

2024年09月11日

## 洛阳钼业 (603993.SH)

买入 (首次覆盖)

——持续并购，打造中国“嘉能可”

## 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:



## 相关研究

## 股票数据: 2024年9月11日

收盘价(元) 6.56  
一年内最高/最低(元) 9.87/4.90  
总市值(亿元) 1417

基础数据: 2024年6月30日  
总股本(亿股) 216  
总资产(亿元) 1,859  
净资产(亿元) 759  
每股净资产(元) 2.82

## 投资要点:

- **持续并购，打造中国“嘉能可”。**公司早期以钼钨业务为主，在2012年A股上市以后，开始积极海外并购进行资源布局。公司先后完成 Northparkes 铜金矿山、巴西铌磷业务、刚果(金) Tenke 铜钴矿山、刚果(金) KFM 铜钴矿等的收购，实现了从国内钼钨龙头到世界矿业巨头的转变。目前拥有三大世界级优质资产，分别为：刚果(金)铜钴资产-TFM和KFM铜钴矿，铜储量920.8万吨金吨、钴144.1万金吨；巴西铌磷资产-钼储量54.4万吨、磷储量2328.3万吨；中国钼钨资产-钼32.8万金吨、钨2.84万吨。此外收购埃柯森IXM，全球前三的金属贸易商，业务覆盖全球80多个国家，专注于铜、锌、铅和贵金属精矿及精炼铜、锌、铝和镍的贸易，实现矿山-IXM-终端加工厂或冶炼厂或消费用户的全球布局。
- **降息周期下，看多金属价格。**对比2023年12月、2024年3月和2024年6月美联储点阵图，2024年降息概率持续增大，但降息幅度逐步降低，根据24年6月最新的点阵图显示，19名官员中有15名认为24年降息25bp-50bp，其中7名官员认为降息25bp，8名官员认为降息50bp。截至2024年9月11日，根据30天联邦基金期货定价数据，市场定价年内降息25bp的概率为69%，降息50bp的概率为31%。全球进入降息周期为大概率事件，后续看多金属价格。  
铜方面：矿端收缩逐步向下游传导，铜价有望持续上行。我们认为矿端收缩原因在于：矿端供给趋近尾声，2024年年中后，几乎无新增；矿端扰动加大，2024年或进入罢工集中爆发期。在不考虑矿端扰动的情况下，2024-2026年矿产铜分别为2401万吨、2480万吨和2542万吨，同比分别增长4.5%、3.3%和2.5%，全球供给拐点或在2024年。从绝对增量来看，2024年增量主要来自南美和非洲，且主要供给释放集中在上半年，而南美2024年进入罢工集中期，其增量或低于预期。且随着冶炼厂因加工费下滑出现亏损减产，矿端短缺或于Q4季度传导至金属端，铜价有望持续上行。  
钴方面：从钴的供需平衡情况看，2023年-2024年仍是钴供给集中释放期，且需求端磷酸铁锂对三元替代持续增强，钴需求增速降低。2024年仍延续过剩格局，钴价已跌至行业成本线附近，行业出清进行中。
- **盈利预测与估值：**随着KFM和TFM项目投产铜钴放量，我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为111/132/146亿元，对应的PE为13/11/10x。我们选取A股铜钴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12/10/8x。作为全球矿业巨头，随着TFM和KFM项目投产铜钴产量的持续放量，公司盈利有望迎来大幅提升，享有一定的估值溢价。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；金属价格波动的风险；项目所在国政治风险。

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(亿元)	1729.91	1862.69	2035.81	2268.58	2426.37
同比增长率(%)	(0.50)	7.68	9.29	11.43	6.96
归母净利润(亿元)	60.67	82.50	110.94	132.29	146.45
同比增长率(%)	18.82	35.98	34.48	19.25	10.70
每股收益(元/股)	0.28	0.38	0.51	0.61	0.68
毛利率(%)	9.29	9.72	12.50	12.84	13.09
ROE(%)	11.74	13.86	16.30	16.54	15.72
市盈率	23.35	17.18	12.77	10.71	9.67

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 111/132/146 亿元，对应的 PE 为 13/11/10x。我们选取 A 股铜钴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 12/10/8x。作为全球矿业巨头，随着 TFM 和 KFM 项目投产铜钴产量的持续放量以及铜价中枢提升，公司盈利有望迎来大幅提升，享有一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

伴随公司 TFM 和 KFM 项目放量，我们假设公司 2024-2026 年铜销量分别为 55/60/65 万吨；铜供需格局或由紧平衡转向短缺，同时在美国联储降息背景下，铜价中枢有望上移，我们假设公司 2024-2026 年铜销售均价 6.94/7.29/7.51 万元/吨。

### 投资逻辑要点

公司以钨钼业务起家，通过海外并购拥有世界级优质资产，实现非洲铜钴、巴西铌磷和中国钨钼三大板块业务布局，同时收购了 IXM 全球前三的金属贸易商，实现了矿山-IXM-终端加工厂或冶炼厂或消费用户的全球布局。

铜板块方面，伴随公司在非洲旗下的 TFM 和 KFM 项目扩产放量，以及铜价中枢上移，公司铜业务有望实现量价齐升，为公司带来较大的盈利弹性。

### 核心风险提示

需求波动风险；项目建设不及预期风险；金属价格波动的风险；项目所在国政治风险。

## 目录

1. 持续并购，打造中国“嘉能可” .....	4
2. 降息周期下，看多金属价格 .....	6
3. 盈利预测与估值 .....	9
4. 风险提示 .....	11

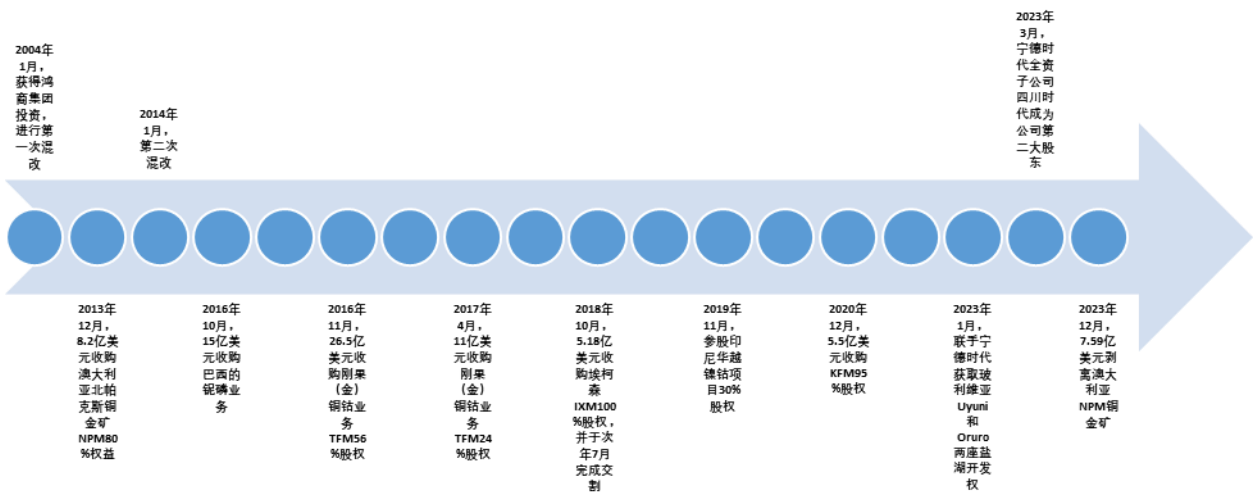
## 图表目录

图表 1：公司从国内钨钼龙头成长为全球矿业巨头 .....	4
图表 2：公司拥有世界级优质资产 .....	5
图表 3：公司三大业务布局 .....	5
图表 4：IXM 全球布局 .....	5
图表 5：嘉能可全球业务布局 .....	6
图表 6：嘉能可盈利模式 .....	6
图表 7：嘉能可 VS 洛阳钼业 .....	6
图表 8：美联储点阵图显示，降息概率持续提升 .....	7
图表 9：年内降息 25bp 的概率为 69%，50bp 的概率为 31% .....	7
图表 10：铜价近年走势 .....	8
图表 11：全球铜矿供需观点或提前 .....	8
图表 12：钴的供需平衡（单位：千吨） .....	9
图表 13：电解钴价格近年走势 .....	9
图表 14：洛阳钼业盈利拆分 .....	10
图表 15：可比公司估值表（盈利预测采用 wind 一致预期，截至 2024 年 9 月 11 日） .....	10
图表 16：财务摘要 .....	12

## 1. 持续并购，打造中国“嘉能可”

**从国内钨钼龙头成长为全球矿业巨头。**洛阳钼业是一家布局全球资源，以铜、钴、钼、钨、铌、磷等矿业的采选、冶炼、深加工为主营业务的矿业公司。公司早期以钨钼业务为主。在 2012 年 A 股上市以后，开始积极海外并购进行资源布局。公司先后完成 Northparkes 铜金矿山、巴西铌磷业务、刚果（金）Tenke 铜钴矿山、刚果（金）KFM 铜钴矿等的收购，实现了从国内钨钼龙头到世界矿业巨头的转变。根据公司官网介绍，目前公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲和欧洲，是全球领先的铜、钼、钨、铌生产商，第一大钴生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司基本金属贸易业务位居全球前列。

图表 1：公司从国内钨钼龙头成长为全球矿业巨头



资料来源：公司官网，华源证券研究

**拥有世界级优质资产，收购全球 top3 贸易公司实现全球布局。**公司拥有三大世界级优质资产，分别为：**刚果（金）铜钴资产**-TFM 和 KFM 铜钴矿，铜储量 920.8 万吨金吨、钴 144.1 万金吨；**巴西铌磷资产**-铌储量 54.4 万吨、磷储量 2328.3 万吨；**中国钨钼资产**-钼 32.8 万金吨、钨 2.84 万吨。此外收购埃柯森 IXM 全球前三的金属贸易商，业务覆盖全球 80 多个国家，专注于铜、锌、铅和贵金属精矿及精炼铜、锌、铝和镍的贸易，实现矿山-IXM-终端加工厂或冶炼厂或消费用户的全球布局。

**图表 2：公司拥有世界级优质资产**

矿山名称		品种	资源量			储量		
			矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)
刚果(金) 铜钴	刚果(金)TFM 铜钴矿	铜	1363.08	2.25	3063.11	264.91	2.83	749.83
		钴	1363.08	0.25	334.12	264.91	0.29	77.13
	刚果(金)KFM 铜钴矿	铜	193.31	2.07	400.71	60.53	2.82	170.98
		钴	193.31	0.99	190.52	60.53	1.11	66.97
巴西铌磷	巴西矿区一	铌	149.2	1.0027	149.7	41.8	0.96	40.18
		磷	159.7	0.34	53.9	33.5	0.42	14.22
	巴西矿区二	磷	786.8	10.45	8222.63	182.7	12.75	2328.28
中国钨钼	三道庄钨钼矿	钨	280.93	0.087	24.46	100.44	0.08	8.44
		钼	64.73	0.169	10.97	26.04	0.109	2.84
	上房沟钨矿	钨	436.54	0.14	60.97	21.66	0.215	4.65
		铁	16	20.42	326.7	1.35	30.01	40.51
	东戈壁钨矿	钨	441	0.115	50.82	141.58	0.139	19.68

资料来源：公司公告，华源证券研究

**图表 3：公司三大业务布局**


资料来源：公司官网，华源证券研究

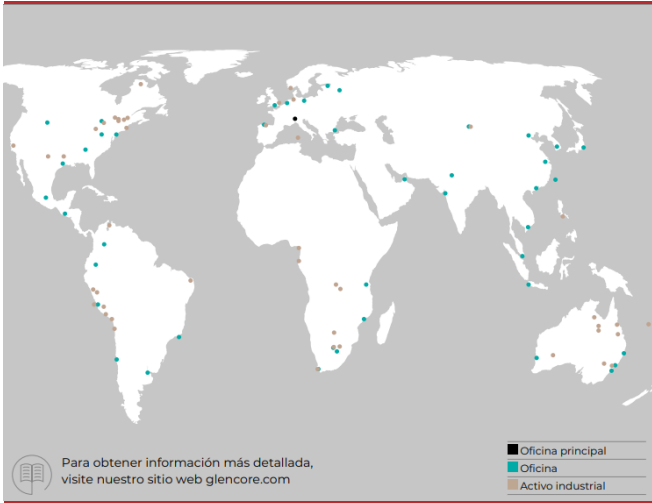
**图表 4：IXM 全球布局**


资料来源：公司官网，华源证券研究

**形成“矿业+贸易”新模式，打造中国“嘉能可”**。嘉能可是成立于 1974 年的贸易公司，相比于嘉吉、路易·达孚这些创立于 19 世纪的老牌大宗商品贸易商，成立五十年的嘉能可以一种更为激进的方式，进化成为全球大宗商品全产业链巨头。经过多年的并购发展，嘉能可形成金属、能源以及农业三业务布局，其中金属主要以铜、钴、锌、铅、镍、金、银以及铁为主；能源主要以煤炭、原油为主；农业部门 2016 年出售，现保留贸易业务。拥有约 150 个采矿和冶炼厂、石油生产资产和农业设施，产业覆盖 50 个国家和地区，主要分布在美洲、欧洲、亚洲、非洲及中东地区的自然资源产出和消费市场。

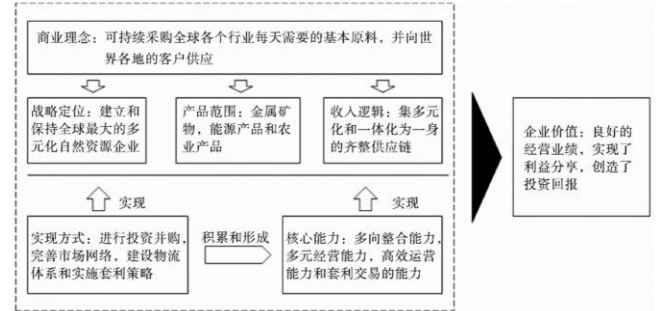
嘉能可基于其强大的贸易量，可获得充分且可靠的市场信息，能够精准判断行业的趋势和拐点，当出现趋势性机会时通过控制期货仓单，寻找套利机会，获取可观的利润回报；当行业出现拐点时，通过自产业务的减少，使全球供需平衡表得到重估，从过剩或紧平衡转为短缺，从而推动价格上涨，实现自产业务的盈利。

图表 5：嘉能可全球业务布局



资料来源：嘉能可公告，华源证券研究

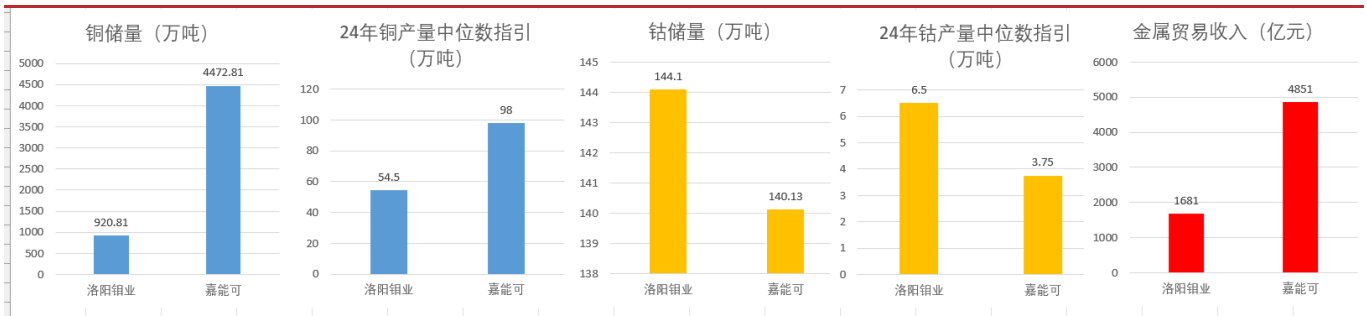
图表 6：嘉能可盈利模式



资料来源：侯艳良等《大宗商品贸易商基于全球化的商业模式》，华源证券研究

经过多年并购，洛阳钼业已形成“矿业+贸易”新模式，初见“嘉能可”雏形。当前，洛阳钼业铜储量&产量分别为嘉能可的 21%、56%；钴储量&产量分别为嘉能可的 56%、173%；金属贸易收入为嘉能可的 35%。储量、产量以及贸易量已初见“嘉能可”雏形。IXM 正充分发挥既有的全球领先的行业研究和信息优势，深度参与公司众多层面的资源整合和利润实现，通过与矿业板块以及公司的投资、融资、研究能力协同配合，创造了全新的利润增长点，增强公司全球行业竞争力和影响力，合力形成新的商业竞争优势。

图表 7：嘉能可 VS 洛阳钼业



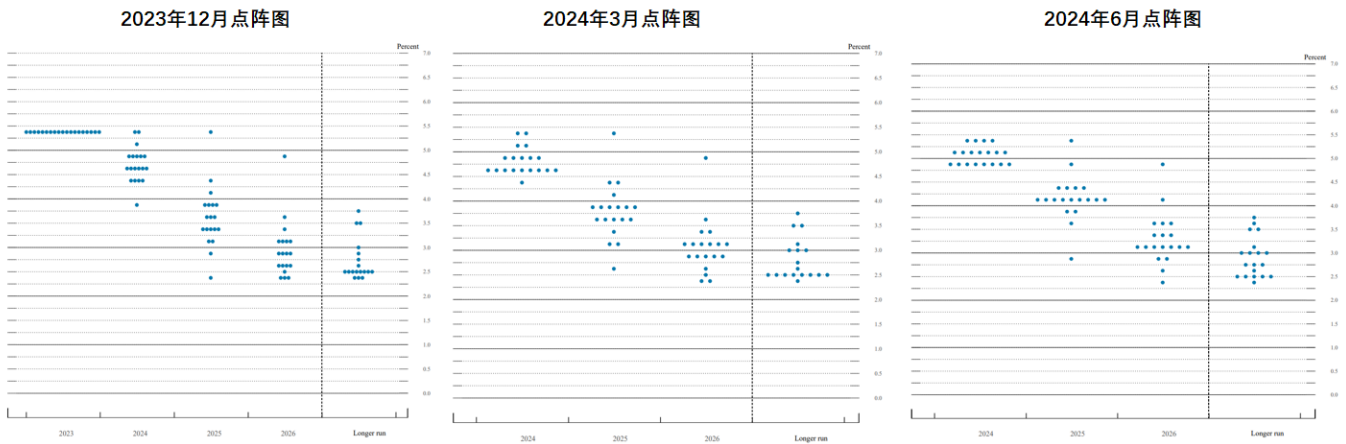
资料来源：公司公告，嘉能可公告，华源证券研究

## 2. 降息周期下，看多金属价格

对比 2023 年 12 月、2024 年 3 月和 2024 年 6 月美联储点阵图，2024 年降息概率持续增大，但降息幅度逐步降低，根据 24 年 6 月最新的点阵图显示，19 名官员中有 15 名认为 24 年降息 25bp-50bp，其中 7 名官员认为降息 25bp，8 名官员认为降息 50bp。



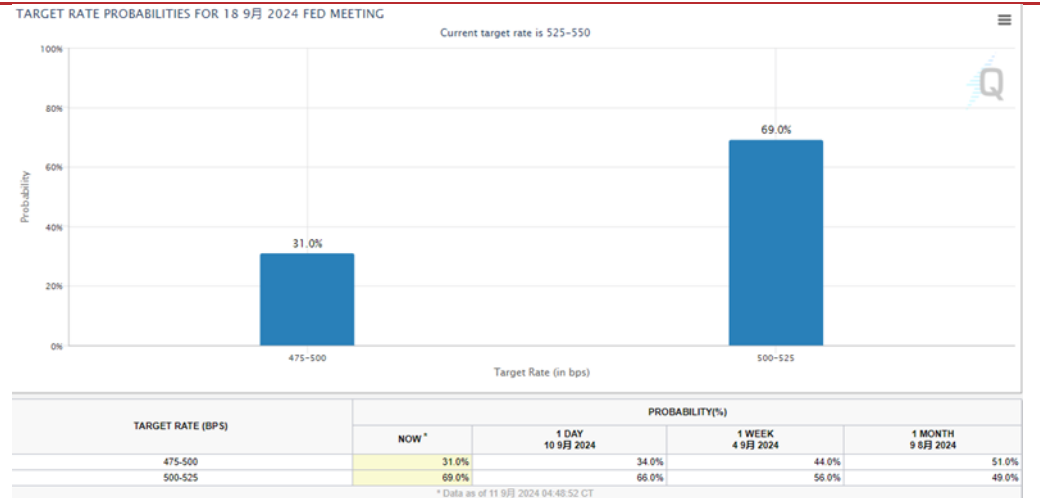
图表 8: 美联储点阵图显示, 降息概率持续提升



资料来源: 美联储, 华源证券研究

截至 2024 年 9 月 11 日, 根据 30 天联邦基金期货定价数据, 市场定价年内降息 25bp 的概率为 69%, 降息 50bp 的概率为 31%。

图表 9: 年内降息 25bp 的概率为 69%, 50bp 的概率为 31%



资料来源: 芝商所 FedWatch 工具, 华源证券研究, 截止到 2024 年 9 月 11 日

全球进入降息周期为大概率事件, 后续看多金属价格。截至 2024 年 9 月 10 日, LME 铜价为 9064 美元/吨, 年初最大涨幅为 33.4%。6-7 月铜价有所回落, 主因系市场担心降息带来经济衰退, 但随着美国非农、失业以及 CPI 等经济数据的发布显示美国经济韧性仍在, 预期修复铜价触底回升。

**图表 10：铜价近年走势**


资料来源：wind，华源证券研究

**矿端收缩逐步向下游传导，铜价有望持续上行。**我们认为矿端收缩原因在于：矿端供给趋近尾声，2024 年年中后，几乎无新增；矿端扰动加大，2024 年或进入罢工集中爆发期。在不考虑矿端扰动的情况下，2024-2026 年矿矿产铜分别为 2401 万吨、2480 万吨和 2542 万吨，同比分别增长 4.5%、3.3%和 2.5%，全球供给拐点或在 2024 年。从绝对增量来看，2024 年增量主要来自南美和非洲，且主要供给释放集中在上半年，而南美 2024 年进入罢工集中期，其增量或低于预期。且随着冶炼厂因加工费下滑出现亏损减产，矿端短缺或于 Q4 季度传导至金属端，铜价有望持续上行。

**图表 11：全球铜矿供需观点或提前**

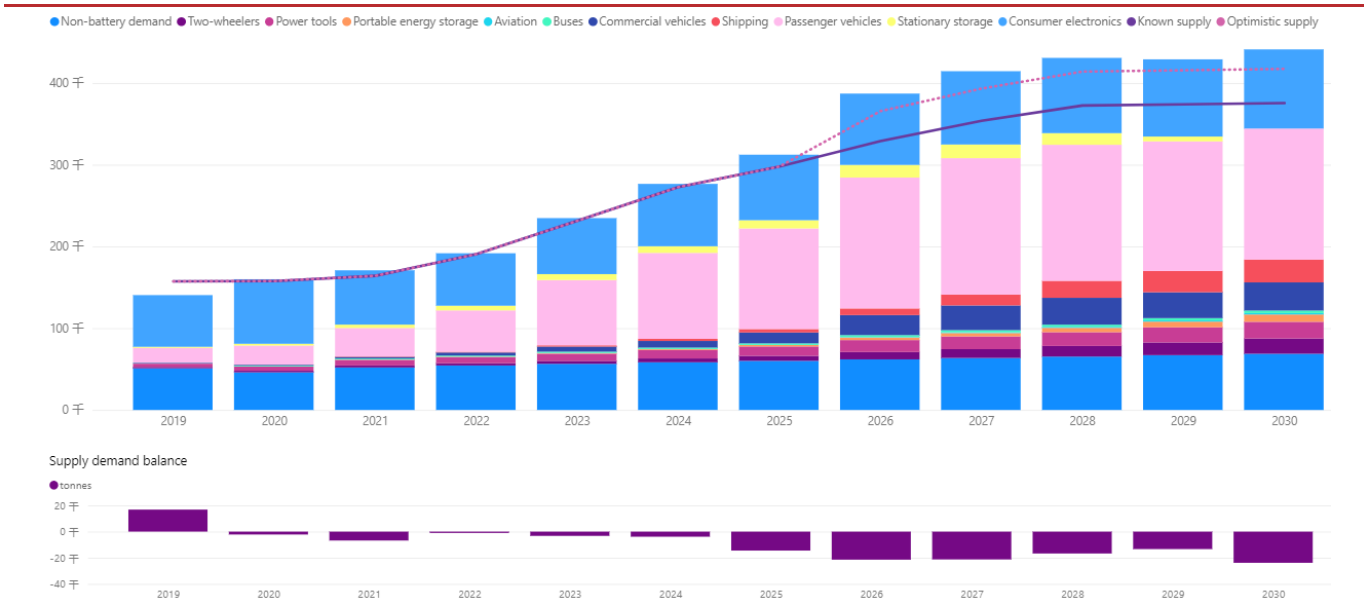
单位：万吨	2021	2022	2023E	同比 (%)	2024E	同比 (%)	2025E	同比 (%)	2026E	同比 (%)
欧洲	285	302	308	1.9	320	4.0	326	2.0	335	2.7
非洲	289	332	354	6.6	378	6.6	412	9.2	422	2.4
亚洲	341	365	364	-0.2	377	3.6	392	4.1	406	3.5
大洋洲	88	93	94	0.3	97	3.2	105	8.2	118	13.0
北美	263	261	266	1.9	265	-0.7	264	-0.2	273	3.3
南美	871	857	912	6.5	965	5.8	980	1.6	987	0.7
全球合计	2137	2211	2298	4.0	2401	4.5	2480	3.3	2542	2.5

资料来源：S&amp;P，华源证券研究

**供强需弱，钴行业出清进行中。**从钴的供需平衡情况看，2023 年-2024 年仍是钴供给集中释放期，且需求端磷酸铁锂对三元替代持续增强，钴需求增速降低。2024 年仍延续过剩格局，钴价已跌至行业成本线附近，行业出清进行中。



图表 12: 钴的供需平衡 (单位: 千吨)



资料来源: rystad energy, 华源证券研究

图表 13: 电解钴价格近年走势



资料来源: wind, 华源证券研究

### 3. 盈利预测与估值

作为全球矿业巨头, 随着 TFM 和 KFM 项目投产铜钴产量的持续放量, 公司盈利业绩有望持续增长。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 111/132/146 亿元。

图 表 14：洛 阳 铜 业 盈 利 拆 分

		单位	2023	2024E	2025E	2026E			单位	2023	2024E	2025E	2026E
铜	营业收入	亿元	245.95	381.74	437.27	487.92	镍	营业收入	亿元	26.28	26.09	26.87	27.68
	销量	万吨	38.98	55.00	60.00	65.00		销量	万吨	0.94	0.95	0.95	0.95
	均价	万元/吨	6.31	6.94	7.29	7.51		均价	万元/吨	28.03	27.47	28.29	29.14
	营业成本	亿元	134.53	199.32	223.96	249.90		营业成本	亿元	17.35	17.22	17.39	17.57
	单吨成本	万元/吨	3.45	3.62	3.73	3.84		单吨成本	万元/吨	18.50	18.13	18.31	18.49
	毛利	亿元	111.42	182.42	213.31	238.02		毛利	亿元	8.94	8.87	9.48	10.11
	单吨毛利	万元/吨	2.86	3.32	3.56	3.66		单吨毛利	万元/吨	9.53	9.34	9.98	10.65
毛利率	%	45.3%	47.8%	48.8%	48.8%	毛利率	%	34.0%	34.0%	35.3%	36.5%		
钴	营业收入	亿元	34.06	82.47	78.87	69.72	磷	营业收入	亿元	36.96	36.16	37.97	39.87
	销量	万吨	2.97	8.00	7.50	6.50		销量	万吨	116.35	115	115	115
	均价	万元/吨	11.45	10.31	10.52	10.73		均价	万元/吨	0.32	0.31	0.33	0.35
	营业成本	亿元	21.45	53.11	50.78	44.89		营业成本	亿元	30.47	29.81	30.41	31.02
	单吨成本	万元/吨	7.22	6.64	6.77	6.91		单吨成本	万元/吨	0.26	0.26	0.26	0.27
	毛利	亿元	12.60	29.37	28.08	24.82		毛利	亿元	6.49	6.35	7.56	8.85
	单吨毛利	万元/吨	4.24	3.67	3.74	3.82		单吨毛利	万元/吨	0.06	0.06	0.07	0.08
毛利率	%	37.0%	35.6%	35.6%	35.6%	毛利率	%	17.6%	17.6%	19.9%	22.2%		
钼	营业收入	亿元	71.31	54.37	59.21	62.17	矿产贸易	营业收入	亿元	1680.78	1719.95	1904.45	2029.22
	销量	万吨	1.56	1.35	1.4	1.4		销量	万吨	591.22	550	580	600
	均价	万元/吨	45.77	40.28	42.29	44.40		均价	万元/吨	2.84	3.13	3.28	3.38
	营业成本	亿元	42.61	33.97	35.24	35.25		营业成本	亿元	1660.23	1700.83	1884.29	2008.37
	单吨成本	万元/吨	27.35	25.16	25.17	25.18		单吨成本	万元/吨	2.81	3.09	3.25	3.35
	毛利	亿元	28.70	20.40	23.97	26.92		毛利	亿元	20.55	19.12	20.16	20.85
	单吨毛利	万元/吨	18.42	15.11	17.12	19.23		单吨毛利	万元/吨	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率	%	40.2%	37.5%	40.5%	43.3%	毛利率	%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%		
铇	营业收入	亿元	14.80	14.48	17.38	17.90	内部交易抵消	营业收入	亿元	-266.15	-279.46	-293.43	-308.11
	销量	万吨	0.79	0.7	0.8	0.8		营业成本	亿元	-246.16	-258.47	-271.39	-284.96
	均价	万元/吨	18.81	20.69	21.72	22.37		毛利	亿元	-20.00	-20.99	-22.04	-23.15
	营业成本	亿元	5.99	5.59	6.58	6.78		营业收入	亿元	1843.99	2035.81	2268.58	2426.37
	单吨成本	万元/吨	7.61	7.99	8.23	8.48		营业成本	亿元	1666.48	1781.39	1977.27	2108.82
	毛利	亿元	8.81	8.89	10.79	11.12		毛利	亿元	177.51	254.42	291.31	317.55
	单吨毛利	万元/吨	11.20	12.70	13.49	13.90		整体	营业收入	亿元	1843.99	2035.81	2268.58
毛利率	%	59.5%	61.4%	62.1%	62.1%	整体	营业成本	亿元	1666.48	1781.39	1977.27	2108.82	
							毛利	亿元	177.51	254.42	291.31	317.55	

资料来源：公司公告，华源证券研究

我们选取 A 股铜钴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 12/10/8x。作为全球矿业巨头，随着 TFM 和 KFM 项目投产铜钴产量的持续放量以及铜价中枢提升，公司盈利有望迎来大幅提升，享有一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 表 15：可 比 公 司 估 值 表（盈 利 预 测 采 用 wind 一 致 预 期，截 至 2024 年 9 月 11 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	368	39	45	55	9	8	7
000878.SZ	云南铜业	214	22	24	27	10	9	8
600362.SH	江西铜业	536	73	76	79	7	7	7
601168.SH	西部矿业	341	36	43	48	9	8	7
601899.SH	紫金矿业	3,677	302	369	423	12	10	9
603979.SH	金诚信	221	16	22	27	14	10	8
301219.SZ	腾远钴业	104	8	10	13	12	10	8
300618.SZ	寒锐钴业	69	3	4	5	25	17	13
	平均值					12	10	8
603993.SH	洛阳铜业	1,355	111	132	146	13	11	10

资料来源：公司公告，华源证券研究

#### 4. 风险提示

- 1) 下游需求波动风险。公司生产的铜等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
- 2) 项目建设不及预期风险。公司在非洲的 KFM 和 TFM 铜钴矿项目建设若不及预期，将影响公司的铜钴产量，从而对公司的盈利造成较大影响。
- 3) 金属价格波动的风险。公司实现铜钴、钨钼和铌磷三大业务布局，这些金属价格尤其是铜价若大幅下降，将对公司盈利产生较大影响。
- 4) 项目所在国政治风险。公司的铜钴矿和铌磷矿分别在非洲刚果金和南美巴西，海外国家存在政治风险，可能对公司矿山的矿石出口造成影响。

图表 16: 财务摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,716.08	48,676.85	70,680.26	90,292.49	营业收入	186,268.97	203,581.13	226,858.00	242,637.11
应收票据及应收账款	1,132.00	833.70	1,438.18	948.18	营业成本	168,158.20	178,138.79	197,727.26	210,882.37
预付账款	1,181.77	2,616.95	1,438.06	2,972.82	营业税金及附加	3,084.38	2,098.45	2,571.52	3,089.72
存货	31,430.50	35,911.57	38,903.83	40,852.75	销售费用	155.42	129.77	153.77	173.86
其他	19,187.24	12,018.39	13,115.97	13,235.44	管理费用	2,386.53	2,179.27	2,561.15	2,815.13
流动资产合计	83,647.58	100,057.46	125,576.29	148,301.69	研发费用	327.09	377.92	443.04	450.11
长期股权投资	2,228.74	2,228.74	2,228.74	2,228.74	财务费用	3,003.84	3,604.61	3,965.07	4,163.33
固定资产	35,603.66	33,149.24	30,694.83	28,240.41	资产/信用减值损失	(144.33)	1.16	3.26	1.20
在建工程	10,621.11	7,431.23	4,081.86	565.02	公允价值变动收益	1,680.50	(1,099.36)	(343.23)	79.31
无形资产	22,960.38	22,417.91	21,875.44	21,332.97	投资净收益	2,483.30	709.62	780.09	856.92
其他	17,913.06	18,708.84	19,547.76	20,431.98	其他	(8,153.93)	(85.24)	(94.24)	(97.21)
非流动资产合计	89,326.95	83,935.97	78,428.63	72,799.12	营业利润	13,287.98	16,748.99	19,970.55	22,097.23
资产总计	172,974.53	183,993.43	204,004.92	221,100.80	营业外收入	25.17	21.33	22.06	22.85
短期借款	24,954.25	26,201.96	27,512.06	28,887.66	营业外支出	105.19	87.32	98.92	97.14
应付票据及应付账款	4,698.18	4,496.63	5,694.71	5,182.43	利润总额	13,207.96	16,683.00	19,893.69	22,022.94
其他	16,812.54	17,636.71	19,875.32	19,365.15	所得税	4,677.34	5,004.90	5,968.11	6,606.88
流动负债合计	46,464.97	48,335.31	53,082.09	53,435.25	净利润	8,530.62	11,678.10	13,925.58	15,416.06
长期借款	18,767.72	19,706.10	20,691.41	21,725.98	少数股东损益	280.91	583.91	696.28	770.80
应付债券	2,000.00	2,100.00	2,205.00	2,315.25	归属于母公司净利润	8,249.71	11,094.20	13,229.30	14,645.26
其他	31,264.37	32,827.58	34,468.96	36,192.41	每股收益(元)	0.38	0.51	0.61	0.68
非流动负债合计	52,032.08	54,633.69	57,365.37	60,233.64					
负债合计	101,012.36	102,968.99	110,447.46	113,668.89					
少数股东权益	12,421.90	12,947.42	13,574.07	14,267.79					
股本	4,319.85	4,319.85	4,319.85	4,319.85					
资本公积	27,694.83	27,694.83	27,694.83	27,694.83					
留存收益	26,077.57	36,062.34	47,968.72	61,149.45					
其他	1,448.03	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	71,962.17	81,024.44	93,557.46	107,431.91					
负债和股东权益总计	172,974.53	183,993.43	204,004.92	221,100.80					

现金流量表				
单位:百万元	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	8,530.62	11,094.20	13,229.30	14,645.26
折旧摊销	2,760.71	2,996.89	2,996.89	2,996.89
财务费用	4,590.65	3,604.61	3,965.07	4,163.33
投资损失	(2,483.30)	(798.51)	(878.36)	(966.20)
营运资金变动	1,091.72	(5,044.28)	583.16	(3,443.96)
其它	1,051.60	(515.45)	353.05	850.11
经营活动现金流	15,542.00	11,337.45	20,249.11	18,245.42
资本支出	11,551.18	(4,753.09)	(4,990.75)	(5,240.29)
长期投资	294.83	0.00	0.00	0.00
其他	(22,504.69)	15,122.27	9,504.35	9,583.79
投资活动现金流	(10,658.69)	10,369.17	4,513.60	4,343.50
债权融资	(1,649.59)	(1,130.01)	(1,366.74)	(1,435.08)
股权融资	(1,831.65)	(2,615.84)	(1,392.56)	(1,541.61)
其他	(5,125.22)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(8,606.47)	(3,745.85)	(2,759.30)	(2,976.69)
汇率变动影响	0.00	(88.89)	(98.28)	(109.28)
现金净增加额	(3,723.15)	17,871.88	21,905.13	19,502.96

资料来源: wind, 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 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@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