

非金融公司|公司点评|紫金矿业 (601899)

# 收购秘鲁矿山，增厚金、铜资源储量



## | 报告要点

公司是全球矿业巨头，世界级资源及产能配置将助力公司产量快速爬坡，矿产铜金产量有望实现高位再进阶。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 322.65/384.51/451.19 亿元，EPS 分别为 1.21/1.45/1.70 元；当前股价对应 P/E 分别为 14.3/12.0/10.2 倍。

## | 分析师及联系人



王琪

SAC: S0590524080003 SAC: S0590524060001



周志璐

## 紫金矿业(601899)

# 收购秘鲁矿山，增厚金、铜资源储量

行业： 有色金属/工业金属  
 投资评级： 买入（维持）  
 当前价格： 17.31 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 26,578/26,545  
 流通A股市值(百万元) 355,829.43  
 每股净资产(元) 4.99  
 资产负债率(%) 55.38  
 一年内最高/最低(元) 19.87/11.21

### 股价相对走势



### 相关报告

- 《紫金矿业(601899): Q3业绩符合预期,充分受益于金属价格上涨》2024.10.18
- 《紫金矿业(601899): 收购优质金矿标的,增储增产潜力佳》2024.10.16



扫码查看更多

### 投资要点

紫金矿业境外全资子公司金睿（新加坡）矿业拟以 2.45 亿美元，以及二期项目商业化生产后 5000 万美元的或有付款和 1.5%黄金净冶炼收益的权益金为对价收购 Pan American Silver Corp. 旗下秘鲁 La Arena 金矿和二期项目 100%权益。

#### ➤ 秘鲁铜金矿项目一期在产，2023 年实现净利润 0.1 亿美元

La Arena S.A. 注册于秘鲁，持有 La Arena 项目 100%权益。截至 2023 年 12 月 31 日，目标公司资产总额为 3.2 亿美元，负债总额为 1.55 亿美元，净资产为 1.65 亿美元，2023 年度实现销售收入 1.9 亿美元，净利润 0.1 亿美元。参考 2.5 亿美元的收购对价，对应 2023 年的 PE 约 25 倍，对应 PB 约为 1.51 倍。

#### ➤ 基础设施完备，二期开发潜力足

La Arena 项目位于秘鲁北部 La Libertad 大区，矿区有国家公路和省级公路穿过，距离港口 Salaverry 约 175 公里，距离秘鲁第三大城市 Trujillo 约 150 公里，交通便利。项目与秘鲁国家电网相连，电力供应稳定充足。一期于 2011 年投产运营，La Arena 二期项目项目在现有一期在产矿区周边，矿业生产设施条件良好。

#### ➤ 增厚金、铜资源储量，提升产品产量

La Arena 二期项目探明+控制的资源量合计 7.4 亿吨，含金量约 175.3 吨，平均品位 0.24 克/吨；含铜约 262.7 万吨，平均品位 0.35 克/吨，收购完成后，有望进一步增厚公司的金、铜资源储量。另有 La Arena 项目位于世界著名的成矿带上，且在在产矿山，铜、金资源量较大，有较好的找矿增储潜力。目前，La Arena 一期项目年产金约 3 吨，La Arena 二期预计达产后年产铜约 10 万吨、产金约 3.8 吨。La Arena 项目的收购对紫金矿业实现 2028 年产量目标具有重要意义。

#### ➤ 投资建议

公司是全球矿业巨头，世界级资源及产能配置将助力公司产量快速爬坡，矿产铜金产量有望实现高位再进阶。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 322.65/384.51/451.19 亿元，EPS 分别为 1.21/1.45/1.70 元；当前股价对应 P/E 分别为 14.3/12.0/10.2 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**金属价格大幅波动风险；地缘政治及政策风险；汇率波动风险；收购不确定风险；项目进度不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	270329	293403	337142	361470	378865
增长率(%)	20.09%	8.54%	14.91%	7.22%	4.81%
EBITDA(百万元)	42026	44765	63851	74086	85052
归母净利润(百万元)	20042	21119	32265	38451	45119
增长率(%)	27.88%	5.38%	52.77%	19.17%	17.34%
EPS(元/股)	0.75	0.79	1.21	1.45	1.70
市盈率(P/E)	23.0	21.8	14.3	12.0	10.2
市净率(P/B)	5.2	4.3	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	3.9	3.8	9.5	8.1	6.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 06 日收盘价

## 正文目录

1. 收购资产：外延式扩张再下一城 .....	4
1.1 收购方案：收购秘鲁铜金矿项目 100%股权 .....	4
1.2 核心资源情况：基础设施完备，二期开发潜力足 .....	5
2. 铜、金：增厚铜、金资源储量，提升产品产量 .....	9
3. 盈利预测、估值与投资建议 .....	11
3.1 盈利预测、估值与投资建议 .....	11
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1：Pan American Silver 拥有 La Arena 项目 100%权益 .....	5
图表 2：La Arena 矿区距离港口 Salaverry 约 175 公里 .....	6
图表 3：秘鲁 La Arena 铜金矿项目地质剖面图 .....	7
图表 4：截止 2024 年 6 月 30 日，项目矿石储量约 0.23 亿吨 .....	8
图表 5：La Arena 二期矿石资源量约 7.4 亿吨 .....	8
图表 6：2023 年产量约 2.75 吨 .....	9
图表 7：2023 年现金成本 1237 美元/盎司，降本潜力佳 .....	9
图表 8：公司主要金矿资源量和储量情况（吨，金属量） .....	10
图表 9：公司主要铜矿资源量和储量（万吨，金属量） .....	11

## 1. 收购资产：外延式扩张再下一城

### 1.1 收购方案：收购秘鲁铜金矿项目 100%股权

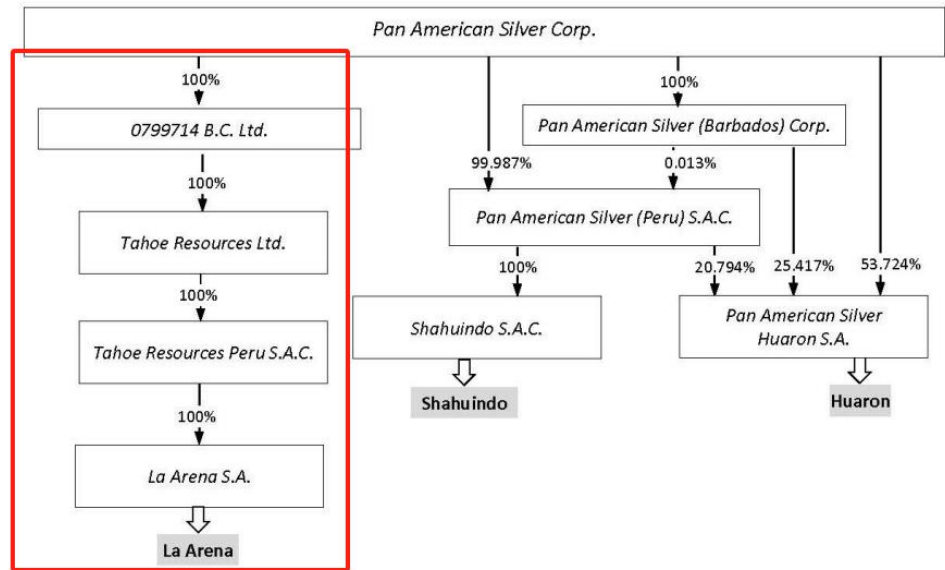
**交易方案：**紫金矿业境外全资子公司金睿（新加坡）矿业有限公司（以下简称“金睿矿业”）拟以 2.45 亿美元，以及二期项目商业化生产后 5,000 万美元的或有付款和 1.5%黄金净冶炼收益的权益金为对价收购 Pan American Silver Corp.（“泛美白银”）旗下秘鲁 La Arena 金矿和二期项目（以下简称“La Arena 项目”）100%权益。

**交易对方情况：**泛美白银总部位于加拿大温哥华，在纽约证券交易所和多伦多证券交易所上市，股票代码 PAAS。泛美白银是美洲地区领先的银、金生产商，在加拿大、墨西哥、秘鲁、巴西、玻利维亚、智利和阿根廷等国家拥有矿业项目。

**交易标的财务情况：**La Arena S.A. 注册于秘鲁，持有 La Arena 项目 100%权益。截至 2023 年 12 月 31 日，目标公司资产总额为 3.2 亿美元，负债总额为 1.55 亿美元，净资产为 1.65 亿美元，2023 年度实现销售收入 1.9 亿美元，净利润 0.1 亿美元。参考 2.5 亿美元的收购对价，对应 2023 年的 PE 约 25 倍，对应 PB 约为 1.51 倍。

**交易交割方式：**①交易对价：交易现金对价为 2.45 亿美元，交割时一次性支付。除交易对价外，双方将根据本协议约定的程序和标准，对目标公司现金、运营资金等另行进行结算。②二期相关约定：在 La Arena 项目二期开始商业生产后，金睿矿业应向泛美白银支付 5,000 万美元的或有付款。此外，泛美白银将保留 La Arena 二期 1.5%黄金净冶炼收益的权益金，并在交割时与目标公司另行签署一份铜精矿包销协议，即泛美白银将有权选择以一般商业条件包销 La Arena 二期生产的部分铜精矿，年包销总量不超过当年产量扣除根据秘鲁政府要求在秘鲁市场出售或使用后的 60%，包销产品的销售仅限于加拿大或美国终端市场。

图表1: Pan American Silver 拥有 La Arena 项目 100%权益



资料来源：Pan American Silver 2023 年年报，国联证券研究所

## 1.2 核心资源情况：基础设施完备，二期开发潜力足

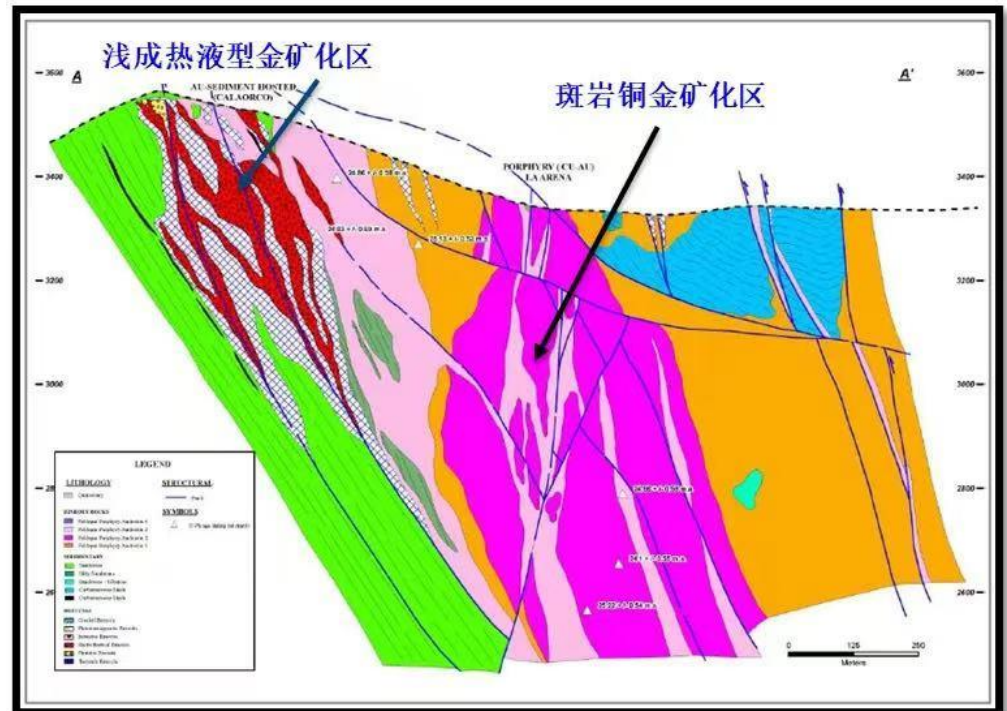
**地理及基础设施：**La Arena 项目位于秘鲁北部 La Libertad 大区，海拔高度在 3,000 米至 3,600 米之间，年平均气温 10.6℃，平均降雨量约 1,124 毫米。矿区有国家公路和省级公路穿过，距离港口 Salaverry 约 175 公里，距离秘鲁第三大城市 Trujillo 约 150 公里，交通便利。项目与秘鲁国家电网相连，电力供应稳定充足。La Arena 二期项目在现有一期在产矿区周边，矿业生产设施条件良好。

图表2: La Arena 矿区距离港口 Salaverry 约 175 公里



资料来源: La Arena 技术报告 2018 年 2 月, 国联证券研究所

图表3：秘鲁 La Arena 铜金矿项目地质剖面图



资料来源：紫金矿业公众号，国联证券研究所

2、矿权情况：①采矿权：目标公司共持有 25 宗采矿特许权，矿权覆盖面积为 33,140 公顷。La Arena 项目一、二期矿体均位于前述采矿特许权范围之内。根据秘鲁法律规定，采矿特许权无失效期，在满足法律要求的前提下可持续有效。

3、资源情况：La Arena 项目位于世界著名的南美洲安第斯山脉秘鲁北部的斑岩型 Cu-Mo-Au 成矿带上，矿体整体呈“上金下铜”分布状态，有较好的找矿增储潜力。

1) La Arena 项目一期：根据截至 2024 年 6 月 30 日储量报告，一期合计证实+可信

级别矿石储量 0.23 亿吨，含金约 8 吨，平均品位 0.33 克/吨。

2) La Arena 项目二期：根据 2018 年 2 月符合 NI43-101 标准的技术报告，二期项目探明+控制的资源量

合计 7.4 亿吨，含金约 175.3 吨，平均品位 0.24 克/吨；含铜约 262.7 万吨，平均品位

0.35 克/吨。



**图表4: 截止 2024 年 6 月 30 日, 项目矿石储量约 0.23 亿吨**

矿床	类别	储量		
		矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	金金属量 (koz)
La Arena	证实	8.0	0.41	103.7
	可信	14.7	0.29	137.8
<b>合计</b>		<b>22.7</b>		<b>241.5</b>

资料来源: Pan American Silver 储量报告, 国联证券研究所

**图表5: La Arena 二期矿石资源量约 7.4 亿吨**

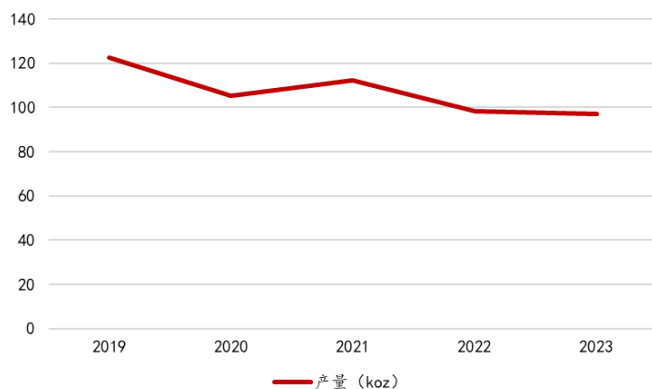
矿石类型	资源级别	矿石量 百万吨	金品位 克/吨	铜品位 %	含金 吨	含铜 万吨
氧化矿	探明+控制	49.1	0.28		13.7	
	推断	41.3	0.26		10.9	
硫化矿	探明+控制	693.2	0.23	0.38	161.6	262.7
	推断	50.4	0.21	0.31	10.7	15.8
<b>合计</b>	<b>探明+控制</b>	<b>742.4</b>	<b>0.24</b>	<b>0.35</b>	<b>175.3</b>	<b>262.7</b>
	<b>推断</b>	<b>91.6</b>	<b>0.23</b>	<b>0.17</b>	<b>21.2</b>	<b>15.8</b>

资料来源: 紫金矿业公告, 国联证券研究所

**4、开发情况:** La Arena 项目一期为西南部在产金矿, 是露天开采的堆浸项目, 从 2011 年开始生产, 目前日处理矿石量为 3.6 万吨, 年产金约 3 吨, 剩余服务年限为 3 年, 后续有望通过二期采出的金矿石延长服务年限。2021-2023 年产金约 3.19/2.79/2.75 吨, 呈下滑趋势。

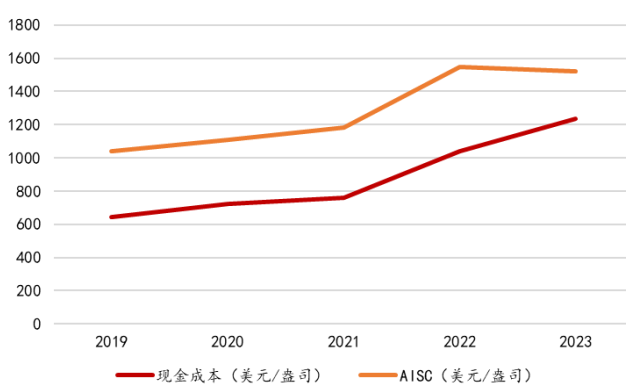
La Arena 项目二期将开发东北部斑岩型铜金矿床, 目前尚处研究阶段, 仍需进一步的补充勘探及开发方案论证工作。根据公司技术团队初步论证, La Arena 项目二期拟采用露天开采、浮选工艺, 若按 3,300 万吨/年采选规模设计, 建设期 3 年, 生产期 19 年, 预计达产后年产铜约 10 万吨、产金约 3.8 吨。

图表6：2023年产量约2.75吨



资料来源：Pan American Sliver 年报，系数：1 盎司=28.3495 克，国联证券研究所

图表7：2023年现金成本1237美元/盎司，降本潜力佳



资料来源：Pan American Sliver 年报，国联证券研究所

## 2. 铜、金：增厚铜、金资源储量，提升产品产量

**增厚铜、金资源储量，后期增储潜力强。**根据公司公告披露，La Arena 二期项目探明+控制的资源量合计 7.4 亿吨，含金约 175.3 吨，平均品位 0.24 克/吨；含铜约 262.7 万吨，平均品位 0.35 克/吨，收购完成后，有望进一步增厚公司的金、铜资源储量。另有 La Arena 项目位于世界著名的成矿带上，且为在产矿山，铜、金资源量较大，有较好的找矿增储潜力。

**有望增加铜、金产量，助力实现 2028 年产量目标。**目前，La Arena 一期项目年产金约 3 吨，剩余服务年限为 3 年，后续有望通过二期采出的金矿石延长服务年限。La Arena 二期目前仍在研究阶段，预计达产后年产铜约 10 万吨、产金约 3.8 吨。La Arena 项目的收购对实现紫金矿业提出的 2028 年产量目标具有重要意义。

**图表8：公司主要金矿资源量和储量情况（吨，金属量）**

矿山名称	所处区域	权益	探明+控制	资源量（金属量）			储量（金属量）					资源剩余可采年限	
				推断	合计	权益合计	品位（g/t）	证实	可信	合计	权益合计		品位（g/t）
丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带	塞尔维亚	100%	52	7	58	58	1.25	30	18	48	48	1.43	14年
丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带		100%	299	86	384	384	0.16	0	142	142	142	0.13	36年
博尔铜矿	塞尔维亚	63%	356	28	384	242	0.16	107	123	229	144	0.16	MS南坑16年，MS北坑20年，VK16年，NC18年，JM16年
哈马戈泰铜金矿	蒙古	46%	174	87	261	119	0.21	-	-	-	-	-	19年
紫金山铜金矿	中国福建	100%	0	23	23	23	0.1	0	0	0	0	0	露采9年，地采4年
武里蒂卡金矿	哥伦比亚	69%	185	127	312	216	6.75	28	64	92	64	7.2	13年
罗斯贝尔金矿	苏里南（南美）	95%	176	17	193	183	1.22	6	96	102	97	1.12	18年
奥罗拉金矿	圭亚那（南美）	100%	121	63	184	184	2.54	7	76	83	83	2.38	露采6年，一期地采13年
诺顿金田	澳大利亚	100%	232	124	356	356	1.14	13	117	130	130	0.79	9年
吉劳、塔罗金矿	塔吉克斯坦	70%	71	26	97	68	1.91	28	31	58	41	1.68	3年（吉劳）/12年（塔罗）
左岸金矿	塔吉克斯坦	60%	41	4	44	26	3.94	7	29	36	22	3.82	10年
波格拉金矿	巴布亚新几内亚	25%	316	102	418	102	3.6	18	140	157	39	4.91	20年
海域金矿	中国山东	44%	250	312	562	247	4.18	81	131	212	93	4.42	地采23年
义兴寨金矿	中国山西	100%	75	34	109	109	1.78	42	24	66	66	1.89	17年
陇南紫金	中国甘肃	84%	49	87	137	115	2.07	14	63	77	65	2.02	李坝24年、杜家沟2年、金山9年
水银洞金矿	中国贵州	56%	96	85	181	101	5.13	28	36	64	36	5.05	簸箕田23年、水银洞8年、太平洞15年
萨瓦亚尔顿	中国新疆	70%	27	33	60	42	2.58	11	12	22	16	2.67	25年
曙光金矿	中国吉林	100%	5	1	6	6	0.23	1	0	2	2	0.23	1年
<b>合计</b>					<b>3769</b>	<b>2584</b>				<b>1522</b>	<b>1087</b>		

资料来源：2023年年报，国联证券研究所

以上数据来自2023年年报，并非截至2024年6月30日储量

**图表9：公司主要铜矿资源量和储量（万吨，金属量）**

矿山名称	权益	资源量（金属量）					储量（金属量）					资源剩余可开采年限
		探明+控制	推断	合计	权益合计	品位（g/t）	证实	可信	合计	权益合计	品位（g/t）	
卡莫阿铜矿	45%	3745	521	4266	1920	2.52	0	1816	1816	817	3.91	41年
科卢韦齐铜（钴）矿	67%	173	78	251	168	3.3	104	14	119	79	2.73	14年
丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带	100%	95	19	114	114	2.43	52	36	88	88	2.63	14年
丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带	100%	1452	404	1855	1855	0.76	0	747	747	747	0.69	36年
博尔铜矿	63%	988	126	1114	702	0.45	307	364	670	422	0.46	MS南坑16年，MS北坑20年，VK16年，NC18年，JM16年
哈马戈泰铜金矿	45.7%	210	130	340	155	0.27	-	-	-	-	-	19年
巨龙铜矿及知不拉铜矿	50.1%	1665	262	1927	965	0.31	392	1177	1568	786	0.26	巨龙铜矿43年、知不拉15年
朱诺铜矿	48.59%	260	34	294	143	0.48	103	103	206	100	0.5	20年
多宝山-铜山铜矿	100%	139	77	216	216	0.45	50	42	92	92	0.38	15年
紫金山铜金矿	100%	100	12	112	112	0.49	27	41	68	68	0.35	露采9年，地采4年
阿舍勒铜矿	51%	49	5	54	28	1.84	28	16	44	22	1.74	14年
白河铜矿	51%	522	609	1132	577	0.47	-	-	-	-	-	28年
曙光金矿	100%	4	1	4	4	0.16	1	0	1	1	0.14	1年
碧沙锌（铜）矿	55%	39	37	76	42	1.03	2	28	29	16	1.14	5年
<b>合计</b>				<b>11756</b>	<b>7002</b>				<b>5448</b>	<b>3239</b>		

资料来源：2023年年报，国联证券研究所

备注：以上数据来自2023年年报，并非截至2024年6月30日储量

## 3. 盈利预测、估值与投资建议

### 3.1 盈利预测、估值与投资建议

公司是全球矿业巨头，世界级资源及产能配置将助力公司产量快速爬坡，矿产铜金产量有望实现高位再进阶。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为322.65/384.51/451.19亿元，EPS分别为1.21/1.45/1.70元；当前股价对应P/E分别为14.3/12.0/10.2倍。

## 4. 风险提示

**金属价格大幅波动风险：**公司主要产品为贵金属与工业金属等，金属价格不仅受供求关系变化影响，而且与全球经济状况等因素密切相关。若金属价格大幅波动，可能对公司盈利能力产生不利影响。

**地缘政治及政策风险：**地缘政治问题层出，全球经济承压，矿业投资风险加大，或将影响公司主营金属矿产品价格，甚至波及公司收入、利润及海外新项目并购等。同时，公司海外项目较多，不同国家政治、政策法律、社会结构、经济发展水平、社区差异较大，个别项目所处国家或地区等有潜在不确定性，可能对项目建设和生产运营带来一定挑战。

**汇率波动风险：**公司在运营活动中通过融资、投资、销售、采购等持有和运用外币，形成外汇风险敞口、利率风险敞口，存在因为汇率、利率的不利变动而蒙受损失的风险。

**收购不确定风险：**本次交易的交割仍有待一系列程序性条件的最终完成。

**项目进度不及预期：**二期项目能否具备开发建设条件存在不确定性；项目存在采矿量达不到设计生产能力、生产金属量低于预期的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	20244	18449	31073	46957	68826	营业收入	270329	293403	337142	361470	378865
应收账款+票据	12865	12274	12248	13132	13764	营业成本	227784	247024	271384	285317	292033
预付账款	3795	2677	3493	3745	3925	营业税金及附加	4268	4850	5448	5841	6122
存货	28104	29290	31063	32658	33427	营业费用	620	766	826	886	909
其他	14636	14939	15166	15878	16387	管理费用	7497	9090	9777	10266	10684
<b>流动资产合计</b>	<b>79644</b>	<b>77629</b>	<b>93043</b>	<b>112370</b>	<b>136328</b>	财务费用	1905	3268	3515	3506	3263
长期股权投资	25067	31632	35632	39632	43632	资产减值损失	-79	-385	-232	-232	-232
固定资产	73079	81800	86902	96025	108942	公允价值变动收益	-255	-19	-100	-100	-100
在建工程	21867	35927	52339	59951	62763	投资净收益	2874	3491	3793	3793	3793
无形资产	68280	67892	63747	59624	55522	其他	150	445	333	333	333
其他非流动资产	38107	48126	48277	48402	48503	<b>营业利润</b>	<b>30946</b>	<b>31937</b>	<b>49987</b>	<b>59449</b>	<b>69649</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>226400</b>	<b>265377</b>	<b>286896</b>	<b>303635</b>	<b>319363</b>	营业外净收益	-953	-649	-632	-632	-632
<b>资产总计</b>	<b>306044</b>	<b>343006</b>	<b>379940</b>	<b>416004</b>	<b>455691</b>	<b>利润总额</b>	<b>29993</b>	<b>31287</b>	<b>49355</b>	<b>58818</b>	<b>69018</b>
短期借款	23666	20989	21089	21589	22089	所得税	5226	4748	8810	10498	12319
应付账款+票据	13493	16284	17890	18809	19251	<b>净利润</b>	<b>24767</b>	<b>26540</b>	<b>40546</b>	<b>48319</b>	<b>56698</b>
其他	34011	46909	47044	49522	50848	少数股东损益	4725	5420	8281	9868	11580
<b>流动负债合计</b>	<b>71170</b>	<b>84182</b>	<b>86024</b>	<b>89920</b>	<b>92189</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20042</b>	<b>21119</b>	<b>32265</b>	<b>38451</b>	<b>45119</b>
长期带息负债	92913	102899	103899	96399	88399						
长期应付款	3273	3435	3435	3435	3435						
其他	14233	14127	14127	14127	14127						
<b>非流动负债合计</b>	<b>110419</b>	<b>120460</b>	<b>121460</b>	<b>113960</b>	<b>105960</b>						
<b>负债合计</b>	<b>181589</b>	<b>204643</b>	<b>207484</b>	<b>203881</b>	<b>198149</b>						
少数股东权益	35513	30857	39138	49006	60585						
股本	2633	2633	2658	2658	2658						
资本公积	25552	25866	25841	25841	25841						
留存收益	60758	79007	104819	134619	168458						
<b>股东权益合计</b>	<b>124455</b>	<b>138363</b>	<b>172456</b>	<b>212123</b>	<b>257542</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>306044</b>	<b>343006</b>	<b>379940</b>	<b>416004</b>	<b>455691</b>						

现金流量表					
单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	24767	26540	40546	48319	56698
折旧摊销	10128	10210	10981	11762	12772
财务费用	1905	3268	3515	3506	3263
存货减少(增加为“-”)	-8795	-1186	-1774	-1595	-769
营运资金变动	-5746	237	-1050	-45	-321
其它	6379	-2263	-1298	-1477	-2303
<b>经营活动现金流</b>	<b>28638</b>	<b>36807</b>	<b>50921</b>	<b>60471</b>	<b>69340</b>
资本支出	-22125	-30373	-28500	-24500	-24500
长期投资	-27729	-7239	0	0	0
其他	-1128	3647	-929	-929	-929
<b>投资活动现金流</b>	<b>-50981</b>	<b>-33965</b>	<b>-29429</b>	<b>-25429</b>	<b>-25429</b>
债权融资	47791	7309	1100	-7000	-7500
股权融资	0	0	25	0	0
其他	-20533	-13126	-9993	-12158	-14542
<b>筹资活动现金流</b>	<b>27258</b>	<b>-5817</b>	<b>-8868</b>	<b>-19158</b>	<b>-22042</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>5995</b>	<b>-2028</b>	<b>12624</b>	<b>15884</b>	<b>21869</b>

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.09%	8.54%	14.91%	7.22%	4.81%
EBIT	21.33%	8.33%	53.00%	17.88%	15.97%
EBITDA	21.89%	6.52%	42.64%	16.03%	14.80%
归属于母公司净利润	27.88%	5.38%	52.77%	19.17%	17.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.74%	15.81%	19.50%	21.07%	22.92%
净利率	9.16%	9.05%	12.03%	13.37%	14.97%
ROE	22.53%	19.64%	24.20%	23.57%	22.91%
ROIC	17.68%	12.99%	18.06%	18.56%	19.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.33%	59.66%	54.61%	49.01%	43.48%
流动比率	1.1	0.9	1.1	1.2	1.5
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	22.3	25.0	28.7	28.7	28.7
存货周转率	8.1	8.4	8.7	8.7	8.7
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.8	0.8	1.2	1.4	1.7
每股经营现金流	1.1	1.4	1.9	2.3	2.6
每股净资产	3.3	4.0	5.0	6.1	7.4
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.0	21.8	14.3	12.0	10.2
市净率	5.2	4.3	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	3.9	3.8	9.5	8.1	6.8
EV/EBIT	5.1	4.9	11.5	9.6	8.1

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年11月06日收盘价

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼