

2024年06月19日

紫金矿业 (601899.SH)

——铜金板块持续扩张，布局锂钼打造第二增长极

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- **进击中的巨人：铜金板块持续扩张，战略布局锂钼。**截至2023年底，公司保有探明和控制及推断的资源量：铜7,456万吨、金2,998吨、锌(铅)1,068万吨、银14,739吨，锂资源量(当量碳酸锂)1,347万吨。
- **铜板块：主力矿山产能持续释放，储备项目持续推进。**2023年铜产量101万吨，同增15%。**主力矿山产能持续释放，其中：刚果(金)卡莫阿-卡库拉项目**三期选厂已投产，达产后产能提升至60万吨以上。24年计划产铜44-49万吨，同增11.7%-24.4%。**Timok+博尔铜矿：**Timok下部矿带采用自然崩落法大规模开发已完成预可研设计，正加快证照办理；博尔铜JM矿填充法变更为崩落法采矿加快推进。至2025年，塞尔维亚两大铜矿将全面完成改扩建工程，届时铜矿产能有望达到30万吨/年。**巨龙铜矿：**2024年2月启动二期建设，预计2025年底建成，达产后矿产铜产量将从15.4万吨提高至30-35万吨，后续将规划实施三期工程，成为全球采选规模最大的单体铜矿山。**储备项目持续推进，其中：蒙古哈马戈泰铜金矿：**项目计划采用常规露天加地下开采和浮选工艺生产铜金精矿，项目净现值(NPV)为6.3亿美元，投资回报率(IRR)为20%，投资回收期4年。**西藏朱诺铜矿：**朱诺铜矿拥有资源量约铜294万吨，项目设计采选规模2400万吨/年，采用露天开采，服务年限20年(不含基建期2年)，达产后年平均产铜9.9万吨。**随着主力矿山产能持续释放，以及储备项目的持续推进，公司铜产量有望在2025年超过公司预期的122万吨产量目标。**
- **金银板块：4大矿山投复产，持续提升公司产量。**2023年矿产金产量67.73吨，同增20.17%。**公司未来黄金产量增长将主要来自四大矿山投复产。****苏里南罗斯贝尔金矿：**技改规划建设规模为10Mt/a，建成达产后将形成10吨/年均产金能力，2024年计划产金7.9吨。**海域金矿：**为中国最大单体金矿，预计在2025年投产后形成15-20吨/年矿产金产量，克金采选成本仅为79.3元/克。**萨瓦亚尔顿金矿：**露天采矿预计2024年建成投产，达产后年均产金约3.3吨；公司预计地下采矿2031年建成投产，达产后年均产金约2.4吨。**波格拉金矿：**复产、达产后，矿山预计平均年产黄金21吨；归属公司权益的年黄金产量约5吨。**随着四大矿山的陆续投复产，公司25年产量或将达到85吨。**
- **战略布局锂钼板块，打造第二增长极。**锂板块：公司通过“两湖一矿”优质锂资源，资源量超1000万吨，2023年碳酸锂产量2903吨，规划在2025年实现碳酸锂产量12-15万吨。钼板块：达产后年产钼2.72万吨，年均利润10亿元。锂钼项目有望成为公司第二增长极。
- **盈利预测与估值：**公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造第二增长极，叠加铜金价格景气，公司业绩有望持续高增长。预计公司2024-2026年归母净利润分别为287、339和403亿元，对应PE分别为16X、13X和11X。我们选取A股铜金相关公司作为可比公司，根据Wind一致预期，可比公司2024-2026年平均PE分别为19X、16X和14X。公司业绩确定性较高且持续性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**需求波动风险；项目建设不及预期风险；铜金价格下跌风险，海外项目所在国政治波动的风险。

证券分析师

田源
S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

研究支持

联系人

市场表现:



股票数据: 2024年6月14日

收盘价(元) 17.09
一年内最高/最低(元) 19.79/11.21
总市值(亿元) 4499

基础数据: 2023年12月31日

总股本(亿股) 263
总资产(亿元) 3430
净资产(亿元) 1384
每股净资产(元) 4.08

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(亿元)	2703.29	2934.03	3410.69	3875.78	4307.42
同比增长率(%)	20.09	8.54	16.25	13.64	11.14
归母净利润(亿元)	200.42	211.19	286.88	339.19	403.21
同比增长率(%)	27.88	5.38	35.84	18.23	18.87
每股收益(元/股)	0.76	0.80	1.09	1.29	1.53
毛利率(%)	15.74	15.81	17.38	18.00	19.00
ROE(%)	22.53	19.64	22.96	21.82	21.03
市盈率	22.45	21.30	15.68	13.26	11.16

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 287/339/403 亿元。我们选取 A 股铜金相关公司作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 19/16/14x。作为全球矿业巨头，公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造第二增长极，叠加铜金价格高景气，公司业绩确定性较高且持续性较强。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

铜：伴随公司卡莫阿-卡库拉、Timok 和博尔铜矿以及巨龙铜矿等主力铜矿产能持续释放，我们假设公司 2024-2026 年矿产铜矿销量为 70/75/86 万吨。铜供需格局或由紧平衡转向短缺，同时在美联储降息背景下，铜价中枢有望上移，我们假设公司 2024-2026 年矿产铜精矿销售均价为 5.46/5.77/6.16 万元/吨。

金：伴随公司苏里南罗斯贝尔金矿、海域金矿、萨瓦亚尔顿金矿和波格拉金矿达产或复产，公司矿产金产量维持稳步增长，我们假设公司 2024-2026 年矿产金销量为 73.5/85/95 吨。在美元信用收缩、地缘政治恶化及美联储降息背景下，黄金价格有望稳步增长，我们假设公司 2024-2026 年矿产金销售均价为 489/537/549 元/克。

投资逻辑要点

公司盈利主要由铜和金业务板块贡献，量方面，公司铜金板块有多个扩产或新建项目，未来铜金产销量有望稳步增长。价格方面，铜供需格局或由紧平衡转向短缺，同时在美联储降息背景下，铜价中枢有望上移；美元信用收缩、地缘政治恶化及美联储降息背景下，黄金价格有望稳步增长。公司有望迎来铜金量价齐升的共振，实现确定性较高且持续性较强的业绩。

核心风险提示

下游需求波动风险；项目建设不及预期风险；铜金价格下跌风险；项目所在国政治风险

目录

1. 进击中的巨人：铜金板块持续扩张，战略布局锂钼	4
2. 铜板块：主力矿山产能持续释放，储备项目持续推进	5
3. 金银板块：4大矿山投复产，持续提升公司产量	6
4. 战略布局锂钼板块，打造第二增长极	8
5. 盈利预测与估值	9
6. 风险提示	10

图表目录

图表 1：紫金矿业全球布局	4
图表 2：紫金矿业中国布局	4
图表 3：截至 2023 年末公司主要矿产资源储量	4
图表 4：公司铜业务产量及规划	6
图表 5：公司黄金业务产量及规划	7
图表 6：公司白银业务产量及规划	8
图表 7：公司锂资源项目进展	9
图表 8：可比公司估值表（盈利预测采用 wind 一致预期，截至 2024 年 6 月 14 日） ..	10
图表 9：财务摘要	11

1. 进击中的巨人：铜金板块持续扩张，战略布局锂钼

紫金矿业起步是从 1993 年开发紫金山矿山开始，经过多年发展公司在全国 17 个省（区）和海外 15 个国家和地区拥有重要矿业投资项目。截至 2023 年底，公司保有探明和控制及推断的资源量：铜 7,456 万吨、金 2,998 吨、锌（铅）1,068 万吨、银 14,739 吨，锂资源量（当量碳酸锂）1,347 万吨。

图表 1：紫金矿业全球布局



资料来源：公司官网，华源证券研究

图表 2：紫金矿业中国布局



资料来源：公司官网，华源证券研究

图表 3：截至 2023 年末公司主要矿产资源储量

矿种	单位	储量			资源量（含储量）				
		证实	可信	合计	探明	控制	探明+控制	推断	合计
铜矿	金属万吨	719.52	2620.28	3339.81	1143.78	4724.95	5868.73	1586.92	7455.65
金矿小计	金属吨	289.55	858.94	1148.49	488.72	1483.64	1972.36	1025.17	2997.53
其中：金矿	金属吨	220.28	633.79	854.06	362.08	1037.93	1400.01	874.57	2274.57
伴生金矿	金属吨	69.27	225.15	294.43	126.64	445.71	572.35	150.60	722.95
碳酸锂	LCE 万吨	157.10	285.55	442.65	281.43	716.49	997.91	348.67	1346.59
银（含伴生）	金属吨	640.24	1223.65	1863.89	1764.88	2402.94	4167.82	10571.47	14739.29
钼（含伴生）	金属万吨	66.22	93.62	159.84	74.88	105.71	180.59	125.11	305.70
锌矿	金属万吨	178.22	232.22	410.44	266.27	357.63	623.91	315.37	939.27
铅矿	金属万吨	29.55	29.93	59.48	43.62	48.56	92.19	36.31	128.50
钨矿	WO ₃ 万吨	0.73	2.74	3.47	0.82	3.38	4.21	6.35	10.55
锡矿	金属万吨	0.92	4.23	5.15	1.31	5.33	6.63	8.69	15.32
铁矿	矿石亿吨	0.34	1.14	1.48	0.39	2.24	2.62	2.31	4.94
煤炭	亿吨	0.00	0.00	0.00	0.39	0.48	0.87	1.57	2.44
铂矿	金属吨	0.00	21.58	21.58	113.92	233.43	347.35	293.52	640.88
钼矿	金属吨	0.00	22.14	22.14	94.02	154.34	248.36	241.99	490.35

资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 铜板块：主力矿山产能持续释放，储备项目持续推进

2023 年铜产量 101 万吨，同比增长 15%。公司主力矿山（卡莫阿、Timok、巨龙）均于 2021 年投产，产能持续释放。其中：

刚果（金）卡莫阿-卡库拉项目：2023 年生产铜精矿含铜 39.4 万吨，达到全年目标（39-43 万吨），同比增长 18%。销售 37.6 万吨，实现营收 27 亿美元，营业利润 14.5 亿美元，C1 成本 1.45 美元/磅。卡莫阿三期选厂于 2024 年 5 月 28 日正式投料运行后，在短短两周内便出产首批精矿。III 期选厂比原计划提前约 6 个月竣工，预计综合产能将提高至 60 万吨/年以上，并计划于 Q3 完成产量爬坡以推进商业化生产，III 期达产后卡莫阿-卡库拉铜矿将晋升非洲最大型铜矿和全球第三大铜矿。据 2024Q1 项目进展，一步炼铜冶炼厂项目已完成 81%，计划于四季度末竣工，冶炼厂的精矿处理能力达 120 万吨/年，将处理 I 期和 II 期来自卡库拉和 III 期及后续 IV 期来自卡莫阿选厂的精矿。2024 年计划产铜 44-49 万吨，同增 11.7%-24.4%。

Timok+博尔铜矿：公司在塞尔维亚持有的两宗世界级铜矿山。Timok 上带矿于 2021 年 6 月投产，2023 年矿产铜 13.85 万吨，目前正积极启动下矿带的建设，下矿带铜&金品位较低，采用自然崩落法建设推进，目前已完成预可研设计，正积极推进前期工作。博尔铜矿 2023 年矿产铜 10.04 万吨，VK 矿新增 4 万吨/天技改已于 2022 年二季度投产，JM 矿技改，力争 2025 年底建成投产。

巨龙铜矿：2023 年巨龙铜业矿产铜 15.4 万吨，同增 33.9%，实现营收 102.35 亿元，净利润 42.11 亿元。2024 年 2 月 22 日启动二期建设，项目总投资 174.6 亿元，预计 2025 年底建成投产，达产后年矿石采选量将超过 1 亿吨。矿产铜产量将从 23 年的 15.4 万吨提高至 30-35 万吨、矿产钼年产量将从 0.5 万吨提高至 1.3 万吨。后续将进一步规划实施三期工程，最终有望实现年矿石采选量约 2 亿吨规模，成为全球采选规模最大的单体铜矿山。

储备项目持续推进：

蒙古哈马戈泰铜金矿：2023 年 3 月以人民币 3 亿元收购哈马戈泰铜金矿 45.7% 股权。该项目估算矿石量约 11 亿吨，含铜约 293 万吨，含金约 243 吨。根据 2022 年 6 月完成的初步经济评估报告（PEA），项目计划采用常规露天加地下开采和浮选工艺生产铜金精矿，项目净现值（NPV）为 6.3 亿美元，投资回报率（IRR）为 20%，投资回收期 4 年。

西藏朱诺铜矿：2023 年 8 月出资 16.46 亿元获得朱诺铜矿 48.591% 股权。朱诺铜矿拥有资源量约铜 294 万吨。根据公司初步规划，项目设计采选规模 2400 万吨/年，采用露天开采，服务年限 20 年（不含基建期 2 年），达产后年平均产铜 9.9 万吨。

随着主力矿山产能持续释放，以及储备项目的持续推进，公司铜产量有望在 2025 年超过公司预期的 122 万吨产量目标。

图表 4：公司铜业务产量及规划

	名称	持有权益	22年矿产铜 (万吨)	23年矿产铜 (万吨)	2025年目标
铜矿	刚果(金)卡莫阿铜业(权益)	45%	15.00	17.70	
	西藏巨龙铜业	50%	11.50	15.44	
	塞尔维亚紫金矿业	100%	11.10	13.85	
	刚果(金)科卢韦齐铜矿	72%	12.82	12.70	
	黑龙江多宝山	100%	11.06	11.10	
	塞尔维亚紫金铜业	63%	9.30	10.04	
	福建紫金山铜金矿	100%	8.60	8.60	
	阿舍勒铜矿	51%	4.41	4.42	
	西藏玉龙铜业(权益)	22%		2.63	
	厄立特里亚碧沙矿业	55%	1.71	1.76	
	吉林珲春紫金	100%	1.21	1.23	
	其他矿山合计		1.01	1.24	
	总计		87.73	100.73	122.00
	名称	持有权益	22年冶炼产铜(万吨)	23年冶炼产铜(万吨)	2025年目标
铜冶炼	紫金铜业	100%	38.61	42.27	
	黑龙江紫金铜业	100%	16.46	16.90	
	吉林紫金铜业	100%	13.70	13.00	
	其他铜冶炼合计		0.31	0.28	
		总计		69.08	72.46

资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 金银板块：4大矿山投复产，持续提升公司产量

金板块：2023年矿产金产量67吨，同比增长20.17%。公司未来黄金产量增长将主要来自苏里南罗斯贝尔金矿、海域金矿、萨瓦亚尔顿金矿和波格拉金矿复产等。

苏里南罗斯贝尔金矿：为南美洲最大在产露天金矿之一，紫金矿业于2023年初完成对罗斯贝尔金矿95%权益的收购，目前项目正在进行技改，技改规划建设规模为10Mt/a，建成达产后将形成10吨/年均产金能力。

海域金矿：为中国最大单体金矿，公司共持有44%权益；项目设计采选规模为1.2万吨/日，公司预计在2025年投产后形成15-20吨/年矿产金产量，有望晋升国内最大的黄金矿山。项目达产后预计采选成本为340元/吨，矿山储量品位为4.42克/吨，回收率97%测算，克金采选成本仅为79.3元/克。

萨瓦亚尔顿金矿：为国内少有的百吨级未开发的超大型金矿，公司规划按先露天开采再地下开采顺序进行设计，其中露天采矿预计2024年建成投产，达产后年均产金约3.3吨；公司预计地下采矿2031年建成投产，达产后年均产金约2.4吨。

波格拉金矿：该矿在 2020 年 4 月因矿权到期而停产，目前该矿的启动协议以及相关的股东协议已经签署，公司公告 2023 年 12 月 12 日复产。根据 BNL 最新规划，波格拉金矿保有黄金资源量 417 吨，在复产、达产后，矿山预计平均年产黄金 21 吨；按公司通过 BNL 间接持有新波格拉公司 24.5%权益计算，归属公司权益的年黄金产量约 5 吨，将显著增加公司的黄金产量，为公司做出持续稳定的利润贡献。

随着四大矿山的陆续投复产，公司 25 年黄金产量或将达到 85 吨。

图表 5：公司黄金业务产量及规划

	名称	持有权益	22年矿产金(吨)	23年矿产金(吨)	2025年目标	
矿产金	哥伦比亚武里蒂卡	69%	7.68	8.32		
	苏里南罗斯贝尔	95%		7.57		
	塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	6.46	5.99		
	澳大利亚诺顿金田	100%	5.50	6.66		
	陇南紫金	84%	5.53	5.94		
	塞尔维亚紫金矿业	100%	4.73	4.96		
	吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	3.83	4.09		
	山西紫金	100%	2.06	3.88		
	招金矿业(权益)	20%		2.88		
	圭亚那奥罗拉	100%	2.73	3.02		
	黑龙江多宝山	100%	2.61	2.58		
	吉林珲春紫金	100%	2.22	2.16		
	洛阳坤宇	70%	2.70	2.11		
	贵州紫金	56%	2.77	2.22		
	塞尔维亚紫金铜业	63%	2.56	1.99		
	其他矿山合计			5.00	3.36	
		总计		56.36	67.73	85.00
	名称	持有权益	22年冶炼金(吨)	23年冶炼金(吨)	2025年目标	
冶炼金	黄金冶炼公司	100%	156.47	156.05		
	海峡珠宝产业园	50%	45.92	42.37		
	银辉黄金冶炼公司	100%	25.56	11.50		
	紫金铜业	100%		11.55		
	其他金冶炼合计		30.60	28.05		
		总计		258.55	249.52	

资料来源：公司公告，华源证券研究

白银矿产量保持稳健增长，2023 年矿产银 412 吨，同比增长 6.3%，根据公司生产计划 2025 年产量达到 500 吨。

图表 6：公司白银业务产量及规划

名称	持有权益	22年矿产银 (吨)	23年矿产银 (吨)	25年目标
西藏巨龙	50%	66.28	105.77	
厄立特里亚碧沙矿业	55%	49.86	48.53	
黑龙江多宝山	100%	40.90	39.82	
洛阳坤宇	70%	40.98	37.17	
阿舍勒铜矿	51%	29.94	34.74	
福建紫金山铜金矿	100%	29.94	28.47	
哥伦比亚武里蒂卡	69%	0.00	24.98	
俄罗斯龙兴	70%	29.22	23.87	
山西紫金	100%	28.94	23.62	
其他矿山合计		71.41	45.01	
总计		387.46	411.99	500.00

资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 战略布局锂钼板块，打造第二增长极

锂板块：公司通过“两湖一矿”优质锂资源项目共控制碳酸锂当量资源量超 1000 万吨，2023 年碳酸锂产量 2903 吨，规划在 2025 年实现碳酸锂产量 12-15 万吨。

阿根廷 3Q 盐湖锂矿：位于南美“锂三角”的阿根廷卡塔马卡省，资源量 854 万吨，平均锂离子浓度达 641mg/l。生产工艺为沉淀法，一期 2 万吨/年碳酸锂项目已基本建成，二期 3 万吨/年电池碳酸锂项目盐田建设有序推进。

西藏拉果错盐湖锂矿：位于西藏阿里改则县，资源量 216 万吨，平均锂离子浓度大 275mg/l，生产工艺为吸附+膜分离+电渗析(钛系吸附剂)法。一期形成 2 万吨 / 年氢氧化锂产能，一、二期全部建成投产达产后形成 4-5 万吨 / 年氢氧化锂产能，将视市场行情实施投产运行。

湖南道县湘源锂多金属矿：位于湖南省道县永州，资源量 83 万吨，品位 1.06%。采用露采方式，一期 30 万吨 / 年采选系统已建成，二期 500 万吨 / 年采选系统有序推进，计划 2025 年二季度建成投产，将视市场行情实施投产运行。

图表 7：公司锂资源项目进展

名称	持有权益	地理位置	产品	项目状态	矿床类型	资源量(万吨)	品位	采选方法	项目进展
阿根廷30盐湖锂矿	100%	阿根廷卡塔马卡省	碳酸锂	在建	卤水型	854	641mg/l	沉淀法	一期2万吨/年碳酸锂项目已基本建成，二期3万吨/年电池碳酸锂项目盐田建设有序推进
西藏拉果错盐湖锂矿	70%	西藏阿里改则县	氢氧化锂	在建	卤水型，硫酸钠亚型碱性盐湖	216	275mg/l	吸附+膜分离+电渗析(钛系吸附剂)	一期形成2万吨/年氢氧化锂产能，一、二期全部建成投产达产后形成4-5万吨/年氢氧化锂产能，将视市场行情实施投产运行。
湖南道县湘源锂多金属矿	100%	湖南省道县永州	锂云母精矿	在产+在建	云英岩型低品位锂多金属矿	83	1.06%	露采	一期30万吨/年采选系统已建成，二期500万吨/年采选系统有序推进，计划2025年二季度建成投产，将视市场行情实施投产运行。

资料来源：公司公告，华源证券研究

钼板块：达产后年产钼 2.72 万吨，年均利润 10 亿元。公司通过安徽省产权交易平台公开挂牌的方式取得金钼地矿持有的金沙钼业 84%的股权。钼金属资源量达 234 万吨，平均品位 0.143%。设计采选矿石生产能力为 1,000 万吨/年，项目建设期 4.5 年，总投资预计 72 亿元，其中建设投资 64 亿元，建成达产后年均产钼精矿含钼 2.72 万吨。产品销售价格按照钼精矿含钼 15 万元/吨(含税)，年均利润总额可达 10 亿元，项目投资内部收益率 12.48%，投资回收期为 10.4 年(含 4.5 年建设期)。

5. 盈利预测与估值

公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造第二增长极，叠加铜金价格景气，公司业绩有望持续高增长。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 287、339 和 403 亿元，对应 PE 分别为 16X、13X 和 11X。

我们选取 A 股铜金相关公司作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 19X、16X 和 14X。公司业绩确定性较高且持续性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 8：可比公司估值表（盈利预测采用 wind 一致预期，截至 2024 年 6 月 14 日）

股票代码	公司名称	市值	净利润（亿元）			估值PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000630.SZ	铜陵有色	467	40	46	55	12	10	9
000878.SZ	云南铜业	261	22	24	28	12	11	9
600362.SH	江西铜业	703	78	88	91	9	8	8
601168.SH	西部矿业	427	36	40	44	12	11	10
603993.SH	洛阳钼业	1,716	109	123	134	16	14	13
603979.SH	金诚信	321	17	23	28	18	14	11
000975.SZ	银泰黄金	466	20	25	29	23	19	16
001337.SZ	四川黄金	101	3	3	3	35	39	34
002155.SZ	湖南黄金	208	8	10	13	26	20	17
002237.SZ	恒邦股份	133	8	11	13	18	13	10
600489.SH	中金黄金	695	36	41	49	19	17	14
600547.SH	山东黄金	1,122	39	53	66	29	21	17
600988.SH	赤峰黄金	279	14	17	20	20	16	14
	平均值					19	16	14
601899.SH	紫金矿业	4,383	287	339	403	16	13	11

资料来源：公司公告，华源证券研究

6. 风险提示

- 1) 需求波动风险。公司生产的铜等工业金属下游主要分布在电力、家电和新能源等行业，下游行业的需求变动将影响对各金属的需求，从而影响公司的金属销量及销售价格。
- 2) 项目建设不及预期风险。公司在海外拥有较多铜金在建项目，若项目建设不达预期，将影响公司产品产销量。
- 3) 铜金价格下跌的风险。公司毛利主要由铜金贡献，铜金价格大幅下跌将会给公司盈利带来较大影响。
- 4) 海外项目所在国政治波动的风险。公司有较多项目处于海外，海外项目面临当地政府的不确定性影响，对项目的推进或产品出口可能产生影响。

图表 9：财务摘要

资产负债表						利润表					
单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,243.74	18,448.72	34,817.02	81,586.67	112,139.79	营业收入	270,329.00	293,403.24	341,069.33	387,578.31	430,742.23
应收票据及应收账款	8,646.39	8,331.03	8,533.79	12,261.85	9,943.39	营业成本	227,784.28	247,024.07	281,808.23	317,827.50	348,879.77
预付账款	3,795.21	2,677.32	4,464.89	3,726.52	5,190.39	营业税金及附加	4,267.63	4,850.14	5,808.63	6,794.49	7,766.56
存货	28,103.96	29,289.61	32,776.91	39,144.89	38,748.76	销售费用	619.89	766.39	959.11	1,167.41	1,383.58
其他	17,627.97	17,738.02	15,204.09	16,479.42	17,087.43	管理费用	6,264.99	7,522.99	8,230.98	9,424.45	10,637.83
流动资产合计	78,417.26	76,484.70	95,796.70	153,199.35	183,109.77	研发费用	1,231.55	1,566.91	1,992.00	2,341.15	2,644.96
长期股权投资	25,066.94	31,632.27	31,632.27	31,632.27	31,632.27	财务费用	1,904.99	3,268.49	3,758.77	4,322.58	4,970.97
固定资产	72,746.42	81,465.92	74,192.39	66,918.85	59,645.32	资产/信用减值损失	(408.12)	(519.05)	(315.70)	(414.29)	(416.35)
在建工程	21,866.65	35,926.77	51,392.91	68,405.65	87,119.67	公允价值变动收益	(255.49)	(18.62)	(168.66)	(147.59)	(111.63)
无形资产	68,279.91	67,892.00	64,990.47	62,088.95	59,187.42	投资净收益	3,954.03	4,438.22	5,117.45	5,727.25	6,190.80
其他	38,439.76	48,460.20	50,309.11	52,270.28	54,349.33	其他	(5,980.37)	(7,432.83)	324.37	240.91	150.96
非流动资产合计	226,399.68	265,377.17	272,517.15	281,316.00	291,934.02	营业利润	30,945.61	31,936.53	42,820.34	50,625.17	59,970.44
资产总计	306,044.14	343,005.71	368,313.85	434,515.35	475,043.78	营业外收入	108.39	120.05	135.51	121.32	125.63
短期借款	23,666.32	20,989.47	22,038.95	23,140.89	24,297.94	营业外支出	1,061.15	769.11	767.01	865.76	800.63
应付票据及应付账款	13,492.95	16,284.25	13,895.07	22,279.33	16,256.09	利润总额	29,992.85	31,287.47	42,188.84	49,880.73	59,295.44
其他	26,598.56	40,744.94	43,629.09	55,861.45	49,254.68	所得税	5,225.64	4,747.87	6,328.33	7,482.11	8,894.32
流动负债合计	63,757.83	78,018.67	79,563.10	101,281.67	89,808.70	净利润	24,767.21	26,539.60	35,860.51	42,398.62	50,401.13
长期借款	68,819.58	77,530.91	81,407.45	85,477.83	89,751.72	少数股东损益	4,425.16	5,420.18	7,172.10	8,479.72	10,080.23
应付债券	23,870.52	25,286.68	26,551.01	27,878.56	29,272.49	归属于母公司净利润	20,042.05	21,119.42	28,688.41	33,918.90	40,320.90
其他	17,728.70	17,642.89	18,525.04	19,451.29	20,423.85	每股收益（元）	0.76	0.80	1.09	1.29	1.53
非流动负债合计	110,418.79	120,460.48	126,483.50	132,807.68	139,448.06	现金流量表					
负债合计	181,588.69	204,642.91	206,046.60	234,089.35	229,256.76	单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	35,512.67	30,856.85	37,311.75	44,943.50	54,015.70	净利润	24,767.21	26,539.60	28,688.41	33,918.90	40,320.90
股本	2,632.93	2,632.66	2,632.66	2,632.66	2,632.66	折旧摊销	10,084.46	10,153.45	10,175.06	10,175.06	10,175.06
资本公积	25,551.51	25,866.06	25,866.06	25,866.06	25,866.06	财务费用	2,227.22	3,583.48	3,758.77	4,322.58	4,970.97
留存收益	56,124.90	70,637.22	96,456.78	126,983.79	163,272.60	投资损失	(3,941.96)	(3,524.10)	(4,189.08)	(4,817.44)	(5,299.19)
其他	4,633.45	8,370.01	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	(11,236.55)	(11,708.78)	(12,919.68)	8,039.38	(14,048.60)
股东权益合计	124,455.45	138,362.80	162,267.25	200,426.01	245,787.02	其它	6,778.12	11,816.42	7,003.44	8,332.13	9,968.60
负债和股东权益总计	306,044.14	343,005.71	368,313.85	434,515.35	475,043.78	经营活动现金流	28,678.50	36,860.07	32,516.91	59,970.60	46,087.74
						资本支出	64,078.09	38,811.37	14,583.99	16,086.49	17,741.46
						长期投资	15,438.70	6,565.34	0.00	0.00	0.00
						其他	(130,497.74)	(79,341.32)	(22,109.57)	(28,171.39)	(31,083.70)
						投资活动现金流	(50,980.95)	(33,964.61)	(7,525.58)	(12,084.89)	(13,342.25)
						债权融资	44,022.98	14,565.74	3,333.03	3,123.81	2,847.74
						股权融资	(2,132.18)	(2,528.57)	(11,956.06)	(4,239.86)	(5,040.11)
						其他	(14,632.83)	(17,854.16)	0.00	0.00	0.00
						筹资活动现金流	27,257.98	(5,816.99)	(8,623.03)	(1,116.06)	(2,192.37)
						汇率变动影响	1,079.89	947.32	928.37	909.81	891.61
						现金净增加额	6,035.41	(1,974.21)	17,296.67	47,679.46	31,444.73

资料来源：公司公告，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数