

金钼股份 (601958.SH) 钼景气持续，龙头持续受益

2024年03月19日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

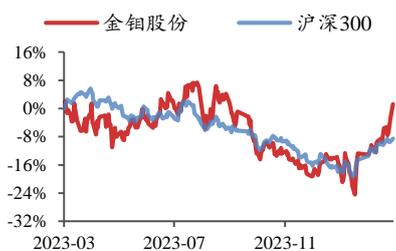
李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

日期	2024/3/18
当前股价(元)	11.33
一年最高最低(元)	12.38/8.10
总市值(亿元)	365.57
流通市值(亿元)	365.57
总股本(亿股)	32.27
流通股本(亿股)	32.27
近3个月换手率(%)	37.19

股价走势图



数据来源：聚源

● 钼业龙头，扶摇而上

公司旗下持有优质钼矿资源。公司源起于1955年发现的金堆城钼矿，并在1958年开始筹建，目前公司钼矿产量合计超过1500万吨。同时，公司股权结构相对集中，实控人陕西省国资委通过陕西有色集团持有公司72.02%股权，其余股东持股均未超过2%。我们认为由于供给端扰动及未来钼需求上行，未来钼价仍有上行空间，有望增厚公司盈利水平，预计公司2023-2025年将实现归母净利润为31.26/33.69/34.10亿元，当前股价对应PE为11.2/10.4/10.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 供给端：供给逐步刚性，产储量出现收缩

2021-2022年，全球钼产量连续出现收缩，2023年小幅回暖。据USGS数据，2021年来，全球钼产量出现显著下滑，钼供给端刚性逐步显现，产量方面，全球钼产量由2020年的29.8万吨，下降至2022年的25万吨，下滑16.1%，2023年产量小幅反弹至26万吨。海外存量矿山品位下滑对钼供给影响严重，未来钼供给或并不乐观。

2021-2022年，全球钼资源储量快速下滑，2023年快速反弹。据USGS数据，2023年全球钼资源储量为1500万吨，尽管相较于2022年的1200万吨出现快速反弹，但相较2020年的1800万吨仍然下滑16.7%。

● 需求端：制造业驱动需求，能源航空提供增量

制造业转型背景下，特钢需求有望持续提升。根据IMO A数据，2022年全球钼消费量超过28万吨，从下游需求结构看，钢铁行业需求接近80%，其中结构钢/不锈钢/工具钢/铸铁消费占比分别为38%/25%/8%/8%。钼需求与高端制造业的景气度密切相关，包括汽车、新能源、航空航天、军工等行业的发展都有望拉动钼需求向好。

风险提示：伴生钼矿随主品种快速放量；单体钼矿快速放量；下游钢企需求下滑，特钢需求走弱；公司矿山产量释放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,974	9,531	11,631	12,096	12,003
YOY(%)	5.2	19.5	22.0	4.0	-0.8
归母净利润(百万元)	495	1,335	3,126	3,369	3,410
YOY(%)	171.8	169.8	134.2	7.8	1.2
毛利率(%)	21.9	34.8	48.8	51.1	51.5
净利率(%)	6.2	14.0	26.9	27.8	28.4
ROE(%)	4.8	11.6	22.6	22.0	20.4
EPS(摊薄/元)	0.15	0.41	0.97	1.04	1.06
P/E(倍)	70.9	26.3	11.2	10.4	10.3
P/B(倍)	2.9	2.7	2.3	2.1	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 钨业龙头，扶摇而上	3
2、 钨行业：供给逐步刚性，需求复苏渐进	6
2.1、 供给端：供给逐步刚性，产储量出现收缩	6
2.2、 需求端：制造业驱动需求，能源航空提供增量	7
3、 盈利预测与投资建议	9
4、 风险提示	11
附：财务预测摘要	12

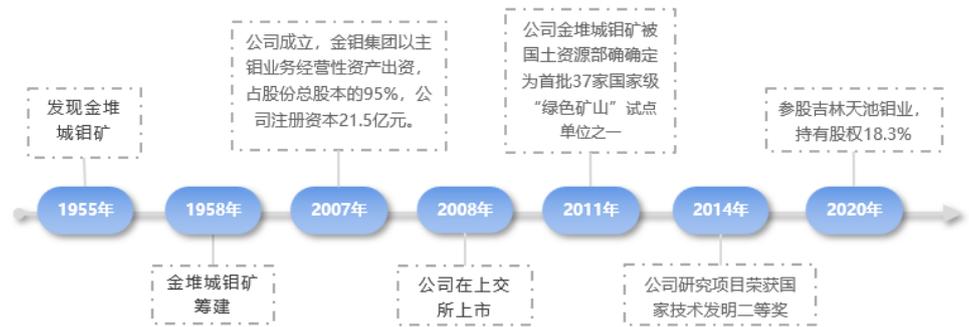
图表目录

图 1： 公司核心资产的开发历史接近 70 年	3
图 2： 截至 2023 年 Q3，公司控股股东持有公司 72.02% 的股权	3
图 3： 2023 年前三季度公司营收同比增长 25.3%	4
图 4： 2023 年前三季度公司净利润同比增长 140.1%	4
图 5： 2022 年钨板块贡献公司主要营收（亿元）	4
图 6： 2022 年钨板块贡献公司主要毛利（亿元）	4
图 7： 2023 年前三季度，公司盈利能力快速提升	5
图 8： 2023 年前三季度，公司管理费用下行	5
图 9： 2022 年钨板块毛利率上行	5
图 10： 2023 年全球钨产量小幅回暖（万吨）	6
图 11： 2022 年国内钨产量占全球比重达 42%	6
图 12： 2023 年全球钨储量快速上行（万吨）	7
图 13： 2023 年国内钨储量占全球比重达 39%	7
图 14： 钨行业产业链	7
图 15： 近 80% 钨需求集中于钢铁行业（2022）	8
图 16： 2023H1 全球钨消费量同比下降 3.44%	8
图 17： 2023H1 中国钨消费需求稳居全球首位	8
图 18： 2021 年来，国内航空航天、船舶等运输设备市场规模持续提升	9
图 19： 全球军贸市场规模提升，有望提升钨需求	9
图 20： 2023 年 Q1-Q3 公司经营性净现金流为 11.4 亿元	10
图 21： 2018-2022 年公司股利支付率维持较高水平	10
图 22： 公司在建工程近几年维持低位	11
图 23： 固定资产折旧近几年处于较高水平	11
表 1： 公司主要矿山资源情况（截至 2022 年底）	5
表 2： 钨元素可改善多种合金的性能	7
表 3： 公司业绩拆分与盈利预测	9
表 4： 与 A 股同类上市公司相比，公司估值合理	10

1、钼业龙头，扶摇而上

优质钼矿资源，规模不断扩张。公司源起于1955年发现的金堆城钼矿，金城堆钼矿于1958年开始筹建。2007年由金钼集团作为主发起人，联合太原钢铁、宁夏有色以及宝钢集团，共同发起设立金堆城钼业股份有限公司。金钼集团以主钼业务经营性资产出资，占股份总股本的95%，其它三家发起人均以现金方式出资。2008年4月公司在上交所上市，是A股首家钼产业上市公司。2010年公司国内市场份额进一步扩大，钼铁销量突破1万吨。2020年，参股吉林天池钼业，规模持续扩大。

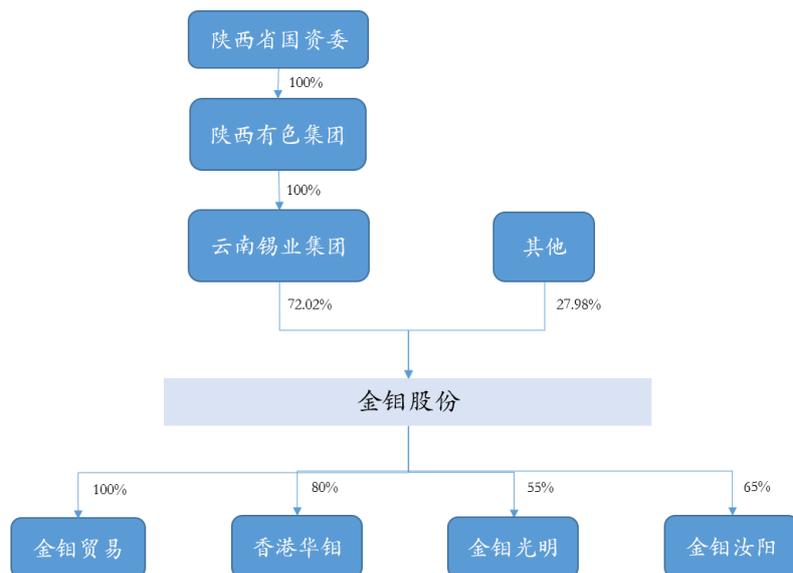
图1：公司核心资产的开发历史接近70年



资料来源：公司官网、开源证券研究所

股权结构集中，子公司资源丰富。截至2023年Q3，公司实控人陕西省国资委通过陕西有色集团持有公司72.02%股权，其余股东持股均未超过2%。控股子公司金钼汝阳主营钼的采选及销售业务，辅产品是磁铁，全资子公司金钼贸易主营钼产品销售及进出口业务，囊括国内国际两个市场，主钼产品和副产硫产品两类产品，控股子公司香港华钼主营钼产品进出口业务，控股子公司金钼光明前身山东钼钨，主营钼钨产品加工销售，2005年完实现资产重组。

图2：截至2023年Q3，公司控股股东持有公司72.02%的股权



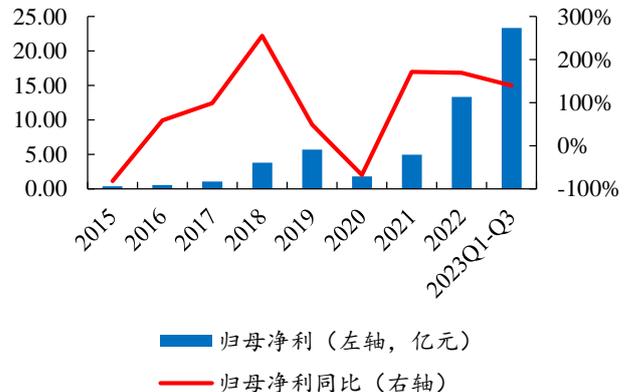
资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

钼价上行，公司业绩快速释放。2023 年前三季度，公司实现营收 88.5 亿元，同比+25.3%，实现归母净利润 23.4 亿元，同比+140.1%。2023 年来，钼市场呈现震荡上行走势，2023 年前六个月《MW》氧化钼累计均价 27.08 美元/磅钼，同比上涨 45%；钼铁累计均价 27.41 万元/吨，同比上涨 58%，公司业绩增长主要受益于钼价上涨，公司经营创出历史同期最佳水平。

图3：2023 年前三季度公司营收同比增长 25.3%



图4：2023 年前三季度公司净利润同比增长 140.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

钼产业链为公司的核心业务，钼板块贡献公司主要业绩。2022 年公司营收及毛利主要由钼板块贡献，公司钼板块主要包括钼炉料，钼化工及钼金属。钼炉料、钼化工及钼金属 2022 年分别实现营收 57.9、13.0、17.4 亿元，合计占营收比重达 92.6%，分别实现毛利 20.8、5.8、6.4 亿元，合计占毛利比重达 99.5%。

图5：2022 年钼板块贡献公司主要营收（亿元）

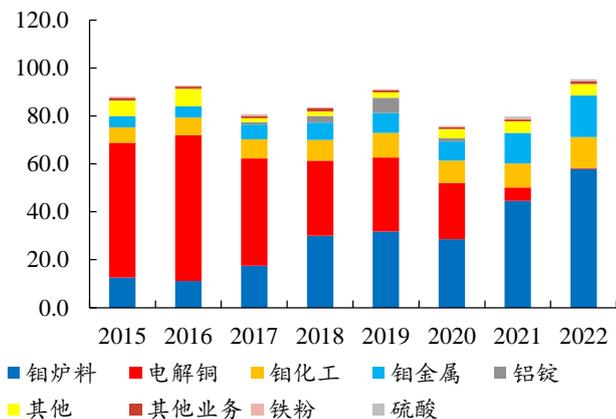
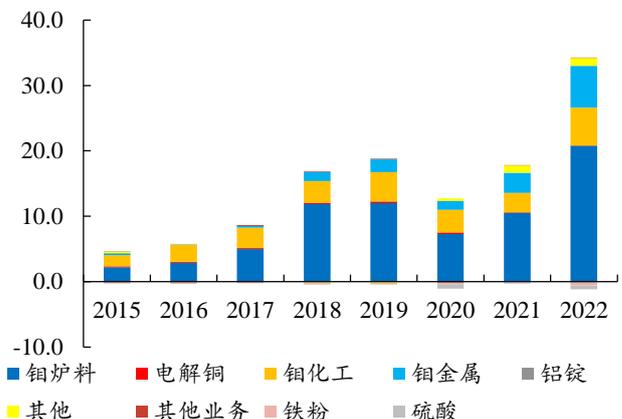


图6：2022 年钼板块贡献公司主要毛利（亿元）



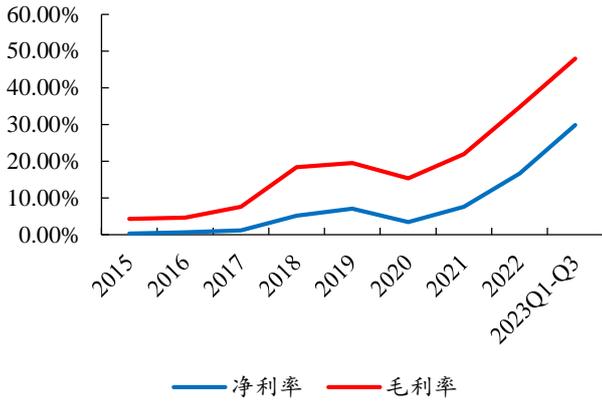
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

受益钼价上行，公司盈利能力快速提升。随着钼价上行，2023 年前三季度，公司盈利能力显著提升，2023 年前三季度，公司实现毛利率 47.9%，净利率 29.9%，自 2021 年来持续上行达到历史高位。

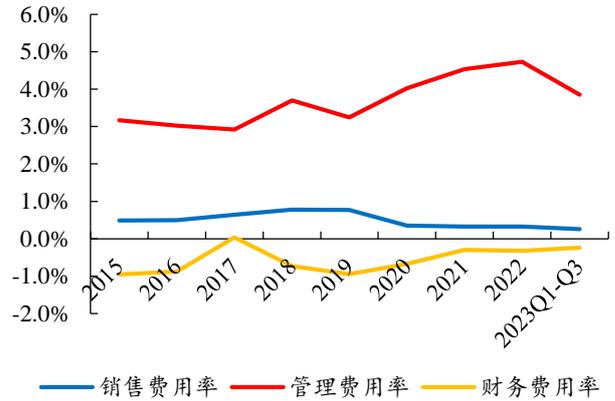
公司降本增效，推动公司业绩释放。费用方面，2023 年前三季度，公司管理费用由 2022 年的 4.7% 下行 8.0pct 至 3.9%，在销售费用及财务费用相对稳定的情况下实现整体的费用下行，公司降本增效显著，推动公司业绩的进一步释放。

图7：2023 年前三季度，公司盈利能力快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

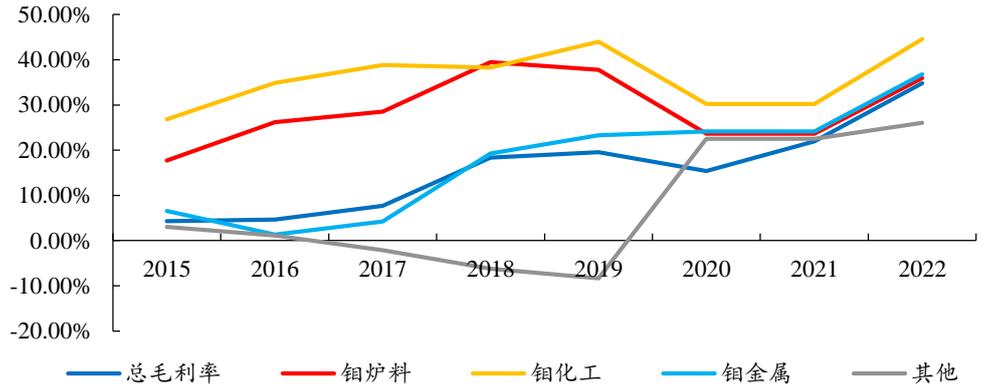
图8：2023 年前三季度，公司管理费用下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司总毛利率稳健上行，钼化工毛利率较高。2022 年，钼板块及公司的总毛利率随着钼价上行呈现显著上行趋势。钼板块拆分看，钼化工毛利率最高达到 44.6%，总毛利、钼炉料及钼金属毛利率接近，分别为 34.8%、35.9%及 36.8%。

图9：2022 年钼板块毛利率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司钼矿资源储量丰富，矿石品位较高。公司控股的金堆城钼矿，截至 2022 年底，拥有矿石资源量 4.6 亿吨，矿石储量 3.2 亿吨，资源储量丰富，矿石品位 0.08%，年矿石产量为 1355.5 万吨，资源剩余开采年限 35 年。公司另一座主要矿山东沟钼矿，拥有矿石资源量 4.7 亿吨，矿石储量 2.8 亿吨，品位 0.12%，矿石年产量 856.1 万吨，资源剩余开采年限 57 年。此外，公司还参股沙坪沟钼矿 10%及季德钼矿 18.3%的股权，公司矿端权益储量丰富。

表1：公司主要矿山资源情况（截至 2022 年底）

矿山名称	主要品种	资源量 (亿吨)	储量 (亿吨)	品位	年产量 (万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
金堆城钼矿	钼	4.6	3.2	0.08%	1355.47	35 (1320 万吨/年计)	至 2030 年 1 月 1 日
东沟钼矿	钼	4.7	2.8	0.12%	856.14	57 (825 万吨/年计)	至 2038 年 12 月 30 日

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、钼行业：供给逐步刚性，需求复苏渐进

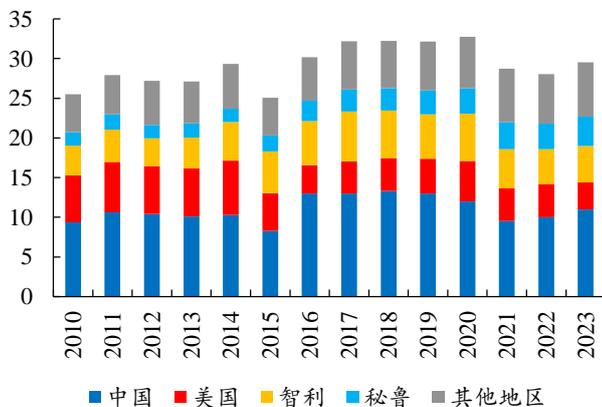
2.1、供给端：供给逐步刚性，产储量出现收缩

2021-2022 年，全球钼产量连续出现收缩，2023 年小幅回暖。据 USGS 数据，2021 年来，全球钼产量出现显著下滑，钼供给端刚性逐步显现，产量方面，全球钼产量由 2020 年的 29.8 万吨，下降至 2022 年的 25.0 万吨，下滑 16.1%，2023 年产量小幅反弹至 26.0 万吨。各国产量近年均出现较为明显的下滑，智利，由 2020 年的 5.94 万吨下滑至 2023 年的 4.60 万吨，下滑幅度达 22.6%，主要受 Codelco 钼产量下滑影响，2020 年 Codelco 钼产量为 2.8 万吨，2022 年下降至 2.0 万吨，下滑幅度达 26.6%，Codelco 钼产量占智利总产量近一半，其钼矿产量下滑对智利产量影响较大。其余国家如中国及美国，2023 年产量相较 2020 年分别下滑 8.3% 及 33.5%。

海外存量矿山品位下滑对钼供给影响严重。以 Codelco 为例，Codelco 主力矿山为 Chuquicamata，该矿为铜钼矿，该项目也是未来重要的钼增量项目，受矿石品位下降等影响，Chuquicamata Underground 项目扩产项目预计延迟 2-3 年，该趋势在未来或将延续，未来钼供给并不乐观。

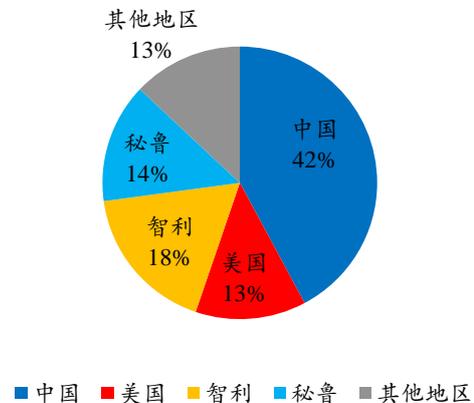
产量占比方面，中国为全球钼产量的主要贡献国。据 USGS，2023 年中国钼产量占全球钼产量比重达 42%，贡献全球主要的钼产量，其次主要贡献国分别为美国（13%）、智利（18%）、秘鲁（14%）及部分其他地区。2021 年国内产量为 9.5 万吨，金钼股份 2021 年钼金属产量为 2.12 万吨，占国内产量比重达 22.2%。

图10：2023 年全球钼产量小幅回暖（万吨）



数据来源：USGS、开源证券研究所

图11：2022 年国内钼产量占全球比重达 42%



数据来源：USGS、开源证券研究所

2021-2022 年，全球钼资源储量快速下滑，2023 年快速反弹。据 USGS 数据，2023 年全球钼资源储量为 1500 万吨，尽管相较于 2022 年的 1200 万吨出现快速反弹，但相较于 2020 年的 1800 万吨仍然下滑 16.7%。主要下滑地区为中国，中国钼资源储量 2023 年为 580 万吨，尽管相较于 2022 年的 370 万吨快速上行，但相较于 2021 年资源储量依然大幅下滑 30.1%，下滑严重。除美国钼资源储量在 2023 年快速上行外，主要产钼国中的中国、秘鲁储量均较 2020 年出现下滑，2023 年钼资源储量较 2020 年分别下滑 30.1%/46.4%。

储量占比方面，中国同样为钼资源的主要贡献国。据 USGS，2023 年中国钼资源储量占比为 39%，尽管 2023 年国内钼资源储量出现大幅下滑，中国的储量仍然占

据全球首位。除中国外，钼资源储量集中在美国（23%）、秘鲁（10%）、智利（9%）等。储采比方面，2023 年全球储采比为 58 年，国内储采比为 53 年，低于全球储采比，国内钼资源远期稀缺性凸显。

图12：2023 年全球钼储量快速上行（万吨）

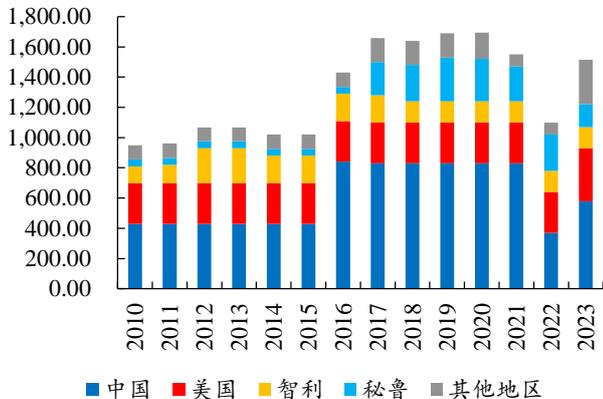
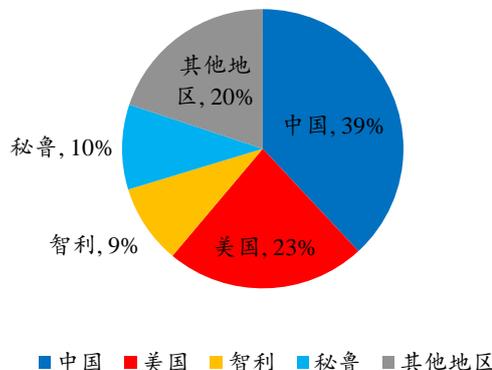


图13：2023 年国内钼储量占全球比重达 39%



数据来源：USGS、开源证券研究所

数据来源：USGS、开源证券研究所

2.2、需求端：制造业驱动需求，能源航空提供增量

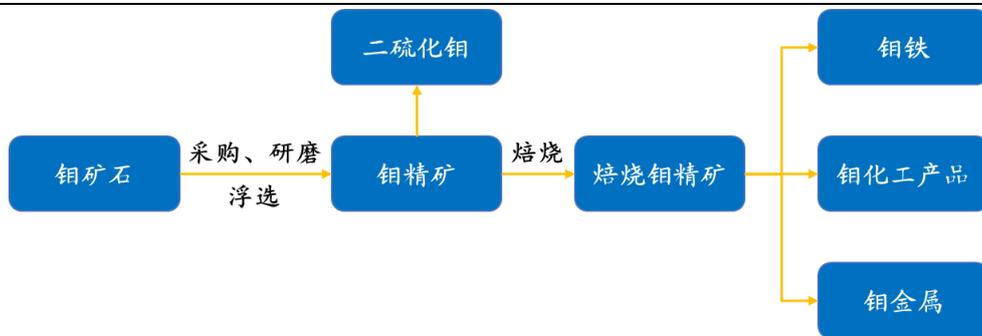
钼元素特性可有效增强合金性能。钼是熔点最高的金属元素之一，但与其他高熔点金属不同，其密度仅比铁高 25%，且具有同类工程材料中最低的热膨胀系数和导热率。钼元素的特性决定了钼金属及其合金具有独特的性能组合，即高温下的高强度、高导热性、高导电性和低热膨胀，因此是金属加工领域的重要添加剂。

表2：钼元素可改善多种合金的性能

金属类型	性能改变（加入钼元素后）
碳钢	提高硬度、强度和高温强度，同时保持良好的韧性、延展性以及可焊性
不锈钢	提高耐腐蚀性和高温强度
镍基合金	提高耐腐蚀性
高温合金	提高高温强度

资料来源：IMO A、开源证券研究所

图14：钼行业产业链

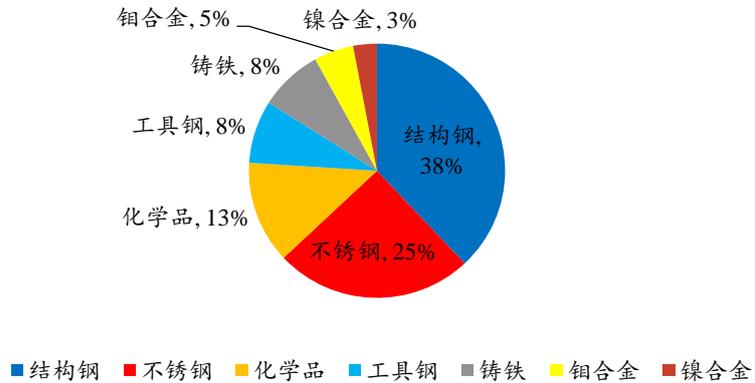


资料来源：IMO A、开源证券研究所

近 80%的钼应用于钢铁行业。根据 IMO A 数据，2022 年全球钼消费量超过 28 万吨，从下游需求结构看，钢铁行业需求接近 80%，其中结构钢/不锈钢/工具钢/铸铁消费占比分别为 38%/25%/8%/8%，余下需求主要用于改善产品性能，包括化工品

和镍合金。

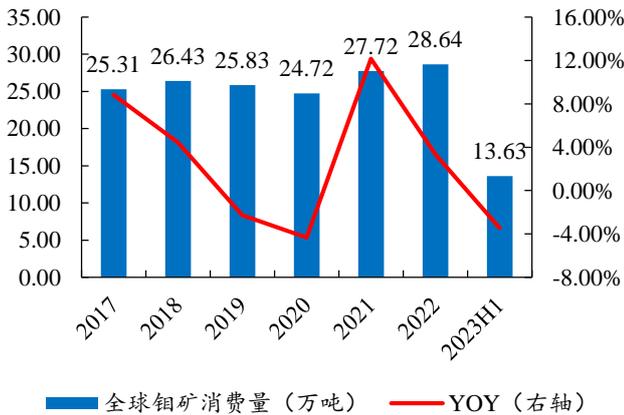
图15：近80%钼需求集中于钢铁行业（2022）



数据来源：IMOA、开源证券研究所

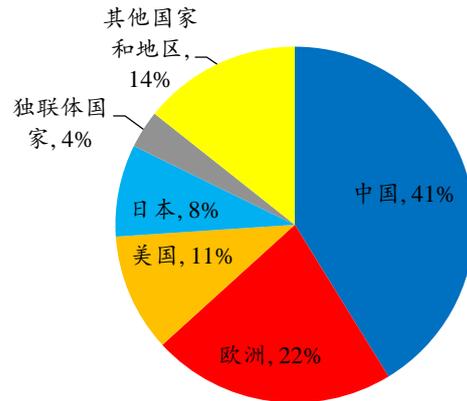
2023年上半年全球钼消费需求有所回落，中国需求稳居首位。2023年上半年，全球钼消费量为13.63万吨，同比下滑3.44%，其中中国的钼消费量为5.62万吨，占全球需求总量的41%，稳居全球首位，欧洲/美国/日本钼消费占比分别为22%/11%/8%。

图16：2023H1全球钼消费量同比下降3.44%



数据来源：IMOA、开源证券研究所

图17：2023H1中国钼消费需求稳居全球首位



数据来源：IMOA、开源证券研究所

制造业转型背景下，特钢需求有望持续提升。由于钼金属及其合金具备高熔点、高强度、抗腐蚀等优异的性能，且含钼钢材与普通钢材相比具备广阔的应用场景，因此钼需求与高端制造业的景气度密切相关，包括航空航天、军工等行业的发展都有望拉动钼需求向好。

图18: 2021 年来, 国内航空航天、船舶等运输设备市场规模持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 全球军贸市场规模提升, 有望提升钼需求


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

根据公司在产项目规划和主营业务景气度的分析, 我们对公司的盈利预测如下:

钼业务: 随着钼金属未来供需逐步走向紧张, 我们预计 2023-2025 年公司产品价格或进一步保持在高位, 假设钼价为 3878/4100/4100 元/吨度; 由于公司近几年未有新的项目投产计划, 预计 2023-2025 年公司钼业务产品产量和产销率保持稳定, 假设销量为 2.90/2.90/2.90 万吨。

其他业务: 为进一步聚焦主营业务, 公司其他业务规模占比较小且近三年营收快速下降, 预计业务营收增速分别为 -43.18%/-48.31%/-45.11%, 毛利率维持 2.70%/2.70%/2.70%, 2023-2025 年业务营收规模维持稳定为 3.99/2.06/1.13 亿元。

基于上述假设, 我们预计公司 2023-2025 年将实现营业收入分别为 116.31/120.96/120.03 亿元, 实现毛利润分别为 56.76/61.82/61.79 亿元, 对应毛利率分别为 48.80%/51.10%/51.48%。

表3: 公司业绩拆分与盈利预测

业务类型	项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
钼业务	销量 (万吨)	2.12	2.26	2.90	2.90	2.90
	价格 (元/吨度)	2037	2848	3873	4100	4100
	营业收入 (亿元)	67.22	88.28	112.31	118.90	118.90
	毛利润 (亿元)	16.59	32.99	56.65	61.76	61.76
	毛利率	24.68%	37.36%	50.44%	51.94%	51.94%
其他业务	营业收入 (亿元)	12.52	7.03	3.99	2.06	1.13
	毛利润 (亿元)	0.91	0.16	0.11	0.06	0.03
	毛利率	7.26%	2.26%	2.70%	2.70%	2.70%
合计	营业收入 (亿元)	79.74	95.31	116.31	120.96	120.03
	毛利润 (亿元)	17.50	33.14	56.76	61.82	61.79
	毛利率	21.95%	34.77%	48.80%	51.10%	51.48%

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

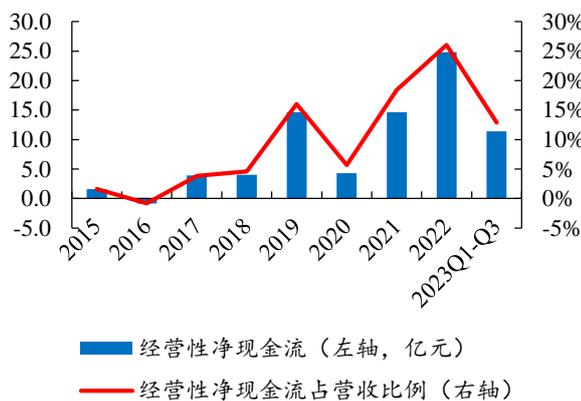
相对估值方面，由于公司是钼行业龙头公司，业务相对细分且可比上市公司有限，我们选取 A 股中旗下配置钼矿资源的公司洛阳钼业、中国黄金、江西铜业进行比较，2023-2025 年对应一致性预期 PE 平均水平分别为 17.0/15.1/13.8 倍。我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润分别为 31.26/33.69/34.10 亿元，对应 PE 为 11.2/10.4/10.3 倍，低于可比公司的平均水平，考虑到供给端扰动及需求逐步走强，钼价仍有上行空间，而公司钼金属产量及储量均居行业前列，钼矿业务盈利有望持续增厚，因此首次覆盖给予“买入”评级。

表4：与 A 股同类上市公司相比，公司估值合理

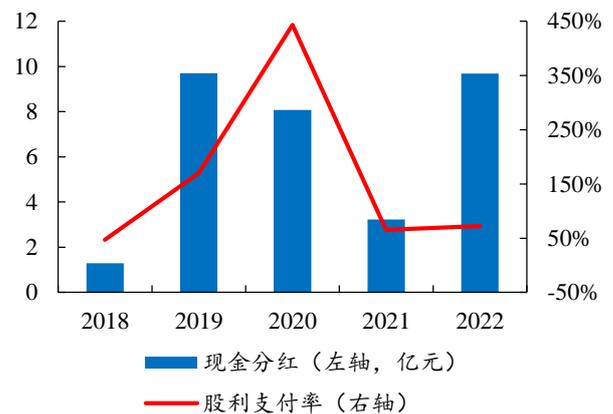
股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603993.SH	洛阳钼业	7.74	0.28	0.38	0.47	0.53	27.6	20.3	16.6	14.6
600916.SH	中国黄金	11.16	0.46	0.60	0.72	0.83	24.5	18.7	15.5	13.4
600362.SH	江西铜业	22.75	1.73	1.87	1.73	1.71	13.1	12.2	13.2	13.3
	平均值		0.82	0.95	0.97	1.02	21.7	17.0	15.1	13.8
601958.SH	金钼股份	10.87	0.41	0.97	1.04	1.06	26.3	11.2	10.4	10.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，数据截至 2024 年 3 月 15 日收盘）

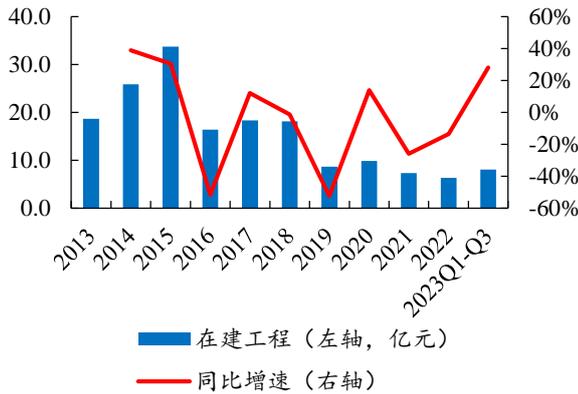
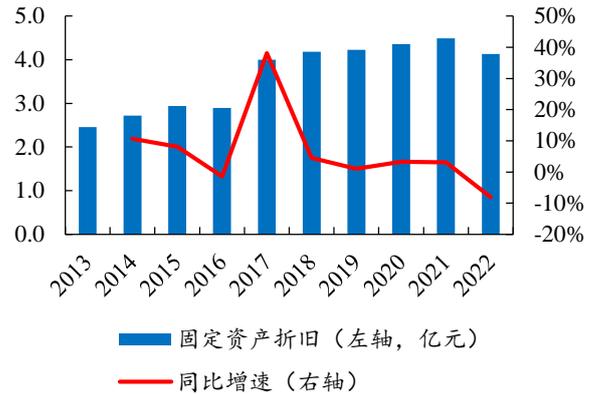
公司账面现金充足，分红或有望持续提升。公司 2023 年前三季度经营净现金流为 11.4 亿元，负债方面，公司自 2017 年来均无短期借款、金融性交易负债及衍生金融负债，偿债压力小。股利支付方面，近几年公司股利支付率维持较高水平，2023 年 4 月公司公告 2022 年利润分配预案，现金分红总额达到 9.68 亿元，股利支付率达到 72.52%。另外，公司短期内无大型新建项目，资本性开支短期或无大幅增加，同时短期内无大额偿债需求。因此，我们基于公司 2023 年分红预案，预计公司有望未来维持较高分红比例。

图20：2023 年 Q1-Q3 公司经营净现金流为 11.4 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2018-2022 年公司股利支付率维持较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：公司在建工程近几年维持低位

图23：固定资产折旧近几年处于较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

伴生钼矿随主品种快速放量。伴生钼矿以铜钼矿为主，若未来作为主产品的铜快速放量，铜钼伴生矿将提供超预期钼供给，对价格将形成压制。

单体钼矿快速放量。若单体钼矿开发进度超预期，形成超预期钼供给，将对钼价形成压制。

下游钢企需求下滑，特钢需求走弱。特钢为拉动钼需求的主要驱动力之一，若特钢需求超预期下滑，将拖累钼需求，对价格形成压制。

公司矿山产量释放不及预期。若公司钼矿产量不及预期，则会直接影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4482	6042	7533	9963	11927
现金	1749	3037	3907	7004	8293
应收票据及应收账款	264	140	477	93	507
其他应收款	8	62	24	66	23
预付账款	77	42	103	48	102
存货	820	504	764	496	745
其他流动资产	1563	2257	2257	2257	2257
非流动资产	9978	9763	10650	10407	9682
长期投资	1078	1004	928	851	774
固定资产	4749	4510	5431	5357	4919
无形资产	2184	2093	2120	2176	2116
其他非流动资产	1966	2156	2172	2023	1874
资产总计	14460	15806	18183	20370	21609
流动负债	1176	1484	1106	1481	1060
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	760	810	611	840	569
其他流动负债	416	674	495	641	492
非流动负债	695	656	665	662	658
长期借款	0	0	9	6	2
其他非流动负债	695	656	656	656	656
负债合计	1871	2140	1771	2143	1718
少数股东权益	547	511	1100	1736	2379
股本	3227	3227	3227	3227	3227
资本公积	6753	6754	6754	6754	6754
留存收益	1970	2982	4093	5258	6449
归属母公司股东权益	12042	13155	15313	16490	17512
负债和股东权益	14460	15806	18183	20370	21609

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	969	2481	3296	5627	3510
净利润	608	1586	3715	4004	4053
折旧摊销	581	595	588	667	692
财务费用	-24	-31	-51	-94	-146
投资损失	25	2	12	11	10
营运资金变动	-509	-46	-1060	930	-1214
其他经营现金流	288	374	91	110	116
投资活动现金流	-874	-716	-1486	-432	26
资本支出	209	133	1552	500	43
长期投资	-10	-582	77	77	77
其他投资现金流	-655	-1	-10	-9	-7
筹资活动现金流	-843	-514	-939	-2099	-2247
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	9	-3	-4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-843	-514	-948	-2097	-2243
现金净增加额	-751	1258	871	3096	1290

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7974	9531	11631	12096	12003
营业成本	6224	6217	5955	5915	5824
营业税金及附加	372	554	512	544	540
营业费用	26	31	41	42	42
管理费用	362	451	349	484	480
研发费用	193	201	233	242	240
财务费用	-24	-31	-51	-94	-146
资产减值损失	-103	-116	-135	-145	-143
其他收益	35	27	30	30	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-25	-2	-12	-11	-10
资产处置收益	-0	4	2	2	2
营业利润	718	1875	4386	4727	4784
营业外收入	5	0	2	2	2
营业外支出	3	6	7	6	6
利润总额	719	1869	4381	4723	4779
所得税	111	283	666	719	726
净利润	608	1586	3715	4004	4053
少数股东损益	113	252	590	635	643
归属母公司净利润	495	1335	3126	3369	3410
EBITDA	1257	2389	4883	5254	5281
EPS(元)	0.15	0.41	0.97	1.04	1.06

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	5.2	19.5	22.0	4.0	-0.8
营业利润(%)	125.4	161.3	133.9	7.8	1.2
归属于母公司净利润(%)	171.8	169.8	134.2	7.8	1.2
获利能力					
毛利率(%)	21.9	34.8	48.8	51.1	51.5
净利率(%)	6.2	14.0	26.9	27.8	28.4
ROE(%)	4.8	11.6	22.6	22.0	20.4
ROIC(%)	4.7	11.4	23.5	23.3	22.0
偿债能力					
资产负债率(%)	12.9	13.5	9.7	10.5	8.0
净负债比率(%)	-12.2	-20.6	-22.6	-37.3	-40.7
流动比率	3.8	4.1	6.8	6.7	11.3
速动比率	2.4	2.8	4.9	5.5	9.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	28.2	47.2	37.7	42.4	40.0
应付账款周转率	8.8	7.9	8.4	8.2	8.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.41	0.97	1.04	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.77	1.02	1.74	1.09
每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.08	4.75	5.11	5.43
估值比率					
P/E	70.9	26.3	11.2	10.4	10.3
P/B	2.9	2.7	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	27.1	13.7	6.6	5.7	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn