

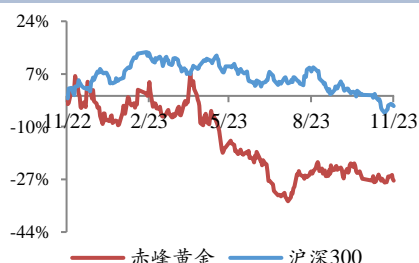
赤峰黄金跟踪报告：内生外延，黄金龙头持续成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-03

收盘价（元）	14.42
近 12 个月最高/最低（元）	21.40/13.09
总股本（百万股）	1,664
流通股本（百万股）	1,664
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	240
流通市值（亿元）	240

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

联系人：汪浚哲

执业证书号：S0010121070002

邮箱：wangjz@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 聚焦主业、持续成长的综合性黄金龙头

赤峰黄金是一家国际化的黄金生产商，在全球范围内从事黄金的采选和销售业务。公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业投资项目和 1 个资源综合回收利用项目，2021 年，公司旗下万象矿业由生产黄金和电解铜转向专注生产黄金，聚焦黄金主业，带动产量大幅增加。2023 年前三季度，公司实现营业总收入/归母净利润分别为 50.62/5.20 亿元，同比分别+13.10%/+31.24%。

● 金价有望持续上行，优质矿企加速资源整合

2023 年内美联储强势加息，硅谷银行事件催化避险情绪升温，黄金价格大幅波动。美联储 2023 年 11 月宣布暂缓加息，主席鲍威尔释放“鸽派”信号或表示加息已接近尾声，叠加中东局势引起避险情绪，我们认为黄金价格仍然具备上行空间，有利于黄金企业利润率提升。大型黄金企业积极推进兼并重组和资源并购，优质黄金资源进一步集中，矿山生产布局进一步优化。

● 推进重点矿山建设，内生+外延持续成长

公司境内黄金矿业子公司共拥有 9 宗采矿权和 14 宗探矿权，且所属部分矿山的矿石品位高，属于国内当前少有的高品位富矿床，相比同类黄金矿山企业，生产的单位成本较低，毛利率较高；海外的万象矿业、金星瓦萨等矿山矿权面积广，分布于重点成矿带，探矿增储潜力大。公司新增产能不断提升，据官方公众号，2023 年 10 月 25 日锦泰矿业洱源溪灯坪金矿 14 万吨/年采选工程正式投产。外延方面，公司持续推进海外并购，获得海外优质资产和资源储备，同时吸收到国际先进的技术和矿山管理方法、管理模式以及国际化人才队伍。公司投资的澳大利亚铁拓矿业旗下阿布贾金矿已于 2023 年 7 月正式商业运营，预计 2023H2 产黄金 3.26-3.3 吨。公司和厦门钨业成立合资公司在老挝推进稀土资源项目申请，推动稀土项目开发。

● 投资建议

美联储加息接近尾声，避险情绪催化金价上行，公司坚持国际化战略，内生+外延持续增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.48/12.12/14.96 亿元，对应 PE 分别为 28.28/19.80/16.04 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格大幅波动；矿山产量不及预期；安全事故影响生产风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6267	7162	8362	9762
收入同比（%）	65.7%	14.3%	16.8%	16.7%
归属母公司净利润	451	848	1212	1496
净利润同比（%）	-22.6%	88.1%	42.8%	23.5%
毛利率（%）	28.6%	35.8%	37.2%	36.5%
ROE（%）	8.7%	13.8%	16.4%	16.9%
每股收益（元）	0.27	0.51	0.73	0.90
P/E	66.85	28.28	19.80	16.04
P/B	5.79	3.89	3.25	2.70
EV/EBITDA	13.53	11.04	8.64	7.39

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 聚焦黄金主业，打造国际化矿企	5
2 优质企业加速资源整合，内生外延助力增长	7
2.1 黄金价格有望持续上行，优质资源进一步集中	7
2.2 公司推进重点矿山建设，内生+外延持续成长	8
3 盈利预测和估值探讨	10
风险提示:	11
财务报表与盈利预测	12

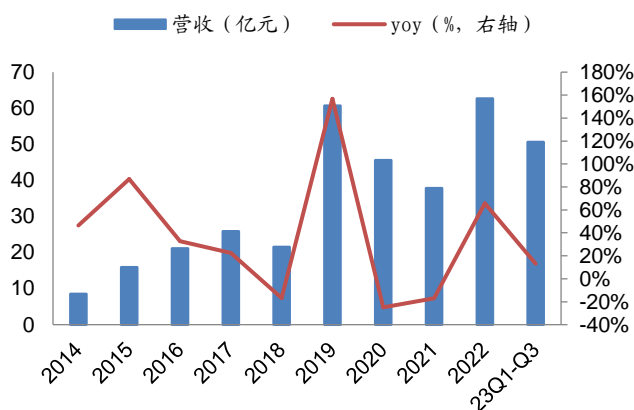
图表目录

图表 1 公司收入及增速	5
图表 2 公司归母净利润及增速	5
图表 3 公司分产品收入占比	5
图表 4 公司分产品毛利率	5
图表 5 公司股权结构	6
图表 6 子公司业务情况	6
图表 7 公司核心高管	7
图表 8 年初黄金价格和标普 500 波动率指数	8
图表 9 2022 年至今美元指数波动情况（1973 年 3 月=100）	8
图表 10 黄金供求平衡表	8
图表 11 公司重点矿山建设项目	9
图表 12 公司收入预测	10
图表 13 公司 PE-TTM 波动	11
图表 14 可比公司估值	11

1 聚焦黄金主业，打造国际化矿企

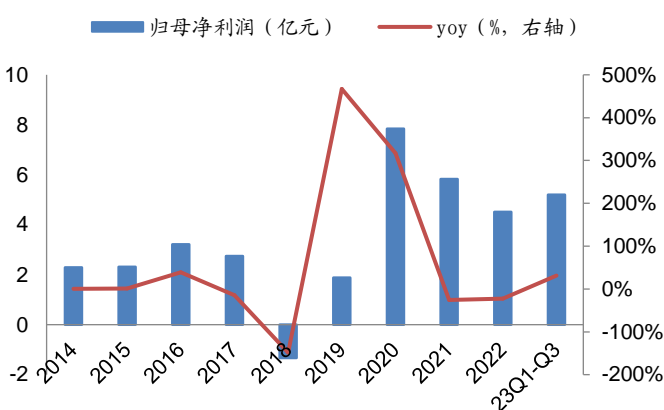
综合性黄金龙头，聚焦主业持续成长。赤峰黄金在全球范围内从事黄金的采选和销售业务，拥有独立的黄金矿山，所属矿业子公司均为探矿、采矿、选矿一体化的矿山企业。公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业投资项目和 1 个资源综合回收利用项目，2023 年前三季度，公司实现营业总收入/归母净利润分别为 50.62/5.20 亿元，同比分别+13.10%/+31.24%。

图表 1 公司收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

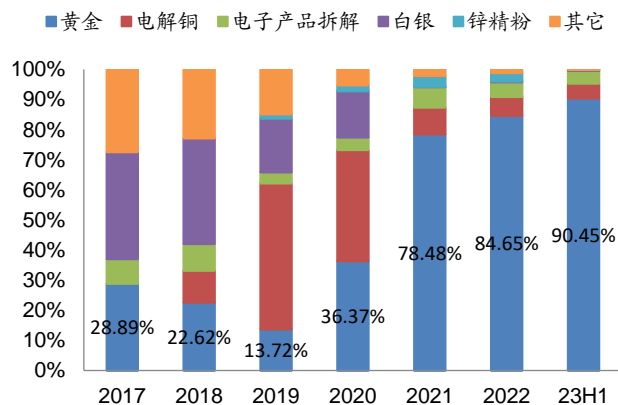
图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

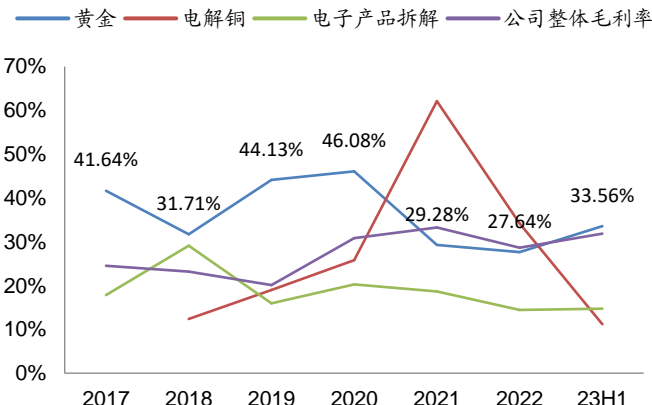
聚焦黄金主业，黄金收入占比不断提升。2021 年子公司万象矿业转向生产黄金，公司黄金产量大幅增加、电解铜产量下降，但由于万象金矿项目处于投产初期，主要为低品位复杂难选矿石，选矿工艺流程仍需优化，因此单位成本相对较高，导致公司黄金产品毛利率下滑，但 2022 至 23H1，伴随工艺技术优化以及黄金价格表现强劲，公司黄金毛利率不断提升。

图表 3 公司分产品收入占比



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

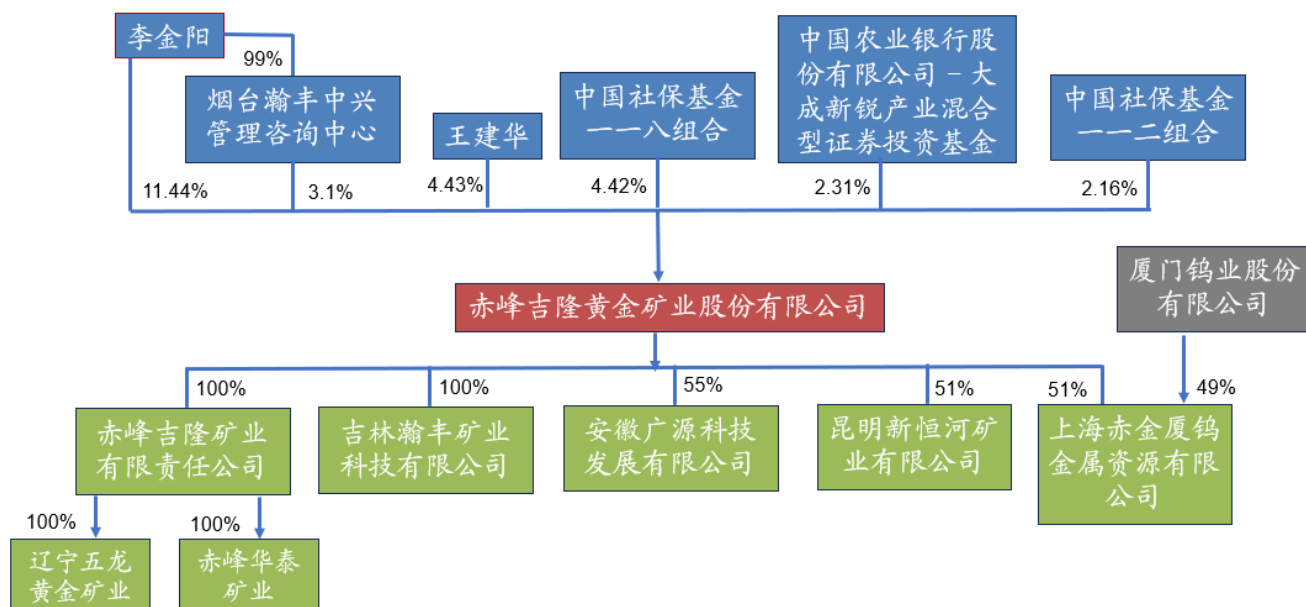
图表 4 公司分产品毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

股权结构清晰，子公司分工明确。公司实际控制人为李金阳女士，直接持股比例为 11.44%，李金阳女士本人不在公司任职，公司董事长王建华先生持股比例为 4.43%。公司通过子公司拓展业务，例如广源科技从事资源回收利用业务，公司和厦门钨业合资创办赤金厦钨开发老挝稀土资源。

图表 5 公司股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 6 子公司业务情况

公司名称	主营业务	主要业务资质	2022 年净利润（万元）
吉隆矿业	黄金采选	1 宗采矿权 5 宗探矿权	12502.36
华泰矿业	黄金采选	6 宗采矿权 6 宗探矿权	-5939.44
五龙矿业	黄金采选	1 宗采矿权 1 宗探矿权	12120.43
瀚丰矿业	有色金属采选	2 宗采矿权 1 宗探矿权	9664.42
万象矿业	有色金属采选	1 宗采矿权 1 宗探矿权	23106.3
广源科技	废弃电器电子产品拆解	废弃电器电子产品处理资格	2402.56
金星资源	黄金采选	3 宗采矿权 2 宗探矿权	-547.07
赤金厦钨	稀土开发		-0.79

资料来源：公司公告，华安证券研究所

高管团队经验丰富，管理架构稳定。公司的核心高管具备多年的矿业从业经历，对于黄金行业的探矿、采掘、资本运作等经验丰富。公司高管团队在集团内部磨合多年，管理架构稳定。

图表 7 公司核心高管

姓名	职务	个人简历
王建华	董事长	曾任山东省丝绸进出口公司总经理、党委书记，山东黄金集团有限公司董事长、党委书记等职，2013 年 2 月退休；曾任紫金矿业集团股份有限公司董事、总裁；云南白药控股有限公司董事长等职务。
杨宜方	总裁	在全球矿业行业拥有近 20 年丰富经验，专业于公司发展策略规划、全球并购、海外上市公司管理、矿山项目管理、可持续性发展，并擅长在具挑战性的环境下为公司创造新价值。曾任顶峰矿业有限公司业务发展经理，紫金矿业集团国际部副总经理，中科矿业集团有限公司执行总裁，金山国际矿业有限公司总经理，恒兴黄金控股股份有限公司总裁等职务。
吕晓兆	副总裁	采矿高级工程师，中国黄金协会副会长，中国地质学会矿山专业委员会副主任委员，全国黄金标准化技术委员会委员。曾任灵宝黄金股份有限公司党委副书记、执行董事、副总经理、战略委员会委员，赤峰吉隆矿业有限责任公司董事、总经理，赤峰黄金董事、总经理，赤峰黄金董事长等职务。
周新兵	副总裁	曾任北京博星投资顾问有限公司投资银行部高级经理，中川国际矿业控股有限公司投资部高级经理，赤峰吉隆矿业有限责任公司证券法律部经理、赤峰黄金证券法律部经理、证券事务代表、董事会秘书等职务。
陈志勇	副总裁	曾任马士基物流（中国）有限公司业务代表、澳大利亚澳华黄金有限公司项目经理、英国瑞碳有限公司业务拓展总监、标准银行高级经理等职务；曾任中国黄金国际资源有限公司投资总监，索瑞米投资有限公司副总经理兼董事会秘书，澳华黄金贵州有限公司董事。
高波	副总裁	先后在夹皮沟金矿、吉林省吉森丰华矿业集团有限责任公司、赤峰华泰矿业有限责任公司、龙井瀚丰矿业有限责任公司工作，由工人到历任团委书记、经营副矿长、董事、生产部长、副总经理等职。
黄学斌	副总裁、财务总监	拥有逾 20 年的审计、会计、财务管理及企业融资经验；曾任紫金矿业集团股份有限公司财务部副经理，蒙特瑞科金属股份有限公司财务总监，中科矿业集团有限公司财务总监，荣晖国际集团有限公司首席财务官及公司秘书，金川集团国际资源有限公司（02362.HK）首席财务官、公司秘书及授权代表等职。
董淑宝	董事会秘书	曾任职于北京首创期货有限责任公司包头营业部，赤峰吉隆矿业有限责任公司营销部、证券法律部；曾任赤峰黄金证券法律部经理、证券事务代表。

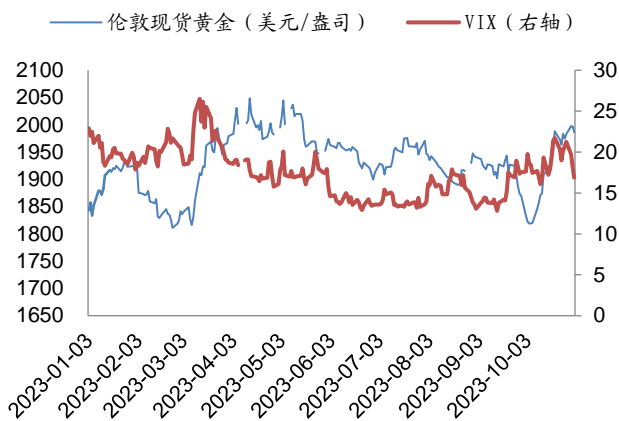
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

2 优质企业加速资源整合，内生外延助力增长

2.1 黄金价格有望持续上行，优质资源进一步集中

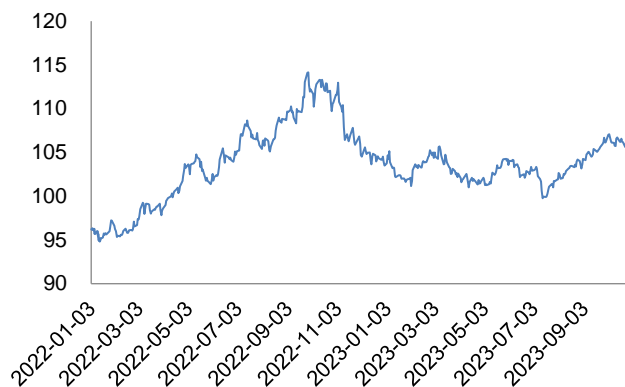
美联储加息接近尾声，避险情绪催动金价上行。2023 年内美联储强势加息，硅谷银行事件催化避险情绪升温，黄金价格大幅波动。2023 年 10 月 20 日，美联储主席鲍威尔在纽约经济部发表讲话时表示，近几个月的美国通胀走势表明美联储控制通胀的努力已经取得了进展。美联储的鸽派言论或表明加息已接近尾声，叠加中东局势引起避险情绪，我们认为黄金价格仍然具备上行空间。

图表 8 年初黄金价格和标普 500 波动率指数



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 9 2022 年至今美元指数波动情况 (1973 年 3 月=100)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

黄金供给稳定, 优质黄金资源进一步集中。根据世界黄金协会的数据, 截至 2022 年底, 全球金矿产量为 3649.4 吨, 黄金总供应量为 4779.2 吨, 黄金供给基本稳定。在此背景下, 大型黄金企业积极推进兼并重组和资源并购, 优质黄金资源进一步集中, 矿山生产布局进一步优化。根据赤峰黄金公告, 2022 年大型黄金企业境内矿山矿产金产量 70.861 吨, 占全国的比重为 50.63%。

图表 10 黄金供求平衡表 (单位: 吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
供应量													
金矿产量	2,754.5	2,876.9	2,957.2	3,166.8	3,270.5	3,361.3	3,515.2	3,575.7	3,655.8	3,596.3	3,482.1	3,589.5	3,649.4
生产商净套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-6.8	-10.8
回收金	1,671.2	1,626.3	1,636.8	1,195.3	1,129.6	1,067.1	1,232.1	1,112.4	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,136.2	1,140.6
总供应量	4,316.8	4,525.7	4,548.6	4,334.1	4,505.0	4,441.3	4,785.0	4,662.6	4,775.9	4,878.1	4,736.1	4,718.9	4,779.2
需求量													
金饰制造	2,043.8	2,092.1	2,140.9	2,735.3	2,544.4	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,230.3	2,192.3
金饰消费	2,057.0	2,103.8	2,156.1	2,726.0	2,532.1	2,459.1	2,103.6	2,240.5	2,250.2	2,126.7	1,398.1	2,147.7	2,089.5
金饰库存	-13.3	-11.7	-15.3	9.3	12.3	20.1	-84.8	17.0	39.8	25.4	-74.1	82.6	102.8
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.8	330.2	308.8
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	252.0
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3
投资	1,616.6	1,744.3	1,621.0	798.1	901.1	967.3	1,614.4	1,315.2	1,164.2	1,271.2	1,797.6	1,004.1	1,126.7
金条和金币总需求量	1,204.3	1,502.0	1,322.4	1,730.2	1,067.0	1,091.0	1,073.1	1,044.3	1,090.7	871.1	905.2	1,193.2	1,237.2
金条	921.2	1,189.5	1,023.2	1,357.7	780.9	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	543.2	813.0	804.4
官方金币	195.9	228.3	187.5	271.0	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	292.9	295.2	333.9
奖章/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.5	80.6	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9
黄金ETFs及类似产品	412.4	242.3	298.7	-932.0	-165.9	-123.7	541.3	270.9	73.6	400.2	892.4	-189.0	-110.4
各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,078.5
黄金需求 (制造基础)	4,200.2	4,746.4	4,713.3	4,518.7	4,395.0	4,357.7	4,351.1	4,283.8	4,445.3	4,354.7	3,679.3	4,014.8	4,706.3
顺差/逆差	116.6	-220.6	-164.7	-184.5	110.0	83.6	433.9	378.8	330.6	523.4	1,056.8	704.1	72.9
总需求	4,316.8	4,525.7	4,548.6	4,334.1	4,505.0	4,441.3	4,785.0	4,662.6	4,775.9	4,878.1	4,736.1	4,718.9	4,779.2
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09

资料来源：世界黄金协会，华安证券研究所

2.2 公司推进重点矿山建设, 内生+外延持续成长

推进重点矿山建设, 溪灯坪金矿正式投产。境内方面, 公司境内黄金矿业子公司共拥有 9 宗采矿权和 14 宗探矿权, 且所属部分矿山的矿石品位高, 属于国内当前

少有的高品位富矿床，相比同类黄金矿山企业，生产的单位成本较低，毛利率较高。境外方面，万象矿业所辖 Sepon 金铜矿是老挝最大的有色金属矿山，加纳的金星瓦萨是加纳拥有矿权面积最多的黄金企业之一。并且公司黄金矿山分布于重点成矿带，有进一步获取资源的潜力，持续推进探矿增储工作。根据公司官方公众号，10月25日锦泰矿业洱源溪灯坪金矿 14 万吨/年采选工程正式投产。

图表 11 公司重点矿山建设项目

矿山项目	建设情况
万象矿业	万象矿业 Discovery 采区地下开采项目已逐步进行生产性采矿，7 月份已进入正式商业运营，预计 2023 年度可补充地下开采矿石 30 万吨，平均品位 4 克/吨以上，回收率明显优于卡林型矿石。探矿方面，万象矿业为通过更深入、更广泛的视角发现大型矿体，提高资源储量，保证矿山可持续发展，发掘了塞班矿卡农地下原生铜矿、远西露天氧化金矿和地下原生金矿等六大资源增长项目，勘探部门正进行加密钻探，预期于年末更新资源量报告，新项目将于 2024 年逐渐进入采矿阶段。
金星瓦萨	金星瓦萨在主采区稳定生产的同时，开拓 242 和 B-Shoot 南延区两个新的井下采区，工程承包商已经进驻现场，7 月初开始在 242 斜坡道掘进施工并采出副产矿石；6 月份已开始在 B-Shoot 南延采坑的底部建立井下矿坑口，于 8 月初开始 B-Shoot 南斜坡道的掘进工作，计划年内开始南延区第一个采场的生产。金星瓦萨以强大资源为支撑，针对井下开采提出的创造性方案，通过合理的资本性投入和开拓工程，将使采矿能力大幅提升，生产接续、产能扩张的时间弹性充分。
吉隆矿业	吉隆矿业新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目主厂房建设预计于 2023 年 10 月完工并完成设备安装，2024 年 3 月可进行试生产。与新增选矿产能配套的井下技改工程、探矿工程均按计划推进，上半年探矿工程在采矿权内完成坑探、钻探工程共 12,000 余米；探矿权内完成钻探工程 7,000 余米。其中在探矿权 5 号矿段内发现两条成矿带，共圈定 6 条矿体，矿体长 100-700 米，宽 0.1-0.25 米，初步估算新增金资源量约 900 公斤，目前地表钻探工程还在继续施工中，预计年末将取得进一步探矿成果。
五龙矿业	五龙矿业 3,000 吨/日采选能力选厂稳定运行，处理规模逐步提升，2023 年上半年日均处理规模已由原 1,200 吨增加至 1,500 吨以上。四分矿盲竖井延深工程、通风系统改造工程、副井盲竖井开拓工程等井下技改工程逐步实施，下半年处理规模将继续提升，自 9 月起日处理矿石量预计可达 1,800-2,000 吨。上半年五龙矿业采矿权内坑探、钻探工程共 23,000 余米，探矿权内钻探工程 13,000 余米，估算新增地质资源量约 800 公斤。
锦泰矿业 溪灯坪金矿项目	锦泰矿业溪灯坪金矿项目自启动以来，已相继完成了立项、土地、林地、安评、环评、水保等行政审批手续的办理工作，2023 年初确定了矿山基础设施建设和采矿的施工单位，正式启动项目建设。项目一期初步设计采选规模为 14 万吨/年，采用露天开采，堆浸一吸附选矿。截至报告期末，总体工程已建设完成 80%以上，预计 8 月末可完成堆浸场建设，9 月初可开始喷淋投产。
瀚丰矿业	瀚丰矿业在报告期内积极推进安全生产设施技改工作，同时立山铅锌矿区千米竖井工程于年内可完成竖井设施装配，完成后将进入下一步开拓工程施工以开采深部资源，预计 2024 年 6 月可以开始生产。此外，瀚丰矿业正在进行东风铂矿深部工程设计，以重启银矿生产并扩大生产规模。

资料来源：公司 2023 年半年报，华安证券研究所

外延并购，创造业绩新增长。公司推进海外并购，获得海外优质资产和资源储备，同时吸取到国际先进的技术和矿山管理方法、管理模式以及国际化人才队伍。公司全资子公司赤金香港取得澳大利亚上市公司铁拓矿业 13.05%的股份，铁托矿业持有西非科特迪瓦的阿布贾金矿 88%股权，阿布贾金矿已于 2023 年 7 月正式商业运营，据公告，预计 2023H2 产黄金 3.26-3.3 吨。另外，公司和厦门钨业成立合资公司在老挝推进稀土资源项目申请，推动稀土项目开发。

3 盈利预测和估值探讨

收入假设：1) 黄金业务：公司旗下黄金矿山分布于重点成矿带，探矿增储潜力较大，假设 2023-2025 年公司矿产金产量分别达到 15.5、18.5 和 22 吨，基于美联储加息接近尾声，黄金价格假设为 400 元/克；2) 其它业务：公司聚焦黄金主业，其他业务占比较小，假设其他业务收入稳定，参考 2022 年收入水平。

利润假设：1) 黄金业务：基于黄金价格上涨，并且公司黄金矿山品位较高，单位成本低于行业内可比公司，假设公司黄金业务 2023-2025 年毛利率分别为 30%/32.5%/32.5%；2) 其它业务：假设其它业务毛利率稳定，参考 2022 年毛利率。

图表 12 公司收入预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
黄金业务营收（亿元）	29.69	53.05	62.00	74.00	88.00
yoy		78.69%	16.88%	19.35%	18.92%
矿产金产量（吨）	8.10	13.57	15.5	18.5	22.0
价格（元/克）	366.51	390.92	400	400	400
毛利率（%）	29.28%	27.64%	30.00%	32.50%	32.50%
其他业务营收（亿元）	8.14	9.62	9.62	9.62	9.62
yoy		18.21%	0%	0%	0%
毛利率（%）	74.71%	73.36%	73.36%	73.36%	73.36%

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

公司 PE-TTM 波动，当前低于历史三年均值。美联储加息接近尾声，避险情绪催化金价上行，公司坚持国际化战略，内生+外延持续增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.48/12.12/14.96 亿元，对应 PE 分别为 28.28/19.80/16.04 倍，维持“买入”评级。

图表 13 公司 PE-TTM 波动



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 14 可比公司估值

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
赤峰黄金	14.42	239.94	0.27	0.51	0.73	0.90	66.58	28.28	19.80	16.04
山东黄金	23.62	969.47	0.28	0.50	0.65	0.86	68.80	47.67	36.34	27.40
中金黄金	10.68	517.69	0.44	0.61	0.68	0.72	18.75	17.41	15.74	14.77
银泰黄金	13.44	373.19	0.40	0.56	0.67	0.73	27.26	23.88	20.07	18.34
湖南黄金	11.39	136.91	0.36	0.55	0.73	0.95	35.59	20.82	15.69	12.04
四川黄金	28.67	120.41	0.55	0.55	0.58	0.58	-	52.13	49.43	49.43

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：股价截至 2023/11/2 收盘，赤峰黄金为模型预测值，其余为一致预期均值。

风险提示：

黄金价格大幅波动：公司在全球范围内从事黄金的采选和销售业务，23H1 黄金收入占比超过九成，公司的盈利水平和黄金价格高度相关，而黄金价格受到世界形势、汇率、利率、通胀率等因素的影响，黄金价格大幅波动将影响公司收益水平；

矿山产量不及预期：公司矿山产能释放受到当地气候、环境等因素的影响，产能释放不及预期将对公司收入造成不利影响；

安全事故影响生产风险：采矿设计安全生产风险，若公司矿山产生安全事故，可能会影响公司人员和财产安全，也会影响生产进度。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4109	5189	5560	6350	营业收入	6267	7162	8362	9762
现金	1285	2183	2062	2308	营业成本	4472	4596	5251	6196
应收账款	369	229	307	379	营业税金及附加	284	358	393	390
其他应收款	53	433	418	454	销售费用	1	5	3	4
预付账款	100	91	109	128	管理费用	502	609	627	683
存货	2165	2157	2569	2985	财务费用	137	39	17	28
其他流动资产	138	96	96	96	资产减值损失	-42	4	3	4
非流动资产	13435	13266	14736	16139	公允价值变动收益	-12	0	0	0
长期投资	358	536	745	968	投资净收益	62	57	66	81
固定资产	5185	4546	5456	6253	营业利润	852	1574	2094	2492
无形资产	6733	6760	6796	6858	营业外收入	8	1	1	1
其他非流动资产	1159	1423	1740	2061	营业外支出	38	40	38	18
资产总计	17544	18455	20296	22489	利润总额	822	1534	2056	2474
流动负债	3280	3151	3689	4274	所得税	328	612	754	866
短期借款	488	641	852	1090	净利润	494	922	1303	1608
应付账款	693	684	815	948	少数股东损益	43	74	91	113
其他流动负债	2098	1826	2022	2236	归属母公司净利润	451	848	1212	1496
非流动负债	6856	6847	6847	6847	EBITDA	2318	2225	2881	3367
长期借款	1514	1514	1514	1514	EPS (元)	0.27	0.51	0.73	0.90
其他非流动负债	5342	5333	5333	5333	主要财务比率				
负债合计	10136	9997	10535	11121	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	2221	2295	2386	2498	成长能力				
股本	1664	1664	1664	1664	营业收入	65.7%	14.3%	16.8%	16.7%
资本公积	627	627	627	627	营业利润	14.1%	84.6%	33.1%	19.0%
留存收益	2897	3872	5084	6580	归属于母公司净利	-22.6%	88.1%	42.8%	23.5%
归属母公司股东权	5188	6163	7375	8870	获利能力				
负债和股东权益	17544	18455	20296	22489	毛利率(%)	28.6%	35.8%	37.2%	36.5%
现金流量表					净利率(%)	7.2%	11.8%	14.5%	15.3%
单位:百万元					ROE(%)	8.7%	13.8%	16.4%	16.9%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC(%)	5.6%	8.4%	10.3%	11.2%
经营活动现金流	1090	1117	1997	2300	偿债能力				
净利润	494	922	1303	1608	资产负债率(%)	57.8%	54.2%	51.9%	49.4%
折旧摊销	1375	651	808	865	净负债比率(%)	136.8%	118.2%	107.9%	97.8%
财务费用	149	77	83	90	流动比率	1.25	1.65	1.51	1.49
投资损失	-62	-57	-66	-81	速动比率	0.54	0.92	0.77	0.75
营运资金变动	-924	-484	-165	-197	营运能力				
其他经营现金流	1475	1413	1503	1820	总资产周转率	0.49	0.40	0.43	0.46
投资活动现金流	-3984	-445	-2247	-2203	应收账款周转率	31.80	23.97	31.21	28.47
资本支出	-1904	-326	-2104	-2061	应付账款周转率	7.89	6.68	7.01	7.03
长期投资	-2324	-179	-208	-223	每股指标(元)				
其他投资现金流	244	60	66	81	每股收益	0.27	0.51	0.73	0.90
筹资活动现金流	2225	213	129	148	每股经营现金流薄)	0.66	0.67	1.20	1.38
短期借款	488	153	212	238	每股净资产	3.12	3.70	4.43	5.33
长期借款	1514	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	66.85	28.28	19.80	16.04
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.79	3.89	3.25	2.70
其他筹资现金流	223	61	-83	-90	EV/EBITDA	13.53	11.04	8.64	7.39
现金净增加额	-655	898	-121	246					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。