

中矿资源 (002738.SZ) —— 年报点评

锂原料完全实现自给，加大铜领域布局

买入

核心观点

公司发布 2023 年年报：实现营收 60.13 亿元，同比-25.22%；实现归母净利润 22.08 亿元，同比-32.98%；实现经营活动产生的现金流量净额 30.02 亿元，同比+46.54%。

公司发布 2024 年一季报：实现营收 11.27 亿元，同比-45.63%；实现归母净利润 2.56 亿元，同比-76.63%；实现经营活动产生的现金流量净额-1.06 亿元，同比-124.10%。

核心产品方面：2023 年，公司锂盐产量约 1.84 万吨，同比-19.51%，销量约 1.74 万吨，同比-28.09%，期末库存量 1697.54 吨，同比+92.78%，其中公司自有矿产销量大幅提高，自有矿共实现锂盐产量约 1.58 万吨。

利润分配方面：公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10.00 元(含税)，拟派发现金红利总计约 7.22 亿元(含税)。

锂矿&锂盐业务：自有矿增速最快的锂矿标的之一。 Bikita 矿山新建 200 万吨/年透锂长石精矿(技术级和化学级透锂长石柔性生产线)选矿改扩建工程和 200 万吨/年锂辉石精矿选矿工程，于 2023 年 7 月建设完成并正式投料试生产，于 2023 年 11 月实现稳定生产。目前两个选矿项目生产的透锂长石精矿和锂辉石精矿正持续不断运抵公司国内锂盐工厂，标志着公司正式进入锂矿全面自给时代，符合公司锂盐板块的战略规划预期。与此同时，公司通过调整原料产品结构、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本。

铯铷盐业务：应用市场持续拓展，具有明显竞争优势。公司 2023 年铯铷盐板块实现营业收入 11.24 亿元，同比+20.70%，实现毛利 7.24 亿元，同比+20.12%。未来随着全球绿色经济转型达成共识，铯铷盐下游应用领域加速扩展，公司在铯铷盐行业的优势将更加明显。

铜业务：加大铜领域布局，打造新成长曲线。公司拟收购 Junction65%股权，其主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿项目。Kitumba 铜矿项目目前处于待开发阶段，保有铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.20%。

风险提示：锂盐和铯铷盐市场需求不达预期；公司扩产进度低于预期。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到锂价进一步调整，下修公司的盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收分别为 68.77/82.71/97.53(原预测 106.90/117.43/-) 亿元，同比增速 14.4%/20.3%/17.9%，归母净利润分别为 15.62/18.88/23.79(原预测 34.53/37.58/-) 亿元，同比增速-29.3%/20.9%/26.0%；摊薄 EPS 分别为 2.14/2.59/3.26 元，当前股价对应 PE 为 17/14/11X。考虑到公司拥有强大的地勘能力，能够赋能矿山开发，自有两大主力锂矿山有望快速放量，同时打造铜领域新的成长曲线，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)	8,041	6,013	6,877	8,271	9,753
(+/-%)	235.9%	-25.2%	14.4%	20.3%	17.9%
净利润(百万元)	3,295	2,208	1,562	1,888	2,379
(+/-%)	490.2%	-33.0%	-29.3%	20.9%	26.0%
每股收益(元)	7.14	3.03	2.14	2.59	3.26
EBIT Margin	45.3%	42.1%	31.8%	33.6%	35.7%
净资产收益率 (ROE)	43.9%	18.1%	11.8%	12.9%	14.6%
市盈率 (PE)	5.0	11.7	16.6	13.8	10.9
EV/EBITDA	5.4	11.0	11.4	9.0	7.2
市净率 (PB)	2.19	2.13	1.96	1.78	1.60

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

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyao hong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	35.60 元
总市值/流通市值	25981/25640 百万元
52 周最高价/最低价	86.50/26.57 元
近 3 个月日均成交额	839.39 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

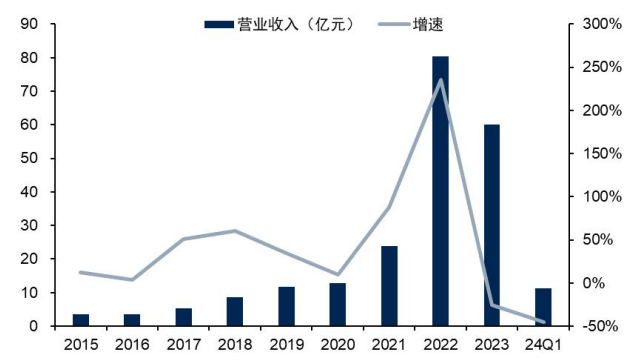
相关研究报告

- 《中矿资源 (002738.SZ) 三季报点评：三季度利润环比明显提升，锂原料完全实现自给》——2023-10-31
- 《中矿资源 (002738.SZ) 半年报点评：锂矿产能顺利实现扩产，原料将实现完全自给》——2023-08-25
- 《中矿资源 (002738.SZ) -地勘优势凸显，两大主力矿山提升扩产规划》——2023-04-28
- 《中矿资源 (002738.SZ) -自产锂矿逐步放量，三季度利润环比明显提升》——2022-10-24
- 《中矿资源 (002738.SZ) 半年度报告点评：两大主力锂矿山逐步进入放量阶段》——2022-08-25

◆ 2023 年实现归母净利润 22.08 亿元, 2024 年一季度实现归母净利润 2.56 亿元
公司发布 2023 年年报: 实现营收 60.13 亿元, 同比-25.22%; 实现归母净利润 22.08 亿元, 同比-32.98%; 实现扣非归母净利润 21.30 亿元, 同比-33.86%; 实现经营活动产生的现金流量净额 30.02 亿元, 同比+46.54%。

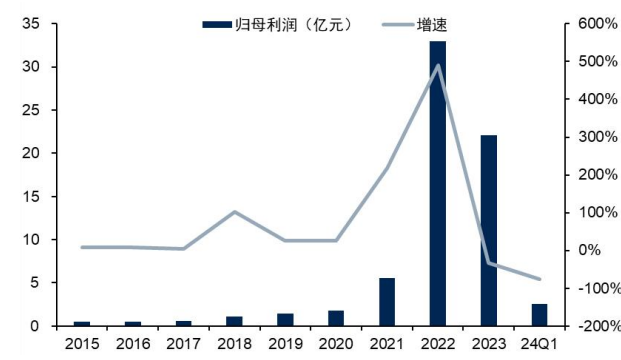
公司发布 2024 年一季度报: 实现营收 11.27 亿元, 同比-45.63%; 实现归母净利润 2.56 亿元, 同比-76.63%; 实现扣非归母净利润 2.28 亿元, 同比-79.32%; 实现经营活动产生的现金流量净额-1.06 亿元, 同比-124.10%。

图1: 公司营业收入及增速 (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: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

核心产品数据方面: 2023 年, 公司锂盐产量约 1.84 万吨, 同比-19.51%, 销量约 1.74 万吨, 同比-28.09%, 期末库存量 1697.54 吨, 同比+92.78%, 其中公司自有矿产销量大幅提高, 自有矿共实现锂盐产量约 1.58 万吨; 铯铷精细化工产量约 962 吨, 同比+21.09%, 销量约 999 吨, 同比+25.92%, 期末库存量约 254 吨, 同比-22.27%; 甲酸铯产量约 507 bbl, 同比-9.86%, 销量约 2946 bbl, 同比+13.43%, 期末库存量约 21290 bbl, 同比-10.28%。

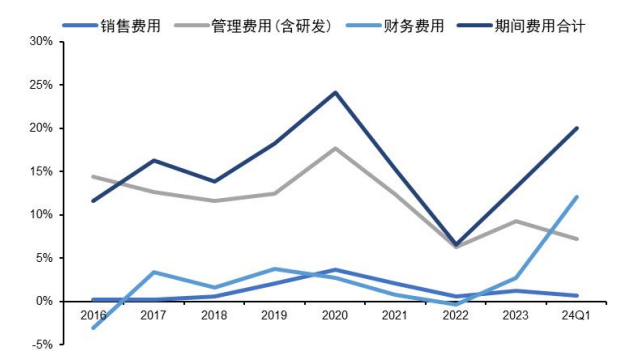
财务数据方面: 截止至 2023 年年末, 公司资产负债率降至 23.05%, 截止至 2024 年一季度末, 公司资产负债率进一步降至 19.77%。期间费用方面, 公司 2023 年销售费用约 7301 万元, 同比+48.04%, 主要是 Bikita 纳入合并报表同比增加 4 个月和募投项目投入运营增加销售费用; 管理费用约 3.84 亿元, 同比+43.31%; 财务费用约 1.66 亿元, 同比+677.24%, 主要是本年津巴布韦货币贬值幅度较大所形成的汇兑损失; 研发费用约 1.72 亿元, 同比-27.38%。截止至 2024 年一季度末, 公司在手货币资金约 40.79 亿元, 在手存货约 17.21 亿元, 现金流相对充裕。

图3: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 锂矿&锂盐业务：自有矿增速最快的锂矿标的之一

冶炼端：年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂/碳酸锂生产线项目于 2021 年 8 月投产；全资子公司春鹏锂业投资修建的年产 3.5 万吨高纯锂盐项目于 2023 年 11 月点火投料试生产运营，并于 2024 年 2 月实现达产达标状态。目前，公司合计拥有 6.6 万吨/年电池级锂盐产能。公司冶炼端拥有行业领先的技术工艺，2.5 万吨/年和 3.5 万吨/年产线均可使用锂辉石或透锂长石作为生产原料。

资源端：加拿大 Tanco 矿山按现有坑采方案保有锂矿石资源量折合约 26 万吨 LCE，现有 18 万吨/年处理能力的锂辉石采选系统。目前公司正积极推进 Tanco 矿区的露天开采方案，拟投资新建 Tanco 矿山 100 万吨/年选矿工程，Tanco 矿区在露采方案条件下保有锂矿产资源量将会大幅度增加。预计在新建产能投产之后，Tanco 矿山将形成将近 2.5 万吨 LCE/年的锂辉石精矿原料供应能力。2023 年，公司积极推进 100 万吨/年选厂设计以及筹备政府环评、审批等工作，同时积极建设并持续维护与当地社区和原住民的友好关系。

津巴布韦 Bikita 矿山：公司所属津巴布韦 Bikita 矿山是一座成熟且在产的矿山，并购时所探获的保有锂矿产资源量折合 84.96 万吨 LCE，另外公司增储之后保有锂矿产资源折合 288.47 万吨 LCE，资源量相比并购时增加约 2.4 倍，体现出公司强大的地勘技术底蕴所带来的行业竞争优势。另外，公司投资的“Bikita 锂矿 200 万吨/年(透锂长石)改扩建工程项目”和“Bikita 锂矿 200 万吨/年(锂辉石)建设工程项目”于 2023 年 7 月建设完成并正式投料试生产，于 2023 年 11 月实现稳定生产，达产后公司将拥有锂辉石精矿产能 30 万吨/年、化学级透锂长石精矿产能 30 万吨/年或技术级透锂长石精矿产能 15 万吨/年，预计将形成折合约 6 万吨 LCE/年的产能规模。目前两个选矿项目生产的透锂长石精矿和锂辉石精矿正持续不断运抵公司国内锂盐工厂，标志着公司正式进入锂矿全面自给时代，符合公司锂盐板块的战略规划预期。

锂矿&锂盐业务积极调整经营策略，降本增效初见成效。面对锂价大幅的波动，公司通过降本增效、以销定产和调整产品结构等经营策略抵御市场风险；在降本增效方面，公司通过调整原料产品结构、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本。2023 年 5 月，公司通过 Public-Private-Partnership 模式在津巴布韦投资建设 132KV 输变电项目，该项目包括 112 公里电力线路和 132KV Bikita 变电站工程，连接津巴布韦 TOKWE 330KV 变电站与 Bikita 矿山，已于 2024 年 3 月 17 日一次性输电成功，该项目不仅能大大改善沿线城镇的供电能力，也将极大改善 Bikita 矿山电力的保障条件，减少对化石类能源的依赖，有效降低生产成本。2023 年四季度，公司在 Bikita 矿山投资建设配套光伏发电项目，该项目已于 2024 年 2 月完成主体工程建设。Bikita 矿山光伏发电项目设计发电量 2100 万度/年，目前，最大单日发电量 8 万度、平均 5.75 万度，所发电量达到矿山每日用电量 20%以上，大大降低了 Bikita 矿山的用电成本。

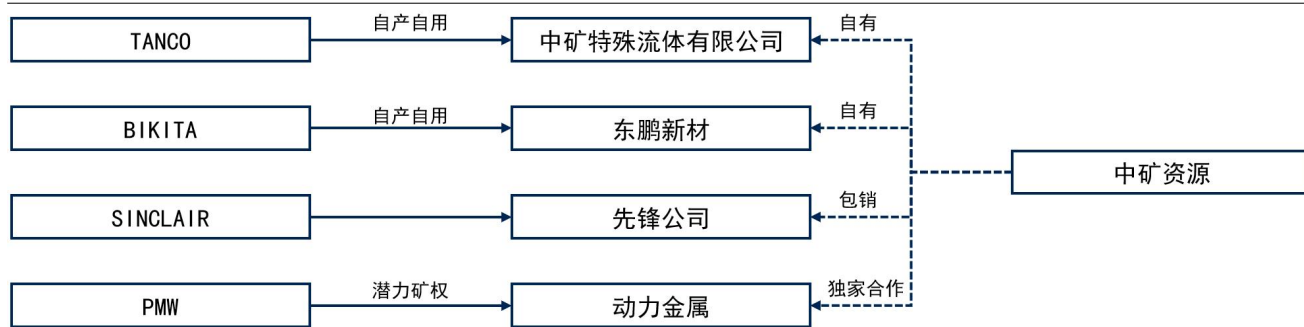
公司同时积极寻找其他合适的矿源。2022 年 5 月 9 日，公司全资子公司香港中矿控股与盛新锂能集团股份有限公司全资孙公司盛熠锂业国际有限公司签署《关于共同发起设立 Harare Lithium (Zimbabwe) (Private) Limited 股东协议》，双方在津巴布韦设立合资公司，主要经营津巴布韦地区锂矿、铂矿项目的勘探与开发，合资公司的注册资本为 500 万美元，双方对合资公司的持股比例均为 50%。2022 年 10 月 18 日公司发布公告：公司全资所属 Tanco 公司与加拿大上市公司 Grid Metals Corp. (Grid) 签署了《谅解备忘录》，双方旨在就加拿大 Donner 湖锂矿合作开发的可行性进行积极探讨，并就潜在合作达成共识，具体合作事项将在 Tanco 与 Grid 签署的具有法律约束力的合作协议中进一步明确。

◆ 铯铷盐业务：应用市场持续拓展，具有明显竞争优势

公司凭借拥有着世界主要高品质铯资源（加拿大 Tanco 和津巴布韦 Bikita 矿山）、全球两大生产基地（加拿大温尼伯、中国江西省新余市）和甲酸铯回收基地（英国阿伯丁和挪威卑尔根）的优势，为众多行业优质企业提供多元化、定制型产品和技术支持。其中公司是全球甲酸铯的唯一生产商和供应商，公司甲酸铯业务运营中心为中矿特殊流体有限公司，位于英国阿伯丁和挪威卑尔根，业务遍及欧洲、AMEA（亚洲、中东和非洲）和北美地区。目前，由于成本和工艺的原因，甲酸铯在国内油气领域中应用较少，随着国内对环境的日益重视、环保政策实施力度的加大及油气公司对甲酸铯在增加储层价值等方面的认识，甲酸铯在国内油气领域中的应用将有望逐步扩大。截止至 2023 年年末，公司全球储备甲酸铯产品约 21290bb1（折合密度 2.3t/m³的甲酸铯溶液），折合铯金属当量约 4833 吨。

公司掌握全球铯铷盐市场的定价权。全球铯矿资源非常稀缺，且由于较高的技术壁垒，造成全球范围内可实现铯铷盐量产的公司只有东鹏新材、中矿特殊流体有限公司以及美国雅保。公司 2019 年收购 Cabot 特殊流体事业部（后已更名为中矿特殊流体有限公司），取得其储量巨大的铯榴石矿山以及铯盐生产能力，完成“铯资源开发+铯盐研发与生产+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局，掌握了全球 80%以上铯榴石矿产资源，80%铯盐生产与供应能力，100%甲酸铯生产与供应能力，拥有行业定价权。随后，公司收购津巴布韦 Bikita 锂矿，交易完成后公司基本上掌握了全球最主流的铯矿资源，市场地位有望进一步稳固。

图5：公司拥有全球铯资源绝对控制地位



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

预计公司未来三年铯铷盐业务产销量和营收规模仍有望保持 20%以上复合增速。

铯铷盐应用领域广泛，包括原子钟、航天航空、军事、能源、电子、特种玻璃、医学、催化剂等。铯产品主要作为碱性介质用于医药中间体、作为催化剂用于硫酸催化剂、作为添加剂用于 X 射线闪烁体、作为完井液/钻井液用于石油钻井和开采行业等方面。公司 2023 年铯铷盐板块实现营业收入 11.24 亿元，同比+20.70%，实现毛利 7.24 亿元，同比+20.12%；其中铯铷盐精细化工业务应用场景持续拓展，实现营收 7.04 亿元，同比+43.95%，实现毛利 4.93 亿元，同比+44.29%。随着全球绿色经济转型达成共识，铯铷盐下游应用领域加速扩展，公司在铯铷盐行业的优势将更加明显。公司全资子公司东鹏新材于 2021 年 9 月被授予国家级专精特新“小巨人”企业称号，有效期 3 年。

◆ 铜业务：加大铜领域布局，打造新成长曲线

2024年3月7日，全资子公司中矿(香港)稀有金属资源有限公司就收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂与 Dundee Precious Metals Ins. (DPM) 达成协议。收购标的为 DPM 持有的 Dundee Precious Metals Tsumeb Holding (Pty) Ltd. (DPMTH) 98% 已发行股份，交易对价为 4900 万美元。DPMTH 主要资产是位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂。Tsumeb 冶炼厂是全球为数不多的能够处理高砷铜精矿等复杂精矿的特种冶炼厂之一。Tsumeb 冶炼厂工艺技术成熟，基础设施完善，交通运输便利，工厂通过铁路与大西洋港口鲸鱼湾 (Walvis Bay) 相连。目前，该冶炼厂精矿处理能力为 26 万吨/年，主要产品为粗铜和硫酸，通过技术升级改造，预计精矿处理能力可提升至 37 万吨/年。

2024年3月14日，公司全资下属公司 African Minerals Limited (Amin) 与 Momentum Ventures Limited (Momentum) 和 Chifupu Resources Limited (Chifupu) 分别签署《股份买卖协议》，Amin 拟以合计基准对价 5,850 万美元现金收购 Momentum 持有的 Junction Mining Limited (Junction) 50% 股权和 Chifupu 持有的 Junction 15% 股权。**Junction 主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿项目。**在本次交易完成后，公司将合计持有 Junction 65% 的股权，拥有 Kitumba 铜矿项目 65% 的权益。Kitumba 铜矿项目目前处于待开发阶段，根据 2015 年 7 月 29 日第三方独立机构 MSA Group (Pty) Ltd. 出具的符合澳大利亚 JORC 规范 (2012 版) 的资源量估算报告显示，Kitumba 铜矿区累计探获的保有铜矿产资源量为 2,790 万吨，铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.20%。

公司加大铜领域布局。年报中提出发展规划：1) 继续获取优质的铜矿产资源；2) 加速推进 Kitumba 铜矿工作。同时还提出战略目标：1) 力争 2025 年完成 5 万吨/年铜金属采、选、冶一体化布局；2) 力争 2 年内再获取新的优质铜矿资源。公司深耕非洲市场多年，拥有强大的地勘能力，铜领域布局快速突破，有望打造未来新的成长曲线。

◆ 盈利预测

考虑到 2023 年锂价出现较为明显的调整，主要是由于下游产业链去库导致的需求疲软，所以我们下修未来 3 年锂价的预期，公司的盈利预测也随之进行较大幅度的调整。我们的盈利预测基于以下假设条件：

行业方面：

2024-2026 年国产电池级碳酸锂和国产电池级氢氧化锂含税均价分别为 10/10/10 (原预测 15/12/-) 万元/吨。目前全球锂行业供需过剩格局还未发生实质转变，预计短期锂价已跌至底部区间，但可能还会有较长时间磨底的阶段，直到行业出现大规模产能出清的情况；

公司方面：

2024-2026 年公司锂盐产销量分别为 5/6/7 (原预测 6/8/-) 万吨。公司两大主力锂矿山项目新产能有望快速释放，锂矿原料有望实现 100% 自给；但是考虑到锂行业竞争加剧，公司也会更聚焦于锂盐产品的降本增效，所以下修了公司 2024-2026 年锂盐产销量预期；

2024-2026 年公司铯铷盐业务营收每年保持 25% 左右增速。公司在铯铷盐领域掌握着定价权，且铯铷盐应用领域不断拓展，预计公司未来三年铯铷盐业务产销量和营收规模仍有望保持 20% 以上复合增速；

2024-2026 年公司期间费用保持相对稳定。

表1: 公司产品价格和产销量假设

	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
商品价格						
国产电池级碳酸锂	元/吨, 含税价	484,548.98	255,845.68	100,000.00	100,000.00	100,000.00
国产电池级氢氧化锂	元/吨, 含税价	467,218.37	257,820.99	100,000.00	100,000.00	100,000.00
锂盐产品产量						
	吨	22,852.51	18,394.43	50,000.00	60,000.00	70,000.00
锂盐产品销量						
	吨	24,206.90	17,407.24	50,000.00	60,000.00	70,000.00
锂电新能源原料开发与利用营业收入	百万元	6,335.20	4,242.88	4,742.45	5,785.18	6,827.91
锂电新能源原料开发与利用营业成本	百万元	2,927.49	1,791.52	3,032.72	3,574.08	4,065.44
锂电新能源原料开发与利用营业毛利	百万元	3,407.71	2,451.36	1,709.73	2,211.10	2,762.47
毛利率		53.79%	57.78%	36.05%	38.22%	40.46%
稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业收入						
	百万元	931.08	1,123.79	1,404.74	1,755.92	2,194.90
稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业成本						
	百万元	328.74	400.23	491.66	614.57	768.21
稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业毛利						
	百万元	602.34	723.55	913.08	1,141.35	1,426.68
毛利率		64.69%	64.39%	65.00%	65.00%	65.00%
营业收入						
	百万元	8,041.22	6,013.32	6,877.19	8,271.10	9,752.81
营业成本						
	百万元	3,782.69	2,717.50	4,038.38	4,702.65	5,347.65
营业毛利						
	百万元	4,258.53	3,295.82	2,838.81	3,568.45	4,405.16
毛利率		52.96%	54.81%	41.28%	43.14%	45.17%

资料来源: 公司公告、亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。考虑到锂价进一步调整, 下修公司的盈利预测。预计公司2024-2026年营收分别为68.77/82.71/97.53(原预测106.90/117.43/-)亿元, 同比增速14.4%/20.3%/17.9%, 归母净利润分别为15.62/18.88/23.79(原预测34.53/37.58/-)亿元, 同比增速-29.3%/20.9%/26.0%; 摊薄EPS分别为2.14/2.59/3.26元, 当前股价对应PE为17/14/11X。考虑到公司拥有强大的地勘能力, 能够赋能矿山开发, 自有两大主力锂矿山有望快速放量, 同时打造铜领域新的成长曲线, 维持“买入”评级。

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	2912	4915	3329	2888	2902	营业收入	8041	6013	6877	8271	9753
应收款项	539	530	606	729	859	营业成本	3783	2718	4038	4703	5348
存货净额	1581	1445	2049	2341	2631	营业税金及附加	58	138	103	124	146
其他流动资产	1000	558	638	768	905	销售费用	49	73	69	83	98
流动资产合计	6232	8063	7237	7340	7913	管理费用	268	384	418	488	562
固定资产	1344	2975	4633	6169	7580	研发费用	237	172	138	165	195
无形资产及其他	1836	1853	1779	1704	1630	财务费用	(29)	166	550	662	780
投资性房地产	2059	2956	2956	2956	2956	投资收益	78	16	0	0	0
长期股权投资	12	39	39	39	39	资产减值及公允价值变动	3	1	0	0	0
资产总计	11482	15885	16643	18209	20118	其他收入	(183)	(125)	37	9	(21)
短期借款及交易性金融负债	1080	1080	300	300	300	营业利润	3810	2427	1735	2221	2798
应付款项	272	253	359	410	461	营业外净收支	2	(7)	0	0	0
其他流动负债	961	960	1299	1492	1685	利润总额	3813	2420	1735	2221	2798
流动负债合计	2312	2293	1958	2202	2446	所得税费用	518	218	174	333	420
长期借款及应付债券	896	553	553	553	553	少数股东损益	(0)	(6)	0	0	0
其他长期负债	739	816	816	816	816	归属于母公司净利润	3295	2208	1562	1888	2379
长期负债合计	1636	1369	1369	1369	1369	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3948	3661	3327	3570	3815	净利润	3295	2208	1562	1888	2379
少数股东权益	25	46	46	46	46	资产减值准备	(115)	53	39	25	26
股东权益	7510	12178	13271	14593	16258	折旧摊销	131	170	376	514	637
负债和股东权益总计	11482	15885	16643	18209	20118	公允价值变动损失	(3)	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(29)	166	550	662	780
每股收益	7.14	3.03	2.14	2.59	3.26	营运资本变动	(890)	(199)	(276)	(276)	(288)
每股红利	0.19	0.83	0.64	0.78	0.98	其它	115	(57)	(39)	(25)	(26)
每股净资产	16.27	16.72	18.18	20.00	22.28	经营活动现金流	2532	2174	1662	2126	2727
ROIC	44%	19%	12%	16%	17%	资本开支	0	(1833)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	44%	18%	12%	13%	15%	其它投资现金流	(200)	(415)	0	0	0
毛利率	53%	55%	41%	43%	45%	投资活动现金流	(207)	(2275)	(2000)	(2000)	(2000)
EBIT Margin	45%	42%	32%	34%	36%	权益性融资	14	3063	0	0	0
EBITDA Margin	47%	45%	37%	40%	42%	负债净变化	187	(238)	0	0	0
收入增长	236%	-25%	14%	20%	18%	支付股利、利息	(89)	(602)	(469)	(566)	(714)
净利润增长率	490%	-33%	-29%	21%	26%	其它融资现金流	(1376)	722	(780)	0	0
资产负债率	35%	23%	20%	20%	19%	融资活动现金流	(1166)	2105	(1248)	(566)	(714)
息率	0.3%	2.3%	1.8%	2.2%	2.8%	现金净变动	1160	2004	(1587)	(440)	14
P/E	5.0	11.7	16.6	13.8	10.9	货币资金的期初余额	1752	2912	4915	3329	2888
P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6	货币资金的期末余额	2912	4915	3329	2888	2902
EV/EBITDA	5.4	11.0	11.4	9.0	7.2	企业自由现金流	1973	440	67	603	1305
						权益自由现金流	1133	923	(674)	633	1331

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