

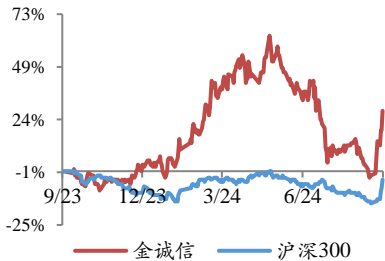
矿服业务稳健增长，矿山资源持续放量

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-09-27

收盘价 (元)	48.89
近 12 个月最高/最低 (元)	61.00/33.56
总股本 (百万股)	618
流通股本 (百万股)	618
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	302
流通市值 (亿元)	302

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 服务+资源双轮驱动，布局海外潜力可期

金诚信历经 20 余年发展，已从单纯的施工管理业务向矿山建设和采矿运营管理服务、矿山智能设备制造、矿山科技研发、矿山资源开发、矿山产品贸易流通的全产业链覆盖。公司以矿服业务为基数稳健发展，2024 上半年营收/归母净利润分别为 42.73/6.13 亿元，同比分别 +30.3%/52.3%。公司切入资源开发业务，24H1 铜精矿及磷矿石销售贡献营收 8.61 亿元，占比约 20.16%，2023 年全年贡献营收仅 6.26 亿元，预计后续随着矿山投产资源开发业务持续增长。

● 构筑一体化矿服能力，海外合作逐步深化

公司在境内外承担近 40 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，具备江西铜业、金川集团、紫金矿业、艾芬豪矿业、Vedanta 等在内的国内外知名矿业公司作为稳定客户群体。2023 年公司矿服收入 66.1 亿元，同比+25.5%，近五年 CAGR 为 16.6%，绑定优质大客户稳定增长。公司通过国内客户国内矿山延伸至国内客户海外矿山以及海外客户，海外矿服收入占比从 2019 年的 40.3% 提升至 24H1 的 67.6%，海外矿山项目有望持续贡献增量。另外，公司切入矿山机械设备制造领域，生产矿山设备自用+销售，2023 年贡献收入 8286 万元，同比 +134.33%，24H1 实现收入 5345 万元，已超过 2023 年全年收入的 64.5%，一体化服务优势显著。

● 自有资源持续放量，带动盈利增长

公司布局自有资源开发业务，截至 24H1 期末，公司保有资源量：铜金属 236 万吨、银金属 179 吨、金金属 19 吨、磷矿石 1895 万吨。贵州两岔河磷矿 30 万吨磷矿和 Dikulushi 铜矿 1 万吨铜金属年产能稳定生产，后续资源增量可观：Lonshi 铜矿项目预计 2024 年底达产后年产能 4 万吨，Lonshi 周围矿权仍在进行地勘，增储潜力较大；赞比亚 Lubambe 铜矿公司 2024 年 6 月接管后预计通过技改加速投产；哥伦比亚 SanMatias 铜金银矿由公司和艾芬豪集团合作开发，目前正在等待环境批复。

● 投资建议

公司是国内矿服领先企业，矿服传统主业稳健增长，自有矿山资源开发磷矿和铜矿产能释放贡献业绩弹性，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.06/19.78/22.64 亿元，对应 PE 分别为 19/15/13 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

产能释放不及预期；铜、磷等价格大幅波动；海外经营风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7399	9309	10660	11315
收入同比 (%)	38.2%	25.8%	14.5%	6.1%
归属母公司净利润	1031	1606	1978	2264
净利润同比 (%)	68.7%	55.7%	23.2%	14.5%
毛利率 (%)	30.4%	32.1%	33.4%	33.5%
ROE (%)	14.3%	18.1%	18.2%	17.3%
每股收益 (元)	1.71	2.60	3.20	3.66
P/E	22.08	18.81	15.27	13.34
P/B	3.15	3.40	2.78	2.30
EV/EBITDA	11.63	10.34	8.28	6.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 服务+资源双轮驱动，布局海外潜力可期.....	5
1.1 矿服业务起家，布局资源开发.....	5
1.2 利润持续增长，管理费率优化.....	7
2 构筑一体化矿服能力，海外合作逐步深化.....	10
3 自有持续放量，带动盈利增长.....	12
4 盈利预测和估值探讨.....	13
风险提示:	15
财务报表与盈利预测.....	16

图表目录

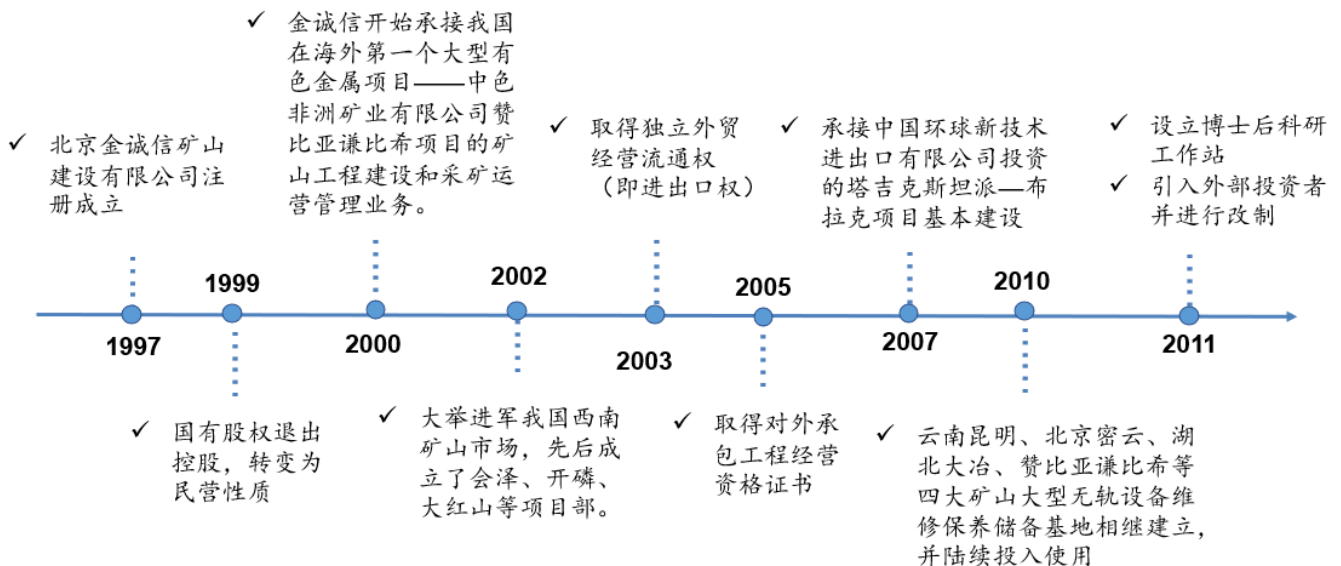
图表 1 公司发展历程 (1997-2011 年)	5
图表 2 公司发展历程 (2011 年至今)	6
图表 3 公司股权结构图	6
图表 4 公司核心高管	7
图表 5 公司营收及增速	8
图表 6 公司归母净利润及增速	8
图表 7 公司主营业务收入占比	8
图表 8 公司境内外营业收入占比	8
图表 9 公司销售毛利率	9
图表 10 公司销售净利率	9
图表 11 公司销售费用率	9
图表 12 公司管理费用率	9
图表 13 公司研发费用率	10
图表 14 公司财务费用率	10
图表 15 公司矿服业务收入	10
图表 16 公司矿服业务毛利率	10
图表 17 公司 2023 年矿服项目数量及金额	11
图表 18 公司矿服业务量	11
图表 19 金诚信海外典型在建项目	11
图表 20 公司 2023 年矿服各板块收入占比	12
图表 21 公司矿服业务毛利率	12
图表 22 公司矿山资源量情况	13
图表 23 公司收入预测	14
图表 24 公司近五年 PE-TTM	14

1 服务+资源双轮驱动，布局海外潜力可期

1.1 矿服业务起家，布局资源开发

立足矿山开发服务，拓展自有资源开发业务。金诚信是一家集有色金属矿山、黑色金属矿山和化工矿山工程建设、矿山运营管理、矿山设计与技术研发等业务为一体的专业性管理服务企业，是行业内专注度最高的矿山开发服务企业之一。公司2000年开始承接我国海外第一个大型有色金属项目，随后进军国内西南市场，2005年获得对外工程承包许可后，实现海内外项目共同发展；2017年开始生产井下矿多功能服务车，正式进军矿山设备制造领域；2019年收购贵州两岔河矿业，开拓矿山资源开发业务。公司先后承担40多个境内外矿山矿服项目，同时加持新业务，盈利涨势强劲。

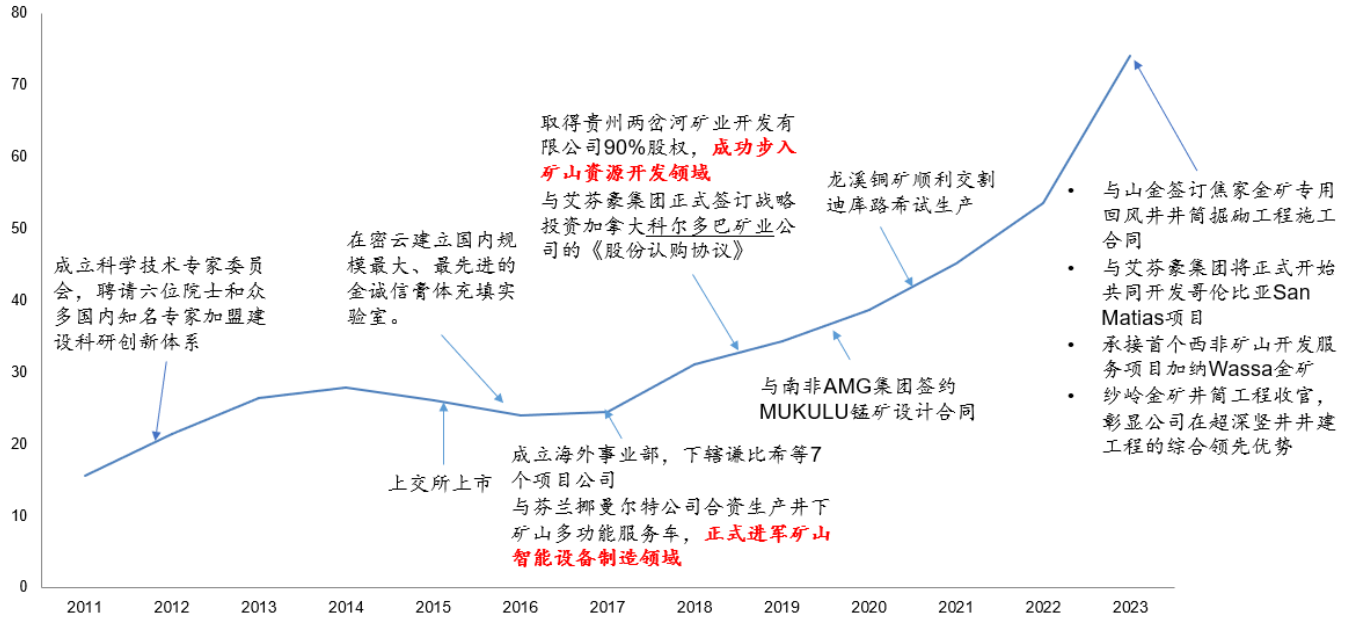
图表 1 公司发展历程 (1997-2011 年)



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 公司发展历程 (2011 年至今)

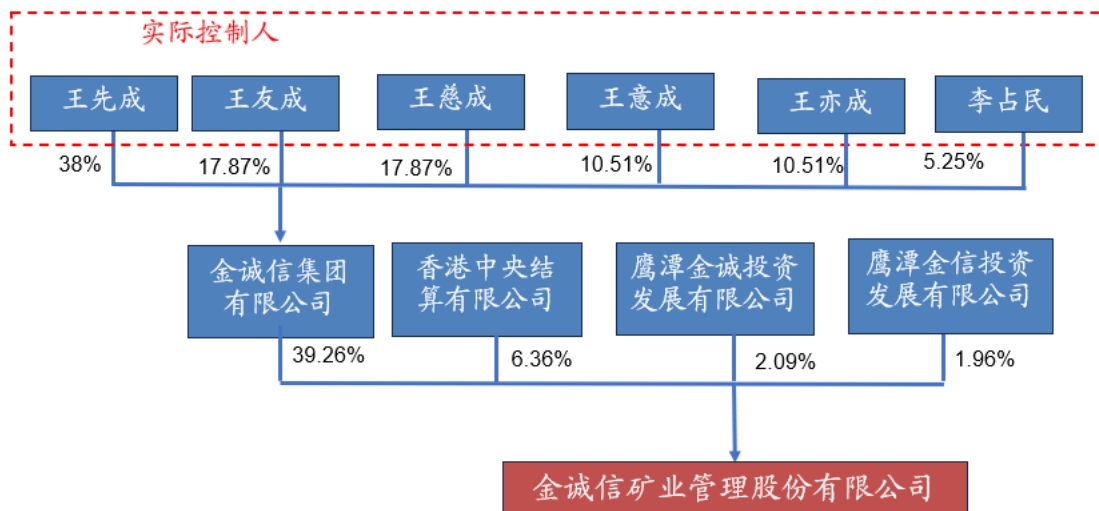
收入 (亿元) :



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

股权集中, 管理架构稳定。公司第一大股东金诚信集团持有公司 39.26% 的股份。金诚信集团约 95% 的股份由王氏家族控制, 家族信托模式下公司的股权和管理结构稳定且集中。截至 2023 年年底, 公司共有控股公司及全资子公司 37 家, 广泛涵盖公司矿服矿销业务。

图表 3 公司股权结构图



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 4 公司核心高管

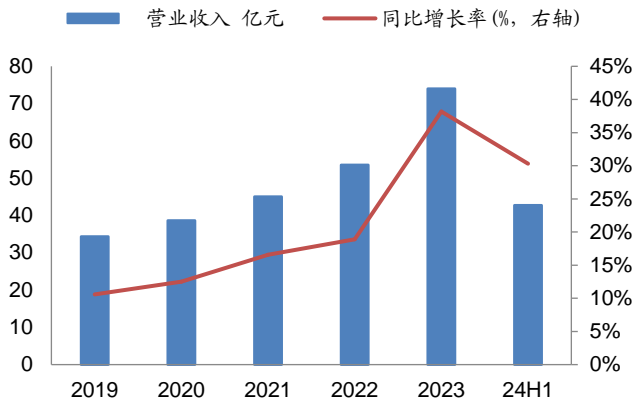
姓名	职务	个人简历
王青海	董事长	历任金诚信审计监察部审计员、人力资源管理中心总经理、总裁助理、副总裁等职务。
王心宇	副董事长	历任中国有色金属建设股份有限公司伊朗锌厂项目经理、海外工程一部经理，伊朗阿拉克铝项目经理部项目经理等职务。
黄海根	总裁	曾任中条山集团篦子沟矿副矿长、胡家峪矿矿长、胡家峪矿业公司董事长、中条山集团北方铜业副总经理、铜矿峪矿党委副书记、矿长、正高级采矿工程师等职务
王慈成	常务副总裁	曾任金诚信矿业管理有限公司董事长、总经理，董事、副总经理
丁金刚	副总裁,总工程师	历任长沙有色冶金设计研究院采矿室副主任，工程管理部副部长；中铝国际南方工程公司总经理；长沙有色冶金设计研究院生产经营部部长，人力资源部部长等职务
刘风坤	副总裁	曾任金诚信金川项目部经理，会泽项目部经理，南方分公司副总经理，中南分公司总经理，竖井分公司总经理等职务；曾任金诚信人力资源管理中心总经理，总裁助理，海外事业部总经理，总裁助理兼塞尔维亚公司总经理
叶平先	副总裁	历任工程公司总经理兼设计院院长、北京矿冶研究总院副总工程师，北京华懋利能技术总经理，北京中矿东方矿业公司总经理等职务
周根明	副总裁	历任金诚信苍山项目部项目经理，北京分公司副总经理，竖井分公司副总经理，公司安全生产调度管理中心总经理、总裁助理兼安全生产技术管理中心总经理等职务
王刚	副总裁	地质矿产高级工程师，国家注册安全工程师。曾任吉尔吉斯斯坦奥同克常务副总经理，洛阳坤宇矿业副总经理，塞尔维亚紫金矿业副总经理，金诚信总裁助理兼资源开发事业部总经理等职务
王友成	副总裁	于 1997 年 12 月至今历任金诚信集团有限公司项目经理、副总经理、董事
胡洲	副总裁,总经济师	历任金诚信开磷项目部经理、普朗项目部经理、南方分（子）公司总经理等职务，现任公司副总裁、两岔河矿业董事长。
孟竹宏	财务总监	曾任职于江苏淮安市清浦区审计局，天职国际会计师事务所项目经理，金诚信财务部副经理等职务
吴邦富	董事会秘书	曾担任安邦财产保险股份有限公司稽核部副总经理；历任金诚信证券法务部经理、董事会办公室主任、证券事务代表等职务

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

1.2 利润持续增长，管理费率优化

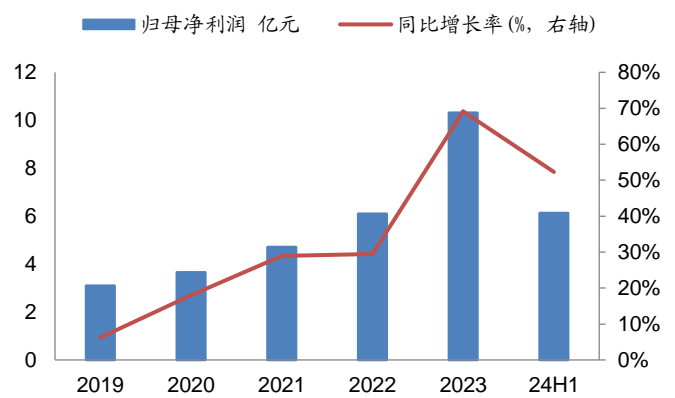
铜精矿及磷矿逐步贡献业绩，境外矿服潜力可期。公司 2023 年营业收入及归母净利润分别为 73.99/10.31 亿元，同比分别+38.18%/ 69.12%；2024 上半年营收及归母净利润分别为 42.73/6.13 亿元，同比分别+30.3%/52.3%，矿服收入稳健提升，业绩大幅增长主要来源于资源业务放量。**从产品来看**，矿服业务利润贡献占比高，2023 年采矿运营管理及矿山工程建设分别实现营收 44.81 和 19.87 亿元，均达历史新高，且分别占总营收的 60.56%和 26.85%，增速显著。同时公司开拓新产品板块，新增加资源开发业务，24H1 铜精矿及磷矿石销售实现营收 8.61 亿元，占总营收的 20.16%，2023 年全年贡献营收仅 6.26 亿元，预计后续随着矿山投产相关业务保持稳步增长。**从地区来看**，从 2019 年以来境外矿服营收占比持续升高，2023 年占比 62.96%，达历史最高，境内矿服营收占比持续下降，境外矿服逐渐成为公司盈利主赛道。

图表 5 公司营收及增速



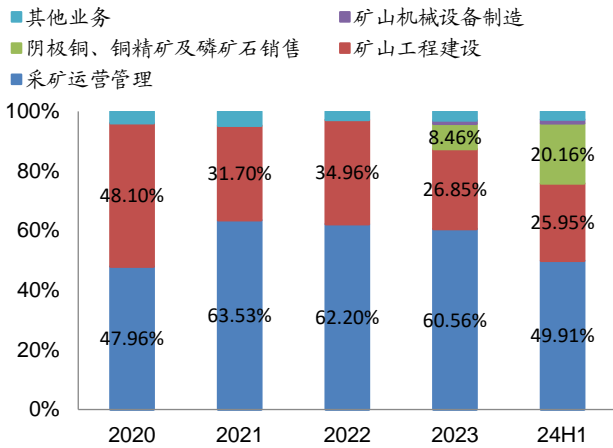
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润及增速



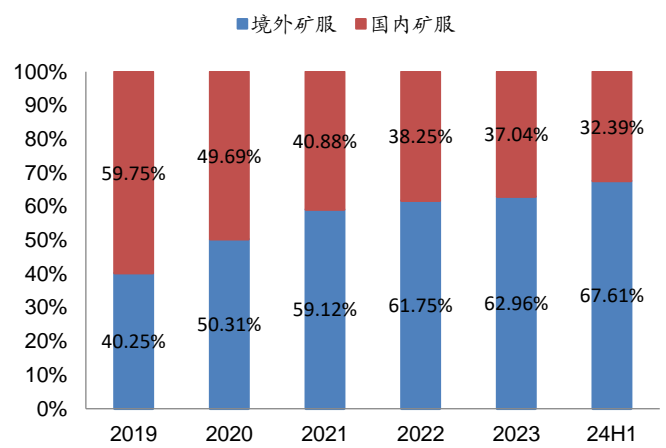
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司主营业务收入占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

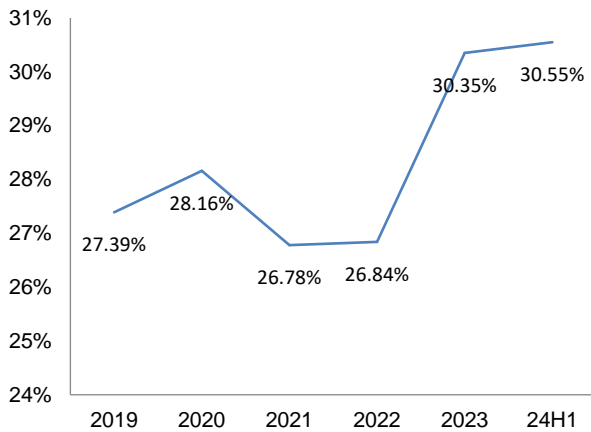
图表 8 公司境内外营业收入占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

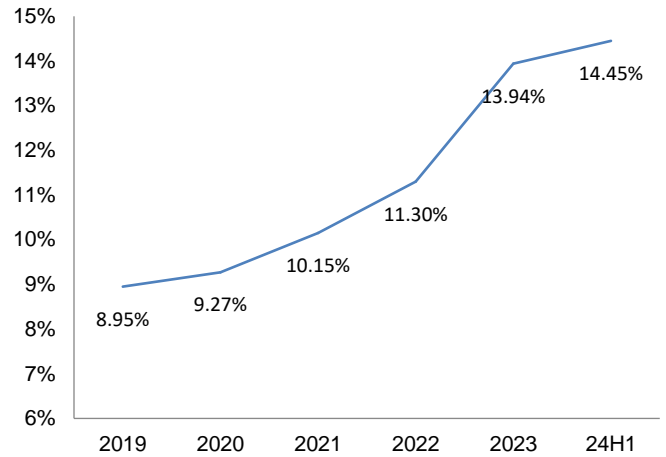
矿服需求释放, 净利率稳步提升。公司充分把握海外矿服优势, 资源开发新业务放量, 利润率现稳步增长, 2023 年公司毛利率达 30.35%, 同比+3.51pcts, 净利率 13.94%, 同比+2.64pcts; 2024 年上半年毛利率/净利率分别为 30.55%/14.45%, 保持高位稳定运行。矿服订单稳定叠加矿山产能持续释放, 预计后续公司利润率将持续走高。

图表 9 公司销售毛利率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 10 公司销售净利率

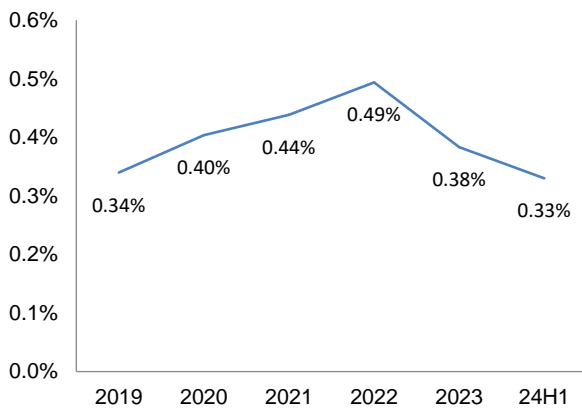


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

销售费用率: 公司 2023 年和 24H1 销售费用率分别为 0.38%和 0.33%, 由于矿服和资源开发业务的销量增加销售费用投入有所增加, 但增幅慢于营收涨幅。

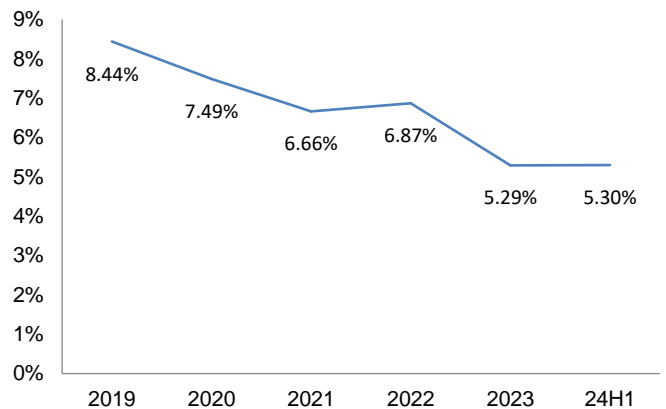
管理费用率: 公司 2023 年和 24H1 财务费用率分别为 5.29%和 5.3%, 较 2022 年之前明显优化, 公司管理降本增效进一步提升。

图表 11 公司销售费用率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 12 公司管理费用率

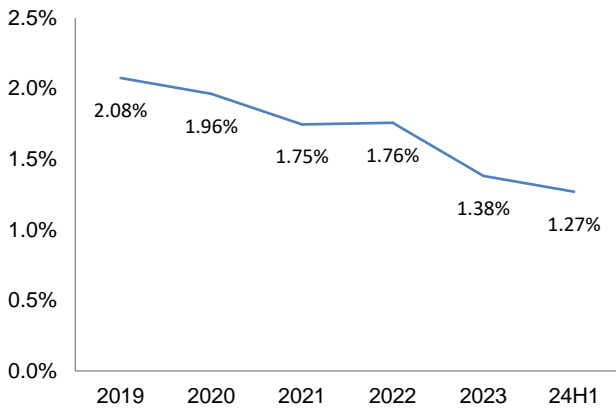


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

研发费用率: 公司 2023 年和 24H1 研发费用率分别为 1.38%和 1.27%, 基本保持稳定。

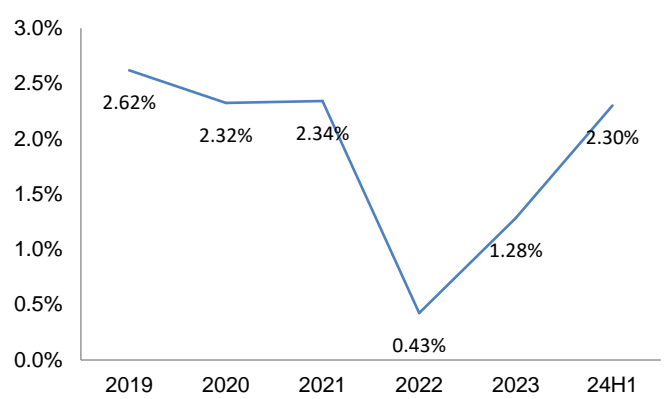
财务费用率: 公司 2023 年和 24H1 财务费用率分别为 1.28%和 2.3%, 财务费用波动主要因为公司矿山资源项目基建投资结束相应借款利息不再资本化, 以及汇率波动导致的外币资产汇兑收益波动。

图表 13 公司研发费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 14 公司财务费用率

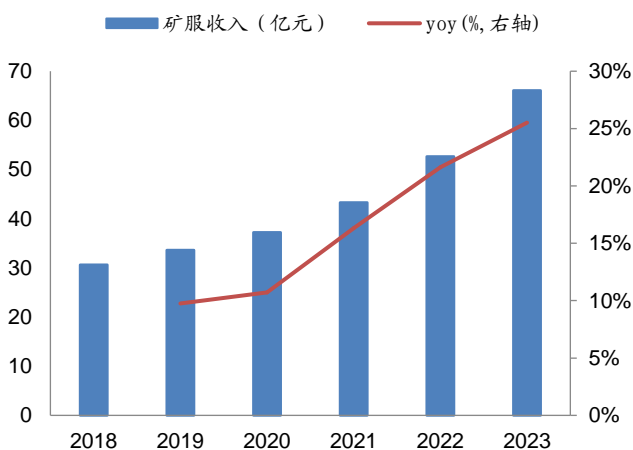


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

2 构筑一体化矿服能力，海外合作逐步深化

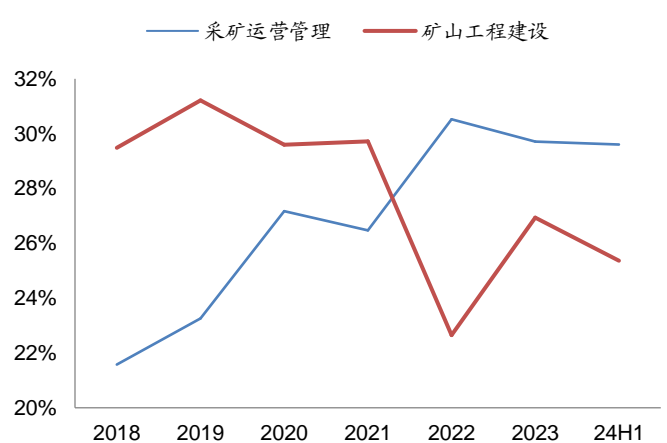
国内矿服领先，绑定优质客户稳定发展。公司在境内外承担近 40 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，在矿山工程建设、采矿运营管理业务领域基本确立了领先地位。公司以“实力业主、知名矿山”为目标市场导向，开发出包括江西铜业、金川集团、紫金矿业、艾芬豪矿业、Vedanta 等在内的国内外知名矿业公司作为稳定客户群体。公司矿服业务贡献稳定业绩增量，2023 年矿服收入 66.1 亿元，同比 +25.5%，近五年 CAGR 为 16.6%，采矿工程管理和矿山工程建设的毛利率均在 25% 以上。

图表 15 公司矿服业务收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 公司矿服业务毛利率



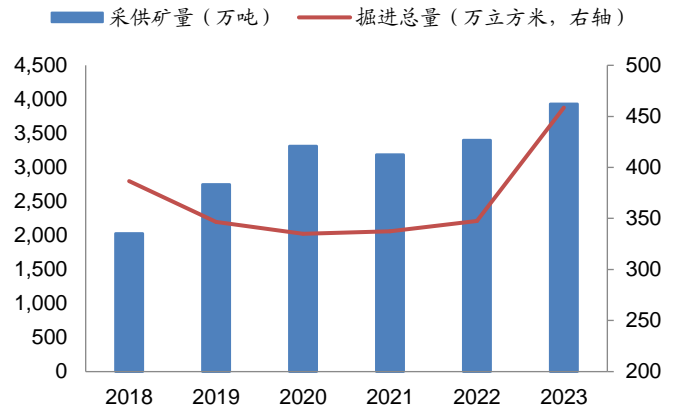
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 公司 2023 年矿服项目数量及金额

业务地区	项目数量	总金额 (万元)
境内	23	244,762.36
境外	16	415,986.77
合计	39	660,749.13

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 公司矿服业务量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

凭借技术优势，海外合作逐步深化。公司通过国内客户合作不断深入拓展至海外项目，并拓展海外客户，公司自 2003 年承接中色非洲赞比亚 Chambishi 项目以来，积累了丰富的国际化矿山服务经验，建立品牌影响力。公司的技术和管理能力获得客户青睐，同客户的海外合作不断深入：与中国有色在海外的合作由 Chambishi 项目延伸至印度尼西亚 Dairi 铅锌矿项目；与紫金矿业由刚果（金）Kamoa 项目延伸至塞尔维亚 Timok 铜金矿项目、Bor 铜金矿项目及丘卡卢-佩吉铜金矿项目；公司与 Ivanhoe 在 Kamoa 铜矿上的良好合作延续到资源项目股权投资领域，于 2019 年参股了 Ivanhoe 旗下 Cordoba 矿业，间接参股 San Matias 铜金银矿项目为公司“矿服+资源”经营模式注入新活力。

图表 19 金诚信海外典型在建项目

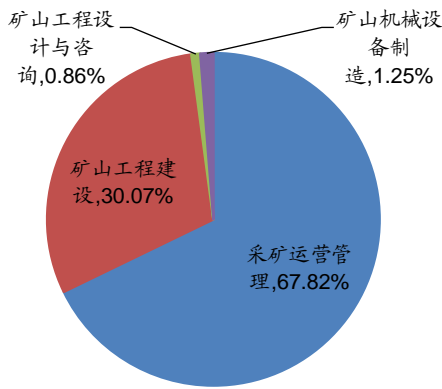
项目名称	业主	公司承建工程
波尔项目	塞尔维亚紫金铜业	JM 矿、ZB 金矿矿山井巷工程（第二标段）
卡莫阿项目	卡莫阿铜业（刚果金政府、艾芬豪、紫金矿业合资）	卡莫阿-卡库拉斜坡道工程及该铜矿未来五年地下基建掘进施工工程
谦比希项目	中色非洲矿业	整个谦比希铜矿的井下矿山建设与采矿运营管理；金诚信独立运营大型无轨化井下矿山的建设与采矿生产运营管理
KCM 项目	孔科拉铜矿（第一个全外资项目）	赞比亚 Konkola（孔科拉）铜矿 1#井南部采区掘进工程
鲁班比项目	Lubambe Copper Mine Limited	鲁班比铜矿 5 条斜坡道基建及采准掘进工程
百安项目	柯米卡简易有限公司	刚果（金）卡莫亚铜钴矿深部矿体采矿工程
金塞项目	Rakita 勘探有限公司	紫金矿业 Rakita 勘探有限公司 Timok 铜金矿回风井掘砌及-20、-80 两个水平中段施工任务
金印达瑞项目	中色（印尼）达瑞铅锌矿	斜坡道、进风平硐、回风平硐、水平开拓以及相关开拓工程等
瓦萨项目	赤峰黄金	开拓 242 矿区井下开采，开始第一个采场的生产，并通过 242 井下新建主斜坡道，开始南延区第一个采场的生产
金科项目	金川集团梅特瑞斯公司	穆松尼铜钴矿混合井工程，井筒及其附属工程掘砌和永久井筒装备安装

沙尔基亚项目	哈萨克斯坦沙尔基亚锌业有限公司	矿山一期基建开拓工程和竖井修复工程, 项目工期 50 个月, 合同总金额约 1.07 亿美元
开元项目	老挝开元矿业有限公司	150 万吨氯化钾项目一期工程南回风竖井工程
金森达项目	金川集团国际资源有限公司	金森达铜业公司地下矿山掘进和采矿工程

资料来源: 金诚信官网, 华安证券研究所

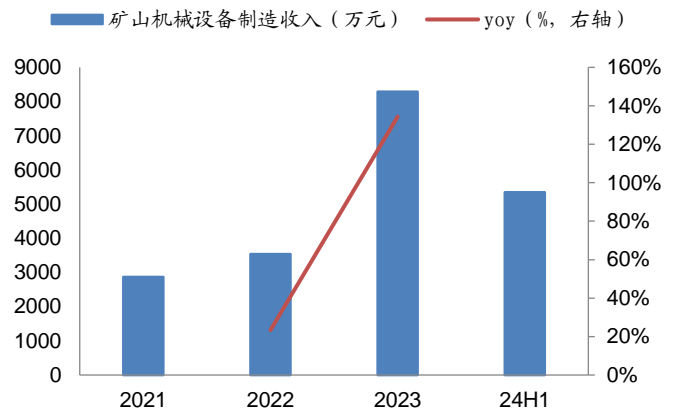
切入矿山机械制造, 一体化服务优势显著。公司以采矿运营管理和矿山工程建设起家, 积累一定的技术和装备优势, 可根据需要生产部分地下矿山专用设备, 在满足自身需要的基础上面向市场。公司矿山机械设备制造 2023 年实现收入 8286 万元, 同比+134.33%, 24H1 实现收入 5345 万元, 已超过 2023 年全年收入的 64.5%。

图表 20 公司 2023 年矿服各板块收入占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 21 公司矿山机械设备制造收入增长



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3 自有持续放量, 带动盈利增长

布局自有资源开发, 铜矿增储潜力大。公司自有的资源开发项目包括贵州两岔河矿段磷矿 80 万吨/年采矿工程、刚果金的 Dikulushi 铜矿和 Lonshi 铜矿以及参股的 Cordoba 矿业。截至 24H1 期末, 公司保有资源量: 铜金属 236 万吨、银金属 179 吨、金金属 19 吨、磷矿石 1895 万吨。

两岔河磷矿: 公司持有贵州两岔河磷矿 90% 股权, 截至 2024 年 6 月末, 两岔河磷矿采矿权资源量为 2,106 万吨磷矿石, P2O5 平均品位 31.86%。两岔河磷矿矿山整体生产规模 80 万吨/年, 目前南部采区 30 万吨年产能已投产。

Dikulushi 铜矿: 截至 2024 年 6 月末 Dikulushi 铜矿保有矿石量约 60 万吨, 铜平均品位 7.45%, Dikulushi 年产能约 1 万吨铜金属, 2023 年铜精矿含铜 (当量) 产/销量分别为 0.98/1.02 万吨, 实现收入 5.06 亿元, 占公司总营收的比重约为 6.84%。

Lonshi 铜矿: 截至 2024 年 6 月末, Lonshi 铜矿保有矿石量 3,050 万吨, 平均品位 2.72%, Lonshi 铜矿周边另有 7 个矿权仍在开展地勘工作, 增储潜力较大。据公告, Lonshi 铜矿力争在 2024 年底具备达产的状态, 达产后年产约 4 万吨铜金属,

2024 年计划生产铜金属 2 万吨，销售铜金属 2.2 万吨。

Lubambe 铜矿：截至 2024 年 6 月末，Lubambe 铜矿保有矿石量 7,460 万吨，铜品位 1.97%，酸溶铜品位 0.35%，公司 2024 年 6 月接管 Lubambe 矿山后预计通过技改加速投产。公司协议向少数股东转让 10% 股权后预计持有 Lubambe 铜矿 70% 的股权。

SanMatias 铜金银矿：公司同艾芬豪集团合作开发的 SanMatias 铜金银矿保有矿石量 13,130 万吨，铜品位 0.36%，金品位 0.24 克/吨、银品位 2.27 克/吨，目前已提交矿床环境影响评估报告等待哥伦比亚国家环境许可证管理局批复。

图表 22 公司矿山资源量情况

矿山名称	权益比例	主要品种	保有资源量			储量			矿山规模 万吨/年
			矿石量 万吨	品位		矿石量 万吨	品位		
两岔河磷矿	90%	磷	2,122	P2O5(%)	31.87	466	P2O5(%)	31.18	80
金景矿业	90%	Dikulushi 矿床	55	铜(%)	6.52	38	铜(%)	7.1	15
		Boomgate 矿床	35	铜(%)	2.28	-	-	-	-
		Golfcourse 矿床	80	铜(%)	1.2	-	-	-	-
元景矿业	90%	Kazumbula 矿床	48	铜(%)	2.55	-	-	-	-
		Kabusanje 矿床	35	铜(%)	1.6	-	-	-	-
Sabwe 公司	100%	铜	3,057	铜(%)	2.78	1,839	铜(%)	2.72	165
San Matias 铜金银矿	60%	铜、金、银	13,130	铜(%)	0.36		铜(%)	0.41	730
				金(g/t)	0.24		金(g/t)	0.23	
				银(g/t)	2.27		银(g/t)	2.63	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测和估值探讨

收入预测和重要假设：资源板块，根据目前已有的数据，假设 Dikulush 铜矿稳定生产，铜矿年销售量 1 万吨，Lonshi 铜矿预计 2024 年销量 2.2 万吨，2025 年达产贡献 3.8 万吨销量，2026 年销量 4 万吨，基于冶炼产能扩张铜矿需求增长，假设 2024-2026 年均价分别为 5.25/5.5/5.8 万元/吨。参考 2023 年数据，两岔河磷矿假设年销量 33 万吨，均价 750 元/吨。参考过往数据，假设矿山资源开发业务毛利率 48%。

矿服板块，公司矿服业务绑定大客户平稳发展，假设 2024-2026 年收入增速分别为 8%/5%/5%，毛利率分别为 28.2%/28.2%/28.3%。

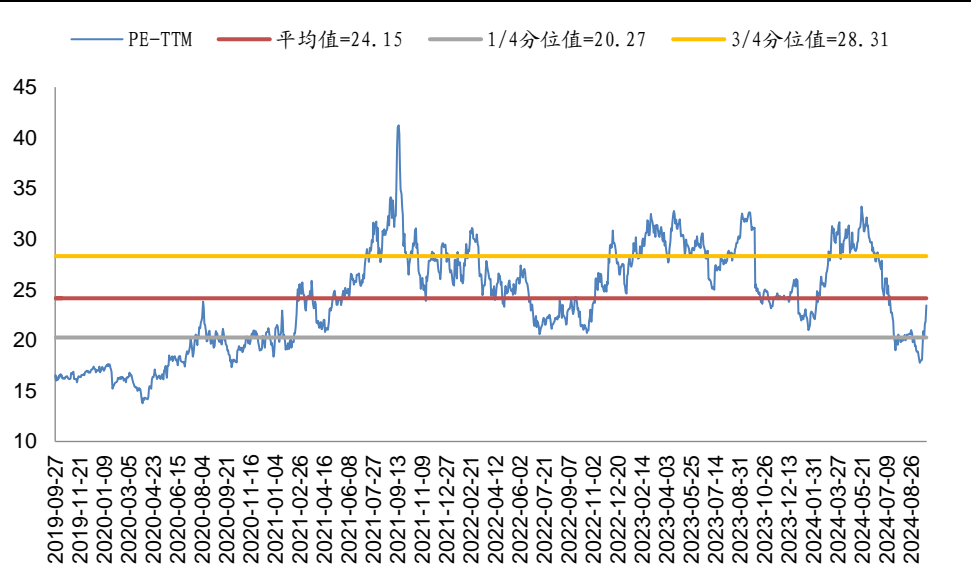
图表 23 公司收入预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
矿山资源开发业务				
收入 (百万元)	626	1928	2894	3142
YOY		208%	50%	9%
毛利率	48.37%	48%	48%	48%
铜精矿收入 (百万元)				
收入 (百万元)	506	1680	2646	2894
YOY		232%	58%	9%
销量 (万吨)	1.59	3.20	4.80	5.00
均价 (万元/吨)	3.19	5.25	5.51	5.79
磷矿收入 (百万元)				
收入 (百万元)	120	248	248	248
YOY		107%	0%	0%
销量 (万吨)	16.00	33.00	33.00	33.00
均价 (元/吨)	748.00	750.00	750.00	750.00
矿山服务业务				
收入 (百万元)	6607	7166	7530	7912
YOY		8%	5%	5%
毛利率	28.95%	28.20%	28.24%	28.26%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

截至 2024 年 9 月 27 日收盘, 公司 PE-TTM 为 24.32, 接近历史五年平均值, 公司收购铜矿后估值抬升, 通过盈利提升消化估值。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.06/19.78/22.64 亿元, 对应 PE 分别为 19/15/13 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24 公司近五年 PE-TTM



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

风险提示：

产能释放不及预期：公司自有矿山两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿和 Lonshi 铜矿等建设项目逐步投产，如果产能释放不及预期将影响公司经营收入；

铜、磷等价格大幅波动：公司自有矿山产品包括铜精矿和磷矿石，产品价格波动对于公司业绩有一定影响；

海外经营风险：公司在海外从事矿山服务和自有矿山开发，如果海外地缘政治冲突或政策变动限制中国企业从事矿山开发工作，将对公司的经营情况造成影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7331	9899	11489	13281	营业收入	7399	9309	10660	11315
现金	1918	2763	3505	4857	营业成本	5153	6324	7103	7524
应收账款	2390	3326	3703	3922	营业税金及附加	84	87	105	112
其他应收款	115	179	211	214	销售费用	28	40	45	45
预付账款	93	118	134	140	管理费用	392	493	554	566
存货	1656	1899	2181	2311	财务费用	95	81	67	56
其他流动资产	1158	1614	1756	1837	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	6295	7659	8635	9433	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	315	453	614	790	投资净收益	-84	-79	-96	-2
固定资产	4429	5324	6203	6963	营业利润	1347	2106	2580	2898
无形资产	638	655	662	669	营业外收入	1	1	1	3
其他非流动资产	913	1228	1157	1011	营业外支出	17	15	7	6
资产总计	13625	17558	20124	22714	利润总额	1331	2093	2574	2894
流动负债	3837	4984	5553	5856	所得税	299	471	577	608
短期借款	740	839	966	1088	净利润	1032	1622	1998	2287
应付账款	1364	1769	2010	2098	少数股东损益	0	16	20	23
其他流动负债	1733	2375	2576	2669	归属母公司净利润	1031	1606	1978	2264
非流动负债	2509	3625	3625	3625	EBITDA	2080	3012	3688	4193
长期借款	1406	1406	1406	1406	EPS (元)	1.71	2.60	3.20	3.66
其他非流动负债	1103	2218	2218	2218					
负债合计	6346	8609	9177	9481					
少数股东权益	61	77	97	120					
股本	602	618	618	618					
资本公积	1895	2108	2108	2108					
留存收益	4720	6147	8124	10388					
归属母公司股东权	7218	8872	10850	13113					
负债和股东权益	13625	17558	20124	22714					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1085	1770	2860	3399
净利润	1032	1622	1998	2287
折旧摊销	541	839	1046	1243
财务费用	94	119	122	126
投资损失	84	79	96	2
营运资金变动	-702	-920	-405	-260
其他经营现金流	1769	2574	2406	2548
投资活动现金流	-1954	-2327	-2122	-2044
资本支出	-1647	-1993	-1865	-1866
长期投资	-279	-137	-162	-175
其他投资现金流	-28	-196	-96	-2
筹资活动现金流	722	1400	4	-4
短期借款	157	99	127	122
长期借款	546	0	0	0
普通股增加	0	16	0	0
资本公积增加	23	212	0	0
其他筹资现金流	-4	1073	-122	-126
现金净增加额	-137	845	743	1351

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	38.2%	25.8%	14.5%	6.1%
营业利润	71.2%	56.4%	22.5%	12.3%
归属于母公司净利润	68.7%	55.7%	23.2%	14.5%
获利能力				
毛利率 (%)	30.4%	32.1%	33.4%	33.5%
净利率 (%)	13.9%	17.2%	18.6%	20.0%
ROE (%)	14.3%	18.1%	18.2%	17.3%
ROIC (%)	11.2%	13.3%	13.9%	13.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.6%	49.0%	45.6%	41.7%
净负债比率 (%)	87.2%	96.2%	83.8%	71.6%
流动比率	1.91	1.99	2.07	2.27
速动比率	1.27	1.41	1.48	1.68
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.60	0.57	0.53
应收账款周转率	3.40	3.26	3.03	2.97
应付账款周转率	3.88	4.04	3.76	3.66
每股指标 (元)				
每股收益	1.71	2.60	3.20	3.66
每股经营现金流	1.76	2.86	4.63	5.50
每股净资产	11.99	14.36	17.56	21.23
估值比率				
P/E	22.08	18.81	15.27	13.34
P/B	3.15	3.40	2.78	2.30
EV/EBITDA	11.63	10.34	8.28	6.99

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。