

金石资源 (603505.SH)

营收净利齐创历史新高，发展迈入新篇章

买入

核心观点

萤石量价齐升叠加新项目贡献利润，2023年营收及净利润齐创历史新高。公司发布《2023年年度报告》：2023年，得益于萤石业务量价齐升、包钢“选-化-一体化”项目贡献利润、江西金岭锂云母精矿项目当年投产即盈利等，公司实现营业收入18.96亿元（同比+80.54%），实现归母净利润3.49亿元（同比+56.89%），业绩创下历史新高。其中，包头“选化一体”项目/江西金岭尾泥提锂项目分别贡献利润7392/1937万元。2023年公司实现加权ROE 23.45%，拟派发现金红利1.81亿元，分红率51.9%。2023年年底，包头项目库存萤石精粉共31.29万吨。

公司将筑牢萤石行业龙头地位，发展迈入新篇章。2023年全年，公司共自产萤石精矿、无水氟化氢、锂云母精矿分别42.66、3.06、4.73万吨；销售量分别为44.13、2.89、1.85万吨；售价分别2621、8951、5120元/吨（不含税），毛利率分别47.3%、5.2%、61.63%。随着各矿山和选矿厂建设和改造的陆续完成，叠加稀土共伴生萤石资源回收领域产能的逐步释放，公司萤石产量将持续处于全国的领先地位；面向蒙古国等的海外资源布局、资源利用率的提升，公司全球化将更进一步；同时，公司在低品位锂云母矿石、锂辉石选矿试验以及锂矿新药剂的研发中取得重要突破；此外，公司还在民爆领域以智能装药车、乳化炸药全静态乳化敏化技术等方面崭露头角。我们看好公司将巩固萤石行业龙头地位；并打造出含氟锂电材料的“第二增长曲线”、民爆技术的“第三增长曲线”。

全国萤石矿山将迎来安全生产专项整治，公司持续推进智能化绿色矿山建设。近日，国家矿山安全监察局印发相关通知，要求对于河北、内蒙、浙江等萤石矿山企业较多、问题隐患突出的地区，制定关闭退出一批、整合重组一批、改造提升一批“三个一批”工作清单持续攻坚，强力推动萤石矿山安全生产秩序稳定向好。金石资源公司目标是树立成为浙江省内新标杆，近年来已持续推进下属采选子公司的智能化绿色矿山建设。随着行业政策逐渐趋紧、监管力度不断加大，准入门槛越来越高，我们看好萤石行业有望进一步绿色、安全、高质量发展。

风险提示：下游需求不及预期；新项目放量进度低于预期；产品价格下滑等。

投资建议：考虑到伴生萤石产量、库存释放需要一定过程，以及锂电材料的景气度仍较为低迷，我们小幅下调公司2024-2025年的盈利预测，并新增2026年盈利预测：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.13/7.17/7.97亿元（调整前2024/2025年分别5.32/7.40亿元），同比增速47.0%/39.7%/11.2%；摊薄EPS分别为1.65/2.30/2.56元（调整前2024/2025年分别1.52/2.13元），对应当前股价对应PE分别为18.5/13.2/11.9X。长期看好公司成长性，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,050 | 1,896 | 3,545 | 4,462 | 5,134 |
| (+/-%) | 0.7% | 80.5% | 87.0% | 25.9% | 15.1% |
| 净利润(百万元) | 222 | 349 | 513 | 717 | 797 |
| (+/-%) | -9.2% | 56.9% | 47.0% | 39.7% | 11.2% |
| 每股收益(元) | 0.51 | 0.58 | 1.65 | 2.30 | 2.56 |
| EBIT Margin | 30.7% | 25.5% | 21.8% | 24.3% | 23.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | 16.4% | 21.4% | 25.7% | 28.7% | 26.1% |
| 市盈率 (PE) | 59.5 | 52.7 | 18.5 | 13.2 | 11.9 |
| EV/EBITDA | 31.5 | 32.1 | 13.2 | 10.1 | 9.3 |
| 市净率 (PB) | 9.78 | 11.27 | 4.76 | 3.80 | 3.11 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

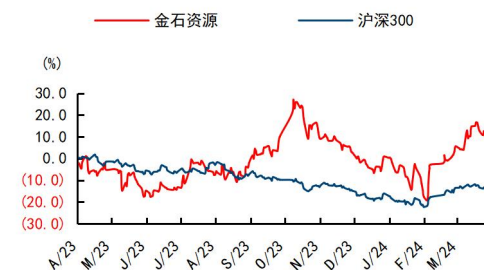
zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 30.43元 |
| 总市值/流通市值 | 18403/18403百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 39.49/20.70元 |
| 近3个月日均成交额 | 117.97百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金石资源 (603505.SH) - 单季度业绩再创新高，萤石资源稀缺性凸显》——2023-10-26
- 《金石资源 (603505.SH) - 重点项目已开始贡献利润，量价齐升助力业绩创新高》——2023-08-15
- 《金石资源 (603505.SH) - “资源为王、技术至上”两翼驱动，重点项目顺利推进》——2023-04-24
- 《金石资源 (603505.SH) - 营收稳健增长，拟建锂云母细泥提质增值项目》——2022-10-26
- 《金石资源 (603505.SH) - 全年业绩稳步增长，伴生矿提氟及锂电材料项目顺利推进》——2022-04-08

2023 年业绩创历史新高，打造成为萤石-氟化工新材料高科技企业

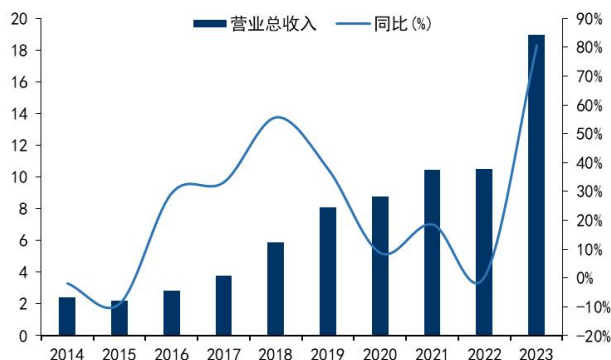
金石资源为目前全国最大且唯一上市的主业为萤石的采选、生产、销售的公司。公司近年来单一型萤石矿的保有资源储量持续稳定在 2,700 万吨（对应矿物量约 1,300 万吨）。截至 2023 年年底，公司目前拥有采矿权 8 个（另有龙泉磷矿章府会矿山采矿权因储量较少，已签署转让协议），探矿权 2 个。其中翔振矿业在预处理和浮选改造项目后，为收购周边原矿进行选矿加工处理方面正发挥作用。同时，包钢“选化一体”项目及江西金岭尾泥提锂项目均高效投产并已贡献业绩。此外，2023 年，公司还积极布局湖南金石的智能制造项目，智造研发的智能装药车实现了爆破行业机械化装药代替人工装药，已在国家重点新建铁路上试验取得良好效果和用户认可，2023 年已签订 1 单装药车合同，合同额约 200 万元。

另外，值得关注的是，2023 年，在海外布局方面，金石资源拟在蒙古国进行资源布局：一方面是计划在当地建设预处理厂，把标的矿山的低品位矿加工至中等品位、高品位的产品，并要逐步形成规模化的开采和加工能力；第二步是以标的矿山为中心，整合蒙古国的其他萤石矿山。既为当地经济发展做贡献，也提高资源利用率、保护当地生态环境。

2024 年 3 月 28 日晚，公司发布了《2023 年年度报告》：2023 年，得益于公司萤石业务量价齐升、包钢“选-化一体化”项目贡献利润、江西金岭含锂细泥提取锂云母精矿项目正常运营等，公司实现营业收入 18.96 亿元（同比+80.54%），实现归母净利润 3.49 亿元（同比+56.89%），实现经营活动净现金流 789 万元（同比-97.50%），资产负债率为 57.82%（同比+9.69 个百分点）。公司销售毛利率为 34.58%（同比-9.85 个百分点），实现基本每股收益 0.58 元（同比+11.54%），摊薄净资产收益率为 21.36%（同比+4.93 个百分点）。2023 年，公司实现加权平均净资产收益率（ROE）23.45%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.00 元，合计派发现金红利人民币 1.81 亿元，分红率 51.9%。

值得一提的是，2023 年，包头“选化一体”项目 2023 年度贡献利润 7392 万元，占公司净利润的 21.2%；江西金岭尾泥提锂项目自 2023 年 5 月份试生产，已实现销售收入 9930 万元，净利润 3799 万元（其中归母净利润 1937 万元），实现当年投产、当年盈利。此外，江山金石新材料含氟锂电材料项目（六氟磷酸锂）已于 2022 年 12 月底一期项目基本完成土建安装施工，并在 2023Q1 进行了调试，工艺基本打通。目前仍以优化和改进工艺为主，2023 年没有量产。

图1：金石资源营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金石资源单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

其中，2023 年公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 97.50%，主要原因有：

(1) 根据合作各方协议，包头“选化一体”项目的经营模式为包钢金石所生产的萤石精粉统一销售给金鄂博氟化工，供其自用或对外销售，截至 2023 年年底，两公司库存萤石精粉共 31.29 万吨，按制造成本计，沉淀资金约 2.83 亿。

(2) 金鄂博于 2023 年下半年逐步开始试生产，向包钢金石等采购原材料流动资金支出较多，并且金鄂博销售货款回笼与经营活动现金支出存在时间差，销售回款中有 1.18 亿系银行承兑汇票尚未到期，故金鄂博本期经营活动产生的现金流量净额为-2.02 亿元。

(3) 母公司期末未到期的银行承兑汇票比年初增加 1.67 亿元。2024 年，随着金鄂博氟化工产能释放，新增无水氟化氢及萤石精粉将对外销售，将有效降低库存，相关货款回笼将大大改善经营性现金流。

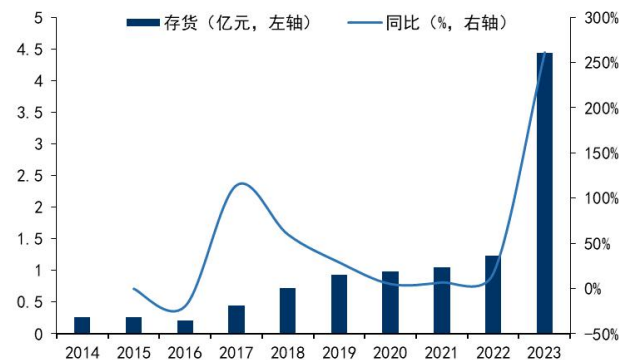
此外，存货方面，由于金鄂博原材料、江西金岭锂云母精矿库存增加，截至 2023 年年底，公司存货同比增长 261.19%。

图3：公司经营活动净现金流及归母净利润变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司存货变化及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从自身产销量来看，2023 年全年，公司共自产萤石精矿、无水氟化氢、锂云母精矿分别 42.66、3.06、4.73 万吨；销售量分别为 44.13、2.89、1.85 万吨；据我们计算，**从价格及毛利率来看**，2023 年，公司萤石精矿、无水氟化氢、锂云母精矿售价分别达到 2621、8951、5120 元/吨（不含税），毛利率分别达到 47.3%、5.2%、61.63%。

整体来说，近 2 年来，包钢金石稀尾与铁尾伴生萤石回收工程、白云鄂博矿山“选化一体化”项目进展均较为顺利，江西金岭细泥提锂项目进展较快，并积极进军民爆行业等，公司实现了经营稳步扩张：重点项目高效顺利推进，创新能力进一步加强。值得一提的是，公司目前已确立了“资源+技术”两翼驱动战略，将从增长模式、全球化布局、研发战略三个维度开启成长的新篇章。

未来，随着公司各矿山和选矿厂建设和改造的陆续完成，叠加稀土共伴生萤石资源回收领域产能的逐步释放，公司萤石产量将处于全国的领先地位，将对国内和国际萤石市场的价格有较大的影响力；同时，公司在低品位锂云母矿石、锂辉石选矿试验以及锂矿新药剂的研发中取得重要突破；此外，公司还在民爆领域以智能装药车、乳化炸药全静态乳化敏化技术等崭露头角。我们看好公司将进一步巩固萤石行业巨头地位；并打造出含氟锂电材料的“第二增长曲线”、民爆技术的“第三增长曲线”。

萤石景气度仍维持较高水平，公司坚持发展高质量绿色矿业

复盘近两年来萤石价格走势：

2021年初，气温下降，萤石企业进入传统停车检修，华北地区出现大规模停车，华东地区萤石装置负荷低位，市场供应减量；制冷剂产品因反倾销事件影响，出口订单提前，需求好转下氢氟酸价格上涨，带动萤石价格跟涨，2021年2月底，97%精粉价格升至2700元/吨，萤石价格维持稳定；2021年4月，萤石企业开工率提升明显，但江西、福建部分氢氟酸企业减产，氢氟酸开工率降低，同时氟化铝价格持续下跌，氟化铝实施减产保价，对萤石需求减少，97%精粉价格于2021年4月底开始下跌；2021年5-6月，氢氟酸开工率上升后再次下降，氟化铝价格继续下跌，氟化铝停车企业暂停复工，萤石价格受需求影响，于2021年6月底下滑至2450元/吨。自2021年7月起，下游氟化氢、制冷剂及氟化铝价格走高对萤石粉需求有提振效果，萤石价格开始出现反弹。2021Q4，北方冬季部分萤石产能即将面临停工，下游产品价格回暖，萤石价格上涨至2750-2850元/吨后以平稳运行为主。

2022年前三季度，萤石价格表现平稳。进入2022年Q4，受环保政策限制，北方地区萤石货源表现紧张，成本上行致使浮选装置负荷偏低，而南方地区开工稳中向好；而四季度是萤石下游制冷剂传统需求旺季，萤石价格稳步上涨。

2023年，一季度在国内会议、安全检查等多方因素的限制下，国内萤石供给延续了2022年末的紧张局面；二季度随着我国华北地区萤石开工恢复，叠加进口货源流入国内，萤石价格有所回落；2023年8月起，下游采购积极性出现回暖，同时全国安全环保督察力度加大，矿山开工受限、负荷显著降低，萤石原矿持续性供应紧张。2023年8-9月，华东地区受江浙一带安全管控措施影响，装置开工进一步下滑，厂家库存低迷；华中、西北、内蒙地区部分萤石开工也出现了下滑，萤石价格开始上涨。2023Q4，萤石进口量延续增加的走势，一定程度缓解了国内萤石货源紧张的情况，同时制冷剂及氟聚合物部分大厂12月按计划检修，萤石价格出现回落。2023年12月底，中华人民共和国国务院关税税则委员会关于发布《中华人民共和国进出口税则（2024）》的公告：2024年1月1日起，对部分商品的进出口关税进行调整。按重量计氟化钙含量 $\leq 97\%$ 、砷含量 $\leq 0.0005\%$ 的萤石（税则号25292100）及按重量计氟化钙含量 $> 97\%$ 、砷含量 $\leq 0.0005\%$ 的萤石（税则号25292200）2024年进口暂定税率为0%。

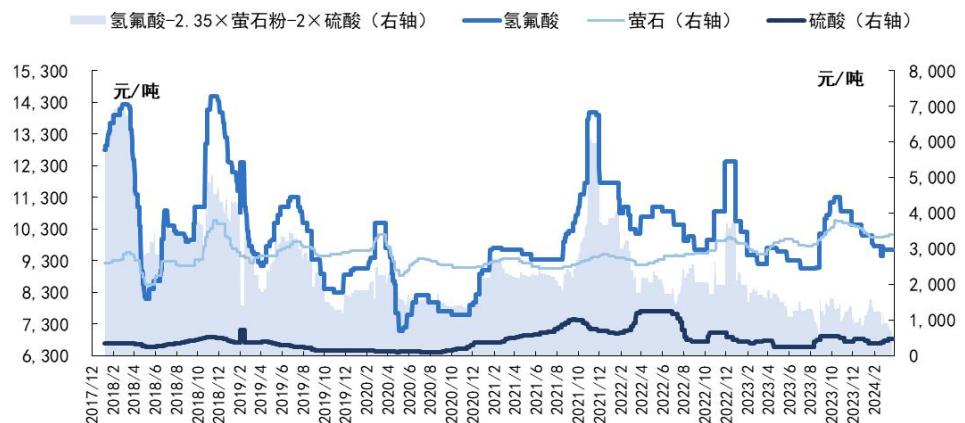
2024年1-2月，氟化工行业制冷剂、氟聚合物等环节开工普遍偏低，对上游原料萤石、无水氢氟酸需求平淡。然而，自2024年3月中旬起，由于矿山开工较低，矿石紧张的情况下，选厂产量有限，萤石粉货源偏紧支撑价格上涨。截至3月底，萤石粉市场均价3168元/吨，较上月上涨1.38%，同比上涨9.13%；萤石（75块）报价在2500-2550元/吨，80块矿报价在2650-2800元/吨，85块矿报价在2900-3000元/吨附近。短期来看，3-4月也是传统萤石生产淡季、制冷剂需求旺季，我们看好萤石价格将维持高位且仍有上涨空间。长期来看，新能源、新材料需求催生萤石新增需求，萤石长期价值仍有望重塑。

从供给角度来看，近年来国家对环境保护、安全生产、绿色矿山建设以及划定生态红线等要求日趋严格，行业政策逐渐趋紧、监管力度不断加大，准入门槛逐渐提高。近日，国家矿山安全监察局印发《关于开展萤石矿山安全生产专项整治的通知》，为切实解决萤石矿山安全生产突出问题，有效防控重大安全风险，国家

矿山安全监察局决定在全国范围内开展萤石矿山安全生产专项整治。工作要求，河北、内蒙、浙江等萤石矿山企业较多、问题隐患突出的地区，要制定关闭退出一批、整合重组一批、改造提升一批“三个一批”工作清单持续攻坚，强力推动萤石矿山安全生产秩序稳定向好。

经过十余年的探索，公司坚持发展高质量绿色矿业，目前已形成独具特色的“新型绿色矿业发展模式——金石模式”：公司持续推进下属采选子公司的智能化绿色矿山建设。常山金石、兰溪金昌智能化绿色矿山完成建设并通过省自然资源厅的验收，其中兰溪金昌智能化绿色矿山在浙江省自然资源厅组织的现场验收会上得到高度评价，成为浙江省内的新标杆。龙泉磷矿、大金庄矿业、正中精选公司的智能化绿色矿山建设工作也基本完成。另外，公司还积极推广新技术、新设备，如常山金石、大金庄矿业掘进台车采矿试用、兰溪金昌凿岩台车的使用等。下一步，公司以此为契机，在有条件的矿山逐步推进利用 AI 视频智能分析查隐患等措施，利用数字化、智能化技术逐步解决经营管理特别是安全生产的痛点、难点问题。

图5: 萤石/氢氟酸价格与价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。公司作为萤石行业龙头，拥有行业内最大的单一型矿山资源储量、开采和加工规模，并在伴生矿开采领域取得了突破性进展。未来，公司将继续通过收购矿山、开发伴生型矿山扩大自身储量及产能，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。此外，全球布局方面，金石资源拟以标的的矿山为中心，整合蒙古国的其他萤石矿山。该整合是以先进技术赋能当地资源开发的高质量整合，将独具特色的“新型绿色矿业发展模式——金石模式”带到海外。我们看好公司将进一步巩固萤石行业巨头地位，并打造出含氟锂电材料/民爆行业的“第二增长曲线”、“第三增长曲线”；并对含锂细泥进行提质增效利用，巩固公司“资源+技术两翼驱动”战略规划。考虑到伴生萤石产量、库存释放需要一定过程以及锂电材料的景气度仍较为低迷，我们小幅下调公司 2024-2025 年的盈利预测，并新增 2026 年盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.13/7.17/7.97 亿元（调整前 2024/2025 年分别 5.32/7.40 亿元），同比增速

47.0%/39.7%/11.2%；摊薄 EPS 分别为 1.65/2.30/2.56 元（调整前 2024/2025 年分别 1.52/2.13 元），对应当前股价对应 PE 分别为 18.5/13.2/11.9X。长期看好公司成长性，**维持“买入”评级。**

表1: 可比公司估值表

| 股票代码 | 股票简称 | 投资评级 | 股价 | | | EPS | | | PE | | | PB | 总市值 (亿元) |
|------------|------|------|--------|------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------|----|-------------|
| | | | (3.29) | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | | | | |
| 600160 | 巨化股份 | 买入 | 23.66 | 0.88 | 0.37 | 0.69 | 26.89 | 63.95 | 34.29 | 4.13 | 638.76 | | |
| 603379 | 三美股份 | 买入 | 43.36 | 0.80 | 0.53 | 0.95 | 54.20 | 81.81 | 45.64 | 4.64 | 264.70 | | |
| 605020 | 永和股份 | 买入 | 29.38 | 1.11 | 0.86 | 1.28 | 26.47 | 34.16 | 22.95 | 4.80 | 111.46 | | |
| 600378 | 昊华科技 | 买入 | 33.05 | 1.28 | 1.53 | 1.78 | 25.82 | 21.60 | 18.57 | 3.67 | 301.24 | | |
| 平均值 | | | | | | | 33.34 | 50.38 | 30.36 | 4.31 | | | |
| 603505 | 金石资源 | 买入 | 30.43 | 0.51 | 0.58 | 1.65 | 59.49 | 52.75 | 18.49 | 4.76 | 184.03 | | |

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理并预测

备注：巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技、金石资源公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产放量低于预期；产品价格下滑等。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | |
| 现金及现金等价物 | 292 | 231 | 300 | 350 | 400 | 营业收入 | 1050 | 1896 | 3545 | 4462 | 5134 |
| 应收款项 | 172 | 287 | 537 | 676 | 778 | 营业成本 | 584 | 1240 | 2262 | 2735 | 3191 |
| 存货净额 | 123 | 444 | 617 | 794 | 991 | 营业税金及附加 | 39 | 47 | 125 | 158 | 195 |
| 其他流动资产 | 231 | 654 | 698 | 1134 | 1362 | 销售费用 | 6 | 8 | 21 | 27 | 31 |
| 流动资产合计 | 818 | 1616 | 2153 | 2954 | 3532 | 管理费用 | 99 | 116 | 365 | 457 | 524 |
| 固定资产 | 1603 | 2578 | 3345 | 4033 | 4364 | 财务费用 | 31 | 35 | 104 | 157 | 180 |
| 无形资产及其他 | 523 | 573 | 563 | 552 | 542 | 投资收益 | 5 | 64 | (0) | (0) | (0) |
| 投资性房地产 | 26 | 57 | 57 | 57 | 57 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 89 | 189 | 189 | 189 | 189 | 其他收入 | (14) | (66) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3059 | 5014 | 6307 | 7785 | 8683 | 营业利润 | 282 | 456 | 667 | 928 | 1013 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 428 | 834 | 1589 | 2309 | 2388 | 营业外净收支 | (7) | (5) | (2) | (3) | (3) |
| 应付款项 | 302 | 824 | 592 | 708 | 827 | 利润总额 | 275 | 450 | 665 | 925 | 1009 |
| 其他流动负债 | 128 | 139 | 526 | 634 | 739 | 所得税费用 | 53 | 74 | 112 | 153 | 151 |
| 流动负债合计 | 858 | 1797 | 2708 | 3650 | 3954 | 少数股东损益 | (1) | 27 | 40 | 56 | 61 |
| 长期借款及应付债券 | 549 | 1044 | 1044 | 1044 | 1044 | 归属于母公司净利润 | 222 | 349 | 513 | 717 | 797 |
| 其他长期负债 | 65 | 58 | 58 | 58 | 58 | 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期负债合计 | 614 | 1102 | 1102 | 1102 | 1102 | 净利润 | 222 | 349 | 513 | 717 | 797 |
| 负债合计 | 1472 | 2899 | 3810 | 4752 | 5056 | 资产减值准备 | 0 | 9 | 7 | 3 | 2 |
| 少数股东权益 | 233 | 482 | 506 | 539 | 575 | 折旧摊销 | 145 | 180 | 236 | 320 | 377 |
| 股东权益 | 1353 | 1633 | 1992 | 2494 | 3052 | 公允价值变动损失 | 0 | (9) | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 3059 | 5014 | 6307 | 7785 | 8683 | 财务费用 | 31 | 35 | 104 | 157 | 180 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | 114 | (354) | (305) | (525) | (301) |
| 每股收益 | 0.51 | 0.58 | 1.65 | 2.30 | 2.56 | 其它 | (0) | 8 | 17 | 30 | 34 |
| 每股红利 | 0.25 | 0.22 | 0.49 | 0.69 | 0.77 | 经营活动现金流 | 480 | 182 | 468 | 545 | 910 |
| 每股净资产 | 3.11 | 2.70 | 6.39 | 8.00 | 9.79 | 资本开支 | 0 | (1149) | (1000) | (1000) | (700) |
| ROIC | 13% | 14% | 15% | 16% | 16% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 16% | 21% | 26% | 29% | 26% | 投资活动现金流 | (49) | (1249) | (1000) | (1000) | (700) |
| 毛利率 | 44% | 35% | 36% | 39% | 38% | 权益性融资 | 2 | 221 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 31% | 26% | 22% | 24% | 23% | 负债净变化 | 425 | 494 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 44% | 35% | 28% | 32% | 31% | 支付股利、利息 | (108) | (131) | (154) | (215) | (239) |
| 收入增长 | 1% | 81% | 87% | 26% | 15% | 其它融资现金流 | (1067) | 58 | 755 | 720 | 79 |
| 净利润增长率 | -9% | 57% | 47% | 40% | 11% | 融资活动现金流 | (430) | 1006 | 601 | 505 | (160) |
| 资产负债率 | 56% | 67% | 68% | 68% | 65% | 现金净变动 | 2 | (61) | 69 | 50 | 50 |
| 息率 | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 1.2% | 1.3% | 货币资金的期初余额 | 290 | 292 | 231 | 300 | 350 |
| P/E | 59.5 | 52.7 | 18.5 | 13.2 | 11.9 | 货币资金的期末余额 | 292 | 231 | 300 | 350 | 400 |
| P/B | 9.8 | 11.3 | 4.8 | 3.8 | 3.1 | 企业自由现金流 | 0 | (919) | (427) | (299) | 391 |
| EV/EBITDA | 31.5 | 32.1 | 13.2 | 10.1 | 9.3 | 权益自由现金流 | 0 | (367) | 241 | 290 | 317 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032