

焕然一新，打造央企资源平台

——株冶集团深度报告

股票投资评级：买入|首次覆盖

姓名：李帅华（分析师）
SAC登记编号：S1340522060001
邮箱：lishuaihua@cnpsec.com
姓名：张亚桐（研究助理）
SAC登记编号：S1340122080030
邮箱：zhangyatong@cnpsec.com

2024年2月6日

- **收购水口山有限和株冶有色：**2022年4月，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买水口山集团持有的水口山有限100.00%的股权，交易作价为33.2亿元；同时，购买湘投金冶持有的株冶有色20.83%的股权，对应交易作价为5.81亿元。
- **实现锌原料自供，成功向资源矿企转型：**《水口山铅锌矿开发利用方案》的设计规模为80万吨/年，目前康家湾矿段正在进行70万吨/年技改工作，原预计2023年底完成，待达产后，公司锌精矿/黄金/白银有望达到2.2万余吨/1.8吨/326吨。实现了上市公司原材料自供，提升毛利率水平。
- **2023年业绩：**预计2023年年度实现归母净利润为6亿元到7.2亿元，同比预计增长约967.41%到1180.89%，重述后同比预计增长约22.95%到47.54%。
- **投资建议：**预计公司2023/2024/2025年实现营业收入201.18/219.36/235.06亿元，分别同比增长28.33%/9.03%/7.16%；归母净利润分别为6.67/9.18/11.66亿元，分别同比增长1087.47%/37.47%/27.10%，对应EPS分别为0.62/0.86/1.09元。以2024年2月6日收盘价9.27元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为14.90/10.84/8.53倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，政策不确定性；项目进度不及预期等。



目录

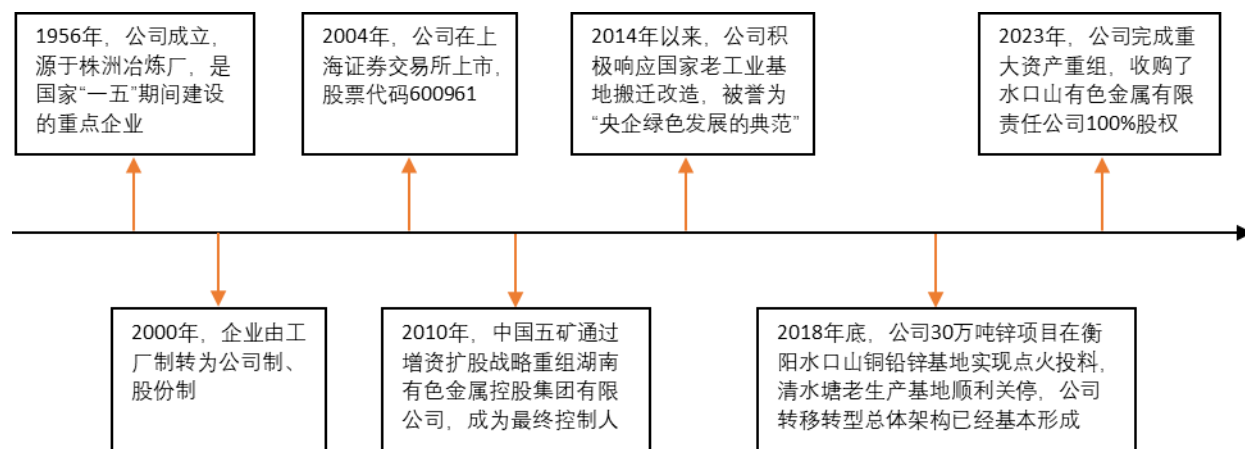
- 一 国内领先铅锌厂商，收购水口山向上游延伸
- 二 收购完成，开辟公司发展新格局
- 三 美联储降息在即，金属上行压力有所释放
- 四 投资建议：公司估值低，增速可期

—

国内领先铅锌厂商，收购水口山向上游延伸

- 株洲冶炼集团股份有限公司源于1956年始建的株洲冶炼厂，是国家“一五”期间建设的重点企业。2000年开始，企业由工厂制转为公司制、股份制。2004年公司在上海证券交易所上市，股票代码600961。2010年中国五矿通过增资扩股战略重组湖南有色金属控股集团有限公司，成为株冶最终控制人。2018年底，公司30万吨锌项目在衡阳水口山铜铅锌基地实现点火投料，清水塘老生产基地顺利关停，公司转移转型总体架构已经基本形成。2023年，公司完成重大资产重组，收购了水口山有色金属有限责任公司100%股权。
- 公司主要生产锌及其合金，综合回收银、铟等稀贵金属和硫酸；截至2023年6月30日，公司已形成30万吨锌冶炼产能、38万吨锌基合金深加工产能，锌产品总产能68万吨，综合回收硫酸60万吨、铟60吨。锌产能位居全国首位，火炬牌锌合金的市场占有率处于第一梯队，与宝武、首钢等核心客户建立了战略合作伙伴关系。2022年，锌铝镁合金的市场占有率从5%提升到25%。

图表1：公司发展历程

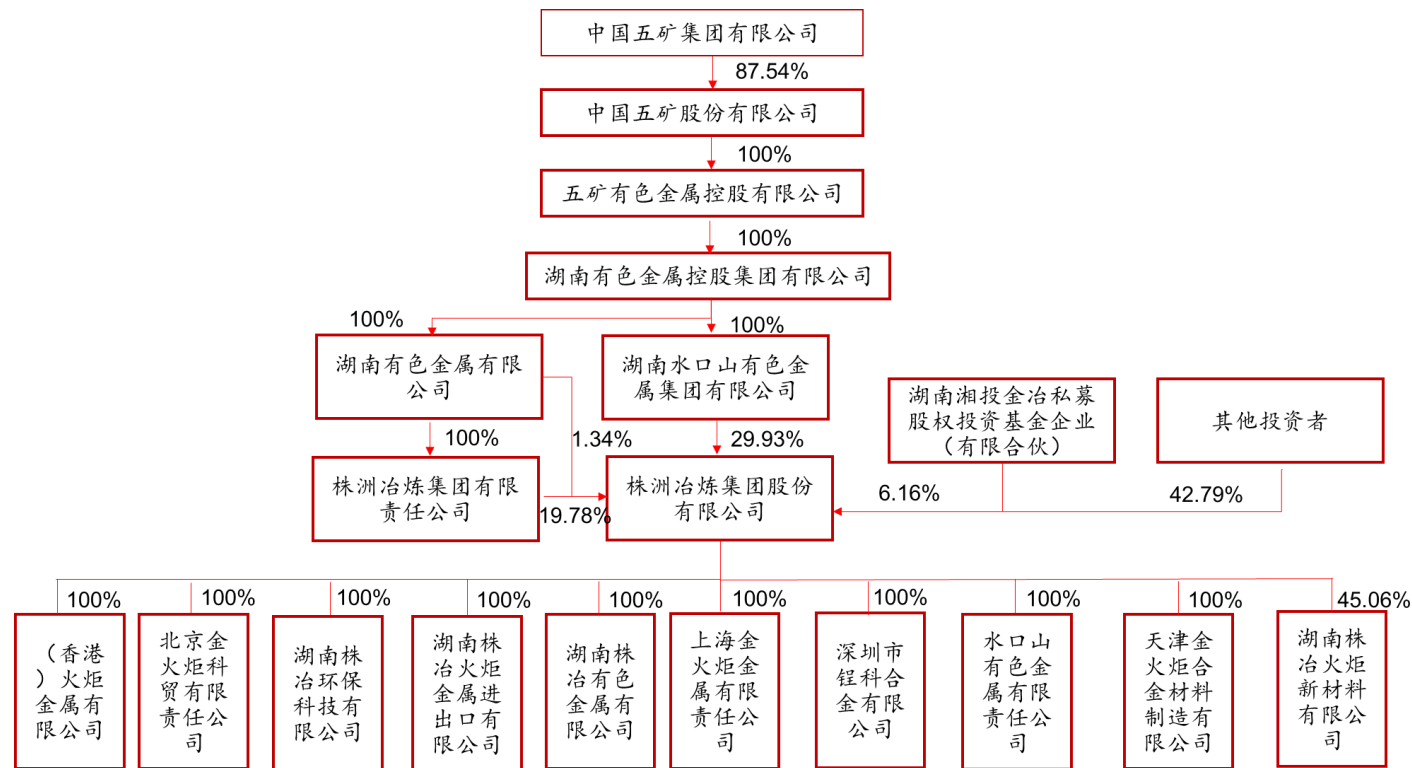


资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

股权：背靠五矿集团，发挥协同作用

- 控股股东变更为水口山有限，实控人不变。公司控股股东由株洲冶炼集团有限责任公司变更为湖南水口山有色金属集团有限公司（湖南水口山），截至2023年9月30日，湖南水口山持有公司29.93%的股权，实际控制人仍为中国五矿集团有限公司，后者是国资委直接管理的企业，黑色金属、有色金属、矿产品及非金属矿产品的投资、销售等。

图表2：公司股权结构



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

控股股东矿产业务丰富

■ 中国五矿在金属矿产领域，金属矿产资源储量丰富，可与公司发挥协同作用。在亚洲、大洋洲、南美和非洲等地共拥有境内外矿山38座，其中海外矿山15座。中国五矿所属秘鲁拉斯邦巴斯铜矿、澳大利亚杜加尔河锌矿、巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿及柿竹园等世界级在产矿山运营稳定。公司经营的金属品种覆盖我国战略性矿种目录的70%以上，钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列，铜、锌、铅、锑等资源量位列全球第一梯队。

图表3：五矿旗下矿山梳理

股票代码	子公司	矿山	资源储量	产量	备注
未上市	闪星锑业	锡矿山	30万吨锑金属量	2-3万吨精锑	找矿有进展，储量应有增加
未上市	五矿盐湖 (51%)	一里坪盐湖锂矿	折合30~40万吨 (LCE)	产能1万吨碳酸锂	已投产
未上市	五矿矿业	陈台沟铁矿	1247亿吨铁矿石，矿石平均品位占全铁的34.4%，磁性铁的27.27%	预计生产规模1100万吨/年、铁精矿产量470万吨/年	2023年6月开始建设
未上市	五矿石墨	云山石墨矿	石墨矿石10.26亿吨	年产600万吨石墨矿石，20万吨精粉石墨、5万吨球形石墨	23年底建成投产
600961.SH	株冶集团	水口山铅锌矿	保有的矿石量1,597.80万吨，含铅金属量45.07万吨、含锌金属量50.09万吨、金金属量41,868千克、银金属量1,333吨	年产铅产品10万吨，金年产量约为1吨、白银年产量约为250吨	
000657.SZ	中钨高新	柿竹园	钨资源120万吨	年产2.5万吨金属钨	
待注入	中钨托管	江西修水香炉山钨业			
待注入	中钨托管	衡阳远景钨业			
待注入	中钨托管	湖南有色新田岭钨业			
待注入	中钨托管	湖南瑶岗仙矿业			
600058.SH	五矿发展	邯邢矿业	保有资源储量近8亿吨，铁矿平均品位达37%		
600059.SH	五矿发展	鲁中矿业			

资料来源：公司公告，政府官网，新浪财经，澎湃，人民网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

市值管理纳入央企负责人考核

- 国资委逐步完善央企考核评价体系。自2019年国资委印发《中央企业混合所有制改革操作指引》通知后，就在不断加强经营指标引领，从最初的“两利一率”到2020年的“两利三率”，再到2021年的“两利四率”和2022年的“两增一控三提高”，最后到2023年的“一增一稳四提升和一利五率”，央企考核绩效评价体系变得越来越完善。
- 市值管理纳入央企负责人考核。1月24日，国务院国有资产监督管理委员会相关负责人在国新办新闻发布会上表示，国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，此举意在引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好回报投资者。

图表4：2019年起央企考核变迁

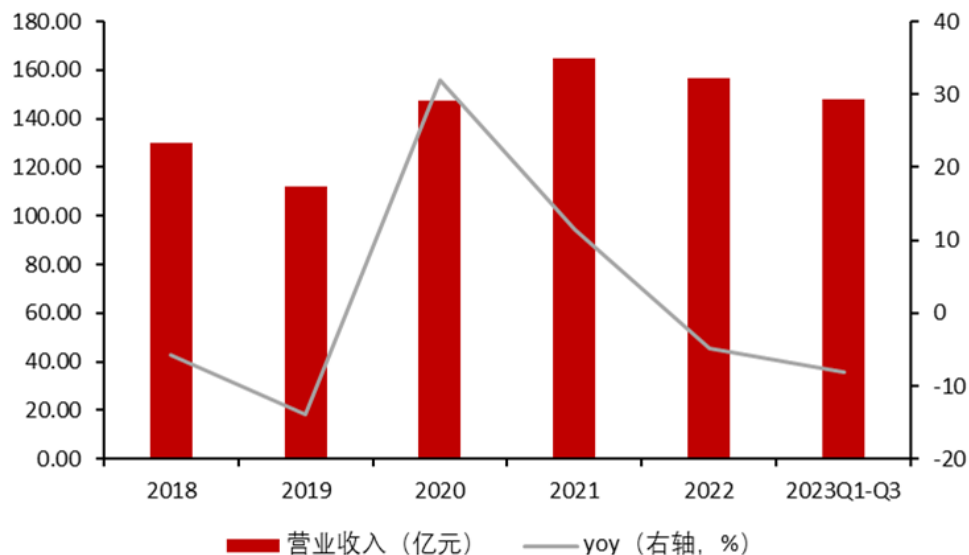


资料来源：每日经济新闻，中邮证券研究所

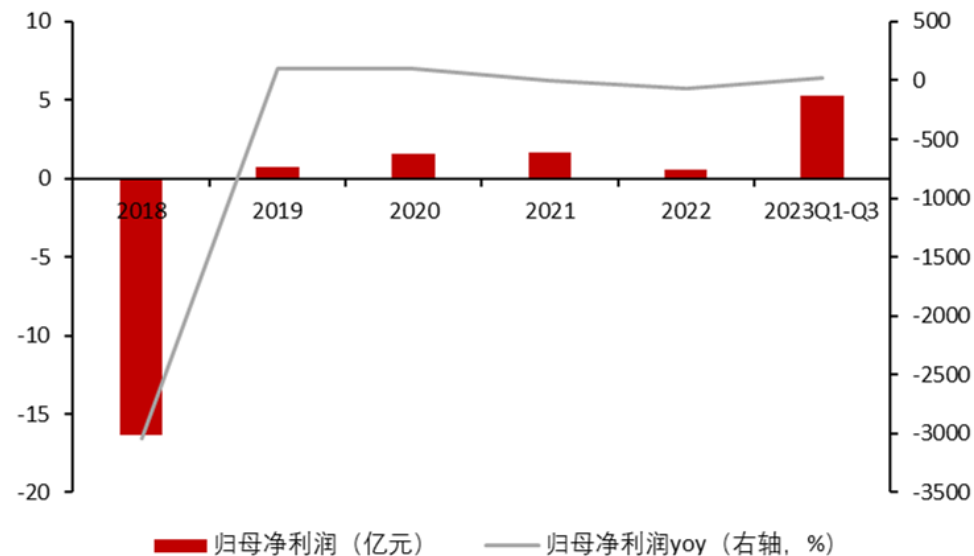
23年金属价格承压，收入略有下滑

- 2022年，全年营收为156.77亿元，同比下降4.82%；归母净利润为0.56亿元，同比下降65.71%。
- 23年金属价格承压，收入略有下滑。2023年Q1-Q3，公司营业收入为148.06亿元，同比减少8.02%，归母净利润为5.31亿元，同比增加25.43%。营收下降主要系供强需弱格局下，于2023年一月初冲高后锌价等金属价格呈震荡下跌趋势，对业绩有所拖累。

图表5：营收及同比（亿元）



图表6：归母净利润及同比（亿元）



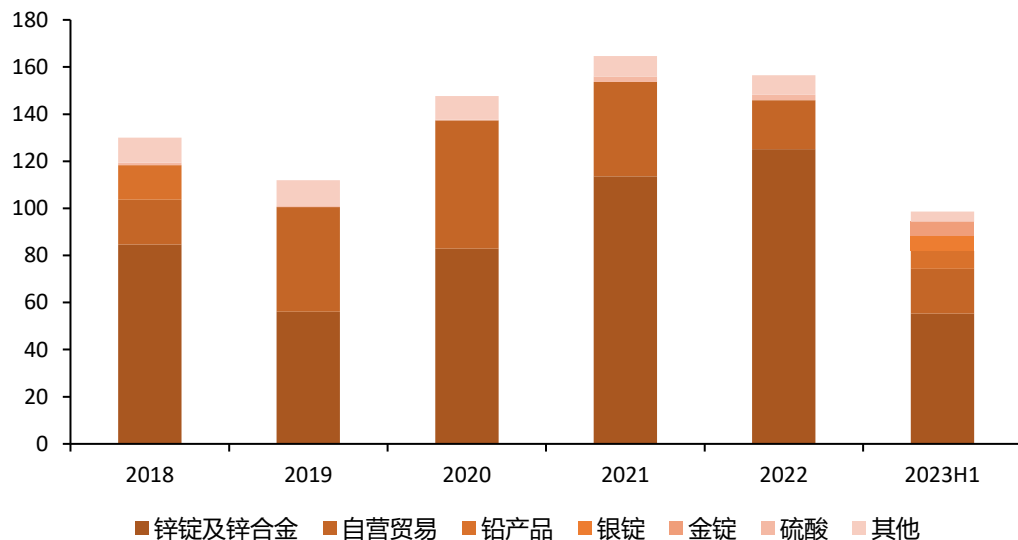
资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

锌产品贡献主要利润

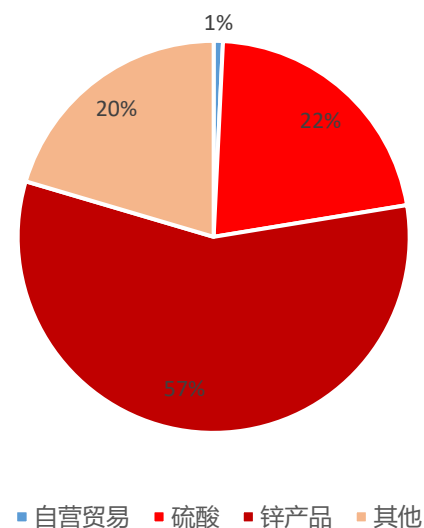
- **锌产品为营收的主要来源。**2022年，公司锌产品营业收入为125.08亿元，较上年同期增长10.17%，占比总营收近80%。此外，公司硫酸收入2.34亿元，自营贸易收入20.86亿元，其他收入为7.68亿元。
- **整体毛利同比减少。**2022年公司实现毛利6.56亿元，较去年减少1.16亿元，同比下降15%。其中，锌产品毛利润为3.75亿元，贡献毛利的约57%；硫酸实现毛利润约为1.42亿元；自营贸易实现毛利润约为0.05亿元；其他业务贡献毛利润约为1.34亿元。

图表7：营收构成（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：2022年毛利润构成占比（%）

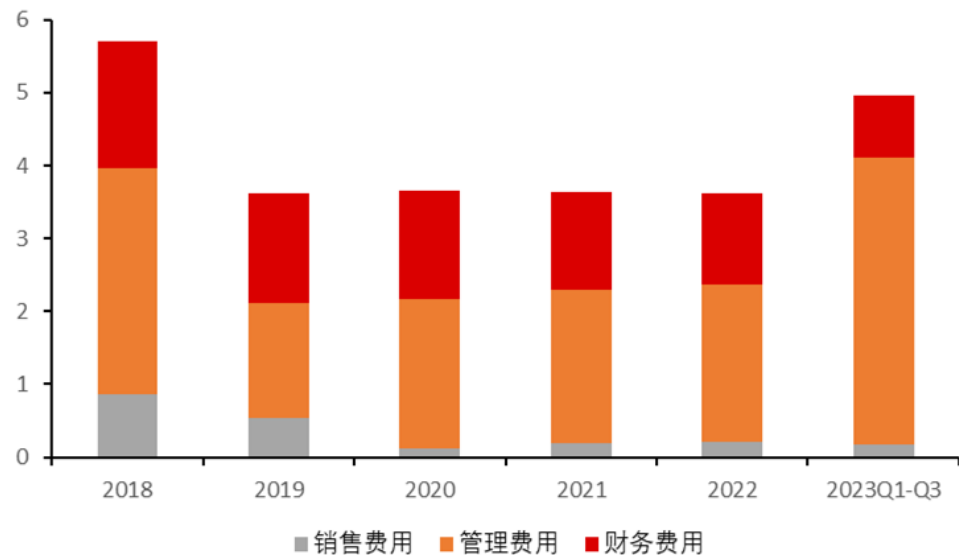


资料来源：iFind，中邮证券研究所

整体费率略有增长

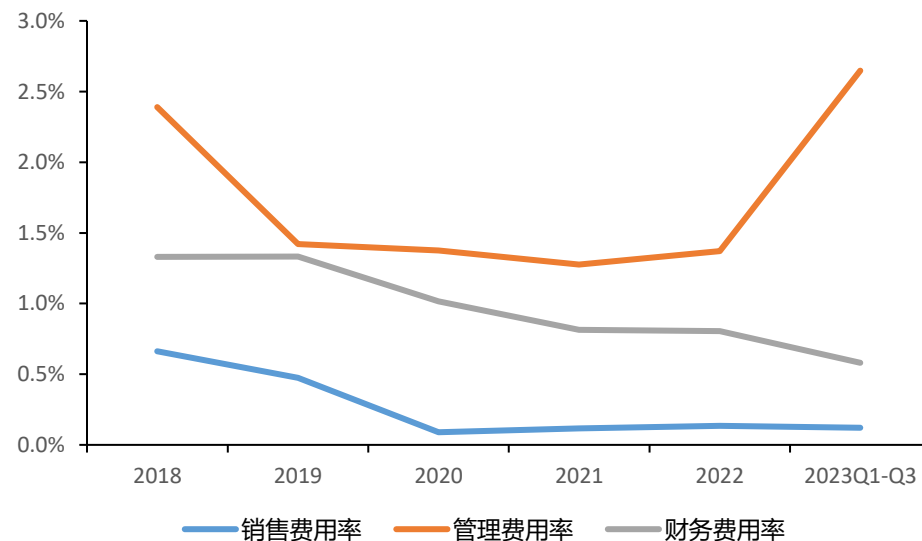
- 销售费用率和财务费用率呈下降趋势，管理费用率有所上升。2022年，销售费用为0.21亿元，同比增加13.14%，主要系加大新合金产品市场拓展力度导致营销费用增加；管理费用为2.15亿元，同比增加2.59%；主要是2022年部分设备进入大修周期，维修费用略有增加。财务费用为1.26亿元，同比下降6.06%。
- 2023年Q1-Q3，销售费用为0.18亿元，管理费用为3.92亿元，财务费用为0.86亿元，管理费用大幅上涨主要是因为2023年完成了水口山的收购，合并致使费用增加。

图表9：三费情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：三费费用率（%）

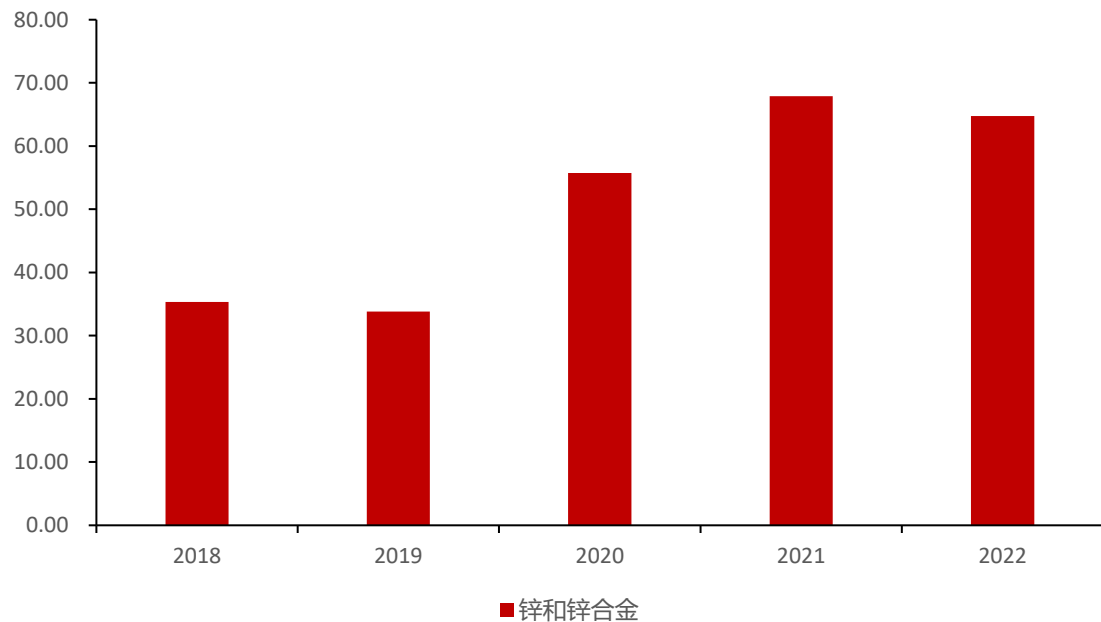


资料来源：iFind，中邮证券研究所

23年上半年实现生产计划，生产经营稳定

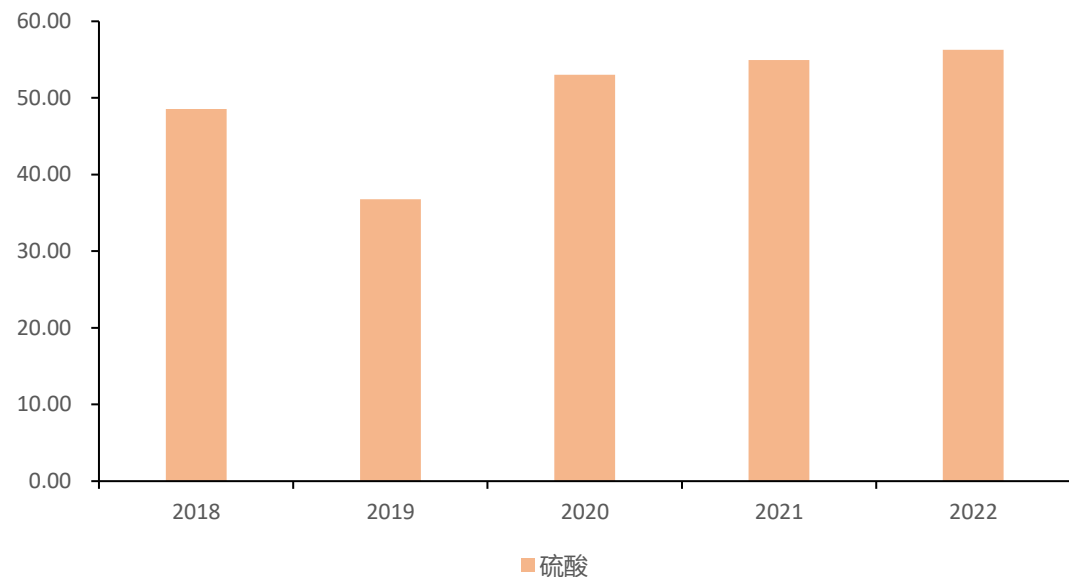
- 2023年上半年，主要产品产量：锌及锌合金32万吨，铅及铅合金5万吨，黄金1.45吨，白银145吨，完成生产经营计划。
- 2022年，锌及锌合金产量为64.75万吨，同比下降4.6%；硫酸为56.26万吨，同比增长2.4%。

图表11：锌产品产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表12：硫酸产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

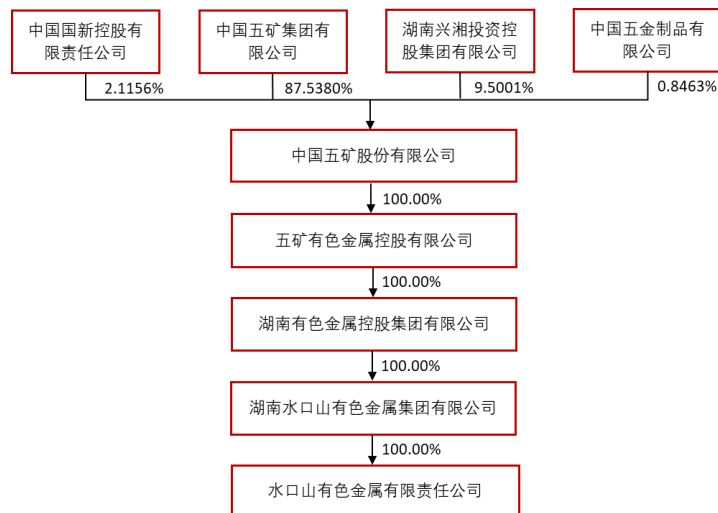
二

收购完成，开辟公司发展新格局

收购水口山有限和株冶有色，迈出转型第一步

- 2022年4月，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买水口山集团持有的水口山有限100.00%的股权，交易作价为33.2亿元，其中现金支付比例为交易作价的15.00%、股份支付比例为交易作价的85.00%。同时，公司拟通过发行股份方式购买湘投金冶持有的株冶有色20.83%的股权，对应交易作价为5.81亿元。
- 2023年2月，标的资产水口山有色金属有限责任公司100.00%股权以及株冶有色20.8333%股权的过户手续及相关工商变更备案登记已完成。均成为株冶集团的全资子公司。

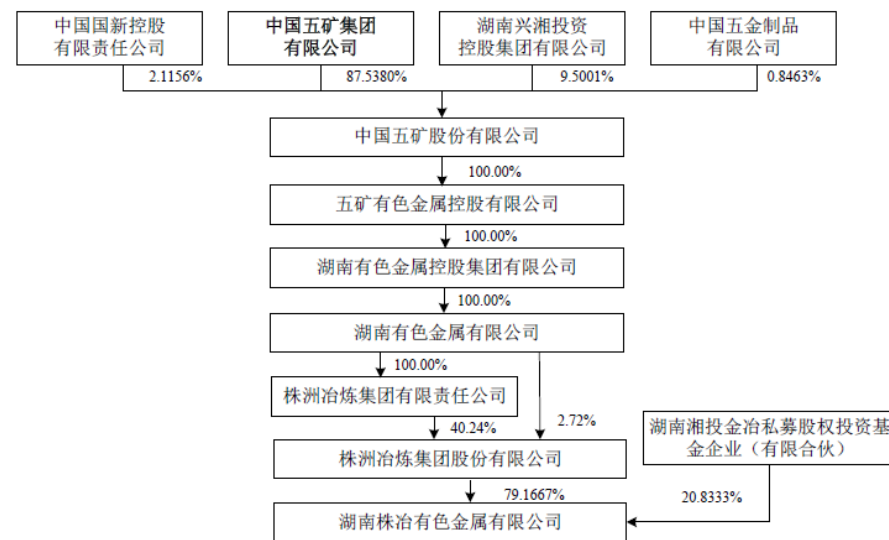
图表13：收购前，水口山有限股权结构



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14：收购前，株冶有色股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

水口山有限：同一控制下收购，实现原料自供

- 水口山有限前身为水口山矿务局，于2001年整体改制为水口山有限。主要从事铅锌等矿石的采选、铅冶炼、铅加工及销售，主要生产铅合金、铅锭、黄金、白银和锌精矿等产品。
- 截至2024年1月底，水口山有限及其下属子公司已取得2项采矿权，分别是水口山铅锌矿采矿权和柏坊铜矿采矿权；以及3项探矿权，并均已取得相应的采矿权证或探矿权证。
- 截至2022年8月底，水口山有限实现净利润约3亿元，预计全年净利润达4.5亿元左右，赋能上市公司盈利。

图表15：水口山有限财务简表（单位：万元）

资产负债表项目	2022年8月31日	2021年12月31日	2020年12月30日
流动资产	125732.73	151208.52	189508.83
非流动资产	199158.76	193761.93	139131.32
资产总额	324891.49	344970.46	328640.16
流动负债	110007.94	161713.32	211469.16
非流动负债	61237.42	60269.53	32610.16
负债总额	171245.36	221982.85	244079.32
所有者权益	153646.13	122987.60	84560.84
利润表项目	2022年1-8月	2021年度	2020年度
营业收入	361285.78	507332.35	457653.36
营业成本	299862.48	422317.44	378614.52
净利润	30332.07	39864.73	42753.20
归属于母公司净利润	30347.22	40200.89	42758.90

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表16：采矿权情况

采矿权人	水口山有限	水口山有限
矿山名称	水口山铅锌矿	柏坊铜矿
权利证号	C4300002011103220119431	C4300002010123120101204
开采矿种	铅矿、锌、金、硫、银、铜矿	铜矿
发证部门	湖南省自然资源厅	湖南省自然资源厅
开采方式	露天/地下开采	地下开采
证载生产规模 (万吨/年)	80	6
矿区面积 (平方公里)	32.6069	10.6462
有效期	2021.02.13-2029.02.13	2019.04.15-2023.05.15

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

水口山铅锌矿：资源禀赋较好，改扩建工作顺利推进

- 水口山矿务局水口山铅锌矿，开采矿种为铅、锌、金、硫矿，开采方式为地下开采，生产规模为矿区面积为32.61平方公里，有效期至2029年2月13日。
- 水口山铅锌矿开发历史悠久，属于资源储量较丰富的矿山。根据湖南省自然资源厅备案的《水口山铅锌矿资源储量核实报告》，截至2021年8月底，水口山铅锌矿采矿权保有的矿石量1,597.80万吨，含铅金属量45.07万吨、锌金属量50.09万吨、金金属量41,868千克、银金属量1,333吨，其矿山整体价值排名已跻身湖南省前列。
 - 其中，水口山铅锌矿康家湾矿段铅锌品位在7%左右，属于国内资源禀赋较好的矿山，并且康家湾矿区矿伴生金银品位较高，含金品位在3g/t以上，含银品位在100g/t以上。
- 水口山产能由65万吨预计将提升至80万吨。《水口山铅锌矿开发利用方案》的设计规模为80万吨/年，其中，康家湾矿段70万吨/年、老鸦巢矿段10万吨/年。水口山有限现阶段产能为65万吨，目前康家湾矿段正在进行70万吨/年技改工作，已2023年底完成。

图表17：水口山铅锌矿资源量情况

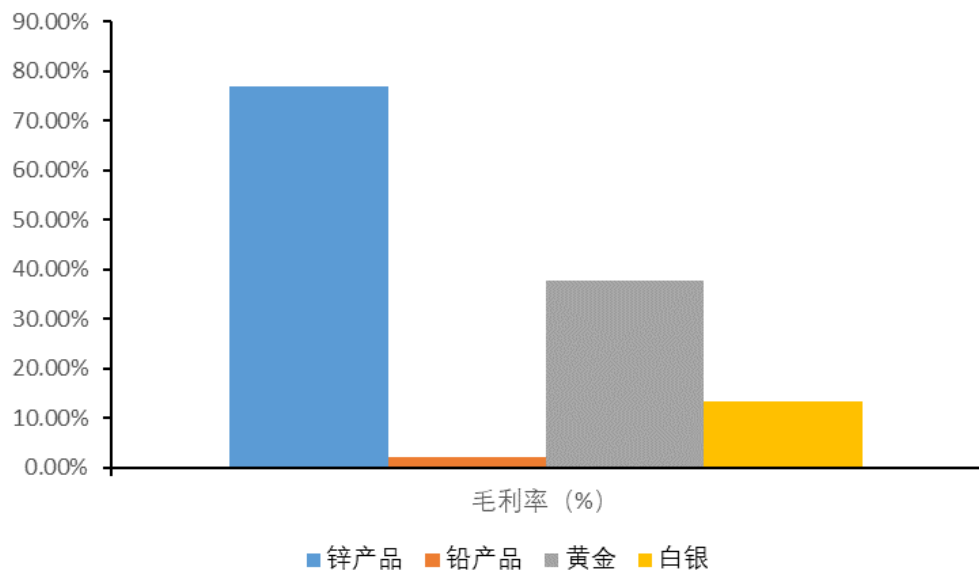
项目	保有资源						
	量矿石量 (万吨)	铅品位	锌品位	金品位 (g/t)	银品位 (g/t)	铜品位	
康家湾矿	1,280.80	3.43%	3.47%	3.1	103.17	-	
铅锌矿	老鸦巢	69.2	0.13%	0.39%	3.05	17.96	0.05%
	鸭公塘	247.8	0.43%	2.17%	-	-	0.38%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

水口山铅锌矿：改扩建持续推进，原料自供提升利润水平

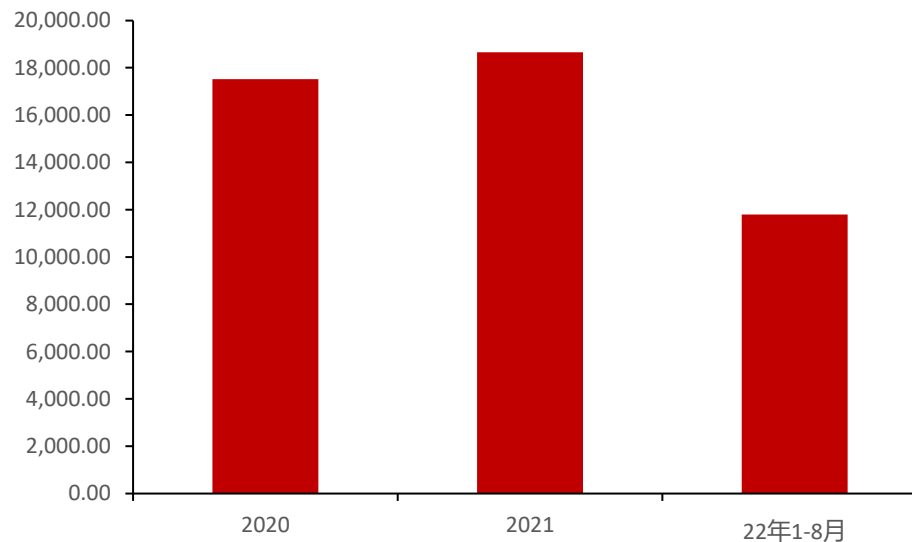
- **成本：**水口山有限锌精矿成本较稳定，2022年1-8月，锌精矿单位成本为4009.23元/吨，在业内属于较低水平，产品毛利率近70%；铅精矿单位成本为4815.59元/吨，自供率达22.81%。
- **产量：**2022年1-8月，锌精矿/黄金/白银产量分别为1.18万吨/1吨/177吨，预计全年产量将分别达到1.8万吨/1.5吨/265吨左右，待改扩建工作完工投产，公司锌精矿/黄金/白银有望达到2.2万余吨/1.8吨/326吨。实现了上市公司原材料自供，提升毛利率水平。

图表18：2022年1-8月，主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所
注：铅产品原料大部分来源于外购铅原料

图表19：2022年1-8月，锌精矿含锌产量（吨）

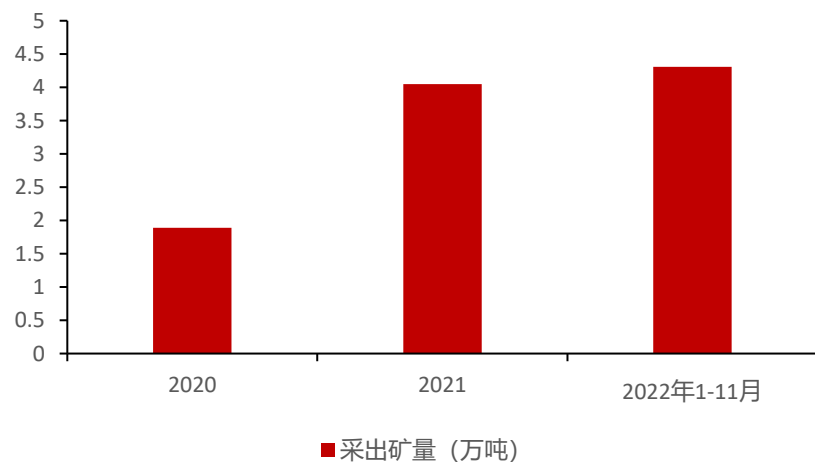


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

柏坊铜矿勘探前景佳，潜在资源充分

- 柏坊铜矿开采的主矿种为铜矿，开采方式为地下开采，采矿方法为充填法。截至2022年11月30日，柏坊铜矿保有资源量矿石量30.12万吨，铜金属量4,679吨，银金属量4.77吨。2021年，柏坊铜矿采出矿量为4.05万吨；对应产能利用率为67.50%（已年化处理）。
- 目前矿山在产，暂无关停计划。目前，水口山有限正在对柏坊铜矿采矿权范围内资源量加大勘探、找矿力度，已启动了柏坊铜矿边深部勘查二期项目，并在柚子塘矿区多个坑内钻孔探获到铜矿资源储量。因此，柏坊铜矿目前仍有极大的可能性探获资源储量，进一步通过经济开采实现国有资产保值增值。
- 水口山有限的控股子公司铅都盟山拥有三宗探矿权，目前均处于普查阶段。根据湖南普查阶段性报告（2012年2月），湖南省常宁市水口山矿田新盟山金铅锌矿普查探矿权区内估算保有333矿石量207.61万吨，铅金属量2.9万吨，锌金属量1914.00吨。

图表20：柏坊铜矿近期产量（万吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表21：铅都盟山探矿权

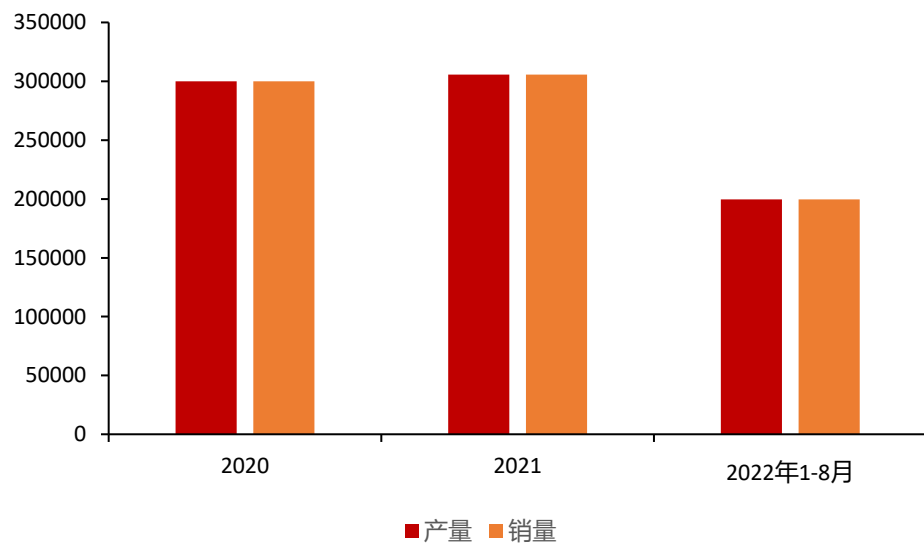
证载权利人	铅都盟山	铅都盟山	铅都盟山
勘查项目名称	湖南省常宁市蓬塘乡复兴林场矿区铅锌矿普查	湖南省常宁市水口山矿区岩子岭-马王塘矿段铅锌银铜矿普查	湖南省常宁市水口山矿田新盟山金铅锌矿普查
权利证号	T4300002009083010033211	T4300002009013010021731	T4300002009093010034096
发证部门	湖南省自然资源厅	湖南省自然资源厅	湖南省自然资源厅
有效期	2021.12.13-2026.12.13	2022.06.08-2027.06.08	2022.06.08-2027.06.08
资源情况	截止目前暂未探获到矿体	保有矿石资源量22.05万吨，铅金属量1,433.00吨、锌金属量10,716.00吨	保有333矿石量207.61万吨，铅金属量29,021.00吨，锌金属量1,914.00吨

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

株冶有色：铜铅锌产业基地，一流的锌冶炼技术

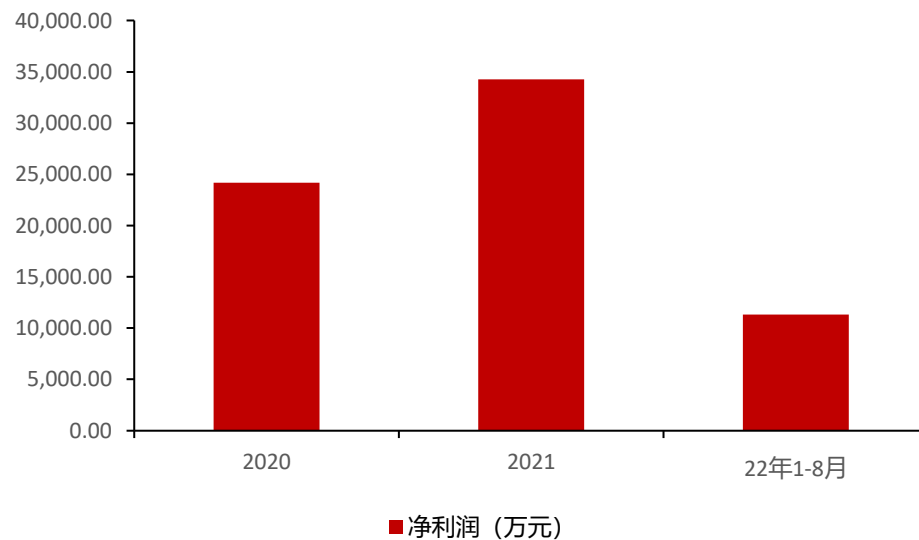
- 株冶有色主要从事锌锭、热镀锌合金等产品的生产与销售。株冶有色通过外购锌精矿，经过沸腾焙烧、湿法浸出、电解、熔铸等工艺步骤，生产出锌锭及不同型号规格的锌合金产品对外出售，满足下游客户的不同需求。此外，株冶有色副产品为硫酸，并综合回收锌精矿中铟、镉等金属产品。
- 2022年1-8月，株冶有色的锌产品产量为19.96万吨，预计2023年全年产量将实现30万吨左右。2022年1-8月，株冶有色实现净利润1.1亿元。

图表22：株冶有色产销量（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表23：净利润（万元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

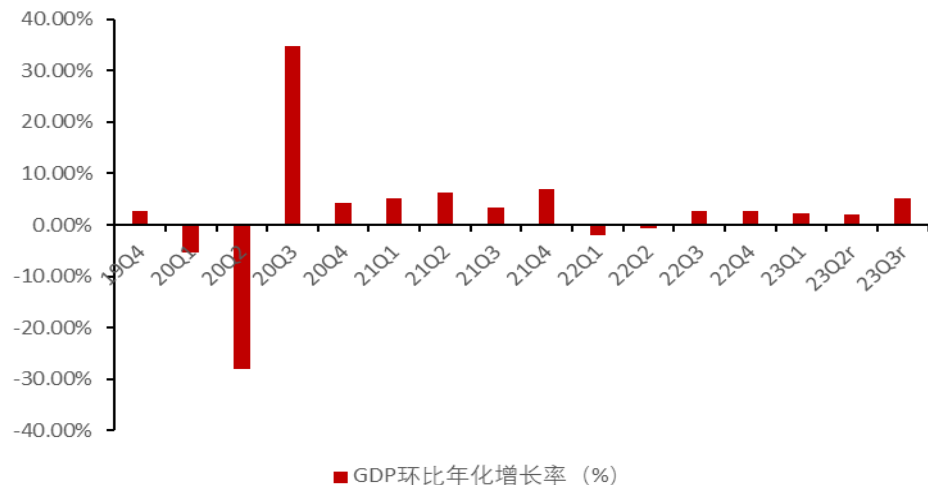
三

美联储降息在即，金属上行压力有所释放

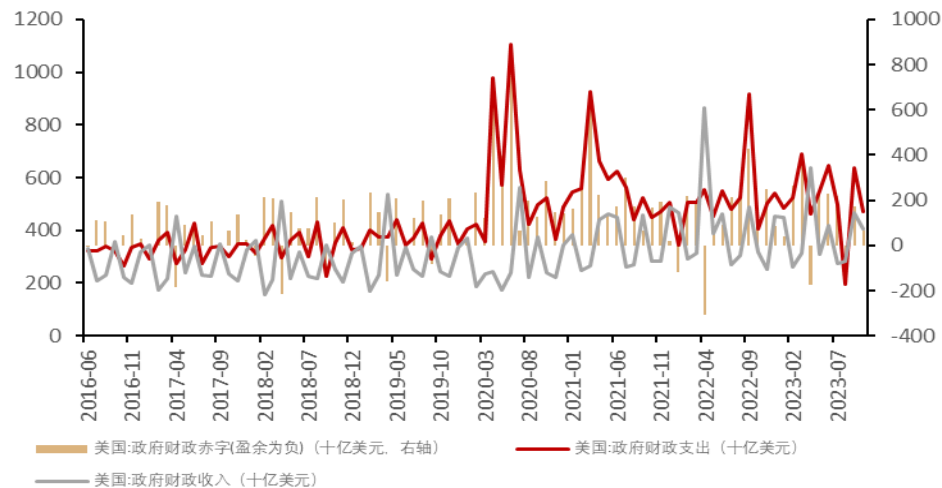
美国经济增速趋势放缓，有望“软着陆”

- **2023年三季度美国GDP增长超预期。**2023年11月29日，美国经济分析局公布美国2023年三季度实际GDP环比年化增长率上修至5.2%，超预期5.0%，前值2.1%。具体分项来看，美国私人消费贡献GDP增长2.44个百分点，私人投资贡献1.82个百分点，财政支出贡献0.94个百分点，以上为GDP增长的主要贡献点。
- 根据2023年9月美联储公布的经济预期显示，预计2023-2025年经济增速分别为2.1%、1.5%、1.8%。
- **财政政策或边际收敛。**截至2023年10月底，美国财政赤字高达约13404亿美元。然而高利率环境下，美国政府债务成本大幅提升，债务上限不断提高，债务上限谈判一度陷入僵局。对此，后续财政支出对美国经济增长的拉动或将减弱，韧性仍在。

图表24：GDP环比年化增长率（%）



图表25：美国财政收支（十亿美元）



资料来源：美国经济分析局，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

预计本轮加息周期已结束

- 多项经济数据放缓表明经济正步入低速增长阶段，强化了市场对美联储结束本轮加息的预期。同时，市场还预期最早将于今年5月开始降息，全年可能累计降息100bp。美联储停止加息或降息，将使黄金上行压力减少。
- 美联储政策转向阶段，市场倾向于提前定价金价。回溯历史，黄金在加息末期修复明显。2004-2006年，美联储连续17次加息至利率5.25%，后于2007年9月开启降息周期，黄金一度上涨至900美金/盎司附近。2015-2018年，美联储连续加息9次至利率2.5%；后于2019年7月开始降息前，黄金震荡上行至1400美金/盎司以上。
- 停止加息或降息，驱动黄金价格上行。持续不断的地缘冲突也进一步凸显了黄金的配置价值。

图表26：市场加（降）息预测

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.1%	3.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.1%	3.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.4%	57.4%	2.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	49.5%	27.9%	1.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.5%	39.0%	36.0%	11.1%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	30.1%	37.0%	19.8%	4.1%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	6.3%	24.1%	35.1%	24.6%	8.5%	1.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	3.8%	17.1%	30.8%	28.8%	14.9%	4.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	2.9%	14.0%	27.5%	29.2%	18.2%	6.7%	1.4%	0.1%	0.0%

资料来源：芝商所，中邮证券研究所

图表27：黄金价格vs联邦目标利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

四

投资建议：公司估值低，增速可期

■ 核心假设:

- **看好后市金属价格:** 2024年, 经济或将维持“弱复苏”态势, 结合库存较低水平支撑, 锌价预计将维持震荡。中长期来看, 需求回暖, 加之美联储将开启降息周期, 利好金属板块, 金属价格有望温和上涨。对此, 我们假设2023-2025年锌均价分别为2.16/2.22/2.29 万元/吨(不含税)。
 - 2023-2025年锌产量预计达64.5/66/67万吨, 其中, 锌精矿产量为1.8/2.2/2.2万吨; 硫酸副产品产量维持在56.1万吨左右。
- 预计公司2023/2024/2025年实现营业收入201.18/219.36/235.06亿元, 分别同比增长28.33%/9.03%/7.16%; 归母净利润分别为6.67/9.18/11.66亿元, 分别同比增长1087.47%/37.47%/27.10%, 对应EPS分别为0.62/0.86/1.09元。

图表28：收入预测

单位：亿元		2022	2023E	2024E	2025E
锌产品	营业收入	125.1	139.3	146.8	153.5
	营业成本	121.3	127.7	130.7	132.7
	毛利润	3.8	11.6	16.1	20.8
硫酸	营业收入	2.3	1.1	1.1	1.1
	营业成本	0.9	0.9	0.9	0.9
	毛利润	1.4	0.2	0.2	0.2
黄金	营业收入		6.4	7.4	8.3
	营业成本		4.0	4.6	5.2
	毛利润		2.4	2.8	3.1
白银	营业收入		14.4	17.5	18.0
	营业成本		11.9	14.5	14.9
	毛利润		2.4	3.0	3.1
其他	营业收入	8.5	15.0	16.5	18.2
	营业成本	7.2	12.7	13.9	15.3
	毛利润	1.3	2.3	2.6	2.8
贸易	营业收入	20.9	25.0	30.0	36.0
	营业成本	20.8	25.0	30.0	36.0
	毛利润	0.1	0.1	0.1	0.1
合计	营业收入	156.8	201.2	219.4	235.1
	营业成本	150.2	182.2	194.7	205.0
	毛利润	6.6	19.0	24.7	30.1

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 以2024年2月6日收盘价9.27元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为14.90/10.84/8.53倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- A股代表性的业务相关上市公司有驰宏锌锗、中金岭南、盛达资源等，以上可比公司的2024年PE均值为14.11倍。对比来看，株冶集团PE低于业内平均水平。

图表29：有色金属板块上市公司可比估值

证券代码	证券简称	2月6日收盘价（元）	2023E PE	2024E PE	2025E PE	2024E PB	2024E EPS
600497	驰宏锌锗	4.71	11.74	10.47	9.20	1.35	0.45
000060	中金岭南	4.03	12.55	9.98	7.68	0.91	0.40
000603	盛达资源	7.91	13.34	12.58	9.32	1.45	0.63
603132	金徽股份	9.98	28.54	23.41	9.54	2.65	0.43
行业均值			16.54	14.11	8.94	1.59	0.48
600961	株冶集团	9.27	14.90	10.84	8.53	2.17	0.86

数据来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司盈利预测来源于ifind一致预期，截止于2024年2月6日

风险提示

- 宏观经济不及预期
- 政策不确定性
- 项目进度不及预期等

财务报表和主要财务比率

图表30：财务报表

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	15,677.17	20,118.30	21,935.55	23,505.62	营业收入	-4.82%	28.33%	9.03%	7.16%
营业成本	15,021.19	18,218.84	19,465.43	20,496.00	营业利润	-56.20%	876.12%	40.43%	27.23%
税金及附加	36.19	44.26	48.26	52.56	归属于母公司净利润	-65.71%	1087.47%	37.47%	27.10%
销售费用	21.12	22.33	24.34	26.09	获利能力				
管理费用	215.26	269.68	291.10	311.94	毛利率	4.18%	9.44%	11.26%	12.80%
研发费用	70.25	88.32	97.23	101.11	净利率	0.36%	3.32%	4.18%	4.96%
财务费用	125.70	86.14	48.58	10.85	ROE	25.78%	18.25%	20.06%	20.31%
资产减值损失	-4.07	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.82%	14.79%	16.47%	17.03%
营业利润	141.66	1,382.81	1,941.94	2,470.69	偿债能力				
营业外收入	10.44	8.51	10.10	9.68	资产负债率	83.98%	51.10%	45.20%	39.23%
营业外支出	1.52	3.22	2.35	2.37	流动比率	0.64	1.30	1.85	2.38
利润总额	150.58	1,388.09	1,949.69	2,478.01	营运能力				
所得税	46.57	377.74	560.72	712.66	应收账款周转率	77.35	83.61	80.40	83.72
净利润	104.02	1,010.35	1,388.97	1,765.35	存货周转率	14.59	20.02	20.89	21.67
归母净利润	56.21	667.48	917.62	1,166.28	总资产周转率	2.78	2.68	2.13	1.97
每股收益(元)	0.05	0.62	0.86	1.09	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.05	0.62	0.86	1.09
货币资金	233.64	2,111.68	3,998.17	5,868.68	每股净资产	0.20	3.41	4.26	5.35
交易性金融资产	3.11	3.11	3.11	3.11	估值比率				
应收票据及应收账款	609.16	657.94	688.35	701.16	PE	176.93	14.90	10.84	8.53
预付款项	174.20	222.83	227.65	242.70	PB	45.62	2.72	2.17	1.73
存货	988.57	1,020.82	1,079.64	1,090.23	现金流量表				
流动资产合计	2,220.83	4,234.32	6,239.45	8,161.90	净利润	104.02	1,010.35	1,388.97	1,765.35
固定资产	2,878.91	2,767.24	2,203.07	2,106.40	折旧和摊销	189.33	116.31	68.81	101.31
在建工程	32.09	92.09	162.09	162.09	营运资本变动	157.75	59.35	-1.30	3.84
无形资产	140.68	136.03	131.39	126.75	其他	184.81	96.25	142.79	157.75
非流动资产合计	3,275.24	5,302.50	4,803.68	4,702.37	经营活动现金流净额	635.91	1,282.27	1,599.28	2,028.26
资产总计	5,496.06	9,536.82	11,043.13	12,864.27	资本开支	-101.86	-32.20	450.42	20.89
短期借款	1,432.98	1,432.98	1,432.98	1,432.98	其他	-122.62	-2,066.40	-72.40	-87.83
应付票据及应付账款	839.33	877.04	937.05	986.66	投资活动现金流净额	-224.48	-2,098.60	378.02	-66.94
其他流动负债	1,198.59	951.74	1,009.07	1,015.25	股权融资	0.00	2,759.60	0.00	0.00
流动负债合计	3,470.90	3,261.76	3,379.10	3,434.88	债务融资	-189.78	-113.02	0.00	0.00
其他	1,144.64	1,612.01	1,612.01	1,612.01	其他	-203.92	46.68	-90.81	-90.81
非流动负债合计	1,144.64	1,612.01	1,612.01	1,612.01	筹资活动现金流净额	-393.71	2,693.26	-90.81	-90.81
负债合计	4,615.54	4,873.77	4,991.11	5,046.89	现金及现金等价物净增加额	16.68	1,878.05	1,886.49	1,870.51
股本	527.46	1,072.87	1,072.87	1,072.87					
资本公积金	867.42	3,081.61	3,081.61	3,081.61					
未分配利润	-2,776.18	-2,207.70	-1,427.72	-436.39					
少数股东权益	662.51	1,005.38	1,476.73	2,075.81					
其他	1,599.31	1,710.89	1,848.53	2,023.47					
所有者权益合计	880.52	4,663.05	6,052.03	7,817.38					
负债和所有者权益总计	5,496.06	9,536.82	11,043.13	12,864.27					

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

感谢您的信任与支持！

THANKYOU

姓名：李帅华（首席分析师）

SAC编号：S1340522060001

邮箱：lishuaihua@cnpsec.com

姓名：张亚桐（研究助理）

SAC编号：S1340122080030

邮箱：zhangyatong@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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