

2024 年 12 月 12 日

## 天山铝业 (002532.SZ)

投资评级：增持（首次）

——一体化布局构筑低成本护城河，深度受益铝价上涨

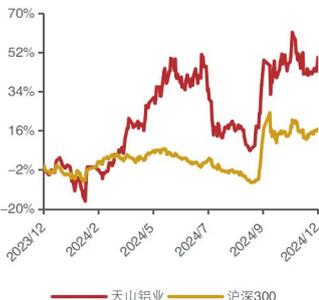
## 证券分析师

田源  
SAC: S1350524030001  
tianyuan@huayuanstock.com  
田庆争  
SAC: S1350524050001  
tianqingzheng@huayuanstock.com  
项祈瑞  
SAC: S1350524040002  
xiangqirui@huayuanstock.com  
陈婉婷  
SAC: S1350524110006  
chenwanyu@huayuanstock.com

## 联系人

陈轩  
chenxuan01@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2024 年 12 月 11 日

收盘价 (元)	8.44
一年内最高/最低 (元)	9.60/4.68
总市值 (百万元)	39,261.91
流通市值 (百万元)	34,857.25
总股本 (百万股)	4,651.89
资产负债率 (%)	54.93
每股净资产 (元/股)	5.68

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **深度垂直一体化布局，成本优势明显。**公司专注铝行业三十年，不断优化产业布局，在资源和能源富集的区域兴建产业基地，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝箔研发制造的上下游一体化，并配套自备电厂和预焙阳极的完整铝产业链布局，具备较强的行业竞争力和成本竞争优势。
- **三大成本优势，构筑低成本竞争护城河。**电解铝主要成本是电力、氧化铝、预焙阳极，合计占总成本的 90%左右。公司在电力、氧化铝（铝土矿）、阳极均有布局：
  - **(1) 电力：**拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电小时数约 6200 小时，满足电解铝生产 80%–90%电力需求。经测算 2020–2024H1 平均度电成本 0.22 元/度，远低于行业平均的 0.41 元/度，相比行业平均可降低成本 0.25 万元/吨。
  - **(2) 氧化铝（铝土矿）：**广西 250 万吨/年在产氧化铝产能，且有铝土矿资源保障；在印尼投建 200 万吨/年产能。矿山端在印尼收购三个铝土矿开采权，投产后与印尼氧化铝产能实现区域协同；在几内亚年产 600 万吨/年铝土矿已投产。随着海外铝土矿的持续供应，公司可实现铝土矿完全自给，夯实氧化铝盈利能力。
  - **(3) 阳极：**新疆在产 60 万吨/年预焙阳极产能，除生产普通阳极碳素外，还具备高纯铝用碳素的生产能力。得益于靠近石油焦产地以及新疆较低的天然气价格，预焙阳极也具有较强的成本优势。
- **依托新疆煤炭、石油焦、天然气等低成本能源优势以及海外资源布局，保障原料完全自给，可对冲原料价格波动，在保障公司盈利稳定性的同时充分受益铝价上涨。**
- **需求持续向好，电解铝价格中枢或上移。**截止到 2024 年 11 月，电解铝累计需求已达 4109 万吨，同增 5.2%。随着 10 万亿国债的推进，2025 年或仍维持 5%的需求增长，电解铝需求或超 4500 万吨产能天花板，或出现电解铝产能不足的情况，电解铝价格中枢或持续上移。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 41.16、48.06、54.94 亿元，对应 PE 分别为 9.54X、8.17X、7.15X。我们选取同行业 A 股相关龙头企业为可比公司，平均 PE 分别为 9.97X、8.51X、7.60X。公司垂直一体化，三大成本优势构筑低成本竞争护城河，深度受益电解铝价格中枢上移。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险；能源价格大幅上涨的风险。**

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,008	28,975	28,305	32,652	34,613
同比增长率 (%)	14.83%	-12.22%	-2.31%	15.36%	6.01%
归母净利润 (百万元)	2,650	2,205	4,116	4,806	5,494
同比增长率 (%)	-30.85%	-16.80%	86.65%	16.76%	14.31%
每股收益 (元/股)	0.57	0.47	0.88	1.03	1.18
ROE (%)	11.61%	9.15%	15.45%	16.23%	16.65%
市盈率 (P/E)	14.81	17.80	9.54	8.17	7.15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 41.16、48.06、54.94 亿元，对应 PE 分别为 9.54X、8.17X、7.15X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司，平均 PE 分别为 9.97X、8.51X、7.60X。公司垂直一体化，三大成本优势构筑低成本竞争护城河，深度受益电解铝价格中枢上移。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

（1）电解铝：2024–2026 年预计价格分别为 2.0、2.1 和 2.2 万元/吨（含税）；销量分别为 115、120 和 120 万吨；

（2）氧化铝：2024–2026 年预计价格分别为 0.37、0.4 和 0.35 万元/吨（含税）；销量分别为 220、250 和 300 万吨；

（3）高纯铝：2024–2026 年预计价格分别为 2.9、3.0 和 3.2 万元/吨（含税）；销量分别为 2.5、4.0 和 6.0 万吨。

### 投资逻辑要点

电解铝主要成本是电力、氧化铝、预焙阳极，合计占总成本的 90%左右。公司在电力、氧化铝（铝土矿）、阳极均有布局，依托新疆煤炭、石油焦、天然气等低成本能源优势以及海外资源布局，保障原料完全自给，可对冲原料价格波动，在保障公司盈利稳定性的同时充分受益铝价上涨。截止到 2024 年 11 月，电解铝累计需求已达 4109 万吨，同增 5.2%。随着 10 万亿国债的推进，2025 年或仍维持 5%的需求增长，电解铝需求或超 4500 万吨产能天花板，或出现电解铝产能不足的情况，电解铝价格中枢或持续上移。

### 核心风险提示

金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；地缘政治风险；能源价格大幅上涨的风险。

## 内容目录

1. 天山铝业：一体化布局，受益铝价上涨 .....	5
1.1. 深度垂直一体化布局，成本优势明显 .....	5
1.2. 受益铝价上涨，盈利持续改善 .....	7
2. 三大成本优势，构筑低成本竞争护城河 .....	8
2.1. 依托新疆低价煤炭优势，自备电厂成本优势明显 .....	9
2.2. 布局矿山，夯实氧化铝盈利能力 .....	9
2.3. 低成本阳极，保障公司盈利稳定性 .....	10
3. 需求持续向好，电解铝价格中枢或上移 .....	10
4. 盈利预测与评级 .....	11
4.1. 盈利预测 .....	11
4.2. 估值与评级 .....	12
5. 风险提示 .....	13

## 图表目录

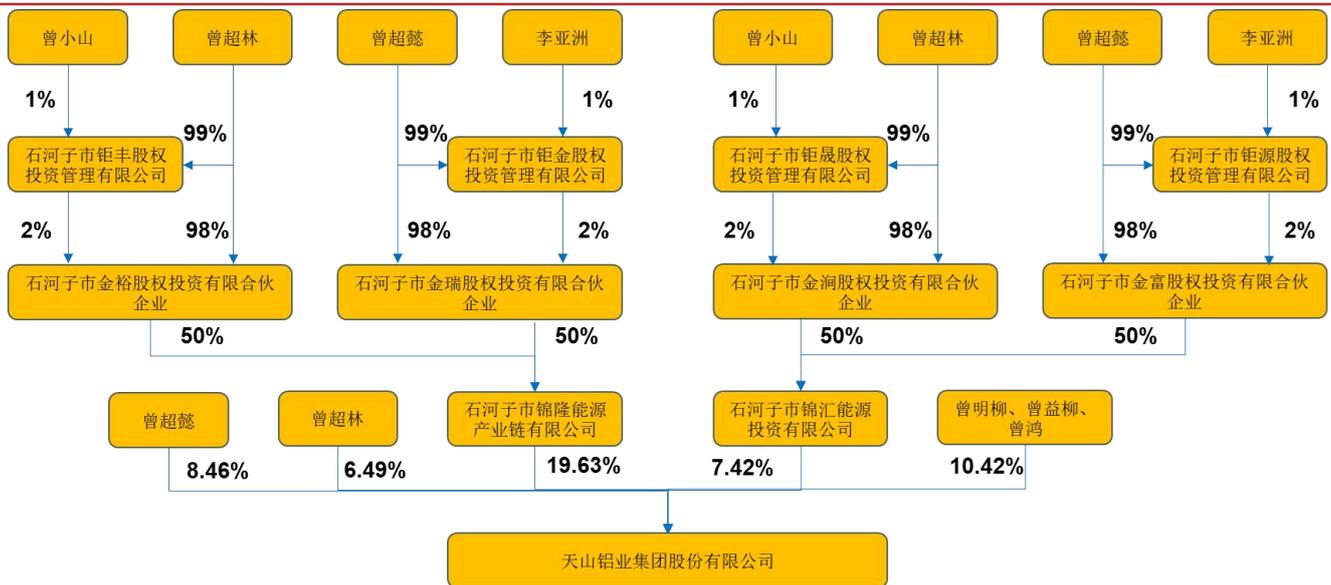
图表 1: 公司实际控制人为曾超懿和曾超林, 合计持股 41.19%.....	5
图表 2: 公司一体化资源布局.....	7
图表 3: 营收随铝价波动.....	7
图表 4: 铝价回升以及自给率提升, 公司业绩重回增长.....	7
图表 5: 利润率随铝价波动 (%).....	8
图表 6: 期间费用保持相对稳定 (%).....	8
图表 7: 各项业务营收情况 (亿元).....	8
图表 8: 各项业务毛利情况 (亿元).....	8
图表 9: 新疆煤价远低于内陆煤价 (元/吨).....	9
图表 10: 公司电力成本远低于行业平均成本 (元/度).....	9
图表 11: 氧化铝价格持续上涨.....	9
图表 12: 铝土矿价格缓慢上行.....	9
图表 13: 受氧化铝上涨影响, 吨毛利持续提升.....	10
图表 14: 氧化铝子公司净利润创近年来新高.....	10
图表 15: 预焙阳极价格逐步回落.....	10
图表 16: 阳极子公司盈利情况.....	10
图表 17: 电解铝市场已连续多月处于短缺状态.....	11
图表 18: 截止到 11 月电解铝需求已达 4109 万吨, 同增 5.2%.....	11
图表 19: 公司 2024-2026 年主营业务关键假设表.....	12
图表 20: 天山铝业可比公司估值.....	12

## 1. 天山铝业：一体化布局，受益铝价上涨

### 1.1. 深度垂直一体化布局，成本优势明显

天山铝业集团股份有限公司专注铝行业三十年，不断优化产业布局，在资源和能源富集的区域兴建产业基地，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝箔研发制造的上下游一体化，并配套自备电厂和预焙阳极的完整铝产业链布局，具备较强的行业竞争力和成本竞争优势。2020年公司通过借壳新界泵业，实现A股上市，实际控制人为曾超懿和曾超林，合计持股41.19%。

图表 1：公司实际控制人为曾超懿和曾超林，合计持股 41.19%



资料来源：公司公告，华源证券研究所  
注：持股比例截至 24 年 Q3

随着产业链布局不断完善，公司实现从初级原矿资源到大宗原材料铝锭到各类深加工铝箔产品的完整产业链，成为行业内垂直一体化水平最高的企业之一，具有较高的成本优势，具体为：

#### (1) 电解铝：

产能 120 万吨/年，位于新疆石河子，大部分产品对外销售，少部分产品对内供应给高纯铝及铝箔坯料板块作为其生产原料。

#### (2) 上游矿山资源

**印尼铝土矿：三个采矿权，详勘阶段。**公司已签署 PT Inti Tambang Makmur100%股份的收购协议，收购三个铝土矿开采权。该矿权位于印度尼西亚西加里曼丹省桑高区，矿区总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷，公司已聘任专业勘探机构正在对

三个矿区进行详细勘探，未来所产铝土矿将全部用于公司印尼氧化铝项目所需原料，确保其拥有稳定且低成本铝土矿供应，使该氧化铝项目更具成本优势。

**几内亚铝土矿：产能 600 万吨/年，在产。**完成对几内亚矿业公司的股权收购并获得其铝土矿产品的独家购买权，该项目具备生产及运输铝土矿产能约为 600 万吨/年，矿区面积约 200 平方公里，同时，该项目可利用现有物流通道运输并装载至远洋大货轮，运至中国。目前项目已进入生产开采阶段，即将向国内发运，可满足公司对铝土矿的原料需求，大大降低铝土矿原料成本。

### (3) 原&辅料

**自备电厂：6 台 350MW 自备发电机组，自给率 80-90%。**位于新疆石河子，毗邻电解铝产线，天瑞能源拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电量能满足自身电解铝生产 80%-90%的电力需求。

**氧化铝：①广西产能 250 万吨/年，在产且有铝土矿资源保障。**位于广西百色，建成 250 万吨氧化铝生产线，产品主要对外销售。同时已获取铝土矿资源，作为项目的资源保障。②**印尼 200 万吨/年**在建。依托印尼铝土矿资源优势，计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，分两期建设，其中一期 100 万吨，目前正在进行环评、征地等工作。

**阳极：石河子 30 万吨/年+阿拉尔 30 万吨/年。**在新疆石河子、阿拉尔分别建成 30 万吨预焙阳极碳素产线，合计产能 60 万吨，可以满足现有电解铝产能全部阳极碳素的需求。公司除生产普通阳极碳素外，还具备高纯铝用碳素的生产能力。

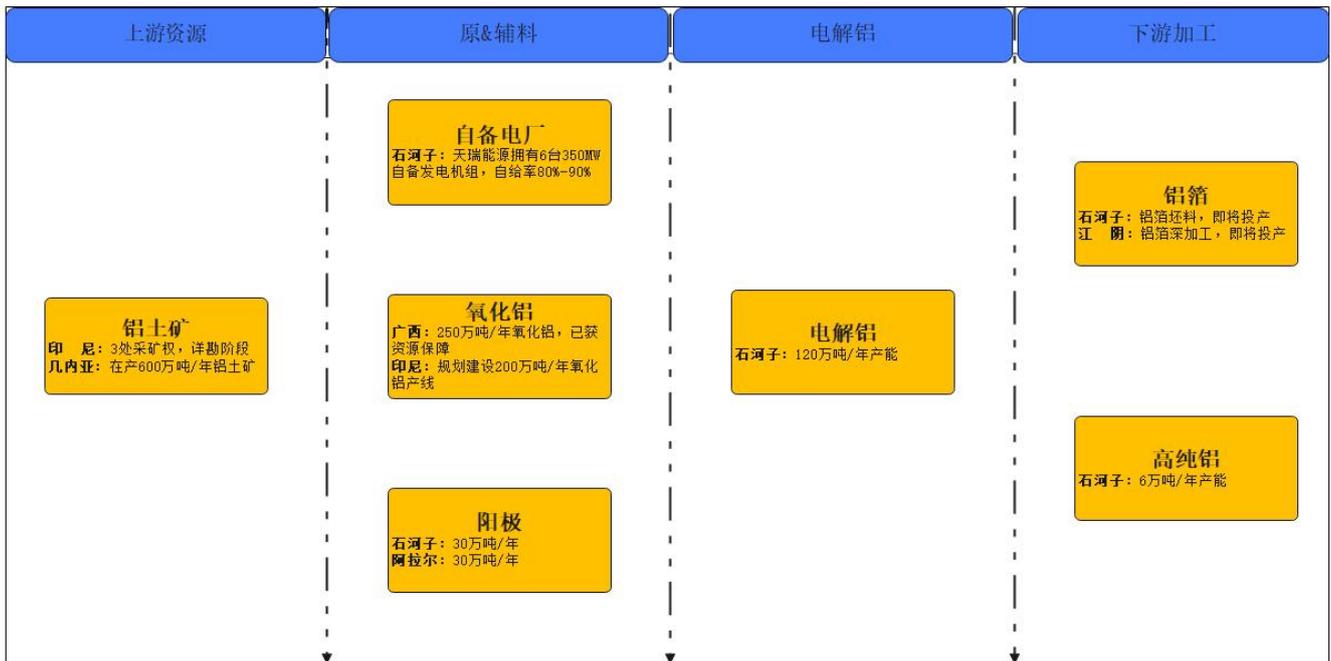
### (4) 下游深加工

**高纯铝：石河子产能 6 万吨/年。**位于国家级石河子经济技术开发区，毗邻电解铝产线，已建成 6 万吨高纯铝产能，产品主要对外销售给电子光箔及航空板制造厂商。

**铝箔坯料：**位于石河子，目前主体设备安装完成已开始生产调试，即将规模生产。

**铝箔深加工：**位于江阴，毗邻长江三角洲锂电产业聚集区，项目主体设备正在进行安装和调试，并逐步投入生产，产品主要为动力电池铝箔、储能电池铝箔和食品铝箔等。

图表 2：公司一体化资源布局

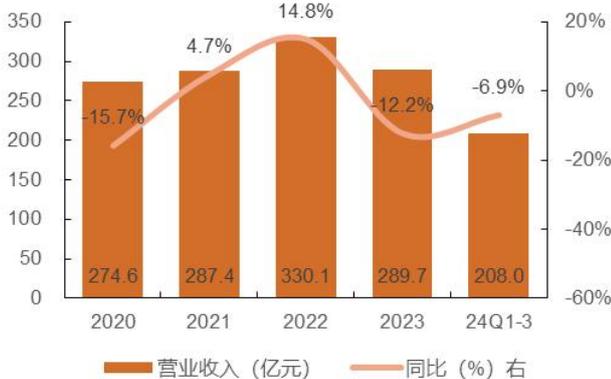


资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 1.2. 受益铝价上涨，盈利持续改善

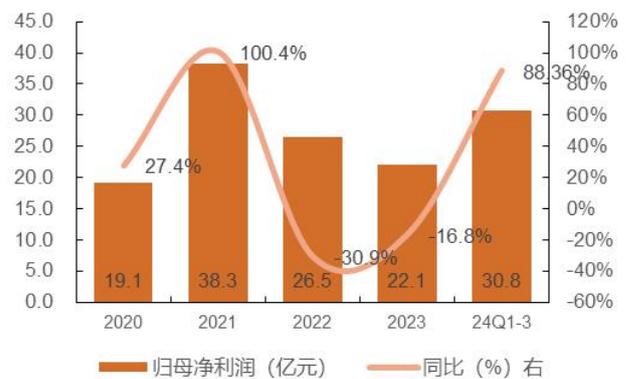
**盈利能力随铝价波动。**从营收来看，整体营收随铝价波动，2020-2022 年开始随着铝价上涨，营收规模持续增长，到 2022 年营收达 330 亿元，同增 14.8%。2023 年开始随着铝价回落，公司营收开始下滑，到 24 年 Q1-3 公司营收 208 亿元，同减 6.9%。从归母净利润来看，公司盈利波动较大，2021 年因铝价大幅上涨，铝锭价格从年初的 15000 元/吨左右涨到了 11 月份的最高接近 25000 元/吨，全年铝锭市场均价为 18940 元/吨左右，较 2020 年的均价上涨约 33.6%。2021 年归母净利润达 38.3 亿元，同增 100.4%。2022 年铝价冲高回落，同时原辅料价格上涨，抬升生产成本，公司利润持续回落，2024 年随着铝价的回升以及原料自给率的提升，公司盈利再次增长，截止到 24 年 Q1-3，实现归母净利润 30.8 亿元，同增 88.36%。

图表 3：营收随铝价波动



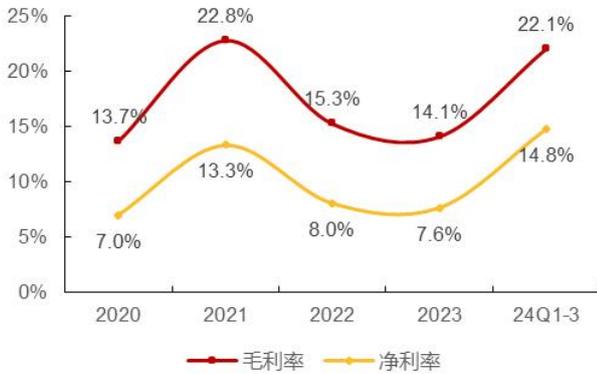
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：铝价回升以及自给率提升，公司业绩重回增长



资料来源：wind，华源证券研究所

**利润率随铝价波动，费用率保持相对稳定。**从利润率来看，公司毛利率和净利润与铝价高度相关，随铝价上涨而提升。从期间费用率来看，整体保持稳定，2020-2024Q3 平均费用率为 4.4%。

**图表 5：利润率随铝价波动 (%)**


资料来源：wind，华源证券研究所

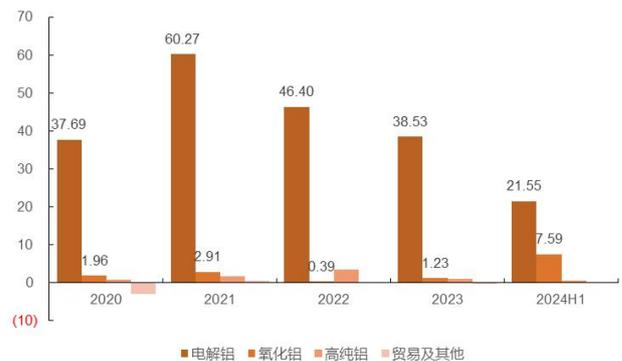
**图表 6：期间费用保持相对稳定 (%)**


资料来源：wind，华源证券研究所

**电解铝及氧化铝是公司营收、利润的主要来源。**细分业务来看，公司业务主要分为电解铝、氧化铝、高纯铝、贸易及其他，电解铝和氧化铝两项业务平均营收占总营收的 73% (2020-2024H1)，2024 年随着氧化铝价格持续上涨，2024H1 公司氧化铝营收占比提升至 24%。从毛利来看，电解铝、氧化铝两项业务平均毛利占总毛利的 98% (2020-2024H1)，特别是 24 年之前电解铝毛利平均占 95%，随着氧化铝盈利提升，2024H1 毛利占比回落至 72%，而氧化铝提升至 25%。

**图表 7：各项业务营收情况 (亿元)**


资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 8：各项业务毛利情况 (亿元)**


资料来源：wind，华源证券研究所

## 2. 三大成本优势，构筑低成本竞争护城河

电解铝主要的竞争就是成本竞争，其三大成本要素是电力、氧化铝、预焙阳极，合计占总成本的 90%左右。公司在电力、氧化铝（铝土矿）、预焙阳极均有布局，依托新疆煤炭、石油焦、天然气等低成本能源优势以及海外资源布局，保障原料完全自给，可对冲原料价格上涨的风险，保障公司盈利稳定性。

## 2.1. 依托新疆低价煤炭优势，自备电厂成本优势明显

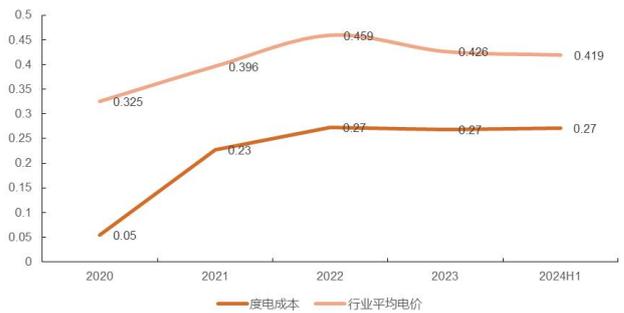
公司电解铝生产基地位于新疆，受益于新疆煤炭资源丰富，价格显著低于内地的优势，公司子公司天瑞能源拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电小时数约为 6200 小时，年发电量能满足自身电解铝生产 80%–90%的电力需求。根据天瑞能源盈利情况测算，公司度电成本 2020–2024H1 平均为 0.22 元/度（计算公式=（营收-净利润）/发电量），远低于行业平均度电成本 0.41 元/度，按照电解铝单耗 1.35 万度电/吨估算，可降低成本 0.25 万元/吨。

图表 9：新疆煤价远低于内陆煤价（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：公司电力成本远低于行业平均成本（元/度）

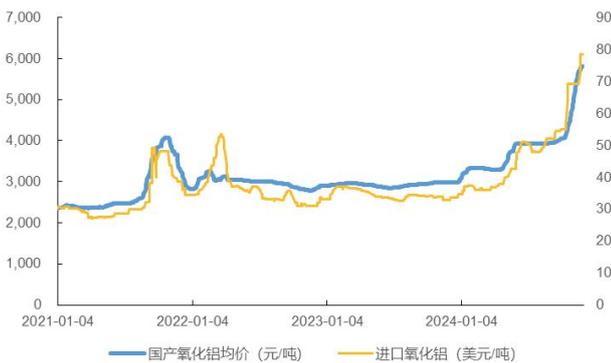


资料来源：公司公告，SMM，华源证券研究所

## 2.2. 布局矿山，夯实氧化铝盈利能力

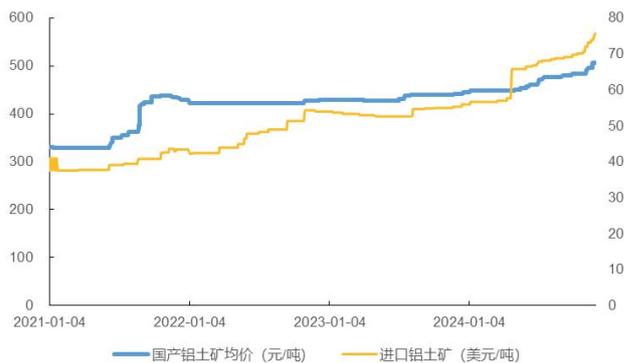
公司目前在广西拥有 250 万吨/年在产氧化铝产能，且有铝土矿资源保障。同时在印尼投建 200 万吨/年产能。2024 年以来，因缺矿等问题导致氧化铝价格大幅上涨，国产矿均价已达 5800 元/吨，进口矿 785 美元/吨，同时铝土矿价格已有缓慢上涨趋势。

图表 11：氧化铝价格持续上涨



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 12：铝土矿价格缓慢上行

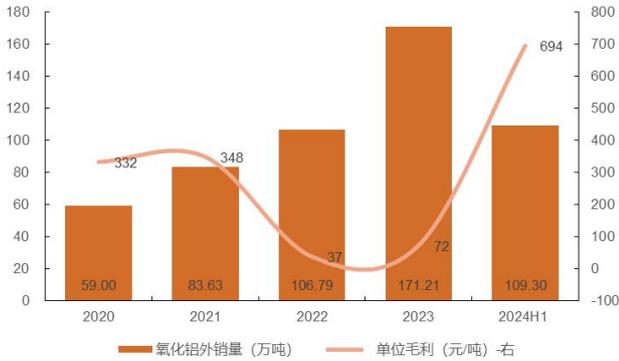


资料来源：SMM，华源证券研究所

当前公司氧化铝产能可完全实现自给，受氧化铝上涨影响，单吨毛利持续提升至 24H1 的 694 元/吨，子公司天桂铝业实现净利润 5.49 亿元，创近年来新高。为了进一步夯实氧化铝盈利能力，公司积极布局上游矿山资源。在印尼：收购三个铝土矿开采权，目前处于详勘阶段，未来所产铝土矿将全部用于公司印尼氧化铝项目所需原料，实现区域协同；在几内亚：

完成对本土矿业公司的股权收购并获得其铝土矿产品的独家购买权，该项目产能 600 万吨/年，已进入生产开采阶段，即将向国内发运。随着海外铝土矿的持续供应，公司可实现铝土矿完全自给，夯实氧化铝盈利能力。

图表 13: 受氧化铝上涨影响, 吨毛利持续提升



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 14: 氧化铝子公司净利润创近年来新高



资料来源: wind, 华源证券研究所

### 2.3. 低成本阳极, 保障公司盈利稳定性

公司在新疆石河子和南疆阿拉尔分别拥有 30 万吨/年, 合计 60 万吨/年预焙阳极产能, 除生产普通阳极碳素外, 还具备高纯铝用碳素的生产能力。得益于靠近石油焦产地以及新疆较低的天然气价格, 预焙阳极也具有较强的成本优势。2022 年以来, 阳极价格从高位逐步回落至正常水平, 子公司南疆碳素和盈达碳素净利润有所回落, 但电解铝盈利增长可有效对冲阳极盈利下滑, 且保障原料供应稳定, 待阳极价格上涨时可保障公司盈利稳定性。

图表 15: 预焙阳极价格逐步回落



资料来源: SMM, 华源证券研究所

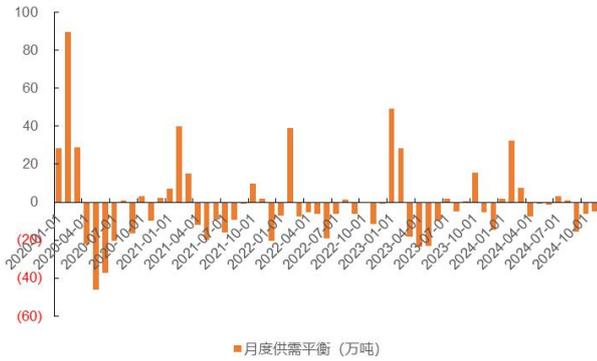
图表 16: 阳极子公司盈利情况



资料来源: wind, 华源证券研究所

### 3. 需求持续向好, 电解铝价格中枢或上移

2024 年电解铝市场已连续多月处于短缺状态, 截止到 2024 年 11 月, 累计电解铝需求量已达 4109 万吨, 同增 5.2%, 我们预计 2024 年全年需求量或超 4480 万吨。随着 10 万亿国债化解地方债的推进, 2025 年或仍维持 5% 的需求增长, 届时电解铝需求或超 4500 万吨产能天花板, 后续或出现电解铝产能不足的情况, 电解铝价格中枢或持续上移。

**图表 17：电解铝市场已连续多月处于短缺状态**


资料来源：SMM，华源证券研究

注：月度供需平衡=表观消费量-实际消费量

**图表 18：截止到 11 月电解铝需求已达 4109 万吨，同增 5.2%**


资料来源：SMM，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

(1) 电解铝：2024–2026 年预计价格分别为 2.0、2.1 和 2.2 万元/吨（含税）；销量分别为 115、120 和 120 万吨；

(2) 氧化铝：2024–2026 年预计价格分别为 0.37、0.4 和 0.35 万元/吨（含税）；销量分别为 220、250 和 300 万吨；

(3) 高纯铝：2024–2026 年预计价格分别为 2.9、3.0 和 3.2 万元/吨（含税）；销量分别为 2.5、4.0 和 6.0 万吨。

**图表 19：公司 2024-2026 年主营业务关键假设表**

项目	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>铝锭</b>							
销量	万吨	106	116	112	115	120	120
单位售价	万元/吨	1.64	1.74	1.65	1.68	1.77	1.85
单位成本	万元/吨	1.08	1.34	1.31	1.33	1.40	1.34
单位毛利	万元/吨	0.57	0.40	0.34	0.35	0.37	0.51
营收	亿元	175	202	185	193	212	222
成本	亿元	114	156	147	153	168	161
毛利	亿元	60	46	39	40	44	61
<b>氧化铝</b>							
销量	万吨	84	107	171	220	250	300
单位售价	万元/吨	0.23	0.24	0.25	0.31	0.34	0.30
单位成本	万元/吨	0.20	0.24	0.24	0.24	0.25	0.25
单位毛利	万元/吨	0.03	0.00	0.01	0.07	0.09	0.05
营收	亿元	19.29	26.04	43.01	69.06	85.84	90.13
成本	亿元	16.38	25.65	41.78	52.80	62.50	75.00
毛利	亿元	2.91	0.39	1.23	16.26	23.34	15.13
<b>高纯铝</b>							
销量	万吨	1.61	4.05	1.70	2.50	4.00	6.00
单位售价	万元/吨	2.45	2.53	2.32	2.43	2.56	2.68
单位成本	万元/吨	1.40	1.67	1.65	1.65	1.65	1.65
单位毛利	万元/吨	1.05	0.86	0.68	0.78	0.91	1.03
营收	亿元	3.94	10.26	3.95	6.08	10.24	16.09
成本	亿元	2.25	6.77	2.80	4.13	6.60	9.90
毛利	亿元	1.69	3.49	1.16	1.96	3.64	6.19

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4.2. 估值与评级

根据以上假设,我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 41.16、48.06、54.94 亿元,对应 PE 分别为 9.54X、8.17X、7.15X。我们选取同行业 A 股相关龙头公司为可比公司,平均 PE 分别为 9.97X、8.51X、7.60X。公司垂直一体化,三大成本优势构筑低成本竞争护城河,深度受益电解铝价格中枢上移。首次覆盖,给予“增持”评级。

**图表 20：天山铝业可比公司估值**

股票代码	公司简称	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS(元/股)				PE				PB
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
601600.SH	中国铝业	7.88	1,214	0.39	0.78	0.87	0.94	20.15	10.16	9.11	8.38	2.03
000807.SZ	云铝股份	14.94	518	1.14	1.43	1.67	1.83	13.11	10.43	8.92	8.14	1.85
000933.SZ	神火股份	18.01	405	2.65	2.14	2.59	2.89	6.80	8.43	6.96	6.24	1.93
600219.SH	南山铝业	4.11	477	0.30	0.41	0.43	0.47	13.70	9.91	9.57	8.65	0.99
600595.SH	中孚实业	3.31	133	0.29	0.26	0.38	0.47	11.41	12.68	8.76	6.98	0.91
002128.SZ	电投能源	20.47	459	2.11	2.49	2.64	2.84	9.70	8.21	7.76	7.20	1.36
<b>平均估值</b>									<b>9.97</b>	<b>8.51</b>	<b>7.60</b>	<b>1.51</b>
002532.SZ	天山铝业	8.44	393	0.48	0.88	1.03	1.18	17.58	9.54	8.17	7.15	1.54

资料来源：wind，华源证券研究所

注：收盘价、市值截止至 12 月 11 日，可比公司 EPS 来自 wind 一致预期，PB 来自 wind

## 5. 风险提示

1) 金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的预期，若出现大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；

2) 地缘政治风险。公司矿山资源位于几内亚和印尼，若出现地缘政治风险，或对公司业绩产生一定影响；

3) 安全生产风险。公司矿山开采以及冶炼生产存在一定安全事故的风险，若出现安全事故公司盈利或出现较大影响；

4) 能源价格大幅上涨的风险。公司核心盈利来自于依托新疆低成本能源，若出现地能源价格大幅上涨，或对公司业绩产生一定影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,812	10,001	10,957	11,601
应收票据及账款	1,563	1,600	1,846	1,957
预付账款	2,078	3,283	3,787	4,015
其他应收款	97	68	78	83
存货	9,543	8,348	9,620	10,063
其他流动资产	419	349	402	426
<b>流动资产总计</b>	<b>21,512</b>	<b>23,649</b>	<b>26,690</b>	<b>28,145</b>
长期股权投资	0	150	300	450
固定资产	26,469	26,637	27,347	28,727
在建工程	4,344	3,896	3,281	2,333
无形资产	1,480	1,479	1,509	1,571
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	3,292	3,357	3,391	3,391
<b>非流动资产合计</b>	<b>35,585</b>	<b>35,519</b>	<b>35,828</b>	<b>36,472</b>
<b>资产总计</b>	<b>57,097</b>	<b>59,168</b>	<b>62,518</b>	<b>64,616</b>
短期借款	8,813	7,813	6,813	5,813
应付票据及账款	6,715	10,239	11,798	12,342
其他流动负债	9,094	7,568	8,734	9,144
<b>流动负债合计</b>	<b>24,621</b>	<b>25,620</b>	<b>27,345</b>	<b>27,299</b>
长期借款	7,021	5,552	4,212	2,966
其他非流动负债	1,346	1,346	1,346	1,346
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,367</b>	<b>6,898</b>	<b>5,558</b>	<b>4,312</b>
<b>负债合计</b>	<b>32,988</b>	<b>32,518</b>	<b>32,903</b>	<b>31,610</b>
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
资本公积	8,826	8,826	8,826	8,826
留存收益	10,629	13,169	16,135	19,526
归属母公司权益	24,107	26,647	29,613	33,003
少数股东权益	2	2	2	3
<b>股东权益合计</b>	<b>24,109</b>	<b>26,649</b>	<b>29,615</b>	<b>33,006</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>57,097</b>	<b>59,168</b>	<b>62,518</b>	<b>64,616</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2,206	3,683	4,373	5,061
折旧与摊销	1,651	1,815	1,941	2,106
财务费用	788	635	518	409
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-2,053	2,051	640	143
其他经营现金流	1,325	507	505	505
<b>经营性现金净流量</b>	<b>3,916</b>	<b>8,692</b>	<b>7,977</b>	<b>8,225</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-3,738</b>	<b>-1,822</b>	<b>-2,322</b>	<b>-2,822</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>100</b>	<b>-4,680</b>	<b>-4,699</b>	<b>-4,759</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>263</b>	<b>2,190</b>	<b>956</b>	<b>644</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>28,975</b>	<b>28,305</b>	<b>32,652</b>	<b>34,613</b>
<b>营业成本</b>	<b>24,889</b>	<b>22,313</b>	<b>25,710</b>	<b>26,895</b>
税金及附加	468	453	555	588
销售费用	18	17	20	21
管理费用	344	340	441	467
研发费用	217	212	261	277
财务费用	788	635	518	409
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	3	-1	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	4	4	4
其他收益	389	500	500	500
<b>营业利润</b>	<b>2,642</b>	<b>4,838</b>	<b>5,650</b>	<b>6,459</b>
营业外收入	16	10	10	10
营业外支出	6	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,652</b>	<b>4,843</b>	<b>5,655</b>	<b>6,464</b>
所得税	446	726	848	970
<b>净利润</b>	<b>2,206</b>	<b>4,116</b>	<b>4,806</b>	<b>5,494</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	2,205	4,116	4,806	5,494
EPS(元)	0	1	1	1

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-12.22%	-2.31%	15.36%	6.01%
营业利润增长率	-21.46%	83.14%	16.78%	14.32%
归母净利润增长率	-16.80%	86.65%	16.76%	14.31%
经营现金流增长率	24.05%	121.94%	-8.23%	3.11%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	14.10%	21.17%	21.26%	22.30%
净利率	7.61%	14.54%	14.72%	15.87%
ROE	9.15%	15.45%	16.23%	16.65%
ROA	3.86%	6.96%	7.69%	8.50%
ROIC	9.25%	13.27%	15.95%	17.71%
<b>估值倍数</b>				
P/E	17.80	9.54	8.17	7.15
P/S	1.36	1.39	1.20	1.13
P/B	1.63	1.47	1.33	1.19
股息率	1.76%	4.01%	4.69%	5.36%
EV/EBITDA	8	6	5	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。