发展路径进一步确认。

图 11: 公司 2030 年发展目标是建成高技术效益型特大型国际矿业集团



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

根据公司年报规划: 预计 2021 年矿产金 53-56 吨, 同比增长 30.86-38.27%; 矿产铜 54-58 万吨, 同比增长 19.21-28.04%; 矿产锌(铅) 45-48 万吨, 同比增长 19.05-26.98%; 矿产银 240-300 吨, 铁精矿 350-380 万吨。公司预计 2021 年发生项目建设(含技改)投资支出计划 183 亿元。公司三大铜矿项目将相继投产, 预计下半年铜矿产量相比上半年会有明显增长。

表 1: 公司主要矿产品产量指标规划情况

|             | 2020 年 | 2021 年  | 2022 年  | 2025 年  | 未来 5 年 CAGR  |
|-------------|--------|---------|---------|---------|--------------|
| 矿产金 (吨)     | 40.5   | 53-56   | 67-72   | 80-90   | 14.58-17.32% |
| 矿产铜 (万吨)    | 45.3   | 54-58   | 80-85   | 100-110 | 17.16-19.42% |
| 矿产锌(铅) (万吨) | 37.8   | 45-48   | 47-50   | —       | —            |
| 铁精矿 (万吨)    | 387    | 350-380 | 290-330 | —       | —            |
| 矿产银 (吨)     | 299    | 240-300 | 270-310 | —       | —            |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 1) 刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿提前投产, 开始贡献产销量

今年5月27日, 公司发布公告: 刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿一期项目第一序列年处理矿石380万吨矿石选厂提前投产, 于2021年5月25日正式启动铜精矿生产。21Q3卡莫阿-卡库拉铜矿权益产量1.85万吨, 销量1.40万吨, 已开始贡献产销量。

目前选厂持续达到12,600吨矿石的单日生产量(约420万吨/年), 相比设计产能(单日约11,400吨或380万吨/年)高出10.5%。随着选矿流程优化, 产能有望进一步释放, 2021年生产精矿含铜指导目标已上调为8.5-9.5万吨, 按照紫金矿业39.6%的持股比例, 今年能贡献权益产量3.168-3.762万吨; 另外公司还持有艾芬豪矿业13.69%股权, 权益合计约为45%。

卡莫阿-卡库拉项目一期工程设计产能为年处理矿石量760万吨, 按两序列各380万吨/年分期建设, 第一序列达产后预计年产铜金属约20万吨。第二序列选厂建设超计划推进, 建设工程已完成超过50%, 预期将于2022年第二季度建成投产, 较原计划的第三季度提前数月; 两个序列达产后项目年产铜金属约40万吨。另外按照2020年9月发布的卡莫阿-卡库拉综合开发方案, 开展进一步扩建选厂方案的研究。

### 2) 塞尔维亚佩吉铜金矿上部矿正式投产

今年6月17日, 公司发布公告: 塞尔维亚佩吉铜金矿(Timok)上部矿采选项目近日获得由塞尔维亚矿业与能源部颁发的选矿设施试生产许可, 进入试生产的阶段。塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿采选项目设计年处理矿石330万吨, 投产后预计年均产铜9.1万吨, 产金2.5吨。

今年11月15日, 公司发布公告: 塞尔维亚佩吉铜金矿(Timok)上部矿采选项目于当地时间10月12日获得由塞尔维亚矿业与能源部签署的矿山所有设施使用许可, 取得现阶段生产所需的完整手续, 将依法合规投入正式生产。预计今年生产精矿含铜5万吨, 含金3吨。

塞尔维亚佩吉铜金矿为超大型铜金矿, 分上部矿带和下部矿带。上部矿带拥有的资源储量为铜金属128万吨、平均品位3%, 金金属81吨、平均品位1.91克/吨, 首采矿段为超高品位矿体; 下部矿带拥有资源量为铜金属1,430万吨、平均品位0.86%, 金金属299吨、平均品位0.18克/吨。

### 3) 西藏巨龙铜业驱龙铜矿项目一期计划于年底建成投产

公司于2020年6月收购西藏巨龙铜业50.1%股权, 实现对中国最大斑岩型铜矿主导开发, 项目铜金属量约1,040万吨@0.41%, 同时斑岩体中还大量存在低品位铜钼资源。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿。按照规划驱龙铜矿区将实施大规模露天开采, 分两期建设, 一期计划2021年底建成投产, 截至9月底, 基建形象工程及选厂车间主体接近完成, 预计年底将建成投产, 达产后预计年均产铜约16万吨; 二期按30万吨/天建设, 建成后年产铜26万吨。

### 公司拟并购加拿大新锂公司, 正式进入新能源金属赛道

公司于加拿大多伦多时间2021年10月8日, 与加拿大证券交易所上市公司Neo Lithium Corp.新锂公司签署《安排协议》, 公司将通过加拿大注册成立的全资子公司, 以每股6.5加元价格, 以现金方式收购新锂公司全部已发行且流通的普通股, 交易金额约为9.6亿加元(约合人民币49.39亿元)。

新锂公司核心资产为阿根廷西北部卡塔马卡省(Catamarca)的 Tres Quebradas Salar(简称“3Q”)锂盐湖项目,该项目资源量大、品位高、杂质低,开发条件好,具有较大的扩产潜力。新锂公司通过在阿根廷设立的全资子公司 Liex S.A. 全资持有 3Q 项目。

3Q 项目拥有 13 个采矿权,矿权面积总计 353 平方公里,覆盖整个盐湖表面和卤水湖。其中的 10 个连续采矿权组成一个“矿权组”,构成采矿活动核心区,面积为 267 平方公里。3Q 项目的勘查、试验性生产阶段已获得环评许可,项目于 2019 年 4 月已提交了开采阶段的环评许可申请,本次交易把获得 3Q 项目开采阶段的环评许可作为交割的条件之一。

2015 年至今,3Q 项目已完成初步勘察和三轮完整的勘探工作,以评估该卤水矿床的锂资源开发潜力。3Q 锂盐湖项目属于蒸发岩晶间卤水与碎屑岩孔隙卤水复合的卤水型锂矿床,整个盐湖区卤水均具有锂矿化,盐湖北部 1/3 范围卤水锂离子浓度含量 $\geq 800$  mg/L,整体盐湖卤水锂离子浓度含量 $\geq 400$  mg/L。

根据新锂公司最新的勘探报告,3Q 项目碳酸锂当量总资源量约 756.5 万吨(锂离子浓度边界品位 400mg/L),其中包含高品位碳酸锂当量资源量 184.5 万吨(锂离子浓度边界品位 800mg/L)。另外 3Q 项目拥有证实+概略级碳酸锂当量储量合计为 129.4 万吨,其中证实级碳酸锂当量储量为 32.8 万吨,概略级碳酸锂当量储量为 96.6 万吨,平均锂离子浓度 790mg/L。

根据 2021 年 4 月预可行性研究报告,3Q 项目规划每年生产 20,000 吨电池级碳酸锂,矿山寿命 35 年。项目预计初始投资为 3.19 亿美元,维持性资本开支 2.07 亿美元;碳酸锂现金生产成本为 2,914 美元/吨;税后净现值(NPV, 8%折现率)11.44 亿美元,内部收益率(IRR)为 49.9%,投资回收期为 1.7 年(不含收购资金和项目建设期)。3Q 项目设计年产 20,000 吨碳酸锂是基于最小化融资,经咨询机构初步研究,该项目具备扩产条件,运用蒸发技术,盐湖每年生产碳酸锂有可能达 40,000 吨至 60,000 吨。

**投资建议: 维持“买入”评级。**预计公司 2021-2023 年营收为 2262/2326/2420 亿元,同比增速 31.9%/2.8%/4.1%,归母净利润为 166.8/188.1/219.5 亿元,同比增速 156.3%/12.7%/16.7%;摊薄 EPS 为 0.63/0.71/0.83 元,当前股价对应 PE 仅 18/16/14X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的,矿产资源储量丰富,且国际化进程不断加快,中长期成长路径明确,未来有望跻身全球超一流的国际矿业企业,维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |                  | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 现金及现金等价物         | 11955         | 6000          | 16620         | 32063         | 营业收入             | 171501       | 226164       | 232575       | 242055       |
| 应收款项             | 2309          | 3045          | 3131          | 3259          | 营业成本             | 151071       | 189400       | 190306       | 194101       |
| 存货净额             | 18064         | 23024         | 23142         | 23621         | 营业税金及附加          | 2499         | 3256         | 3349         | 3486         |
| 其他流动资产           | 4964          | 6546          | 6731          | 7005          | 销售费用             | 428          | 443          | 465          | 484          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>39262</b>  | <b>40585</b>  | <b>51596</b>  | <b>67919</b>  | 管理费用             | 3846         | 7558         | 7731         | 7970         |
| 固定资产             | 63782         | 78027         | 84022         | 90020         | 财务费用             | 1784         | 1564         | 1628         | 1694         |
| 无形资产及其他          | 46760         | 44890         | 43019         | 41149         | 投资收益             | (522)        | 1309         | 500          | 500          |
| 投资性房地产           | 25409         | 25409         | 25409         | 25409         | 资产减值及公允价值变动      | 699          | 260          | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 7100          | 7100          | 7100          | 7100          | 其他收入             | (811)        | 2093         | 1970         | 1970         |
| <b>资产总计</b>      | <b>182313</b> | <b>196011</b> | <b>211145</b> | <b>231596</b> | 营业利润             | 11240        | 27604        | 31567        | 36790        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 28695         | 22098         | 20000         | 20000         | 营业外净收支           | (394)        | (203)        | (250)        | (250)        |
| 应付款项             | 6499          | 8283          | 8325          | 8498          | <b>利润总额</b>      | <b>10846</b> | <b>27401</b> | <b>31317</b> | <b>36540</b> |
| 其他流动负债           | 11842         | 15287         | 15378         | 15706         | 所得税费用            | 2388         | 5879         | 6890         | 8039         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>47036</b>  | <b>45668</b>  | <b>43703</b>  | <b>44203</b>  | 少数股东损益           | 1949         | 4839         | 5618         | 6555         |
| 长期借款及应付债券        | 45193         | 45193         | 45193         | 45193         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>6509</b>  | <b>16683</b> | <b>18809</b> | <b>21946</b> |
| 其他长期负债           | 15489         | 15489         | 15489         | 15489         |                  |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>60681</b>  | <b>60681</b>  | <b>60681</b>  | <b>60681</b>  |                  |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>107717</b> | <b>106349</b> | <b>104385</b> | <b>104885</b> |                  |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 18058         | 21445         | 25378         | 29967         |                  |              |              |              |              |
| 股东权益             | 56539         | 68217         | 81383         | 96745         |                  |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>182313</b> | <b>196011</b> | <b>211145</b> | <b>231596</b> |                  |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元)    |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
| 净利润            | 6509           | 16683          | 18809          | 21946          |
| 资产减值准备         | (208)          | 87             | 50             | 37             |
| 折旧摊销           | 6889           | 5798           | 5826           | 5836           |
| 公允价值变动损失       | (699)          | (260)          | 0              | 0              |
| 财务费用           | 1784           | 1564           | 1628           | 1694           |
| 营运资本变动         | 2500           | (1962)         | (206)          | (344)          |
| 其它             | 458            | 3300           | 3883           | 4552           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>15448</b>   | <b>23646</b>   | <b>28361</b>   | <b>32026</b>   |
| 资本开支           | (25269)        | (18000)        | (10000)        | (10000)        |
| 其它投资现金流        | (326)          | 0              | 0              | 0              |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(25770)</b> | <b>(18000)</b> | <b>(10000)</b> | <b>(10000)</b> |
| 权益性融资          | 6632           | 0              | 0              | 0              |
| 负债净变化          | 15257          | 0              | 0              | 0              |
| 支付股利、利息        | (5671)         | (5005)         | (5643)         | (6584)         |
| 其它融资现金流        | (9750)         | (6597)         | (2098)         | 0              |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>16052</b>   | <b>(11602)</b> | <b>(7741)</b>  | <b>(6584)</b>  |
| <b>现金净变动</b>   | <b>5730</b>    | <b>(5955)</b>  | <b>10620</b>   | <b>15443</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 6225           | 11955          | 6000           | 16620          |
| 货币资金的期末余额      | 11955          | 6000           | 16620          | 32063          |
| 企业自由现金流        | (5230)         | 7339           | 21043          | 25042          |
| 权益自由现金流        | 276            | (1633)         | 16785          | 23172          |

| 关键财务与估值指标     |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
|               | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 每股收益          | 0.26 | 0.63  | 0.71  | 0.83  |
| 每股红利          | 0.22 | 0.19  | 0.21  | 0.25  |
| 每股净资产         | 2.23 | 2.59  | 3.09  | 3.67  |
| ROIC          | 10%  | 15%   | 17%   | 19%   |
| ROE           | 12%  | 24%   | 23%   | 23%   |
| 毛利率           | 12%  | 16%   | 18%   | 20%   |
| EBIT Margin   | 8%   | 12%   | 14%   | 16%   |
| EBITDA Margin | 12%  | 15%   | 17%   | 18%   |
| 收入增长          | 26%  | 32%   | 3%    | 4%    |
| 净利润增长率        | 52%  | 156%  | 13%   | 17%   |
| 资产负债率         | 69%  | 65%   | 61%   | 58%   |
| 息率            | 2.0% | 1.7%  | 1.9%  | 2.3%  |
| P/E           | 44.7 | 18.1  | 16.0  | 13.7  |
| P/B           | 5.1  | 4.4   | 3.7   | 3.1   |
| EV/EBITDA     | 19.4 | 12.3  | 10.6  | 9.3   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032