

低成本铁矿石龙头，铜二期打造第二增长极 ——河钢资源深度报告

股票投资评级：增持|维持

李帅华/魏欣

中邮证券研究所 有色新材料团队

中邮证券

2023年9月23日

- **实控人为河北国资委：**公司实控人为河北国资委，控股股东为河钢集团，主要从事业务为铜、铁矿石和蛭石的开采、加工、销售等业务，PC公司是负责矿产资源开采的主体企业。
- **磁铁矿经营稳健，铜二期投产贡献增量：**2023年H1磁铁矿/铜/蛭石业务实现毛利12.41/-0.08/1.54亿元，占比89.34%/-0.58%/11.09%，公司现有堆存磁铁矿1.4 亿吨，品位高，成本低，产销量较为稳定；铜业务方面，铜一期基本维持盈亏平衡，铜二期预计2023年3季度可以部分投产，进入边生产边施工状态，2024年或完全达产，2025年实现满产，满产状态可产铜7万吨，贡献归母净利润6.14亿元。
- **经济韧性犹在，铜、铁价格坚挺：**铁矿石短期在港库存水平低、高炉开工率高，价格仍有望维持强势，中长期国内稳增长政策及海外国家产能投放将进一步打开上行空间；全球铜矿资源品位下行与资本开支下滑制约铜产量扩张，新增铜矿产出或于2023年见顶，全球库存仍处于历史低位，能源迭代转型或成为铜等传统工业金属的新驱动力。
- **投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现营业收入54.48/72.80/93.52亿元，同比增长7.81%/33.64%/28.47%；归母净利润分别为8.01/11.20/17.11亿元，同比增长20.24%/39.76%/52.83%。
- **风险提示：**铜二期项目投产不及预期；铜、铁价格下跌风险；南非地区政治及自然灾害风险；国际贸易风险；汇率风险等。

目录

一

公司介绍

二

磁铁矿经营稳健，铜二期投产贡献增量

三

经济韧性犹在，铜、铁价格坚挺

四

盈利预测

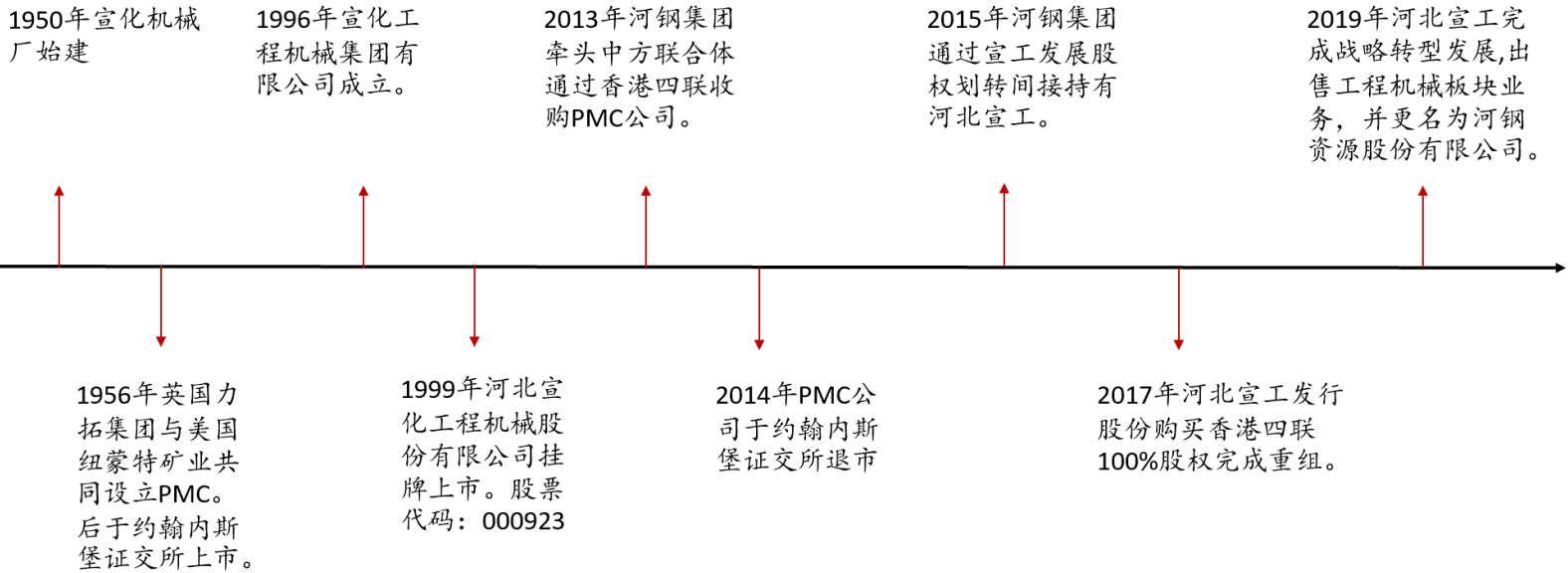


公司介绍

1.1 剥离机械业务，专注矿石采选

- 公司前身为宣化工程机械厂，始建于1950年。1999年6月，宣工集团独家发起募集设立了“河北宣化工程机械股份有限公司”，于同年7月14日在深圳证券交易所上市。
- 2017年6月，公司发行股份购买四联香港资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证监会核准。重组完成后，公司通过全资子公司四联香港间接控股南非帕拉博拉矿业有限公司（PMC），实现了布局铜、铁等优质矿产资源的良好开端。
- 2019年12月，为专注打造全球化资源类上市平台、实现战略转型，公司名称变更为河钢资源股份有限公司。

图表1：公司发展历程



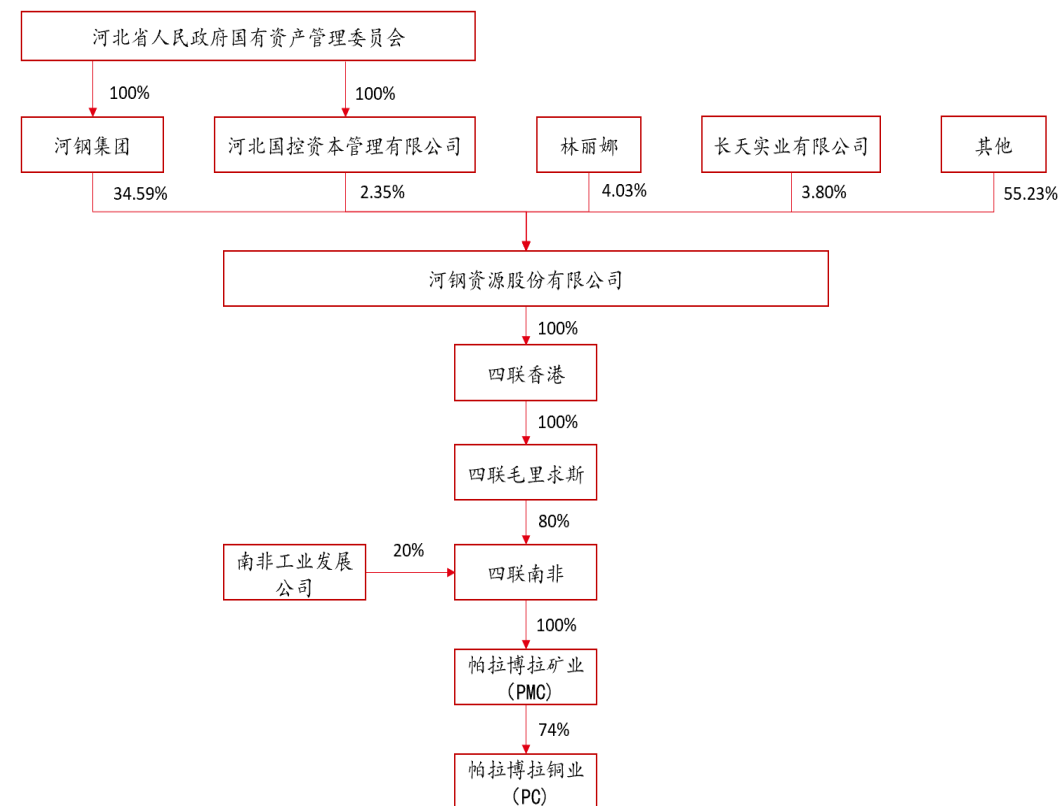
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.2 股权结构：实控人为河北省国资委

- **公司实控人为河北省国资委**，河钢集团累计持有34.59%的股权，为公司的控股股东，主要从事业务为铜、铁矿石的开采、加工、销售；主要产品包括铜产品、磁铁矿和蛭石。
- **公司间接持有PC公司59.2%的股权**。公司通过四联香港旗下全资子公司四联毛求持有四联南非80%股份，PMC为四联南非全资子公司，其持有PC公司74%的股份，公司间接持有PC公司59.2%的股权。
- **PC公司是公司负责矿产资源开采的主体企业**。PC公司位处南非Limpopo省，是南非最大的铜线生产商，主要从事铜矿、蛭石矿的开采、冶炼加工和销售业务，是公司负责矿产资源开采的主体企业。

图表2：公司股权结构

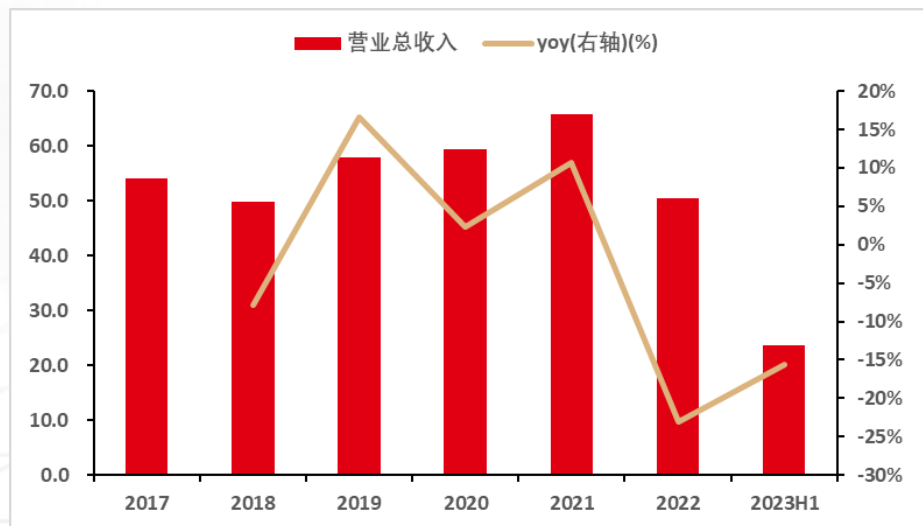


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 重组完成后公司盈利稳步增长

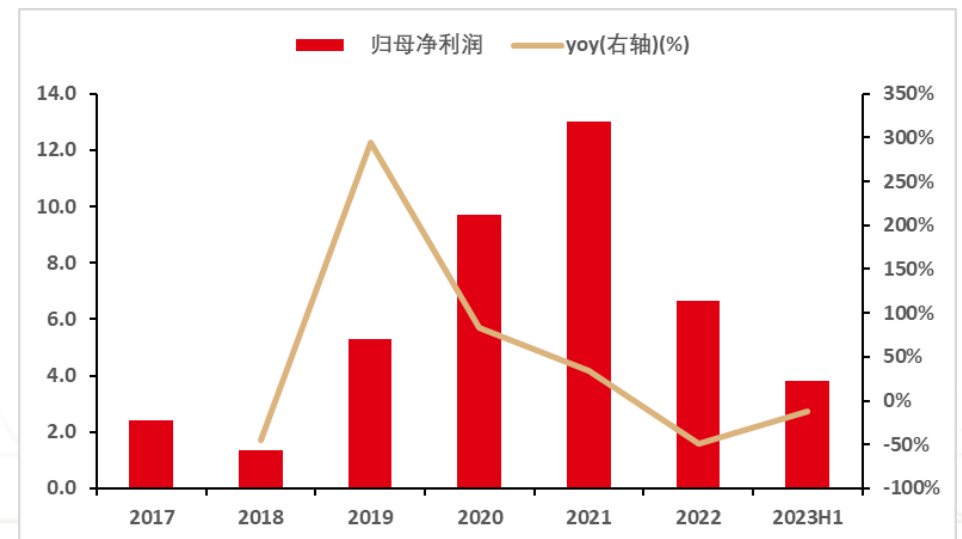
- 2017年公司完成重大重组之后，利润大幅提升，2018年由于南非降雨量偏大，影响水采系统正常运行以及PC公司人员整合调整、设备老化等因素，导致铁矿石产量下滑，当年公司营收及归母净利润明显下滑。
- **2018-2022年公司营业收入与归母净利润持续增长。**年复合增长率分别为9.7%/113.3%；2021年公司营收、归母净利润分别为65.67/13.01亿元，创历史新高。2022年，公司受到疫情和铁矿石跌价影响，业绩出现大幅下滑，营收/归母净利润分别下降23.1%/48.8%。
- **2023年H1受极端气候和政策影响，盈利下降。**由于洪涝灾害和限电政策性影响，公司23H1实现营收23.62亿元（yoy:-15.6%），归母净利润3.81亿元（yoy:-12.6%）；23Q2实现归母净利润1.93亿元（yoy:+29.5%，qoq:+2.7%）。

图表3：2017-2023H1公司营收变化（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表4：2017-2023H1公司归母净利变化（亿元）

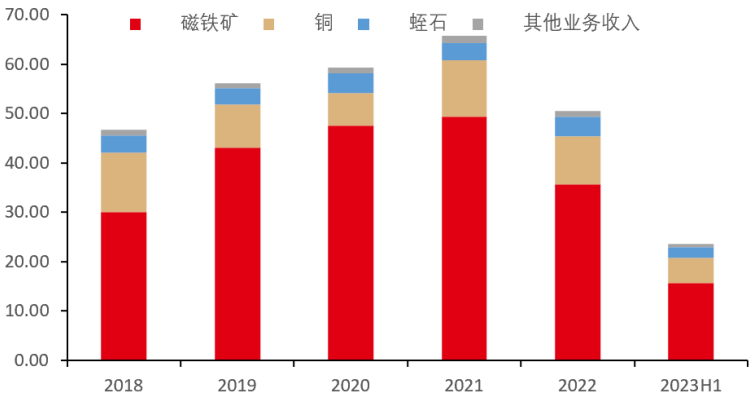


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.4 磁铁矿产品是公司主要盈利来源

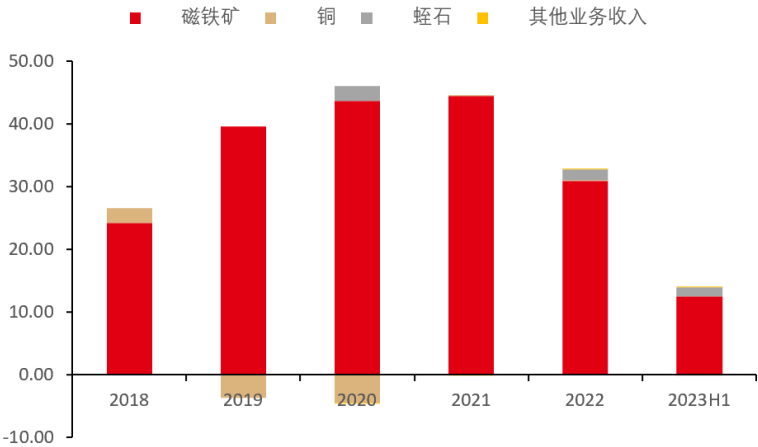
- **磁铁矿产品是公司主要盈利来源。**公司主要从事业务为铜、铁矿石和蛭石的开采、加工、销售等业务，其中铁矿业务毛利贡献最高。2022年公司磁铁矿/铜/蛭石业务实现实现毛利30.82/0.2/1.65亿元，占比94.22%/0.61%/5.04%，2023年H1实现毛利12.41/-0.08/1.54亿元，占比89.34%/-0.58%/11.09%。
- 毛利率方面，2022年磁体矿毛利率达86.37%，铜产品基本盈亏平衡，整体产品毛利率维持在60%左右。

图表5：2018-2023H1公司分业务营收变化（亿元）



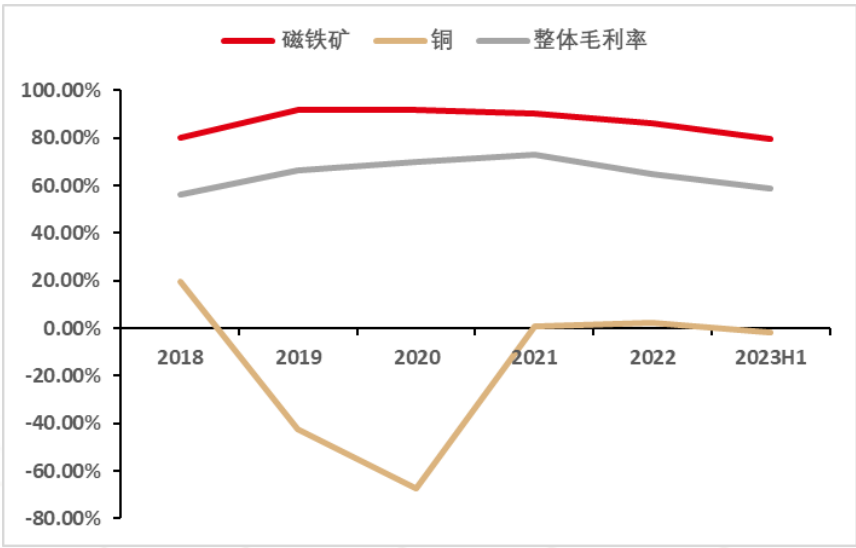
资料来源：iFind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表6：2018-2023H1公司分业务毛利变化（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：2018-2023年H1公司分业务毛利率变化（%）

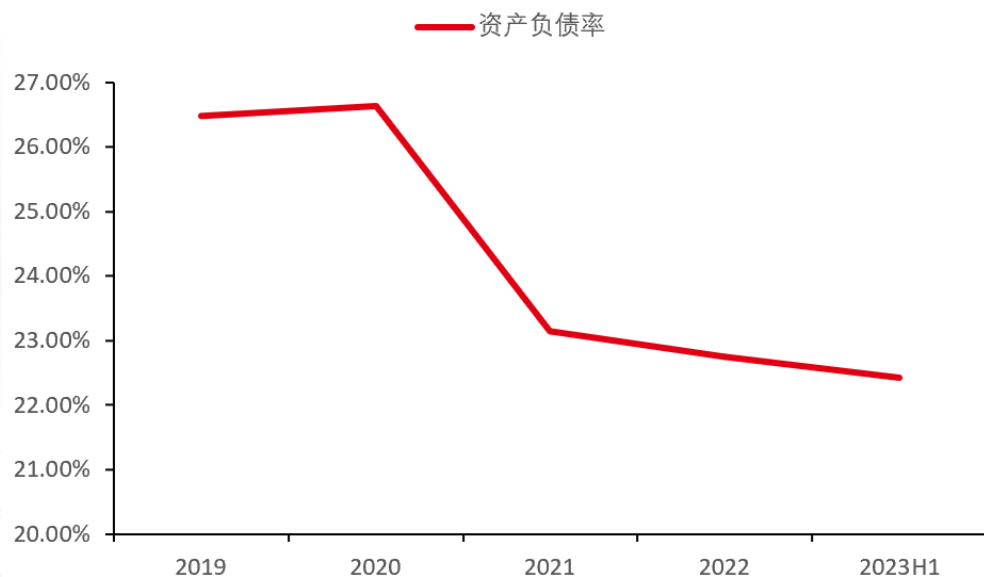


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.5 资产负债较低，货币资金充足

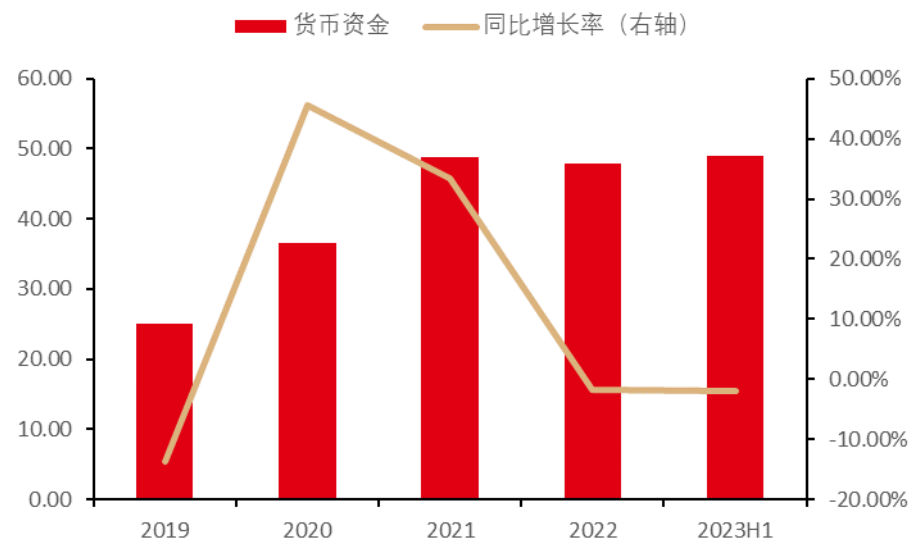
- **资产负债率整体下降，货币资金充足。**2019-2022年，公司货币资金整体呈上升趋势，由2019年的25.07亿元增加至2022年的47.88亿元，截至2023年H1，公司货币资金规模达到49.05亿元，较上年末增加2.44%。除此之外，自公司重大重组之后，公司利润大幅提升，使得公司资产负债率不断下降，截止2023年H1，公司的资产负债率已降至22.42%。充足的货币资金和良好的负债结构，为公司未来的发展提供了坚实的基础。

图表8： 2019-2023H1资产负债率变化



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9： 2019-2023H1货币资金变化（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

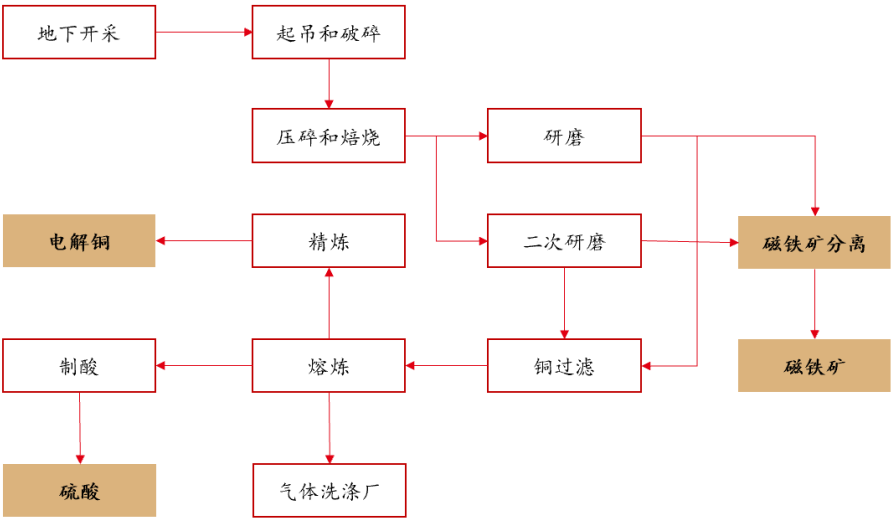


磁铁矿经营稳健，铜二期投产贡献增量

2.1 磁铁矿资源丰富，品位较高

- **堆存磁铁矿资源丰富。**公司磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，截止2023H1磁铁矿堆存量约 1.4 亿吨，平均品位为 58%，高于国内同行业公司，此外由于前期开采、选矿成本已经计提，成本也具备优势。公司在销售前进行磁选处理加工，含铁量还可以进一步提升到 62.5%至 64.5%。
- **品位高于国内同业公司，处于全球一流水准。**从矿石品位看，世界铁矿石储量最多的七个国家中，澳大利亚、巴西、印度和俄罗斯四国矿石品位分别为61.8%、56%、48%和44.1%，而美国、中国和乌克兰的铁矿石平均品位为33.3%、34.5%和35.4%。公司矿石品位高于国内同业公司，处于全球一流水准。以储量最高的大中矿业为例，品位约为24.52%-37.49%，宝地矿业和海南矿业旗下矿山属于国内优质矿山，品位也在50%以下。

图表10：公司铜和磁铁矿生产工艺流程



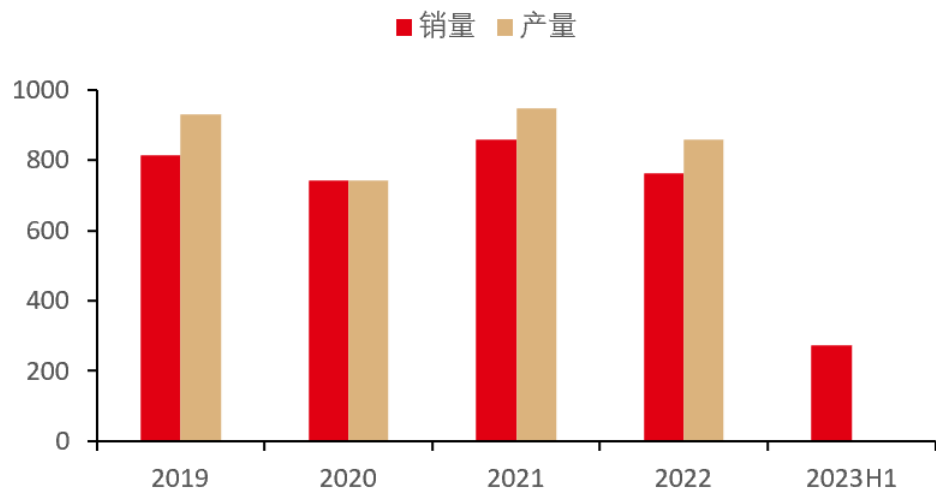
图表11：国内上市公司铁矿储量及品位对比

| | 储量（亿吨） | 品位 |
|------|-----------|---------------|
| 大中矿业 | 5.22 | 24.52%-37.49% |
| 金岭矿业 | 0.4746 | 38.16%-51.24% |
| 宝地矿业 | 2.53 | 44%-45% |
| 中国军王 | 0.9376 | 33.02% |
| 海南矿业 | 2.57 | 46.60% |
| 河钢资源 | 1.4(仅堆存量) | 58% |

2.2 磁铁矿产销量整体平稳

- **产销量整体保持平稳。**公司现有高品磁铁矿产能 800 万吨/年，绝大部分磁铁矿通过四联香港公司统一销售，定价方式为 CFR，通过海运采取M+2等结算方式主要销售给中国钢铁生产企业，22年受运费及自然灾害影响，产销量小幅下降，分别为 859.73/762.49万吨，后续随着公司运力提升销量或稳步增加。
- **毛利率维持高位，为公司主要利润来源。**2019-2021年，铁矿营收稳定，成本保持低位，毛利率始终维持在90%以上，2022年，公司受到疫情和铁矿石跌价影响，业绩出现大幅下滑，随着下游钢铁需求回暖，钢厂盈利情况有望改善，将对铁矿石价格形成支撑，预计公司磁铁矿业务产销增长。

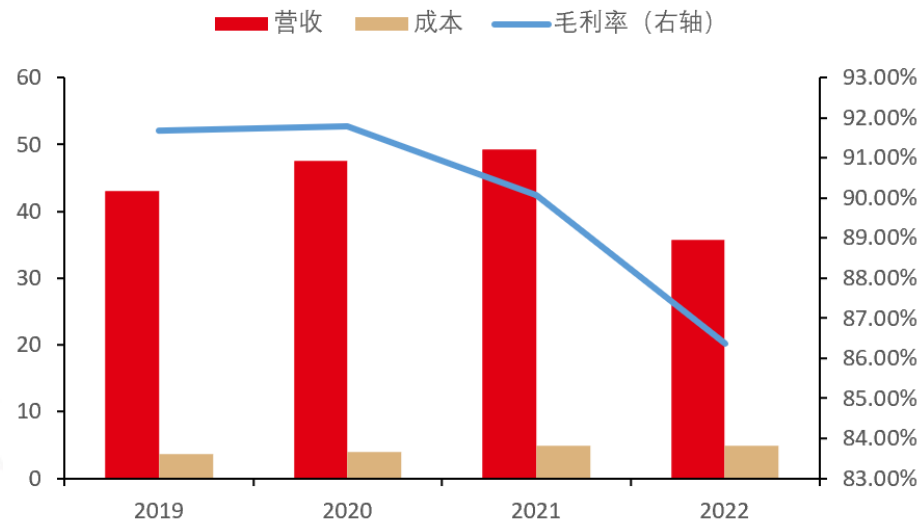
图表12：2019-2023H1公司磁铁矿产销变化（万吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表13：2019-2022年磁铁矿盈利能力变化（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.3 2023年海运费回落，预计到岸成本约为406元/吨

- **铁路运力有限，铁路/公路的运输比例影响陆运成本。**陆运方面，公司通过铁路、公路运达莫桑比克的马普托港和南非的理查德湾港，运费基本稳定，铁路/公路的运输比例影响陆运成本，铁路运输相对便宜但运力有限，是限制公司销量提升的主要因素。
- **海运费是影响铁矿石成本的主要因素，2023年有所回落。**海运方面，公司通过海运进行全球销售，单位运费随国际海运价格波动，趋势与波罗的海干散货运价指数一致，2023年至今波罗的海干散货指数（BDI）较去年基本下跌40.52%，基本回落至2011年以来平均水平。
- **预计2023年铁矿石到岸成本为406元/吨。**我们测算2022年公司磁铁矿单位成本约为63.74元，2023年上半年由于当地洪涝及限电频发，产量有所下滑，公司为实现顺利出货汽运量占比有提升，我们谨慎假设2023年单位成本为70元/吨，考虑厂内短导费、当地运输费、港杂费、海运费等并假设美元兑人民币汇率为7.0，预计2023年到岸成本为406元/吨。

图表14：波罗的海指数变动

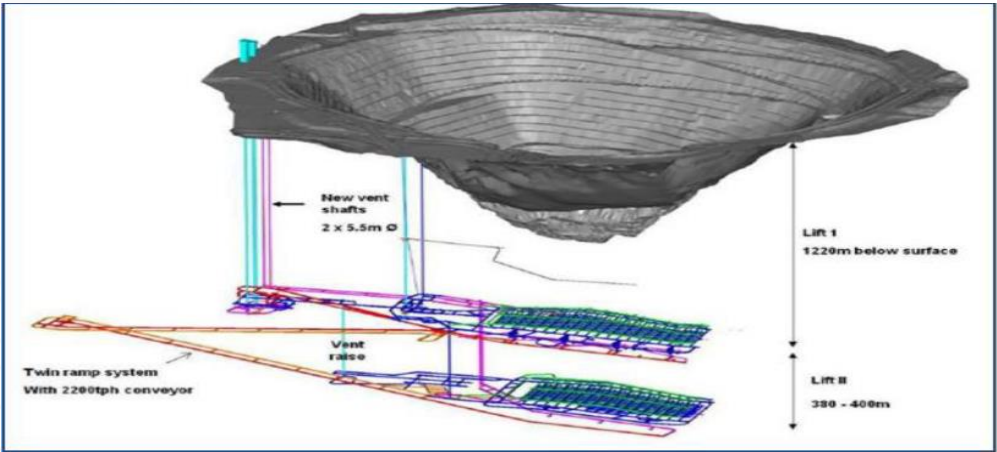


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.4 铜二期投产在即，盈利有望提升

- 公司旗下的PC是南非最大的铜线生产商，终端客户销售稳定。公司铜矿业务主要依托帕拉博拉铜业公司（PC）开展，从采选到冶炼、销售全产业链布局，主要产品包括铜精矿、阴极铜、铜线等，绝大部分在当地销售。
- 铜二期储量丰富，生产和运营期限可以持续 15 年。根据公司2016年出具的储量核实报告，公司铜一期2016年保有资源储量为矿石量 1021.28 万吨，Cu平均品位为0.68%、TFe平均地质品位19.42%，原计划2019年底停产。铜二期评估利用资源储量为矿石量 12051.95 万吨，其中铜（Cu）金属量96.48万吨、全铁（TFe）金属量 1633.23 万吨，Cu 平均地质品位 0.80%、TFe 平均地质品位13.55%。

图表15：铜一期、二期平行分布



资料来源：公司公告，中邮证券研究所，注：图中 Lift I 即铜矿一期项目，Lift II 即铜矿二期项目
请参阅附注免责声明

图表16：铜一期、二期储量及品位

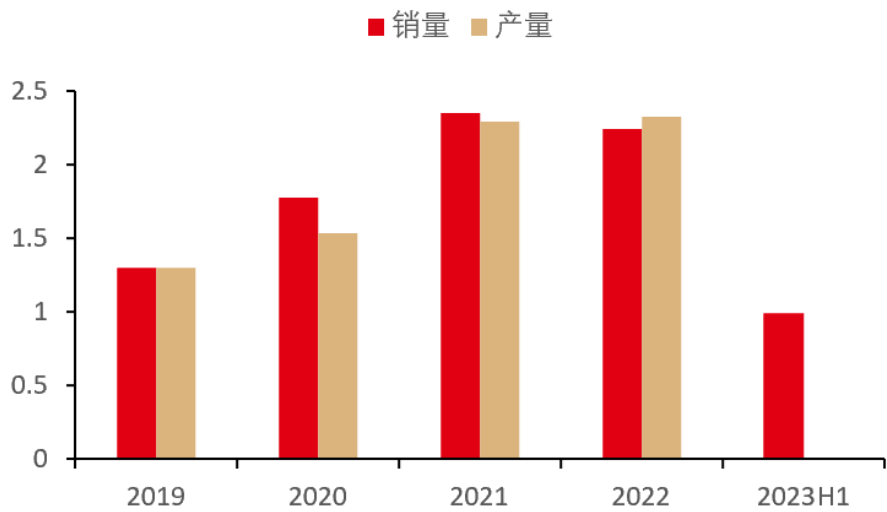
| 项目 | 矿石种类 | 类别 | 矿石储量/(万吨) | 品位 | 金属量(万吨) |
|-----|------|----|-----------|--------|---------|
| 铜一期 | 铜 | 储量 | 1021.28 | 0.68% | 6.95 |
| | 铁 | | | 19.42% | 198.29 |
| 铜二期 | 铜 | 储量 | 12051.95 | 0.80% | 96.48 |
| | 铁 | | | 13.55% | 1633.23 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.5 铜二期投产在即，盈利有望提升

- **铜一期产销量稳定在2万吨左右，基本维持盈亏平衡。**产销量上，铜一期由于开采进入后期，产量远低于设计产能，摊销成本及费用较高，2019-2020年基本处于亏损状态，2021年由于铜价大幅上涨，铜业务有明显好转，但从毛利看基本维持盈亏平衡。
- **二期铜金属产能将达7万吨，2023年三季度部分投产。**产能方面，公司铜二期设计产能为1100万吨,对应铜金属量7万吨以上，预计2023年3季度可以部分投产，进入边生产边施工状态，2024年或完全达产，2025年实现满产；冶炼产能方面，公司冶炼加工设施进行改造升级，产能设计为8万吨，产品附加值有望提升。

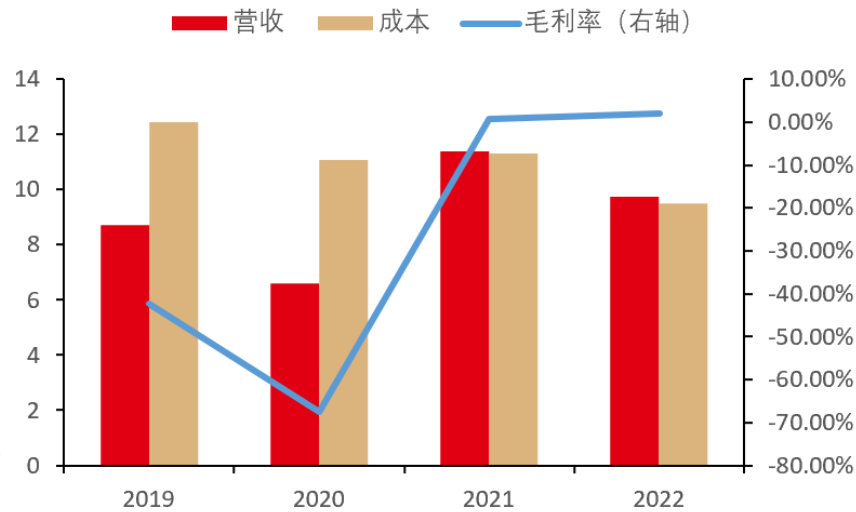
图表17：2019-2023H1公司铜产销变化（万吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表18：2019-2022年铜盈利能力变化（亿元）

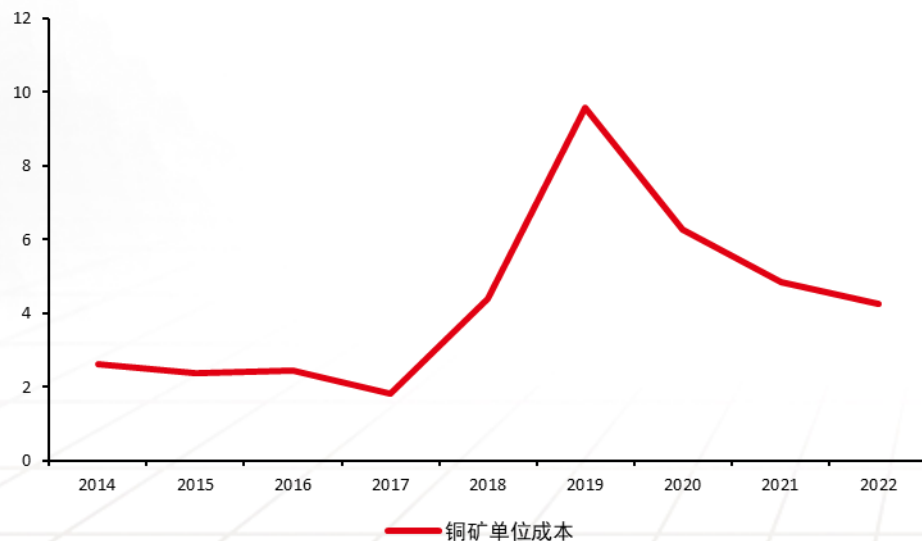


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.6 铜二期满产状态或可贡献归母净利润6.14亿元

- **预计铜二期成本为3-3.5万元/吨。**成本方面，铜一期在2014-2016年产量分别为4.3/3.9/3.1万吨，单位成本为2.6/2.4/2.5万元/吨，由于铜二期矿体位于铜矿一期矿体以下 400m 左右，单位矿石成本有增加，采选成本由于选矿厂设备老化报废，铜二期新选厂投产后的选矿成本会较目前有所下降，此外考虑折旧摊销、汇率等因素影响，合理预计二期完全成本为3-3.5万元/吨。
- **中性预期下铜二期满产状态可贡献归母净利润6.32亿元。**我们以2023年初至今铜矿均价8600美元/吨为基准，假设到岸成本为4800美元/吨，测算铜二期满产状态下归母净利润约为6.14亿元，铜价上涨/下跌10%，对应归母净利润为7.76/4.52亿元。

图表19：2014-2022年铜矿生产单位成本（万元/吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表20：满产状态下铜二期利润弹性

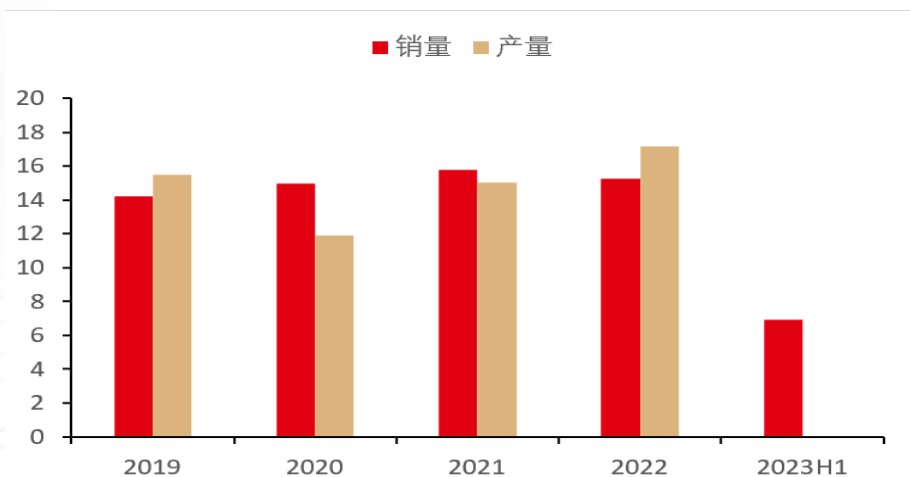
| | -20% | -10% | 0% | 10% | 20% |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 铜矿销售均价（美元/吨） | 6192 | 6966 | 7740 | 8514 | 9288 |
| LME铜价（美元/吨） | 6880 | 7740 | 8600 | 9460 | 10320 |
| 美元兑人民币 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 到岸成本（美元/吨） | 4800 | 4800 | 4800 | 4800 | 4800 |
| 出货量（万吨） | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 利润总额（亿元） | 6.82 | 10.61 | 14.41 | 18.20 | 21.99 |
| 净利润（亿元） | 4.91 | 7.64 | 10.37 | 13.10 | 15.83 |
| 归母净利润（亿元） | 2.91 | 4.52 | 6.14 | 7.76 | 9.37 |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.7蛭石资源优质，业务整体平稳

- 蛭石是一种天然、无机，无毒的矿物质，在高温作用下会膨胀的矿物，主要用途为建筑材料、吸附剂、防火绝缘材料、机械润滑剂、土壤改良剂等。
- **蛭石资源丰富，产销量稳中有升。**公司旗下的PC蛭石矿作为南非主要出产蛭石的矿区，是世界前三大蛭石矿，蛭石产量占全球份额的1/3左右，由于PC蛭石矿优质的品位和质量，PC和下游蛭石客户建立了牢固的供应关系，长期向北美、欧洲和亚洲客户出口供应蛭石；2022年产销量为17.19/15.25万吨。
- **营收保持稳定。**2019-2022年蛭石业务营业收入分别为3.31/3.91/3.56/3.96亿元，整体保持平稳，2022年毛利率为41.41%。

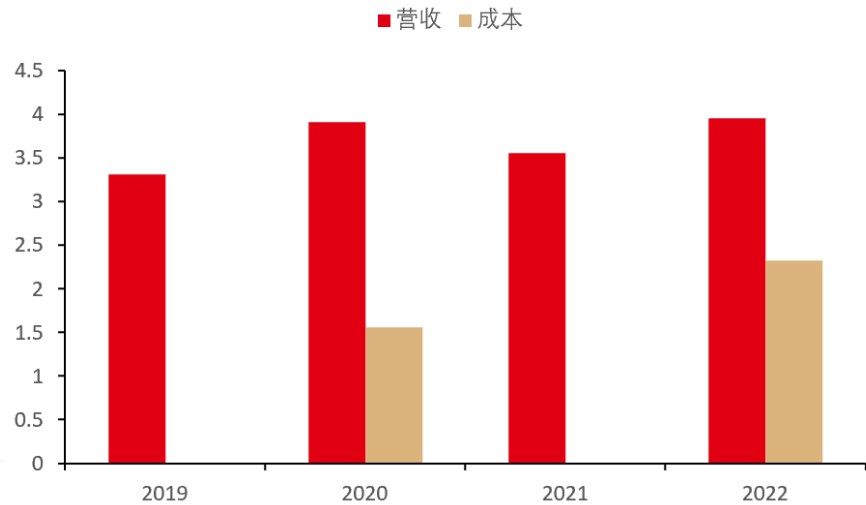
图表21：2019-2023H1公司蛭石产销变化（万吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表22：2019-2022年蛭石盈利能力变化（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

三

经济韧性犹在，铜、铁价格坚挺

3.1 铁矿石：寡头垄断，价格坚挺

- **铁矿石供给成寡头垄断格局，2023年供给小幅增长。**目前世界铁矿石的供应呈寡头垄断的格局，四大矿山的供给优势明显。四大铁矿石生产公司分别是澳大利亚的RIO、BHP、FMG和巴西的VALE，四大铁矿石公司2022年产量占比合计达43.96%。2023年预计四大矿山铁矿石供应增量在2500万吨左右，同比增加2%左右。
- **钢铁行业需求旺盛，铁矿石价格坚挺。**价格上，普氏铁矿石价格指数（62%）年初至今均价为116.91美元/吨，近期价格突破120美元/吨，总体保持强势，主要原因在于下游钢铁行业总量需求始终景气。根据海关总署及中钢协数据，1-8月份中国进口铁矿石7.8亿吨，同比增7.4%，累计出口钢材5878.5万吨，同比增长1298.6万吨，增幅28.4%。

图表23：铁矿石供给相对垄断（亿吨）

| | 2022 | 2023H1 | 2022年产量占全球比重 |
|------|-------|--------|--------------|
| 淡水河谷 | 3.09 | 1.46 | 11.87% |
| 力拓 | 3.24 | 1.68 | 12.47% |
| 必和必拓 | 2.85 | 1.39 | 10.95% |
| FMG | 2.26 | 1.03 | 8.68% |
| 总计 | 11.43 | 5.55 | 43.96% |

资料来源：上市公司年报，美国地质调查局，建信期货，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表24：普氏铁矿石价格指数（美元/吨）

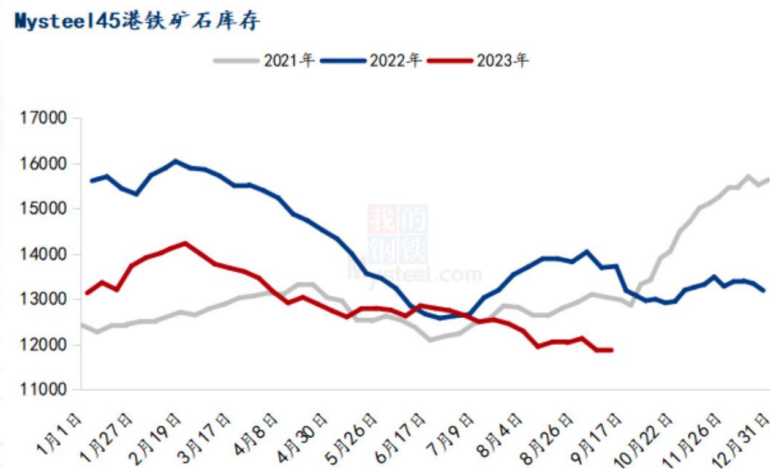


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 铁矿石：需求相对韧性，中长期仍有上涨空间

- **库存持续去库，处于近三年最低水平。**根据My steel数据，2023年7月以来在港铁矿石库存一路下行，处于年内新低及近三年最低水平，截止9月15日，45港铁矿石库存总量11865万吨，比今年年初库存低1264万吨，比去年同期库存低1853万吨。
- **短期铁矿石价格仍有望维持强势。**短期来看，根据兰格钢铁，目前钢厂生产仍维持高位，高炉开工率是79.6%，与往年同期相比是偏高的；且今年3月以来，平均高炉开工率维持在80%左右，短期金九银十旺季下铁矿石需求相对韧性。
- **中长期铁矿石价格仍有上涨空间。**一方面，虽然国内粗钢平控及环保政策下钢铁产能将受压降，但稳增长政策下竣工端面积依旧亮眼，新开工面积有望逐步修复；另一方面，中国以外国家需求将有明显增长，根据Mysteel，未来三年，东盟六国的转炉钢产能将增长4700万吨，占粗钢产能的比例将出现显著的增长，增幅约17个百分点。

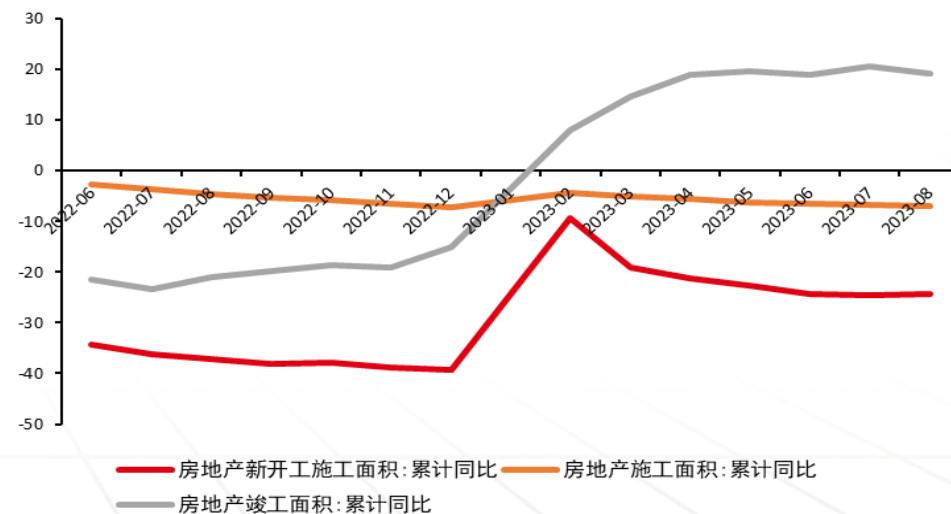
图表25：国内在港铁矿石库存（万吨）



资料来源：Mysteel，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表26：国内地产需求变化（%）

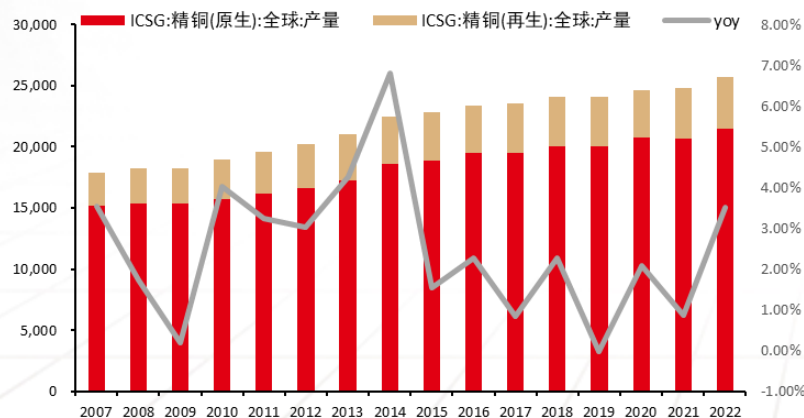


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.3 铜矿增量有限，新增铜矿产出或于23年见顶

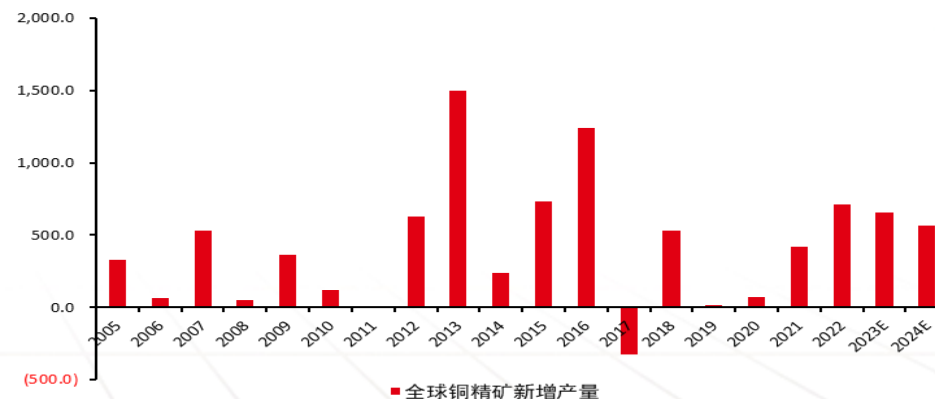
- **品位下行与资本开支下滑制约铜产量扩张。**根据Bloomberg统计数据，全球铜资源品位自2000年以来持续下行，从0.79%下降至0.44%，开采难度和成本提升，同时愈发恶劣的开采环境也导致罢工、技术故障等突发事件频发，进而制约铜矿产量的扩张。此外，近期产能释放主要受益于16-17年持续的资本开支扩张，但2022-2025年新投产项目中，绿地项目占主导达67%，前期筹建周期长，跨国管理工作困难，产能投放亦存在不确定性。
- **头部矿企拖累全球产量增速，新增铜矿产出或于2023年见顶。**根据ICSG，2022年全球矿产铜产量为2181万吨，铜矿供应增量为71万吨，增速达3.37%，前10大矿企增量仅为8万吨，增速为0.8%。受大型铜矿发现减少、品位下降以及全球主要铜企资本支出下降等因素的制约，ICSG预计2023-2024年全球新增铜精矿产量分别为65.7万吨、56.4万吨，增速分别为3%、2.5%，新增铜矿释放将于2023年见顶，未来增速成下滑趋势。

图表27：全球铜精矿新增产量逐步减少（kt）



资料来源：ICSG，中邮证券研究所

图表28：全球铜精矿新增产量（kt）

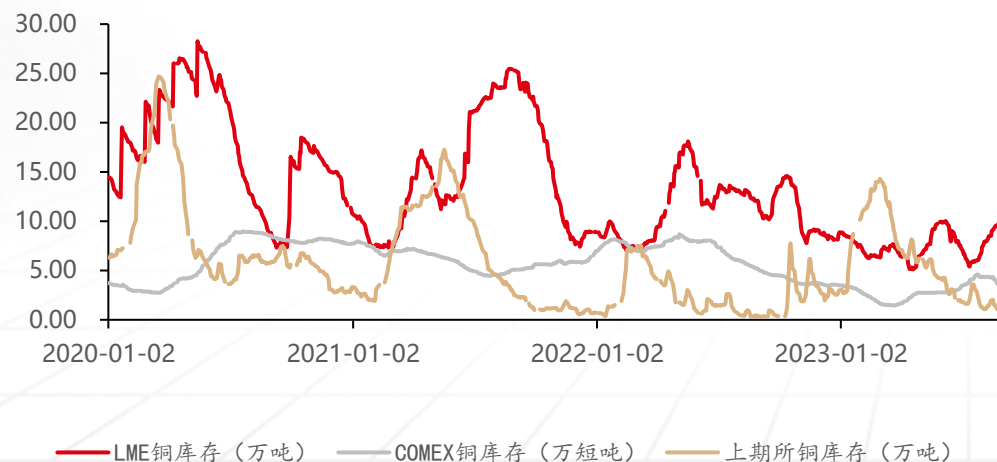


资料来源：ICSG，中邮证券研究所

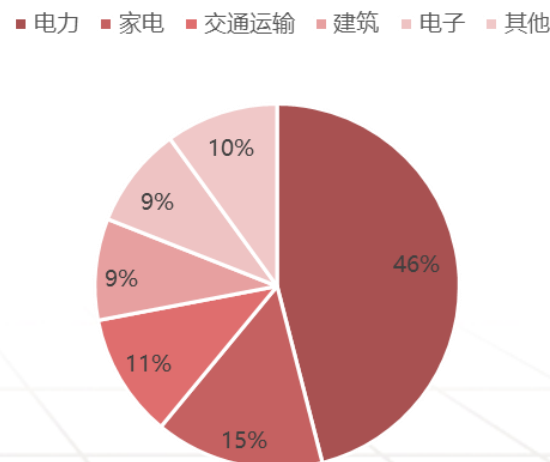
3.4 铜：供需紧张：新兴领域成新驱动力

- **低库存支撑铜价。**截止2023年9月16日，铜三大交易所显性库存合计为17.72万吨，海外库存由于需求不振持续累库，国内竣工端回暖及基建需求带动去库，整体全球库存仍处于历史低位，对金属价格起到支撑作用。
- **铜的金融属性更强。**铜由于储存时间长，标准化程度高，许多投资者利用铜进行贸易融资、对冲美元贬值等，因此随着美联储加息进入尾声，铜价相较于其他工业金属将会有更大的反弹空间。
- **能源迭代转型或成为铜等传统工业金属的新驱动力。**以铜金属为例，传统行业依然是铜消费的主力战场，电力行业耗铜占比约46%，家电与建筑耗铜占比24%，新兴领域占比尚不足15%。但随着新能源、光伏等领域的持续高速增长，拉动铜等金属的需求不断攀升，铜的供需格局有望重塑，驱动铜价中枢不断上移。

图表29：铜库存处于历史低位



图表30：2022年国内电解铜消费结构（%）



四

盈利预测

4 盈利预测

- **磁铁矿业务：**预计公司2023-2025年铁矿石销量为810/900/979万吨，销售均价为103/106/108美元/吨，海运费下滑及铁路运力提升带动销售成本下降。
- **铜业务：**预计公司2023-2025年铜产品销量为2.94/5/7万吨，阴极铜等产品占比提升，销售均价为6880/7920/9000美元/吨，单位销售成本随着产量增长逐步摊薄至4800美元/吨。
- **蛭石业务：**预计公司2023-2025年蛭石产品销量维持在17万吨左右，毛利率维持在40%左右。
- **投资建议：**我们预计公司2023/2024/2025年实现营业收入54.48/72.80/93.52亿元，分别同比增长7.81%/33.64%/28.47%；归母净利润分别为8.01/11.20/17.11亿元，分别同比增长20.24%/39.76%/52.83%，对应EPS分别为1.23/1.72/2.62元。维持公司“增持”评级。

图表31：可比公司估值(iFind一致预期)

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 | PE | | | | PEG | PB |
|-----------|------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | PE (TTM) | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 411.68 | 14.88 | 11.12 | 10.17 | 9.06 | -1.26 | 1.56 |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 1264.96 | 50.16 | 15.17 | 11.56 | 10.54 | 1.15 | 2.54 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 3337.06 | 19.22 | 14.55 | 12.03 | 9.89 | 0.61 | 3.44 |
| 603979.SH | 金诚信 | 221.46 | 30.88 | 22.42 | 12.78 | 10.30 | 1.23 | 3.38 |
| 001203.SZ | 大中矿业 | 163.47 | 22.20 | 11.95 | 9.24 | 7.72 | -0.42 | 3.24 |
| 000655.SZ | 金岭矿业 | 40.60 | 27.68 | 21.27 | 19.93 | 18.66 | 0.34 | 1.29 |
| 601121.SH | 宝地矿业 | 62.88 | 44.66 | 26.99 | 23.29 | 19.26 | -1.59 | 2.17 |

资料来源：iFind，中邮证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自iFind机构的一致预测）

- 铜二期项目投产不及预期；
- 铜、铁价格下跌风险；
- 南非地区政治及自然灾害风险；
- 国际贸易风险；
- 汇率风险等。

图表32：财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) ⁽¹⁾ | 2022A ⁽²⁾ | 2023E ⁽²⁾ | 2024E ⁽²⁾ | 2025E ⁽²⁾ | 主要财务比率 ⁽³⁾ | 2022A ⁽²⁾ | 2023E ⁽²⁾ | 2024E ⁽²⁾ | 2025E ⁽²⁾ |
|---------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 ⁽⁴⁾ | 5053 ⁽⁵⁾ | 5448 ⁽⁵⁾ | 7280 ⁽⁵⁾ | 9352 ⁽⁵⁾ | 营业收入 ⁽⁴⁾ | -23.1% ⁽⁶⁾ | 7.8% ⁽⁶⁾ | 33.8% ⁽⁶⁾ | 28.5% ⁽⁶⁾ |
| 营业成本 ⁽⁴⁾ | 1783 ⁽⁵⁾ | 1932 ⁽⁵⁾ | 2705 ⁽⁵⁾ | 3226 ⁽⁵⁾ | 营业利润 ⁽⁴⁾ | -53.6% ⁽⁶⁾ | 19.4% ⁽⁶⁾ | 39.8% ⁽⁶⁾ | 52.8% ⁽⁶⁾ |
| 税金及附加 ⁽⁴⁾ | 12 ⁽⁵⁾ | 13 ⁽⁵⁾ | 17 ⁽⁵⁾ | 22 ⁽⁵⁾ | 归属于母公司净利润 ⁽⁴⁾ | -48.8% ⁽⁶⁾ | 20.2% ⁽⁶⁾ | 39.8% ⁽⁶⁾ | 52.8% ⁽⁶⁾ |
| 销售费用 ⁽⁴⁾ | 1657 ⁽⁵⁾ | 1525 ⁽⁵⁾ | 1893 ⁽⁵⁾ | 2151 ⁽⁵⁾ | 股利支付率 ⁽⁴⁾ | - | - | - | - |
| 管理费用 ⁽⁴⁾ | 478 ⁽⁵⁾ | 436 ⁽⁵⁾ | 510 ⁽⁵⁾ | 655 ⁽⁵⁾ | 毛利率 ⁽⁴⁾ | 64.7% ⁽⁶⁾ | 64.5% ⁽⁶⁾ | 62.8% ⁽⁶⁾ | 65.5% ⁽⁶⁾ |
| 研发费用 ⁽⁴⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 净利率 ⁽⁴⁾ | 13.2% ⁽⁶⁾ | 14.7% ⁽⁶⁾ | 15.4% ⁽⁶⁾ | 18.3% ⁽⁶⁾ |
| 财务费用 ⁽⁴⁾ | -146 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | ROE ⁽⁴⁾ | 7.4% ⁽⁶⁾ | 8.4% ⁽⁶⁾ | 10.5% ⁽⁶⁾ | 13.8% ⁽⁶⁾ |
| 资产减值损失 ⁽⁴⁾ | -4 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | ROIC ⁽⁴⁾ | 7.0% ⁽⁶⁾ | 9.0% ⁽⁶⁾ | 11.2% ⁽⁶⁾ | 14.6% ⁽⁶⁾ |
| 营业利润 ⁽⁴⁾ | 1302 ⁽⁵⁾ | 1555 ⁽⁵⁾ | 2173 ⁽⁵⁾ | 3321 ⁽⁵⁾ | 偿债能力 | - | - | - | - |
| 营业外收入 ⁽⁴⁾ | 4 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 资产负债率 ⁽⁴⁾ | 22.7% ⁽⁶⁾ | 21.7% ⁽⁶⁾ | 21.3% ⁽⁶⁾ | 19.7% ⁽⁶⁾ |
| 营业外支出 ⁽⁴⁾ | 13 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 流动比率 ⁽⁴⁾ | 7.94 ⁽⁶⁾ | 8.43 ⁽⁶⁾ | 7.56 ⁽⁶⁾ | 8.08 ⁽⁶⁾ |
| 利润总额 ⁽⁴⁾ | 1293 ⁽⁵⁾ | 1555 ⁽⁵⁾ | 2173 ⁽⁵⁾ | 3321 ⁽⁵⁾ | 营运能力 | - | - | - | - |
| 所得税 ⁽⁴⁾ | 326 ⁽⁵⁾ | 392 ⁽⁵⁾ | 548 ⁽⁵⁾ | 837 ⁽⁵⁾ | 应收账款周转率 ⁽⁴⁾ | 5.70 ⁽⁶⁾ | 5.31 ⁽⁶⁾ | 5.85 ⁽⁶⁾ | 5.76 ⁽⁶⁾ |
| 净利润 ⁽⁴⁾ | 967 ⁽⁵⁾ | 1163 ⁽⁵⁾ | 1626 ⁽⁵⁾ | 2484 ⁽⁵⁾ | 存货周转率 ⁽⁴⁾ | 9.00 ⁽⁶⁾ | 7.88 ⁽⁶⁾ | 8.44 ⁽⁶⁾ | 8.47 ⁽⁶⁾ |
| 归母净利润 ⁽⁴⁾ | 866 ⁽⁵⁾ | 801 ⁽⁵⁾ | 1120 ⁽⁵⁾ | 1711 ⁽⁵⁾ | 总资产周转率 ⁽⁴⁾ | 0.34 ⁽⁶⁾ | 0.34 ⁽⁶⁾ | 0.42 ⁽⁶⁾ | 0.47 ⁽⁶⁾ |
| 每股收益(元) ⁽⁴⁾ | 1.02 ⁽⁵⁾ | 1.23 ⁽⁵⁾ | 1.72 ⁽⁵⁾ | 2.62 ⁽⁵⁾ | 每股净资产(元) ⁽⁴⁾ | - | - | - | - |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 ⁽⁴⁾ | 1.02 ⁽⁵⁾ | 1.23 ⁽⁵⁾ | 1.72 ⁽⁵⁾ | 2.62 ⁽⁵⁾ |
| 货币资金 ⁽⁴⁾ | 4788 ⁽⁵⁾ | 5643 ⁽⁵⁾ | 6875 ⁽⁵⁾ | 8933 ⁽⁵⁾ | 每股净资产 ⁽⁴⁾ | 13.72 ⁽⁵⁾ | 14.65 ⁽⁵⁾ | 16.36 ⁽⁵⁾ | 18.98 ⁽⁵⁾ |
| 交易性金融资产 ⁽⁴⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 估值比率 | - | - | - | - |
| 应收账款及应收账款 ⁽⁴⁾ | 987 ⁽⁵⁾ | 1064 ⁽⁵⁾ | 1422 ⁽⁵⁾ | 1827 ⁽⁵⁾ | PE ⁽⁴⁾ | 16.43 ⁽⁶⁾ | 13.66 ⁽⁶⁾ | 9.78 ⁽⁶⁾ | 6.40 ⁽⁶⁾ |
| 预付款项 ⁽⁴⁾ | 33 ⁽⁵⁾ | 35 ⁽⁵⁾ | 49 ⁽⁵⁾ | 59 ⁽⁵⁾ | PB ⁽⁴⁾ | 1.22 ⁽⁵⁾ | 1.15 ⁽⁵⁾ | 1.02 ⁽⁵⁾ | 0.88 ⁽⁵⁾ |
| 存货 ⁽⁴⁾ | 664 ⁽⁵⁾ | 719 ⁽⁵⁾ | 1007 ⁽⁵⁾ | 1201 ⁽⁵⁾ | - | - | - | - | - |
| 流动资产合计 ⁽⁴⁾ | 6631 ⁽⁵⁾ | 7625 ⁽⁵⁾ | 9536 ⁽⁵⁾ | 12224 ⁽⁵⁾ | 现金流量表 | | | | |
| 固定资产 ⁽⁴⁾ | 1038 ⁽⁵⁾ | 1136 ⁽⁵⁾ | 1208 ⁽⁵⁾ | 1254 ⁽⁵⁾ | 净利润 ⁽⁴⁾ | 967 ⁽⁵⁾ | 1163 ⁽⁵⁾ | 1626 ⁽⁵⁾ | 2484 ⁽⁵⁾ |
| 在建工程 ⁽⁴⁾ | 5208 ⁽⁵⁾ | 5208 ⁽⁵⁾ | 5208 ⁽⁵⁾ | 5208 ⁽⁵⁾ | 折旧和摊销 ⁽⁴⁾ | 176 ⁽⁵⁾ | 194 ⁽⁵⁾ | 220 ⁽⁵⁾ | 245 ⁽⁵⁾ |
| 无形资产 ⁽⁴⁾ | 593 ⁽⁵⁾ | 593 ⁽⁵⁾ | 593 ⁽⁵⁾ | 593 ⁽⁵⁾ | 营运资本变动 ⁽⁴⁾ | -453 ⁽⁵⁾ | -70 ⁽⁵⁾ | -322 ⁽⁵⁾ | -380 ⁽⁵⁾ |
| 非流动资产合计 ⁽⁴⁾ | 8809 ⁽⁵⁾ | 8846 ⁽⁵⁾ | 8918 ⁽⁵⁾ | 8965 ⁽⁵⁾ | 其他 ⁽⁴⁾ | 83 ⁽⁵⁾ | -13 ⁽⁵⁾ | -17 ⁽⁵⁾ | -22 ⁽⁵⁾ |
| 资产总计 ⁽⁴⁾ | 15440 ⁽⁵⁾ | 16471 ⁽⁵⁾ | 18454 ⁽⁵⁾ | 21189 ⁽⁵⁾ | 经营活动现金流净额 ⁽⁴⁾ | 772 ⁽⁵⁾ | 1275 ⁽⁵⁾ | 1506 ⁽⁵⁾ | 2327 ⁽⁵⁾ |
| 短期借款 ⁽⁴⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 资本开支 ⁽⁴⁾ | -905 ⁽⁵⁾ | -262 ⁽⁵⁾ | -292 ⁽⁵⁾ | -292 ⁽⁵⁾ |
| 应付票据及应付账款 ⁽⁴⁾ | 619 ⁽⁵⁾ | 670 ⁽⁵⁾ | 939 ⁽⁵⁾ | 1120 ⁽⁵⁾ | 其他 ⁽⁴⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 76 ⁽⁵⁾ | 17 ⁽⁵⁾ | 22 ⁽⁵⁾ |
| 其他流动负债 ⁽⁴⁾ | 217 ⁽⁵⁾ | 234 ⁽⁵⁾ | 323 ⁽⁵⁾ | 392 ⁽⁵⁾ | 投资活动现金流净额 ⁽⁴⁾ | -905 ⁽⁵⁾ | -216 ⁽⁵⁾ | -274 ⁽⁵⁾ | -269 ⁽⁵⁾ |
| 流动负债合计 ⁽⁴⁾ | 835 ⁽⁵⁾ | 904 ⁽⁵⁾ | 1262 ⁽⁵⁾ | 1512 ⁽⁵⁾ | 股利派发 ⁽⁴⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ |
| 其他 ⁽⁴⁾ | 2675 ⁽⁵⁾ | 2672 ⁽⁵⁾ | 2672 ⁽⁵⁾ | 2672 ⁽⁵⁾ | 债务融资 ⁽⁴⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | -3 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ |
| 非流动负债合计 ⁽⁴⁾ | 2675 ⁽⁵⁾ | 2672 ⁽⁵⁾ | 2672 ⁽⁵⁾ | 2672 ⁽⁵⁾ | 其他 ⁽⁴⁾ | -294 ⁽⁵⁾ | -341 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ |
| 负债合计 ⁽⁴⁾ | 3511 ⁽⁵⁾ | 3576 ⁽⁵⁾ | 3934 ⁽⁵⁾ | 4184 ⁽⁵⁾ | 筹资活动现金流净额 ⁽⁴⁾ | -294 ⁽⁵⁾ | -344 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ | 0 ⁽⁵⁾ |
| 股本 ⁽⁴⁾ | 653 ⁽⁵⁾ | 653 ⁽⁵⁾ | 653 ⁽⁵⁾ | 653 ⁽⁵⁾ | 现金流量等价物净增加额 ⁽⁴⁾ | -104 ⁽⁵⁾ | 855 ⁽⁵⁾ | 1232 ⁽⁵⁾ | 2058 ⁽⁵⁾ |
| 资本公积金 ⁽⁴⁾ | 4748 ⁽⁵⁾ | 4748 ⁽⁵⁾ | 4748 ⁽⁵⁾ | 4748 ⁽⁵⁾ | - | - | - | - | - |
| 未分配利润 ⁽⁴⁾ | 4592 ⁽⁵⁾ | 5217 ⁽⁵⁾ | 6189 ⁽⁵⁾ | 7624 ⁽⁵⁾ | - | - | - | - | - |
| 少数股东权益 ⁽⁴⁾ | 2973 ⁽⁵⁾ | 3335 ⁽⁵⁾ | 3841 ⁽⁵⁾ | 4614 ⁽⁵⁾ | - | - | - | - | - |
| 其他 ⁽⁴⁾ | -1037 ⁽⁵⁾ | -1059 ⁽⁵⁾ | -391 ⁽⁵⁾ | -634 ⁽⁵⁾ | - | - | - | - | - |
| 所有者权益合计 ⁽⁴⁾ | 11929 ⁽⁵⁾ | 12895 ⁽⁵⁾ | 14521 ⁽⁵⁾ | 17005 ⁽⁵⁾ | - | - | - | - | - |
| 负债和所有者权益总计 ⁽⁴⁾ | 15440 ⁽⁵⁾ | 16471 ⁽⁵⁾ | 18454 ⁽⁵⁾ | 21189 ⁽⁵⁾ | - | - | - | - | - |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

李帅华（首席分析师）

SAC编号：S1340522060001

邮箱：lishuaihua@cnpsec.com

魏欣（研究助理）

SAC编号：S1340123020001

邮箱：weixin@cnpsec.com

分析师声明

李帅华承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES