

# 中钨高新 (000657)

证券研究报告

2024年01月11日

## 迈向钨业一体化平台，柿竹园钨产量有望提升近60%

**事件：**12月25日，中钨高新公告筹划发行股份及支付现金购买湖南柿竹园有色金属有限责任公司100%股权；1月9日，中钨高新公告其发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，标的资产交易价格尚未最终确定，确定股份发行价格7.05元/股。

### 集团履行矿山注入承诺，公司转型钨产业链一体化产业平台

公司拟采用发行股份及支付现金相结合方式收购五矿钨业和沃溪矿业持有的柿竹园公司100%股权（五矿钨业持股97.36%，沃溪矿业持股2.64%），此方案的公示代表集团承诺多年的矿山注入拉开序幕。2022年，公司硬质合金产品产量超过1.4万吨，粗折65%钨精矿需求约1.83万吨，目前公司托管的五个矿山钨精矿产量约2.4万吨，矿山全部注入后可基本满足自给。

### 柿竹园矿山资源禀赋优异，矿山技改钨精矿产量还将提升约60%+

柿竹园公司是湖南省生产规模最大的有色金属矿山企业，国内最大的钨精矿生产企业和亚洲最大的铋精矿生产商、供应商。据环评书，柿竹园公司现已形成生产规模为采掘总量350万吨/年、选矿处理量230万吨/年、钨精矿折含量8000吨/年、钼精矿折含量1600吨/年、铋精矿金属量1600吨/年、萤石精矿干重30万吨/年。截至23年Q3，柿竹园公司实现营业收入19.98亿元，净利润3.95亿元。23年5月公司公告柿竹园公司1万t/d采选技改项目环评，技改内容为采矿工艺由地下开采转为露天开采，采选规模由现有6500t/d增加至10000t/d。据我们测算，技改完成后，公司钨精矿（折65%）产量将由6292吨提升至10278吨，产量提升63%。项目预计建设期4年，23年9月环评书已获批，柿竹园公司钨产量提升指日可待。

### 机床周期回暖，公司刀具基本盘稳固

由机床产量增速刻画的机床周期自23年9月以来强势进入扩张区间，23年9~11月的同比数据分别为12.5%/23.3%/21.3%；23Q3以来，公司核心产品如数控刀片、微钻等亦均在改善：Q3公司数控刀片销量约3500万片，微钻销量超过1.3亿支，环比均有所上升。公司是目前国内硬质合金刀具的龙头企业，国内市占率接近30%，在几十年的积累中筑高技术、品牌、客户、规模壁垒，对终端客户的销售能力较好，有望充分受益机床周期上行带来的刀具需求增长。

**投资建议：**公司作为国内硬质合金龙头企业，业绩增长动力强劲，我们预计23-25年归母净利润4.6/6.0/7.4亿元，对应当前PE分别为28/22/18倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争激烈带来的行业经营风险，取得技术成果不确定性带来的技术研发风险，出口占比较高带来的汇率波动风险，重大资产重组可能隐含的不确定性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,093.58	13,079.97	12,486.73	14,359.42	16,789.95
增长率(%)	21.92	8.16	(4.54)	15.00	16.93
EBITDA(百万元)	1,886.94	1,688.92	1,624.96	1,875.83	2,190.66
归属母公司净利润(百万元)	527.58	534.55	458.45	599.51	740.18
增长率(%)	138.60	1.32	(14.24)	30.77	23.46
EPS(元/股)	0.38	0.38	0.33	0.43	0.53
市盈率(P/E)	24.71	24.39	28.44	21.75	17.61
市净率(P/B)	2.65	2.42	2.14	1.98	1.81
市销率(P/S)	1.08	1.00	1.04	0.91	0.78
EV/EBITDA	10.21	11.32	8.26	6.86	5.64

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/小金属
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.33元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,397.38
流通A股股本(百万股)	1,239.93
A股总市值(百万元)	13,037.54
流通A股市值(百万元)	11,568.52
每股净资产(元)	4.11
资产负债率(%)	50.44
一年内最高/最低(元)	17.58/8.17

### 作者

**刘奕町** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523050001  
liuyiting@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**朱晔** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110522080001  
zhuyue@tfzq.com

**曾先毅** 联系人  
zengxianyi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中钨高新-季报点评:需求不振经营承压,外部环境改善业绩修复预期仍存》 2023-11-06
- 《中钨高新-半年报点评:需求修复业绩环比改善,合作深化产业链布局》 2023-08-28
- 《中钨高新-年报点评报告:基本面承压业绩保持韧性,机床周期拐头静待花开》 2023-05-12

## 1. 附录：柿竹园多金属矿技改详情

### 1.1. 现有生产情况

湖南柿竹园有色金属有限责任公司（以下简称柿竹园公司）于 1986 年 7 月由东波有色金属矿和柿竹园多金属矿合并改制而成，是一家集采矿、选矿、资源综合回收、铋系新型材料研发、对外贸易于一体的大型国有矿山企业，是世界五百强企业中国五矿集团股份有限公司旗下核心骨干子企业。柿竹园公司土地权面积 12.7 平方公里，采矿权面积 30.669 平方公里，拥有钨锡钼铋多金属矿床、铅锌矿床、铜锡矿床以及铁锰矿床。世界已发现 170 多种矿物，在柿竹园就有 143 种，累计探明资源储量 3.6 亿吨，其中，钨、钼、铋、伴生萤石储量居世界前列，被誉为“世界有色金属博物馆”。

柿竹园公司现已形成生产规模为采掘总量 350 万吨/年、选矿处理量 230 万吨/年、钨精矿折合量 8000 吨/年、钼精矿折合量 1600 吨/年、铋精矿金属量 1600 吨/年、萤石精矿干重 30 万吨/年。公司是湖南省生产规模最大的有色金属矿山企业，国内最大的钨精矿生产企业和亚洲最大的铋精矿生产商、供应商，是全国伴生萤石综合回收最大的企业和保障国家战略资源供给的重要矿山。截止 2023 年 9 月末，柿竹园公司拥有资产总额 267,079 万元，所有者权益 152,946 万元，实现营业收入 199,824 万元，净利润 39,480 万元。

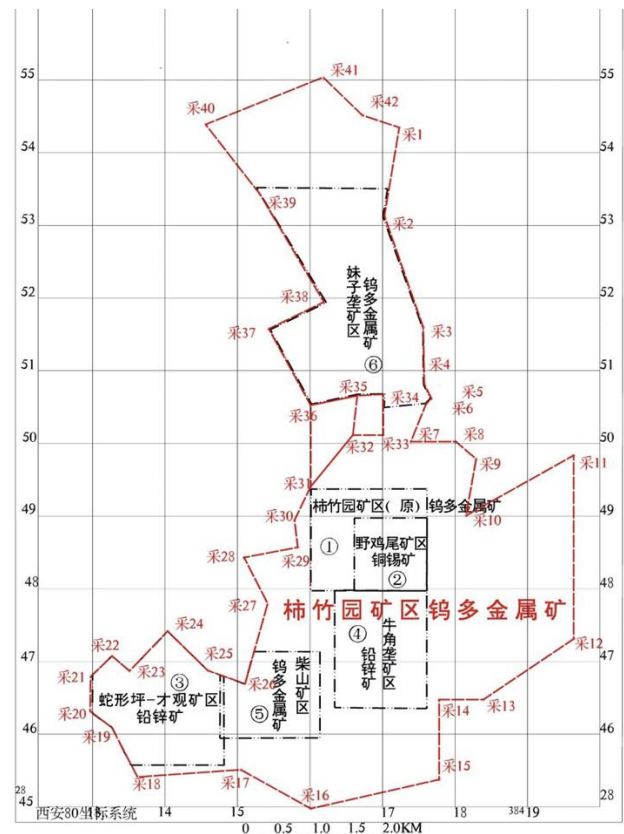
柿竹园公司的采矿许可证划定的矿区面积 30.669km<sup>2</sup>，开采矿种有钨、钼、铋、锡、铜、铅、锌、萤石矿，开采方式为露天/地下开采，生产规模 350 万 t/a，开采 0~1220m 标高，共有 62 个拐点圈定，有效期 2016 年 12 月 13 日至 2026 年 12 月 12 日。下辖两个矿山：柿竹园多金属采矿场和柴山多金属采矿场；四个选矿厂：东波多金属选矿厂、柿竹园多金属选矿厂、野鸡尾选矿厂（已停产）、柴山选矿厂（已停产）；四座尾矿库：柴山尾矿库、野鸡尾尾矿库（已停用）、高湾丘尾矿库、河西尾矿库（已停用）；一个太平里排土场，一个铋冶炼厂。辅助单位有一个水力发电厂、质量检测中心和仓储中心。

图 1：柿竹园公司各生产单元分布位置图



资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响

图 2：柿竹园钨多金属矿各矿区分布位置图



资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响

柿竹园多金属采矿场实际生产能力为 6500t/d (214.5 万 t/a)，采用地下开采，开采的矿石运往柿竹园多金属选厂和东波选厂进行选矿，配套建设有高湾丘尾矿库和柴山尾矿库。随着柿竹园公司采矿生产的持续深入，用以调节出矿品位的富矿储量越来越少，出矿品位呈下降趋势，维持正常钨精矿产量难度越来越大，且井下二次破碎、地压、顶板管理等安全隐患突出，井下存窿矿消耗殆尽，可采矿块数减少，井下出矿能力将大幅下降，增量、稳产困难。为降低安全隐患，维持精矿产量，改善设备落后、资源回收率较低的问题，柿竹园公司委托中国恩菲工程技术有限公司编制了《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目可行性研究报告》，以柿竹园公司生产现状为基础，拟对柿竹园多金属采矿场进行采矿工艺技改，采矿工艺由地下开采转为露天开采，开采规模扩建至 1 万 t/d，利用现有太平里排土场，新建矿石临时堆场、低品位矿石堆场和废石中转堆场，同时对柿竹园多金属选厂和东波多金属选厂进行技术改造以满足增产扩能的需求，依托现有高湾丘尾矿库和柴山尾矿库。

图 3：柿竹园公司采、选单位现有生产情况

一、采矿部分					
单元名称	实际采矿规模 (t/d)	采矿工艺	原矿种类	废石处置	生产情况
柴山采矿场	3000	井下开采	钨、钼、铋等	出窿废石产生量很少，暂堆于主平硐下方废石场，后充当建筑材料	2016 年 11 月已停产
柿竹园钨多金属采矿场	6500	井下开采	钨、钼、铋等	全部井下充填	矿石供给柿竹园多金属选厂、东波多金属选厂
蛇形坪~才观矿区铅锌矿	800	井下开采	铅锌矿	全部井下充填	铅锌资源已经枯竭，停产
野鸡尾矿区铜锡矿					未开采
牛角寨矿区铅锌银矿					未开采
妹子垄矿区钨多金属矿					未开采
二、选矿部分					
名称	实际生产规模 t/d	工艺	主要产品	尾矿库/其他	生产情况
东波多金属选厂	3000	磁选+浮选	钨、钼、铋	柴山烟冲沟尾矿库	正常生产
柴山选厂	300	磁选+浮选+重选	钨、钼、铋	柴山烟冲沟尾矿库	选厂 2015 年已停产
野鸡尾铜锡选厂	500	磁选+浮选+重选	铜、锡	野鸡尾尾矿库	选厂 2019 年已停产，野鸡尾尾矿库已停用，正在实施闭库。
柿竹园多金属选厂	1500+2000	磁选+浮选	钨、钼、铋	高湾丘尾矿库	选厂正常生产，原配套的河西尾矿库 2012 年停用，正在实施闭库。

资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响报告书》，天风证券研究所

## 1.2. 技改工程概况

**总投资及环保投资：**项目建设总投资额为 129234 万元，其中工程费用为 83447 万元，工程建设其他费用 27646 万元，预备费用 13986 万元，建设期利息 3951 万元，铺底流动资金 203 万元。其中含征地费 17850 万元。

**服务年限和开采规模：**本矿属井下转露天开采，项目建设期为 4 年，其中 1.5 年为项目准备期，采用地下开采，开采规模 6500t/d；项目准备期后进入项目基建期 2.5 年，期间地下采矿停止作业，利用基建剥离的副产矿石进行供矿，供矿规模为 6500t/d；基建期完成后进入生产期，生产期为露天开采，开采规模 10000t/d。

生产第 1 年达产 80%，第 2 年达产，稳产 31 年，减产 2 年期，总服务年限 34 年。若考虑塌陷坑内 1200 万 t 矿石量，服务年限可延长 3.6 年。

图 4：扩建项目设计利用资源量表

资源量级别	资源量 (万 t)	WO <sub>3</sub> (%)	WO <sub>3</sub> (万 t)	共生 Mo		伴生组分					
				Mo (%)	Mo (万 t)	Sn (%)	Sn (万 t)	Bi (%)	Bi (万 t)	CaF <sub>2</sub> (%)	CaF <sub>2</sub> (万 t)
探明的+控制的	11473	0.293	33.62	0.059	6.72						
推断的	4424	0.252	11.14	0.06	2.66	0.142	22.57	0.108	17.11	20.62	3278.65
合计	15897	0.282	44.76	0.059	9.38						

注：矿山提供的三维模型中，将探明的和控制的资源量合并为探明的+控制的。

资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响报告书》，天风证券研究所



### 1.2.1. 洞采转露采的必要性

柿竹园钨多金属矿现井下按 6500t/d 生产，以回采存窿矿及主采区的残矿为主，且中深孔采矿方法生产效率低、作业人数多、劳动强度大、生产设备落后。随着存窿矿和富矿的快速消耗、原矿品位显著下降、生产成本日益上升，为了维持企业的经济效益与可持续发展，未来采选规模必须要扩建至 10000t/d，而矿山当前地下采矿系统和运矿方案均不能满足未来 10000t/d 生产的需要。2019 年 11 月，湖南柿竹园有色金属有限责任公司委托长沙矿山研究院有限责任公司编制了《湖南柿竹园有色金属有限责任公司柿竹园钨多金属矿露天开采可行性研究报告》。通过矿体的赋存状态和采技术条件分析研究，提出采用地下转露天开采方式，对扩大矿山生产规模和提高经济效益是十分必要的，原因如下：

- 1) 柿竹园钨多金属矿矿体埋藏浅、储量大、厚大集中、有用成分多、品位不高、全露天平均剥采比 2.21t/t 远低于经济合理剥采比 7.53t/t，适合采用大规模露天开采。
- 2) 与地下开采比较，露天开采具有生产安全、投产快、见效易、产能大、损失率与贫化率小、采矿成本低、作业环境好、机械化与自动化程度高、劳动效率高等优点。
- 3) 转露天实现安全、高效生产与优化配矿，是公司可持续发展、经济效益不大幅下滑必由之路，是提高塌陷区内 1300 万 t 矿和低品位矿 1460.6 万 t 共 2760.6 万 t 低品位资源回收和综合利用的关键采矿法。
- 4) 井下空场法开采回收率低、生产安全压力大，崩落法开采贫损率高；充填法成本高、扩能受限，因此地下开采不是本矿最合适的采矿方法。
- 5) 随着高品位的矿石快速消耗，井下出矿品位逐年下降成为必然，维持现有 6500t/d 的采选产能，经济效益将越来越差，将陷入生产的困境。实现井下 10000t/d 开采需实施井下改造工程，其投资大于露采。
- 6) 废石综合利用与畅销，可只设临时废石堆场，消除固废堆存之忧。萤石价格上涨且处在高位，CaF<sub>2</sub> 回收率显著提高，低品位矿石综合利用价值得以显现。
- 7) 塌陷区周边地质灾害治理工程有序推进，为柿竹园矿露天开采基建剥离创造有利条件，因地制宜实施转露采，实现地灾治理项目效益最大化。
- 8) 现有上山公路、野鸡尾斜坡道可通至山顶，四通一平已基本完成。

### 1.2.2. 开采安排与产量规划

按 330 万 t/a 生产能力，露天开采最终境界内矿石量服务周期长达 35 年，境界内平均剥采比 2.26t/t。为了减少矿山基建及生产前期剥采比，降低投资，提高该资源开发的经济效益，设计采用分期开采。一期境界内矿岩总量为 9453.0×10<sup>4</sup>t，其中废石量 5695.5×10<sup>4</sup>t，矿石量 3757.5×10<sup>4</sup>t，平均地质品位 WO<sub>3</sub> 0.266%，Mo 0.073%，Bi 0.033%，CaF<sub>2</sub> 21.448%。境界平均剥采比 1.52t/t。二期境界内矿岩总量为 20333.8×10<sup>4</sup>t，其中废石量 12768.7×10<sup>4</sup>t，矿石量 7565.1×10<sup>4</sup>t，平均地质品位 WO<sub>3</sub> 0.308%，Mo 0.055%，Bi 0.115%，CaF<sub>2</sub> 21.477%。境界平均剥采比 1.69t/t。

图 5：一期、二期境界与最终境界关系示意图

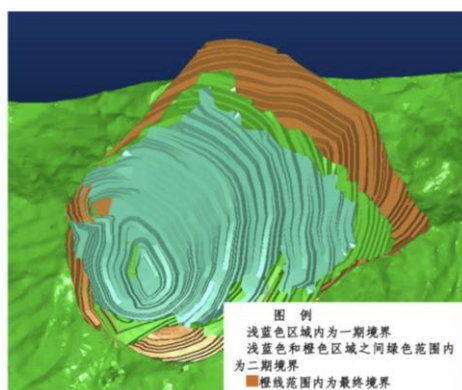
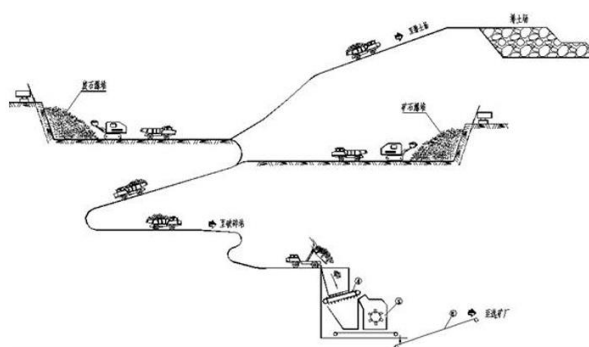


图 6：剥采工艺流程图



资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响报告书》，天风证券研究所

资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响报告书》，天风证券研究所

本项目的建设期 4 年，其中 1.5 年为项目准备期，采用地下开采，开采规模为 6500t/d，项目准备期后，进入项目基建期，基建期间地下采矿停止作业，为了保证柿竹园多金属矿地下转露天开采持续生产，在露天系统基建期间，基建副产矿石利用现有溜矿系统及地下运输系统保持生产。生产规模跟现有生产规模一致（6500t/d）。

图 7：矿山生产进度计划表

项目	单位	基建期			生产期												
		-2	-1	1	2	3	4	5	6-10	11-15	16-20	21-25	26-30	31-32	33	34	
矿石量	万 t	214.5	214.5	264	330	330	330	330	1650	1650	1650	1650	1650	660	240	189.9	
W <sub>o3</sub>	%	0.217	0.243	0.252	0.268	0.285	0.286	0.286	0.301	0.308	0.309	0.280	0.273	0.273	0.319	0.319	
Sn	%	0.066	0.062	0.061	0.062	0.064	0.063	0.063	0.068	0.079	0.088	0.114	0.119	0.121	0.078	0.072	
Mo	%	0.034	0.035	0.037	0.037	0.038	0.038	0.039	0.046	0.058	0.067	0.063	0.063	0.063	0.062	0.062	
CaF <sub>2</sub>	%	20.21	20.42	20.76	20.79	20.81	20.81	20.81	20.78	20.75	20.78	19.95	19.95	19.95	20.31	20.27	
Bi	%	0.111	0.112	0.119	0.124	0.127	0.128	0.128	0.122	0.115	0.114	0.094	0.094	0.094	0.070	0.070	
废石量	万 t	848	848	700	890	890	890	890	4070	3500	3500	4450	3030	780	220	110	
矿岩总量	万 t	1062.5	1062.5	964	1220	1220	1220	1220	5750	5150	5150	6100	4680	1440	460	299.9	
剥采比	t/t			2.65	2.70	2.70	2.70	2.70	2.47	2.12	2.12	2.70	1.84	1.18	0.92	0.58	

资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响报告书》，天风证券研究所

技改完成后，由于入选矿石量由 214.5 万吨提升至 330 万吨，大部分金属品种的入选品位与精矿产量都有 60%以上提升。其中，三氧化钨入选品位由 0.28%提升至 0.3%，铋入选品位由 0.10%提升至 0.12%，萤石入选品位由 19.03%提升至 20.67%。最终，钨精矿（40%）年产量由 10224 吨提升至 16703 吨，提升 63.4%；钼精矿（45%）年产量由 1690 吨提升至 2784 吨，提升 64.7%；铋精矿（30%）年产量由 4533 吨提升至 8254 吨，提升 82.1%；高品位萤石精矿年产量由 204047 吨提升至 340986 吨，提升 67.1%；低品位萤石精矿年产量由 104640 吨提升至 174865 吨，提升 67.1%。

图 8：现有工程产品方案表

产品名称	精矿品位	年产量 (t)
钨精矿	40%	10224
钼精矿	45%	1690
铋精矿	30%	4533
磁铁矿	53%	68045.98
硫精矿	34%	28564
高品位萤石精矿	90	106557
低品位萤石精矿	78	104640

资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响报告书》，天风证券研究所

图 9：技改后产品方案表

序号	产品名称	品位 (%)	产量 (t/a)	精矿回收率 (%)	备注
1	钨精矿	40	16703	68	65%折含量 10278 t/a
2	钼精矿	45	2784	70	
3	铋精矿	30	8254	65	金属量 2470t/a
4	高品位萤石精矿	90	340986	45	
5	低品位萤石精矿	78	174865	20	
6	铁精矿	36	156010	22	
7	硫精矿	34	58808	36	

资料来源：《湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环境影响报告书》，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	968.61	760.63	2,225.81	2,853.84	3,894.43
应收票据及应收账款	1,228.50	2,856.10	1,306.14	1,884.84	1,379.87
预付账款	133.15	85.08	131.87	109.14	172.65
存货	2,809.87	2,925.41	2,578.60	2,622.63	3,028.82
其他	536.80	468.69	486.09	505.58	491.89
<b>流动资产合计</b>	<b>5,676.93</b>	<b>7,095.91</b>	<b>6,728.50</b>	<b>7,976.03</b>	<b>8,967.67</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,115.86	3,402.45	3,236.35	3,040.25	2,909.15
在建工程	174.80	275.40	275.40	275.40	275.40
无形资产	506.37	486.11	455.02	423.93	392.84
其他	344.12	419.56	381.28	392.25	378.59
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,141.15</b>	<b>4,583.52</b>	<b>4,348.06</b>	<b>4,131.84</b>	<b>3,956.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,818.09</b>	<b>11,679.43</b>	<b>11,076.57</b>	<b>12,107.87</b>	<b>12,923.67</b>
短期借款	455.92	790.23	500.00	600.00	700.00
应付票据及应付账款	589.30	909.68	439.32	867.49	773.57
其他	1,574.07	2,039.90	1,993.64	1,886.77	1,740.23
<b>流动负债合计</b>	<b>2,619.30</b>	<b>3,739.80</b>	<b>2,932.96</b>	<b>3,354.26</b>	<b>3,213.79</b>
长期借款	972.86	1,130.40	800.00	800.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	376.07	465.47	420.77	443.12	431.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,348.93</b>	<b>1,595.87</b>	<b>1,220.77</b>	<b>1,243.12</b>	<b>1,431.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,183.96</b>	<b>5,557.20</b>	<b>4,153.73</b>	<b>4,597.38</b>	<b>4,645.74</b>
少数股东权益	721.34	735.05	818.88	926.35	1,072.40
股本	1,073.86	1,075.53	1,397.03	1,397.03	1,397.03
资本公积	3,456.49	3,522.92	3,522.92	3,522.92	3,522.92
留存收益	495.32	890.05	1,288.55	1,770.45	2,389.63
其他	(112.89)	(101.31)	(104.55)	(106.25)	(104.04)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,634.12</b>	<b>6,122.24</b>	<b>6,922.83</b>	<b>7,510.49</b>	<b>8,277.93</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,818.09</b>	<b>11,679.43</b>	<b>11,076.57</b>	<b>12,107.87</b>	<b>12,923.67</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	638.58	660.64	458.45	599.51	740.18
折旧摊销	464.94	455.35	797.19	827.19	862.19
财务费用	115.66	35.57	55.93	43.97	49.98
投资损失	3.79	23.14	6.30	5.63	5.97
营运资金变动	(327.40)	556.50	815.25	(150.44)	(257.22)
其它	(7.30)	(965.13)	94.34	134.74	174.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>888.26</b>	<b>766.07</b>	<b>2,227.47</b>	<b>1,460.60</b>	<b>1,575.16</b>
资本支出	588.55	727.00	644.70	577.65	711.18
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,094.77)	(1,328.35)	(1,250.30)	(1,183.63)	(1,416.96)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(506.22)</b>	<b>(601.35)</b>	<b>(605.60)</b>	<b>(605.98)</b>	<b>(705.79)</b>
债权融资	(319.17)	(90.68)	(402.40)	(81.05)	318.56
股权融资	82.86	(60.14)	245.70	(145.54)	(147.33)
其他	(63.32)	(300.65)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(299.63)</b>	<b>(451.47)</b>	<b>(156.70)</b>	<b>(226.59)</b>	<b>171.23</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>82.41</b>	<b>(286.75)</b>	<b>1,465.17</b>	<b>628.03</b>	<b>1,040.59</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>12,093.58</b>	<b>13,079.97</b>	<b>12,486.73</b>	<b>14,359.42</b>	<b>16,789.95</b>
营业成本	9,750.17	10,786.86	10,351.88	11,702.76	13,563.49
营业税金及附加	76.35	82.01	62.43	86.16	100.74
销售费用	375.75	381.43	364.13	418.74	489.62
管理费用	568.65	628.26	549.42	717.97	839.50
研发费用	412.08	415.00	410.83	472.44	575.90
财务费用	114.09	34.20	55.93	43.97	49.98
资产/信用减值损失	(114.33)	(87.97)	(101.15)	(115.80)	(137.18)
公允价值变动收益	0.00	(2.81)	(2.11)	1.05	(0.53)
投资净收益	(3.79)	(26.17)	(6.30)	(5.63)	(5.97)
其他	182.19	160.60	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>732.41</b>	<b>708.54</b>	<b>582.55</b>	<b>797.00</b>	<b>1,027.05</b>
营业外收入	3.52	33.96	18.74	26.35	22.55
营业外支出	10.89	9.41	10.15	9.78	9.97
<b>利润总额</b>	<b>725.04</b>	<b>733.10</b>	<b>591.14</b>	<b>813.57</b>	<b>1,039.63</b>
所得税	86.46	72.46	36.24	80.38	124.86
<b>净利润</b>	<b>638.58</b>	<b>660.64</b>	<b>554.90</b>	<b>733.19</b>	<b>914.77</b>
少数股东损益	110.99	126.09	96.45	133.69	174.59
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>527.58</b>	<b>534.55</b>	<b>458.45</b>	<b>599.51</b>	<b>740.18</b>
每股收益(元)	0.38	0.38	0.33	0.43	0.53

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.92%	8.16%	-4.54%	15.00%	16.93%
营业利润	121.75%	-3.26%	-17.78%	36.81%	28.86%
归属于母公司净利润	138.60%	1.32%	-14.24%	30.77%	23.46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.38%	17.53%	17.10%	18.50%	19.22%
净利率	4.36%	4.09%	3.67%	4.17%	4.41%
ROE	10.74%	9.92%	7.51%	9.11%	10.27%
ROIC	11.40%	9.69%	8.02%	11.66%	14.78%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.61%	47.58%	37.50%	37.97%	35.95%
净负债率	28.73%	28.92%	-0.60%	-9.41%	-16.65%
流动比率	2.00	1.79	2.29	2.38	2.79
速动比率	1.01	1.05	1.41	1.60	1.85
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.89	6.40	6.00	9.00	10.29
存货周转率	4.53	4.56	4.54	5.52	5.94
总资产周转率	1.27	1.22	1.10	1.24	1.34
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	0.38	0.33	0.43	0.53
每股经营现金流	0.64	0.55	1.59	1.05	1.13
每股净资产	3.52	3.86	4.37	4.71	5.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.71	24.39	28.44	21.75	17.61
市净率	2.65	2.42	2.14	1.98	1.81
EV/EBITDA	10.21	11.32	8.26	6.86	5.64
EV/EBIT	13.49	15.43	16.22	12.26	9.30

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com