

株冶集团 (600961.SH)

依托五矿，具有黄金属性的铅锌冶炼龙头

优于大市

核心观点

公司主营铅锌金银采选冶业务，贵金属业务毛利占比近半。公司是国内铅冶炼龙头，主要冶炼产品有锌锭、热镀锌合金、铅锭、黄金、白银等；矿产品有铅锌矿、铜精矿等。据测算，公司年产铅锌金属超4万吨，金1.8-2吨，银约60吨。2024年营收中锌及锌合金、铅及铅合金、金锭及金精矿、银锭占比分别为62.4%/8.8%/12.6%/10.2%，毛利占比分别为33.6%/-0.5%/23.6%/25.3%，金银合计占比达48.9%。

产能持续提升，目前原矿生产规模为86万吨/年。公司拥有86万吨铅锌铜采选能力，拥有2个采矿权；下设3座矿山，即康家湾矿、铅锌矿、柏坊铜矿；选矿厂1家。经计算，公司铅锌金属资源量合计约87万吨，金资源量43吨，银资源量1259吨。水口山铅锌矿采矿权下康家湾矿区保有的矿石资源量为1180.70万吨，铅锌品位为3.64%/3.70%，金品位3.24克/吨、共伴生银品位106.59克/吨；经计算，康家湾铅、锌金属资源量43万吨、44万吨，金、银资源量38.3吨、1259吨。**铅锌矿矿区**保有矿石资源量107万吨，金品位4.21克/吨，计算金资源量4.5吨。

矿端矛盾缓解，锌加工费进入上行通道。2024年铅锌矿供需矛盾加大，TC均大幅下跌；2025Q1以来锌精矿供需矛盾改善，加工费持续上涨。25Q1国产锌精矿TC平均2649元/金属吨，考虑28分成后加工费4463元/吨，环比+937元/吨，同比-782元/吨，处上升通道，考虑分成后的锌加工费已高于行业平均成本，冶炼业务利润改善，有望增厚冶炼业务利润。

集团铅锌锡资源丰富，已托管黄沙坪。公司实控人为中国五矿，控股股东湖南水口山有色，而水口山有色（持公司29.93%股权）、株洲冶炼（持公司19.78%股权）和湖南有色（持公司1.34%股权）互为一致行动人，其控股股东为湖南有色金属控股集团。**湖南有色是中国五矿直管企业，旗下株冶、水口山、锡矿山、五矿铜业、投资公司、黄沙坪、铍业七家为五矿重要骨干子企业。**公司已重组收购水口山有色下的铅锌矿等核心铅锌资产，另锡矿山、五矿铜业、黄沙坪、铍业均为集团内优质资产。

盈利预测与估值：预计2025-2027年归母净利11.0/12.2/13.3亿元（+40%/11%/9%），EPS为1.03/1.14/1.24元。预计公司合理估值15.41-18.49元/股，相对目前股价有47-77%空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：铅锌供给超预期释放，需求不及预期，金属价格下跌风险；矿山品位下滑，产量偏低的风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,406	19,759	20,974	21,206	21,382
(+/-%)	23.8%	1.8%	6.1%	1.1%	0.8%
归母净利润(百万元)	611	787	1102	1220	1327
(+/-%)	987.3%	28.7%	40.1%	10.7%	8.8%
每股收益(元)	0.57	0.73	1.03	1.14	1.24
EBIT Margin	4.3%	4.7%	6.7%	7.0%	7.3%
净资产收益率(ROE)	16.8%	18.1%	20.8%	19.3%	17.8%
市盈率(PE)	17.9	13.9	9.9	9.0	8.2
EV/EBITDA	14.8	12.7	8.1	7.8	7.5
市净率(PB)	3.01	2.51	2.07	1.73	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：谷瑜

021-61761033

guyu@guosen.com.cn

S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	15.41 - 18.49 元
收盘价	10.24 元
总市值/流通市值	10986/7699 百万元
52周最高价/最低价	12.15/6.61 元
近3个月日均成交额	322.40 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

五矿旗下铅锌采选冶平台	5
发轫于株洲冶炼厂，现布局铅锌采选冶	5
背靠五矿，承接水口山铅锌资源	5
新增铅锌金银矿产，保障冶炼原材料来源	6
资源优质，集团赋能	7
铅锌采选冶为主，综合回收金银等有色金属	7
矿山资源禀赋好，富含金银	8
集团铅锌锑资源丰富	11
财务分析	12
资本结构及偿债能力分析	12
经营效率分析	13
盈利能力分析	14
成长性分析	15
盈利预测	16
假设前提	16
未来 3 年业绩预测	18
估值与投资建议	19
估值分析	19
投资建议	20
风险提示	21
附表：财务预测与估值	22

图表目录

图 1: 株冶集团历史沿革	5
图 2: 株冶集团股权结构	6
图 3: 株冶集团营收及增速 (2022 年末追溯)	8
图 4: 株冶集团净利及增速 (2022 年末追溯)	8
图 5: 2024 年公司收入结构 (亿元、%)	8
图 6: 2024 年公司毛利 (亿元)	8
图 7: 公司矿山原矿产量 (万吨)	9
图 8: 公司锌锭及锌合金产销量 (万吨)	10
图 9: 公司铅锭及铅合金产销量 (万吨)	10
图 10: 公司黄金和白银产量 (吨)	11
图 11: 公司硫酸产销量 (吨)	11
图 12: 可比公司资产负债率	13
图 13: 可比公司有息负债率	13
图 14: 可比公司流动比率	13
图 15: 可比公司速动比率	13
图 16: 存货周转天数	14
图 17: 应收账款周转天数	14
图 18: 公司历年销售毛利率、净利率	14
图 19: 可比公司毛利率	15
图 20: 可比公司净利率	15
图 21: 可比公司净资产收益率	15
图 22: 可比公司投入资本回报率	15
图 23: 公司 EPS	16
图 24: 公司每股净资产	16
图 25: 国产铅锌精矿加工费走势	17

表1：公司主要产品及用途	6
表2：公司子公司	7
表3：公司矿山原矿产能（万吨）	9
表4：公司矿山资源梳理	10
表5：集团资源梳理	12
表6：株冶集团业务拆分	17
表7：未来3年盈利预测表（百万元）	18
表8：公司盈利预测假设条件（%）	19
表9：资本成本假设	19
表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	19
表11：同类公司估值比较（数据截至2025年5月6日收盘）	20

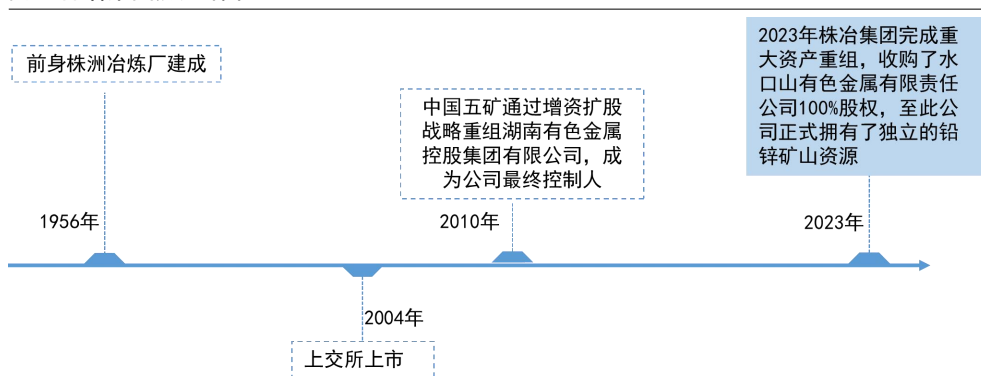
五矿旗下铅锌采选冶平台

发轫于株洲冶炼厂，现布局铅锌采选冶

公司是国内锌冶炼龙头。根据百川数据，2024 年估计全球精炼锌产量 1371.2 万吨，公司锌冶炼产能 30 万吨，几乎满产，全球市占率约为 2.2%。公司 2023 年通过重组布局铅锌矿山资源，成为集铅锌采选冶一体，伴生金银的综合性公司。

株冶集团源于 1956 年始建的株洲冶炼厂；2000 年由工厂制转为公司制、股份制。2004 年在上交所上市；2010 年中国五矿通过增资扩股战略重组湖南有色金属控股集团有限公司，成为株冶最终控制人。2023 年公司完成重大资产重组，收购了水口山有色金属有限责任公司 100% 股权，至此公司正式拥有独立铅锌矿山资源，成为一家集铅锌等有色金属的采选、冶炼、销售为一体，伴生金银的综合性公司。公司拥有水口山铅锌矿采矿权和柏坊铜矿采矿权，下设矿山 3 座（康家湾矿和铅锌矿同属于水口山铅锌矿采矿权）、选矿厂 1 家，形成 86 万吨/年原矿采选能力；同时锌冶炼方面拥有 30 万吨锌冶炼产能、38 万吨锌基合金深加工产能，锌产品总产能 68 万吨，位居全国首位；铅冶炼方面拥有铅及稀贵金属冶炼厂 2 家，形成 10 万吨铅冶炼、4500 公斤黄金冶炼、470 吨白银冶炼的生产能力。

图1：株冶集团历史沿革

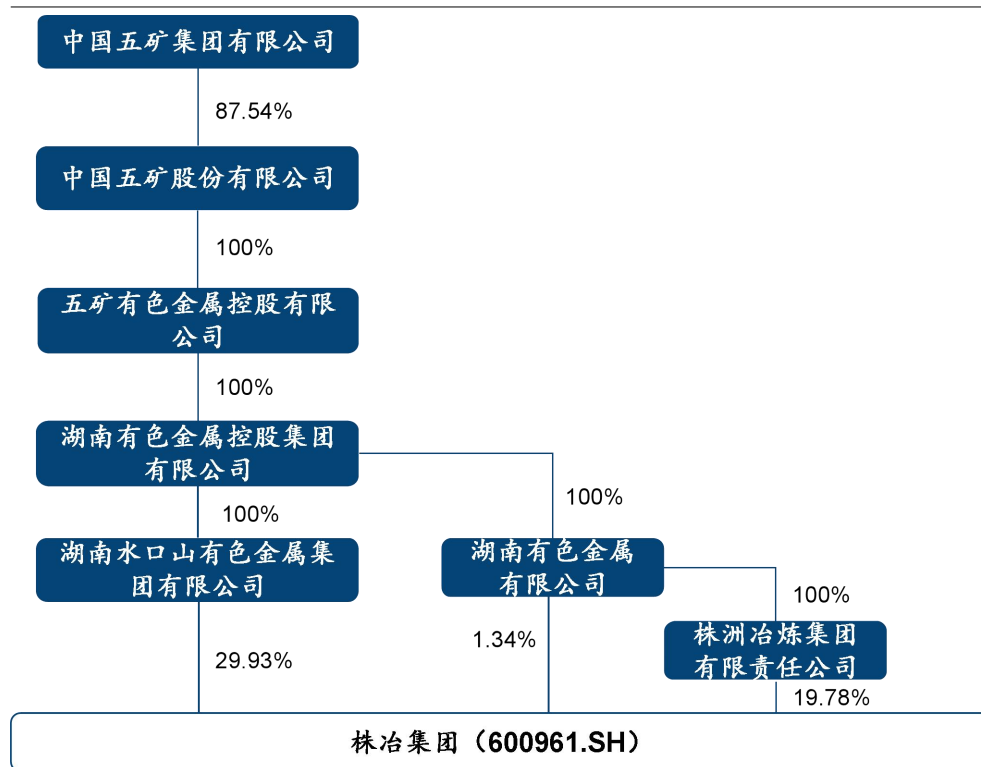


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

背靠五矿，承接水口山铅锌资源

2023 年公司完成重大资产重组，收购了水口山有色金属有限责任公司 100%、株冶有色 20.8333% 股权，重组后公司持有水口山有限、株冶有色 100.00% 股权，获取独立的铅锌矿山资源，产业链及产品种类的完善程度得到明显提升。具体的业务变动主要在原有锌产品总产能 68 万吨（30 万吨锌冶炼产能和 38 万吨锌基合金深加工产能）的基础上增加了铅锌矿山和铅冶炼的业务。与此同时，公司控股股东由株冶有限变更为水口山集团，实际控制人仍为中国五矿。

图2: 株冶集团股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，数据截至 2024 年报

新增铅锌金银矿产，保障冶炼原材料来源

矿山方面：公司自有矿山主要产出铅精矿、锌精矿、金精矿、铜精矿、金硫精矿，其中锌精矿、铅精矿和金精矿为自用，金硫精矿、铜精矿采用市场化方式外销。

锌冶炼方面：主要生产锌及其合金产品，在生产过程中同时综合回收铅、铜、镉、银、铟等有价值元素，生产加工成品或半成品外售，副产品硫酸直接外售。

铅冶炼方面：冶炼系统主要生产铅及合金产品，在生产过程中综合回收锌、铜、金、银、铋、铊、碲、铟等有价值金属，生产加工成品或半成品外售，副产品硫酸直接外售。

公司的主要冶炼产品有锌锭、热镀锌合金、铸造锌合金，铅锭、铅基合金、黄金、白银等，副产品为硫酸、冰铜、铋白粉等，矿产品有铜精矿和金硫精矿等，以及小产品铋锭、碲锭、镉锭、铟锭。

表1: 公司主要产品及用途

产品名称	主要用途
锌锭	金属锌具有良好的压延性、耐磨性、抗腐蚀性、铸造性，且有很好的常温机械性，能与多种金属制成性能优良的合金。主要以镀锌、锌基合金、氧化锌的形式广泛应用于汽车、建筑、家用电器、船舶、轻工、机械、电池等行业。
热镀锌合金	热镀锌合金广泛用于板带、结构件批量镀锌，应用于汽车板、建筑材料板、家用电器 GA/GI 板带连续镀锌以及高速公路护栏、电力铁塔、镀管等结构件镀锌行业。
铸造锌合金	铸造锌合金广泛用于卫浴、锁具、门窗五金、服饰配件、标牌、玩具等锌铸造件行业。
硫酸	铅锌冶炼副产品，主要消费领域是化肥（主要是磷肥、硫酸钾）、钛白粉、氢氟酸、粘胶纤维、饲料、造纸等行业。
铅锭	主要应用在制造蓄电池、涂料、弹头、焊接材料、化学品铅盐、电缆护套、轴承材料、嵌缝材料、巴氏合金和 X 射线的防护材料等。
铅基合金	主要应用于蓄电池、电缆护套、电解铜、电解锌、放射性工作的防护材料等行业。
黄金	黄金不仅是用于储备和投资的特殊通货，同时又是首饰业、电子业、现代通讯、航天航空业等部门的重要材料。
白银	主要应用于电子电器中电接触材料、复合材料和焊接材料、感光材料（摄影胶卷、相纸、X-光胶片、荧光信息记录片、电子显微镜照相软片和印刷胶片）、化学化工（主要是银催化剂、电子电镀工业制剂）、工艺品。
镉锭	下游消费领域主要有镍镉电池，颜料和荧光粉，塑料稳定剂，以及电镀、焊料，钢件镀层防腐，合金等。

锑锭	主要用于生产 ITO 靶材（用于生产液晶显示器和平板屏幕），电子半导体，焊料和合金，涂层以及研究行业使用等。
铋锭	用于铸造印刷铅字和高精度铸型；碳酸铋和硝酸铋用于治疗皮肤损伤和肠胃病等方面、冶金添加剂（激冷用）。
碲锭	用于冶金工业、电子电气工业、化学工业。
金硫精矿	为下游铜、铅火法冶炼的起到补硫作用，主要产品硫酸，回收有价金属金。
冰铜	为下游铜冶炼的生产原料，回收有价金属金、银、铅、铜等。
锡白粉	为下游锡产品生产原料，产品主要用于火箭发动机涂料、玻璃行业（添加剂）、电子行业、防火领域和橡胶行业。
铜精矿	为下游铜冶炼的生产原料，回收有价金属金、银、铅、铜等。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司除自有矿山提供原材料外，还通过外部市场采购原料。2024 年公司原矿产量合计 80.97 万吨，按照原矿产量以及各金属回收率测算，铅/锌金属产量均在 2 万吨左右，而 2024 年锌产品产量 64.2 万吨，原材料自给率较低；铅产品产量 10.3 万吨，原材料自给率约为 20%。其余矿石原材料来自国内和境外采购。原材料总成本结构方面，自有矿山占比 5.2%，69.6%来自国内采购，剩余 25.2%来自境外采购。公司外购原材料的采购价格确定原则是按照国内公开价格平台等成品市场价格扣减市场加工费的方法，综合考虑原料品位高低、品质状况、富含情况等几个因素来确定。

截至 2024 年年报，公司集团共 9 家子公司，其中 8 家全资子公司，业务集中在铅锌冶炼、有色金属加工、贸易等。其中持有铅锌矿山资源以及铅冶炼业务的水口山有色为盈利主力单位，2024 年实现净利润 6.7 亿元；株冶有色当前锌金属产品年产能达到 30 万吨，为中国最大的单系列锌冶炼企业，2024 年实现净利润 1.6 亿元。

表2：公司子公司

子公司名称	主要经营地	注册资本	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
					直接	间接	
水口山有色金属有限责任公司	衡阳	1,550,000,000.00	衡阳	铅锌冶炼	100%		同控合并
湖南株冶环保科技有限公司	株洲	50,000,000.00	株洲	产品开发	100%		投资设立
深圳市铨科合金有限公司	深圳	37,865,000.00	深圳	有色金属加工	100%		投资设立
火炬金属有限公司	香港	HK\$5,000,000.00	香港	贸易	100%		投资设立
天津市金火炬合金材料制造有限公司	天津	12,000,000.00	天津	有色金属加工	100%		投资设立
湖南株冶有色金属有限公司	株洲	2,400,000,000.00	株洲	有色金属加工	100%		投资设立
湖南株冶火炬金属进出口有限公司	株洲	80,000,000.00	株洲	贸易	100%		投资设立
上海金火炬金属有限责任公司	上海	1,500,000.00	上海	贸易	85%	15%	投资设立
湖南株冶火炬新材料有限公司	株洲	180,000,000.00	株洲	有色金属加工	45.06%		投资设立

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资源优质，集团赋能

铅锌采选冶为主，综合回收金银等有价金属

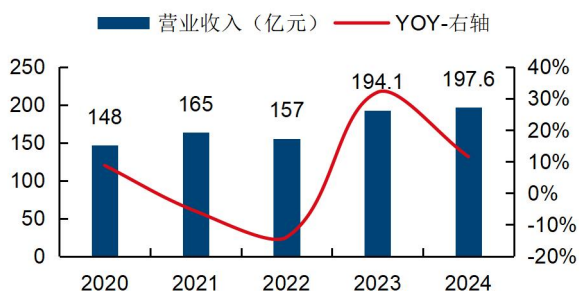
公司 2023 年重组获取水口山集团铅锌矿山和铅冶炼业务，根据测算，公司矿山端具备年产铅锌金属量合计超 4 万吨，产金 1.8-2 吨，产白银将近 60 吨的生产能力。

公司是国内锌冶炼龙头，有完整的产业链，是一家集铅锌等有色金属的采选、冶炼、销售为一体的综合性公司。公司前身为 1956 年始建的株洲冶炼厂，业务为锌冶炼；2023 年公司通过发行股份及支付现金方式购买水口山集团持有的水口山有限 100.00%股权，发行股份方式购买湘投金冶持有的株冶有色 20.8333%股权，2023 年 2 月 10 日完成重组，自此新增铅锌矿山和铅冶炼业务，冶炼环节中综合回收铅、铜、镉、银、铟、汞等有价元素。

2024 年铅锌矿供需矛盾加大，TC 均大幅下跌，精矿价格高企，公司采选冶规模有效保障收益。具体来看，海外铅锌矿山出现多处减产停产情况，导致进口铅精矿减少，而国产铅精矿基本没有增量，且国产矿基本为固定分配格局，铅炼厂原料

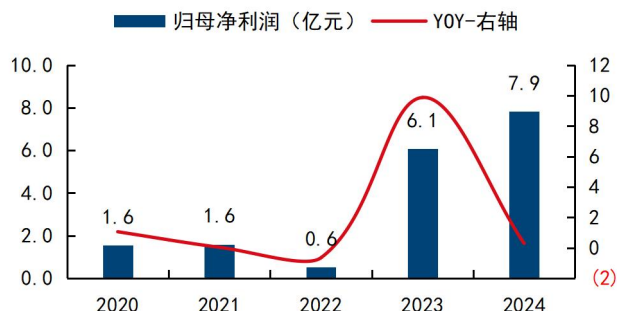
加剧紧张，转向银铅矿以及含铅废料或者外购粗铅等方式来填补原料空缺。公司重组后第一个经营年度净利实现大幅增长，2024 年实现营收 197.6 亿元，同比+1.8%；归母 7.9 亿元，同比+28.7%，2022-2024 净利润 CAGR=26.3%；2024 年实现原矿生产 81 万吨，同比+10.5%，重组后产量迈入新台阶。

图3：株冶集团营收及增速（2022 年末追溯）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

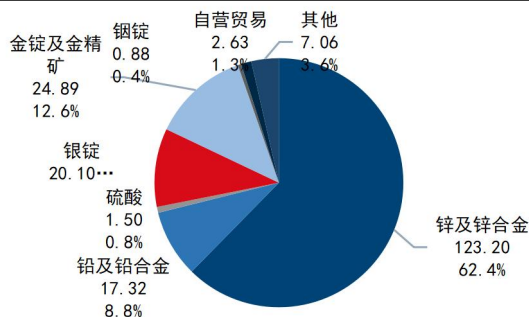
图4：株冶集团净利及增速（2022 年末追溯）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

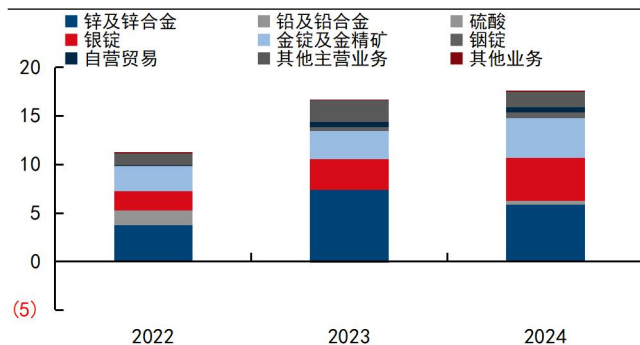
公司的主营业务主要来自锌及锌合金、铅及铅合金、金锭及金精矿、银锭。其中锌及锌合金 2024 年营收占比 62.4%，同比+4.04pct；铅及铅合金业务占比 8.8%，同比+0.56pct；金锭及金精矿占比 12.6%，同比+5.66pct；银锭占比 10.2%，同比+2.92pct。毛利方面，2024 年锌及锌合金、金锭及金精矿、银锭毛利占比分别为 33.6%、23.6%、25.3%，铅及铅合金受到加工费下降的影响，毛利为负，占比-0.5%。

图5：2024 年公司收入结构（亿元、%）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：2024 年公司毛利（亿元）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

矿山资源禀赋好，富含金银

公司拥有 86 万吨铅锌铜采选能力，铅锌地质品位较高，在国内属于禀赋较好的矿山。公司拥有 2 个采矿权，即水口山铅锌矿采矿权和柏坊铜矿采矿权；下设 3 座矿山，即水口山铅锌矿采矿权-康家湾矿、水口山铅锌矿采矿权-铅锌矿、柏坊铜矿采矿权-柏坊铜矿；选矿厂 1 家，形成 86 万吨的年原矿采选能力。其中水口山铅锌矿证载规模持续提升，2001 年水口山铅锌矿采矿许可证变更登记，采矿权人名称变更为水口山有限，证载生产规模变更为 40 万吨/年；2014 年采矿许可证变更登记，证载生产规模变更为 55 万吨/年；2021 年采矿许可证变更登记，证载生产规模变更为 80 万吨/年。此外，水口山有限持股 70% 的控股子公司铅都盟山拥有三宗探矿权，分别为湖南省常宁市水口山矿田新盟山金铅锌矿普查探矿权、

湖南省常宁市水口山矿区岩子岭-马王塘矿段铅锌银铜矿普查探矿权和湖南省常宁市蓬塘乡复兴林场矿区铅锌矿普查探矿权，目前均处于普查阶段。

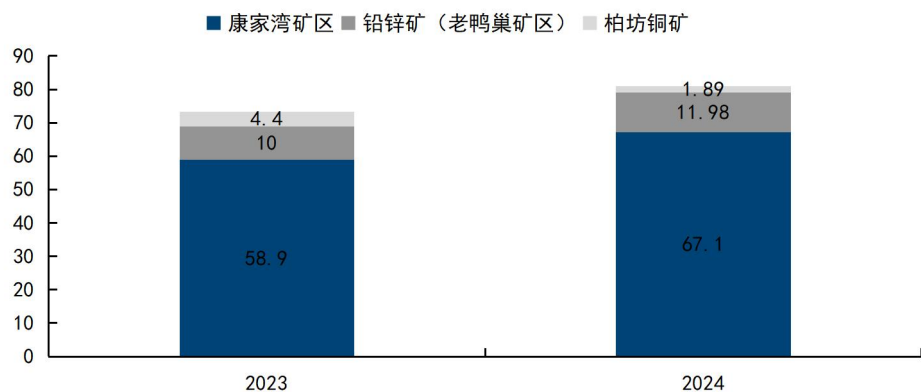
表3: 公司矿山原矿产能（万吨）

	2024 年
水口山铅锌矿	80
康家湾矿区	70
铅锌矿区（老鸭巢矿区）	10
柏坊铜矿	6

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

重组完成后矿山产量大幅提升。2024 年全年康家湾矿区产原矿 67.1 万吨，铅锌矿区产量 11.98 万吨，柏坊铜矿产量 1.89 万吨，合计产原矿 80.97 万吨，较 2023 年 73.3 万吨的产量快速提升 10.5%。

图7: 公司矿山原矿产量（万吨）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司铅锌金属资源量合计约 87 万吨，金金属资源量 43 吨，银金属资源量 1259 吨。从资源价值来看，旗下康家湾矿区铅锌矿富含金银，吨矿价值高。根据水口山铅锌矿采矿权储量年报数据显示，水口山铅锌矿采矿权下**康家湾矿区**保有的矿石资源量为 1180.70 万吨、储量为 495.30 万吨，铅金属品位为 3.64%、锌金属品位为 3.70%、金品位达到 3.24 克/吨、共伴生银品位达到 106.59 克/吨；经计算，康家湾矿区含铅金属资源量 43 万吨，锌金属资源量 44 万吨，金金属资源量 38.3 吨，银金属资源量 1259 吨；剩余开采年限 14 年。**铅锌矿矿区**方面，保有的矿石资源量为 107 万吨、储量为 53.3 万吨，金品位达到 4.21 克/吨，计算金金属资源量达到 4.5 吨，剩余开采年限 9.1 年。柏坊铜矿现保有资源量绝大部分在柚子塘矿段，矿山进入尾期生产。

表4: 公司矿山资源梳理

矿山名称	主要品种	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	品位 (%, 克/吨)	金属资源量 (铅锌: 万吨, 金银: 吨)	资源剩余可开采年限
水口山铅锌矿采矿权-康家湾矿区	铅	1180.7	495.3	3.64%	43.0	14.0 年
	锌			3.70%	43.7	
	金			3.24	38.3	
	银 (共伴生)			106.59	1258.5	
水口山铅锌矿采矿权-铅锌矿矿区	金	107	53.3	4.21	4.5	9.1 年
柏坊铜矿采矿权-柏坊铜矿矿区	铜	42.8	21.9	1.80%	0.8	/

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及计算

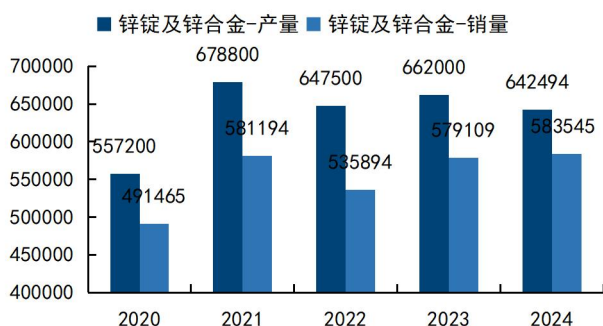
注: 剩余年限计算时, 推断资源量按 0.7 系数转换为可开采储量。康家湾矿、水口山铅锌矿的资源量、储量数据来源为 2023 年水口山铅锌矿采矿权储量年报, 统计截止日期为 2023 年 12 月 31 日。柏坊铜矿资源量、储量数据来源为 2023 年柏坊铜矿采矿权储量年报, 统计截止日期为 2023 年 12 月 31 日。

产能产量方面, 公司拥有 30 万吨锌冶炼产能、38 万吨锌基合金深加工产能, 锌产品总产能 68 万吨, 位居全国前列; 铅冶炼方面, 拥有铅及稀贵金属冶炼厂 2 家, 形成 10 万吨铅冶炼、4500 公斤黄金冶炼、470 吨白银冶炼的生产能力。矿山端, 我们根据公司资源品位、年处理量以及回收率进行测算, 公司具备年产铅锌金属量合计超 4 万吨, 产金 1.8-2 吨, 产白银将近 60 吨的能力。

公司自有矿山产出的铅精矿、锌精矿、金精矿为自用, 铜精矿、金硫精矿采用市场化方式外销; 锌冶炼环节中, 公司主要生产锌及其合金产品, 同时综合回收铅、铜、镉、银、铟等有价值元素, 生产加工成品或半成品外售, 副产品硫酸直接外售; 铅冶炼环节中, 公司主要生产铅及合金产品, 在生产过程中综合回收锌、铜、金、银、铋、铊、碲、钼等有价值金属, 生产加工成品或半成品外售, 副产品硫酸直接外售。

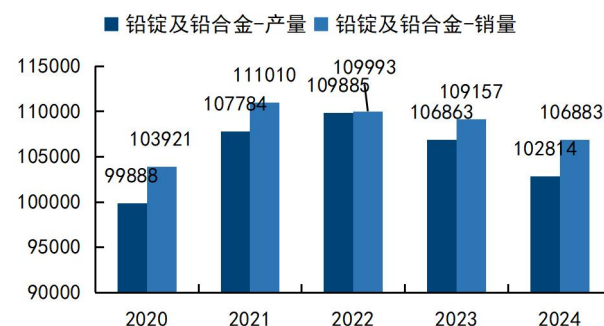
2024 年公司锌和锌合金产量达到 64.2 万吨, 销量 58.4 万吨, 主因部分锌资源通过内部工艺消耗加工成锌合金外售, 形成产销差; 铅和铅合金产量达到 10.3 万吨, 销量达到 10.7 万吨; 硫酸产销量均在 64 万吨左右; 黄金产量 3.7 吨, 销量 4.1 吨; 白银产量 29.4 吨, 销量 31.9 吨, 均系贵金属高价调整销售节奏。

图8: 公司锌锭及锌合金产销量 (万吨)



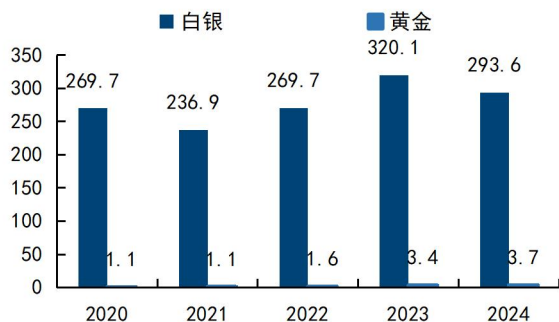
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图9: 公司铅锭及铅合金产销量 (万吨)



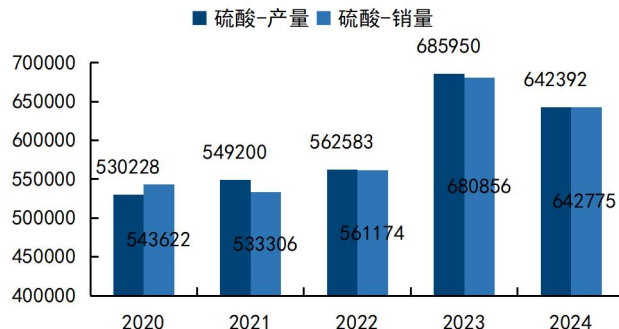
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图10: 公司黄金和白银产量（吨）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图11: 公司硫酸产销量（吨）



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

集团铅锌铋资源丰富

公司实际控制人为中国五矿, 中国五矿在海内外拥有较为丰富的金属矿产资源储量。中国五矿在亚洲、大洋洲、南美和非洲等地共拥有境内外矿山 38 座, 其中海外矿山 15 座, 拥有秘鲁拉斯邦巴斯铜矿、澳大利亚杜加尔河锌矿、巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿及湖南柿竹园等一批世界级优质矿山。中国五矿开发的矿产品种涉及铜、铅、锌、镍、钨、铋、钼、铁、锰、铬等有色及黑色金属, 其中钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列, 铜、锌、铅、铋等资源量位列全球第一梯队。

公司控股股东为湖南水口山有色, 而水口山有色（持公司 29.93%股权）、株洲冶炼（持公司 19.78%股权）和湖南有色（持公司 1.34%股权）互为一行动人, 其控股股东为湖南有色金属控股集团。湖南有色是中国五矿直管企业, 为中国五矿有色金属联合采选及冶炼加工的运营与管理主体。湖南有色主要从事有色金属的开采、冶炼、加工, 生产经营范围涵盖铜、铅、锌、铋、金、银、钼、铟、铋、镉、碲、铍、钨、钼、铁等 15 种金属产品和硫酸、氢氟酸、氟化铝等 20 种化工产品。现有铅锌 120 万吨/年矿石量的采选能力, 年产铅锌金属含量超 7 万吨; 铜铅锌基地拥有 68 万吨锌冶炼及加工能力、15 万吨铅冶炼及加工能力、10 万吨铜冶炼能力、副产硫酸 110 万吨的年生产能力, 综合回收金、银、铟、铋、镉等多种有价金属; 拥有铋原矿 52 万吨采选能力, 年产铋金属含量 1 万吨; 拥有铋冶炼能力 3 万吨; 拥有 12.9 万吨氟化工产品的年生产能力。**湖南有色所属直管企业中, 株冶、水口山、锡矿山、五矿铜业、投资公司、黄沙坪、铍业七家为中国五矿重要骨干子企业。**株冶（股票代码: 600961）是国家“一五”期间建设的重点企业, 是中国铅锌冶炼行业的标杆企业, “火炬牌”产品享誉全球; 水口山是“中国铅锌工业的摇篮”; 锡矿山是“世界铋都”, 中国铋工业的发源地; 五矿铜业是中国五矿重组湖南有色后在湘投资建设的第一个重大项目; 投资公司的“氟化工综合回收和利用”在行业具有独特竞争优势; 黄沙坪矿业被誉为“中国有色常青树”; 铍业是中国铍工业的开创者和龙头企业。

公司通过重大资产重组收购水口山有色下的水口山铅锌矿等核心铅锌资产, 另外锡矿山、五矿铜业、黄沙坪、铍业均为集团内优质资产。

表5: 集团资源梳理

公司名称	简介	产能及产品
锡矿山	锡金采选炼	锡采选 60 万吨（其中锡金属约 1 万吨，金金属 1 吨），锡冶炼 3 万吨，黄金冶炼 5 吨。
五矿铜业	金铜综合回收	年处理含铜、金、银、硫物料 55 万吨，产阴极铜 10 万吨，金锭 2.44 吨，银锭 200 吨，硫酸 50 万吨
黄沙坪	铅锌矿采选	锌设计采选生产能力 49.5 万吨/年，钨钼多金属设计采选生产能力为 40 万吨/年，年产铅锌精矿含量 3.2 万吨
五矿铍业	铍提炼加工	从矿石中提炼高品质金属铍及其化合物，主要产品有金属铍、高纯氧化铍、铍铜合金、铍铝合金、氧化铍陶瓷、氮化硼陶瓷等

资料来源：中国五矿官网，国信证券经济研究所整理

锡矿山即锡矿山闪星锡业有限责任公司，位于湖南省冷水江市，是集锡金采选炼，科研为一体的大型国有锡金联合企业，目前已形成 60 万吨锡采选、3 万吨精锡、4 万吨锡品、5 吨黄金的年生产能力。公司锡品市场占有率占全国 30%，占全球 25%，所产锡品远销日本、美国、欧洲等 50 多个国家和地区，被誉为“世界锡都”。

五矿铜业负责实施湖南水口山金铜综合回收产业升级技术改造项目。金铜项目是中国五矿 2009 年重组湖南有色后投资建设的第一个重大项目，金铜项目充分利用中国五矿掌控的海外铜资源，有效整合湖南省内铜资源，并资源化无害化处理水口山含砷金硫精矿和湖南有色下属成员企业冶炼含铜中间渣料。公司年处理含铜、金、银、硫物料 55 万吨，年产一级阴极铜 10 万吨，金锭 2.44 吨，银锭 200 吨，硫酸 50 万吨。

黄沙坪即湖南有色黄沙坪矿业有限公司，由原湖南黄沙坪铅锌矿演变而来。公司于 1958 年建矿、1967 年投产，迄今有 61 年的历史，2019 年公司完成整体改制，设立有限公司。黄沙坪矿业主要从事矿山采选业务，主营产品为铅、锌、钨、钼精矿，综合回收银、硫、铁等金属和非金属资源。公司铅锌设计采选生产能力为 49.5 万吨/年。钨钼多金属设计采选生产能力为 40 万吨/年，年产铅锌精矿含量 3.2 万吨。现公司受托管理黄沙坪矿业，预期在 28 年 2 月前采取包括但不限于注入上市公司、关停、注销、对外转让股权给无关联第三方、业务调整等方式解决同业情况。

五矿铍业股份有限公司是全球从矿石中提炼高品质金属铍及其化合物的少数几家企业之一，主要产品有金属铍、高纯氧化铍、铍铜合金、铍铝合金、氧化铍陶瓷、氮化硼陶瓷等。

财务分析

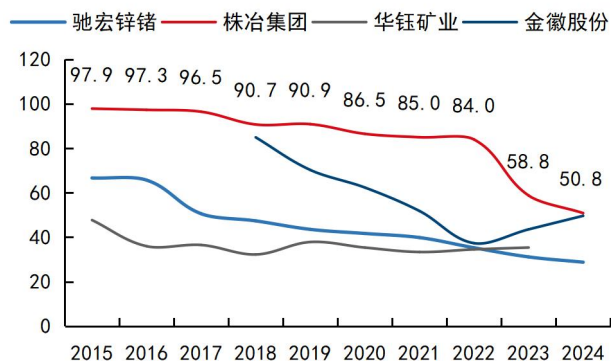
资本结构及偿债能力分析

通过对公司资债结构、经营效率、偿债能力、盈利能力和成长性进行分析，我们认为公司资债结构较好、盈利能力强、成长性较好。

2024 年公司资产负债率 50.8%，有息负债率 21.3%；资产负债率整体比同类公司高，有息负债率和行业内较低公司相差无几，且近几年处于下降过程中。2024 年公司降低了计息负债规模，同时融资成本同比下降，减少利息支出，财务费用同比减少 28%。

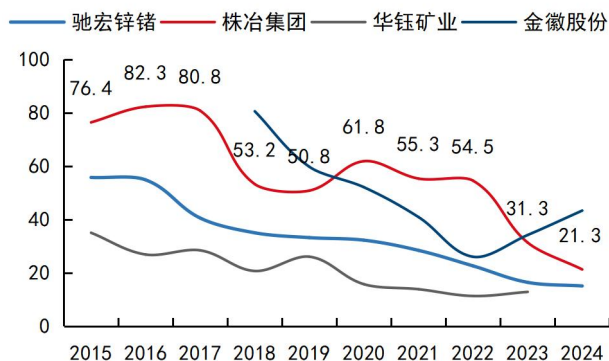
2024 年流动比率 0.97、速动比率 0.46，均处于同业中较高水平；2024 年权益乘数 2.0。

图12: 可比公司资产负债率



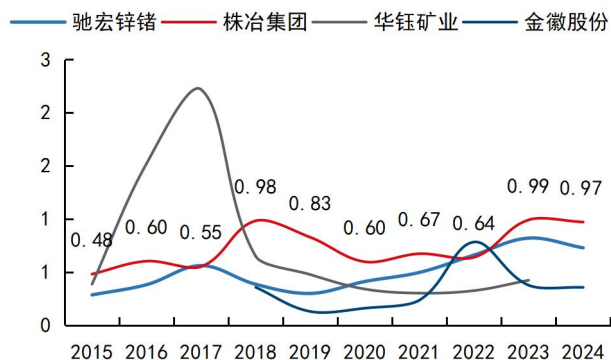
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 可比公司有息负债率



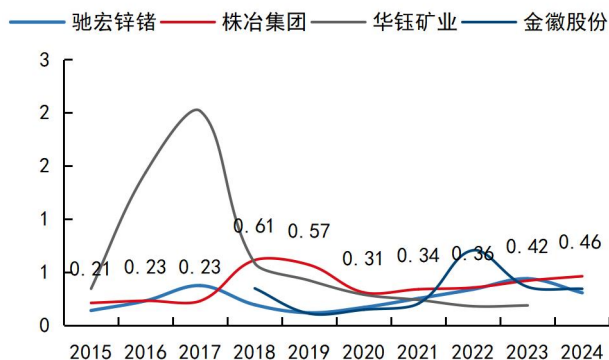
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 可比公司流动比率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 可比公司速动比率

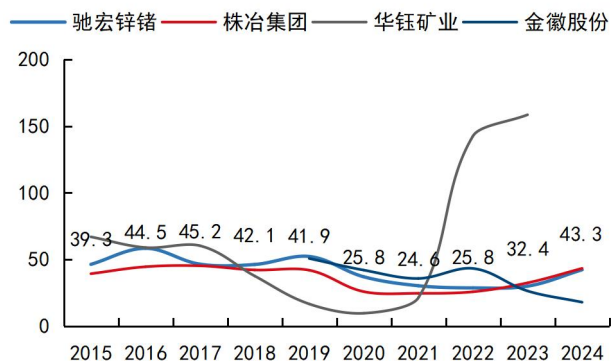


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营效率分析

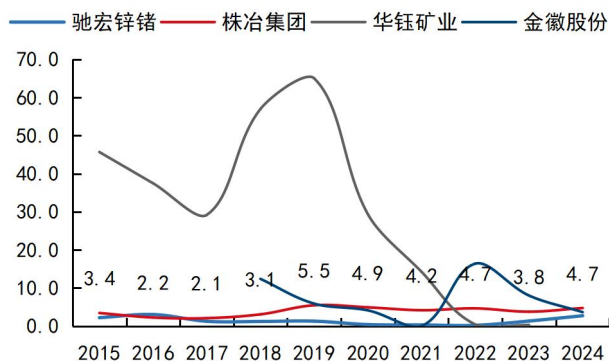
2024 年公司总资产周转率 2.2, 显著优于同业, 存货周转率 8.3, 应收账款周转率 75.8, 对应周转天数分别为 166/43/5 天, 处于行业较好水平。过去几年公司稳健经营, 总资产周转率、存货周转率、账款周转率一直处于较好水平。

图16: 存货周转天数



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 应收账款周转天数

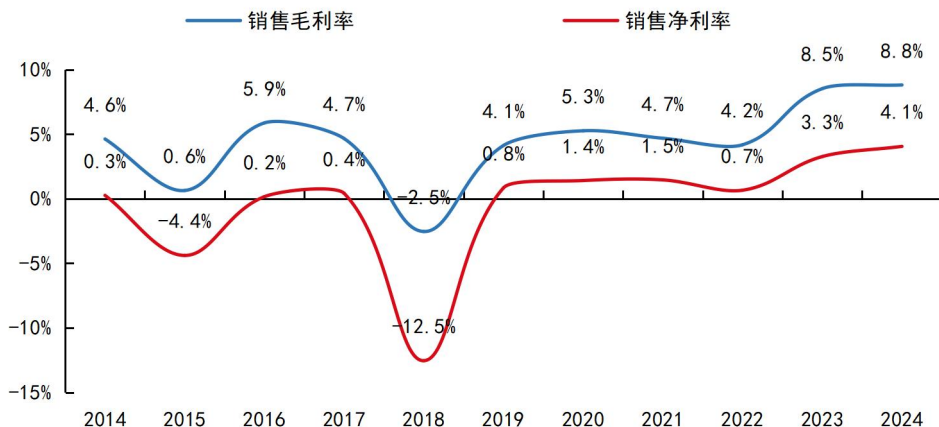


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

2024 年公司毛利率、净利润率分别为 8.8%、4.1%，2023 年重组以来有所提升。低于同业的原因核心系业务结构差异，公司冶炼产能较大，锌及锌合金产能达到 68 万吨，铅冶炼产能 10 万吨，低毛利率的业务占比较大，使得公司整体毛利率低于同业。

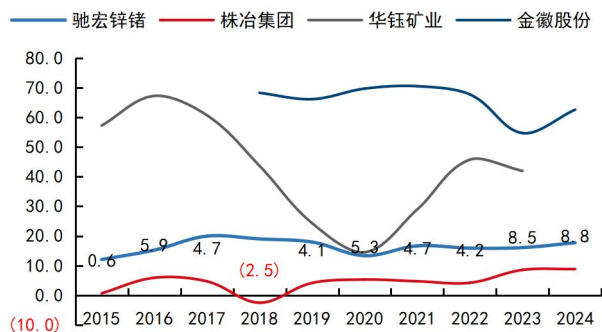
图18: 公司历年销售毛利率、净利率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

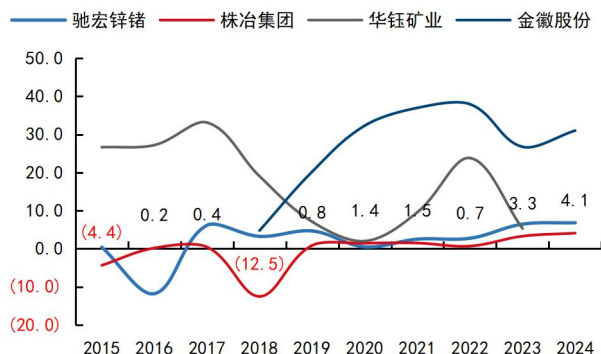
2024 公司年净资产收益率为 28%，处于同业高位，盈利能力强。总资产收益率 11%，投入资本回报率（ROIC）13%。综合比较而言，公司的盈利能力领先同业。

图19: 可比公司毛利率



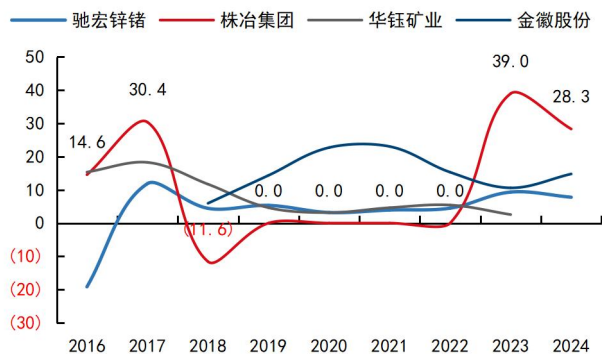
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 可比公司净利率



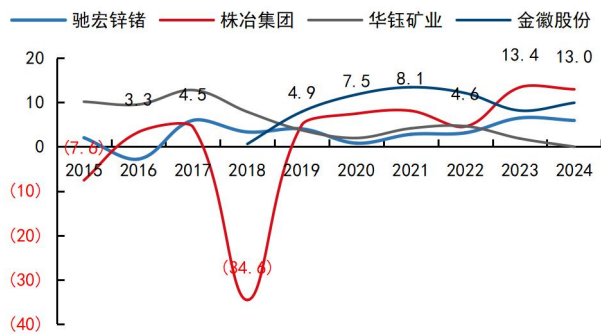
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 可比公司净资产收益率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 可比公司投入资本回报率

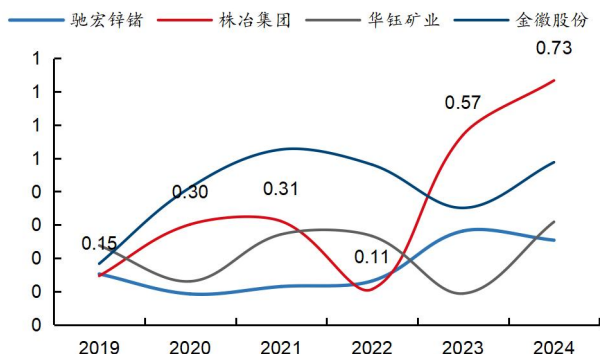


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

成长性分析

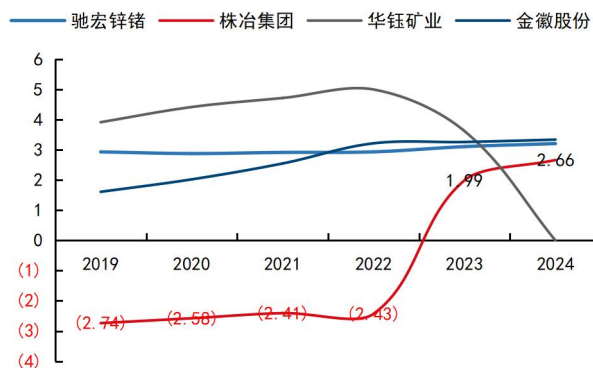
重组后, 公司的收入和利润规模增长表现突出, 2022-2024 年公司收入复合增速 12.3%, 归母净利 CAGR177.7%。此外, 公司 EPS 回正并显著增长, 2024 年每股收益 0.73 元, 每股净资产 2.66 元。

图23: 公司 EPS



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司每股净资产



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

按假设前提,我们预计公司未来3年年归母净利润11.0/12.2/13.3亿元,增速分别为40%/11%/9%。每股收益分别为1.03/1.14/1.24元

矿端: 公司主力矿山康家湾矿以及重要矿山铅锌矿和柏坊铜矿有序生产,公司目前拥有86万吨铅锌铜采选规模,而2024年矿山产量为81万吨,仍有爬产空间,预计2025年实现矿山原矿产量86万吨,同比增加6.2%,金、银矿产出相应增长。根据公司矿山资源品位、回收率等计算,2025年公司铅锌矿产量合计约为4.5万吨,黄金矿产量达到1.8-2吨,2026-2027年维持满产。价格方面,预计铅锌价格偏稳运行,2025-2027年铅均价为1.8万元/吨,锌均价为2.3万元/吨;黄金维持高位,2025-2027年均价为700元/克,银均价为8000元/千克。

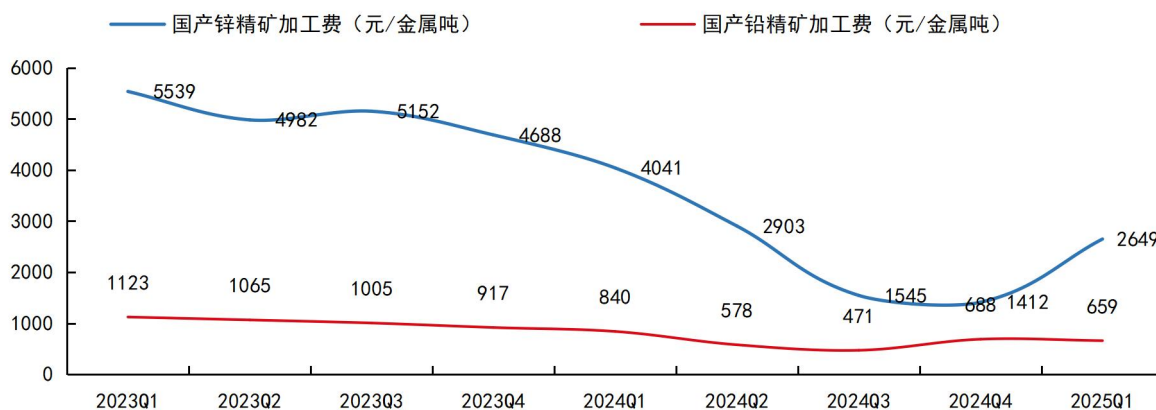
冶炼加工业务:

铅锌: 2024年铅锌矿供需矛盾加大,TC均大幅下跌,精矿价格高企,公司采选冶规模有效保障收益。具体来看,海外铅锌矿山出现多处减产停产情况,导致进口铅精矿减少,而国产铅精矿基本没有增量,且国产矿基本为固定分配格局,铅炼厂原料加剧紧张,转向银铅矿以及含铅废料或者外购粗铅等方式来填补原料空缺。2025Q1锌精矿供需矛盾改善,加工费持续上涨。根据百川盈孚数据,一季度50%国产锌精矿TC平均2649元/金属吨,环比上涨1238元/金属吨,涨幅88%,同比下降1392元/金属吨,降幅34%;考虑28分成后,2025Q1锌加工费4463元/吨,环比上行937元/吨,同比下降782元/吨,处于上升通道,锌冶炼企业利润回升;而铅加工费持稳运行,一季度50%国产铅精矿TC平均660元/金属吨,环比下跌28元/金属吨,跌幅4%,同比下降180元/金属吨,降幅21%。矿端供需矛盾逐渐缓解,预计2025-2027年锌加工费均价分别为3000/3200/3400元/金属吨;铅加工费均价分别为700/1000/1200元/金属吨。产量方面,公司具备年产68万吨锌锭及锌产品、10万吨铅产品的生产能力,根据年度经营计划,公司2025年锌及锌合金产品产量64.30万吨,铅及铅合金产品产量10.35万吨。我们预计2025-2027年产量接近产能。我们预计铅及铅合金业务2025-2027年营收为17.3/17.4/17.5亿元,毛利率为1.2%/2.6%/3.5%,对应毛利0.2/0.4/0.6亿元;预计锌及锌合金业务2025-2027年营收为133.4/134.4/134.9亿元,毛利率为

4.6%、5.0%、5.4%，对应毛利 6.1/6.7/7.2 亿元。

金银：2024 年贵金属价格强势上行，金价银价屡次创下历史新高，金锭及金精矿营业收入较 2023 年增加 9.49 亿元，同比+61.66%，毛利率较 2023 年下降 9.79 个百分点，系金锭价格上涨导致收入增加，含金原料结构调整和外购阳极泥量增加导致毛利率下降。截止 2025 年 4 月底，黄金价格超 780 元/克，较 2024 年底涨幅高达 26.9%。中东局势再度紧张；俄乌冲突尚未出现明显进展，美国表示对和谈前景仍抱希望，但也承认和平协议可能无法达成，这些因素导致资金流向避险资产，预计后续金价维持高位。在矿端成本较为稳定的情况下，高企的金价将显著增厚黄金业务毛利，推升毛利率。我们预计金锭及金精矿业务 2025-2027 年营收为 26.6/27.3/28.0 亿元，毛利率为 29.4%/28.7%/28.0%，对应毛利 7.8/7.8/7.8 亿元；预计银锭业务 2025-2027 年营收为 20.5/20.6/20.7 亿元，毛利率为 22.2%/22.1%/22.0%，对应毛利 4.5/4.6/4.6 亿元。

图25: 国产铅锌精矿加工费走势



资料来源：WIND，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

硫酸业务：硫酸是铅锌冶炼副产品，小部分自用，大部分直接外售，主要消费领域是化肥（主要是磷肥、硫酸钾）、钛白粉、氢氟酸、粘结纤维、饲钙、造纸等行业。2025 年硫酸价格有所上涨，我们预计 2025-2027 年均价为 500 元/吨，2025-2027 年营收为 2.0/2.0/2.0 亿元，毛利率为 43.7%、44.8%、46.3%，对应毛利均为 0.9 亿元。

其他主营业务：公司的其他主营业务收入主要是在铅锌生产过程中回收铜、镉、银、铟等有色金属，生产加工成品或半成品外售。预计其他业务 2025-2027 年营收为 6.7/7.0/7.5 亿元，毛利率保持在 23.8%，对应毛利 1.6/1.7/1.8 亿元。

表6: 株冶集团业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
锌及锌合金业务					
收入 (亿元)	113.2	123.2	133.4	134.4	134.9
增速		8.87%	8.30%	0.74%	0.33%
毛利 (亿元)	7.4	5.8	6.1	6.7	7.2
增速		-20.65%	4.36%	9.36%	8.46%
毛利率	6.51%	4.75%	4.57%	4.97%	5.37%
铅及铅合金业务					

收入（亿元）	15.9	17.3	17.3	17.4	17.5
增速		8.79%	-0.09%	0.67%	0.39%
毛利（亿元）	0.0	(0.1)	0.2	0.4	0.6
增速		-1028.97%	-316.93%	122.06%	35.13%
毛利率	0.06%	-0.54%	1.16%	2.57%	3.46%
硫酸业务					
收入（亿元）	1.0	1.5	2.0	2.0	2.0
增速		53.37%	31.25%	1.23%	0.09%
毛利（亿元）	(0.1)	0.4	0.9	0.9	0.9
增速		-402.26%	119.27%	3.91%	3.42%
毛利率	-13.27%	26.14%	43.67%	44.83%	46.32%
银铟业务					
收入（亿元）	14.1	20.1	20.5	20.6	20.7
增速		42.84%	1.86%	0.84%	0.28%
毛利（亿元）	3.2	4.4	4.5	4.6	4.6
增速		38.37%	3.06%	0.28%	0.02%
毛利率	22.67%	21.96%	22.22%	22.10%	22.04%
金铟及金精矿业务					
收入（亿元）	13.5	24.9	26.6	27.3	28.0
增速		84.95%	6.85%	2.63%	2.56%
毛利（亿元）	2.9	4.1	7.8	7.8	7.8
增速		44.46%	89.77%	0.14%	0.14%
毛利率	21.17%	16.54%	29.37%	28.66%	27.98%
铜铟、贸易等其他业务汇总					
收入（亿元）	36.5	10.6	10.0	10.3	10.8
增速		-71.00%	-5.77%	3.10%	4.87%
毛利（亿元）	3.3	2.7	2.6	2.7	2.8
增速		-16.08%	-4.14%	2.80%	4.41%
毛利率	8.97%	25.95%	26.41%	26.33%	26.21%
合计					
总营收（亿元）	194.1	197.6	209.7	212.1	213.8
增速		1.82%	6.15%	1.10%	0.83%
毛利（亿元）	16.6	17.4	22.2	23.1	24.0
增速		5.22%	27.18%	4.28%	3.82%
毛利率	8.53%	8.82%	10.57%	10.90%	11.22%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收210/212/214亿元，同比+6.15%/1.10%/0.83%，毛利率10.6%/11.0%/11.2%，毛利22.2/23.1/24.0亿元，同比+27.2%/4.3%/3.8%。毛利率提升系锌加工费处于改善通道以及硫酸价格、黄金价格较2024年上行。

未来3年业绩预测

表7：未来3年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19759	20974	21206	21382
营业成本	18017	18758	18895	18983
销售费用	26	27	28	28
管理费用	472	488	493	497
财务费用	76	32	(16)	(55)
营业利润	973	1345	1489	1619

利润总额	961	1347	1491	1621
归属于母公司净利润	787	1102	1220	1327
EPS	0.73	1.03	1.14	1.24
ROE	18.1%	20.8%	19.3%	17.8%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025–2027 年收入分别为 210/212/214 亿元，归属母公司净利润 11.0/12.2/13.3 亿元，利润年增速分别为 40.1%/10.7%/8.8%。每股收益 2025–2027 年分别为 1.03/1.14/1.24 元。

估值与投资建议

估值分析

公司股票合理估值区间在 15.41–18.49 元/股，维持“优于大市”评级。

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：14.95–19.92 元/股

未来 10 年估值假设条件见下表：

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	6.15%	1.10%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%	0.83%
营业成本/营业收入	89.43%	89.10%	88.78%	88.78%	88.78%	88.78%	88.78%	88.78%	88.78%	88.78%
管理费用/营业收入	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%
销售费用/销售收入	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
营业税及附加/营业收入	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税税率	16.57%	16.57%	16.57%	16.57%	16.57%	16.57%	16.57%	16.57%	16.57%	16.57%
股利分配比率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2754	T	17.00%
无风险利率	1.62%	Ka	9.91%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.45
公司股价（元）	10.1	Ke	11.06%
发行在外股数（百万）	1073	E/(D+E)	85.73%
股票市值(E, 百万元)	10836	D/(D+E)	14.27%
债务总额(D, 百万元)	1803	WACC	10.13%
Kd	5.50%	永续增长率（10年后）	0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司目标股价区间为 14.95–19.92 元/股。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC 变化
--	---------

		8.1%	9.1%	10.13%	11.1%	12.1%
永续 增长 率变 化	3.0%	27.36	23.09	20.01	17.68	15.85
	2.0%	24.63	21.28	18.75	16.77	15.18
	1.0%	22.66	19.92	17.77	16.05	14.63
	0.0%	21.18	18.85	16.98	15.45	14.18
	-1.0%	20.02	17.99	16.34	14.95	13.79
	-2.0%	19.09	17.29	15.80	14.53	13.45
	-3.0%	18.33	16.71	15.34	14.17	13.16

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：15.41–18.49 元

目前和公司业务相似，但仍存在结构差异，从事铅锌矿采选冶、铅锌及金矿采选冶的企业分别为：国内铅锌矿产龙头驰宏锌锗，陇南地区铅锌采选企业金徽股份，兼有铅锌采选及金锑矿采选的华钰矿业等公司，我们选取上述三家做为可比公司，上述三家公司 2025 年平均 PE25.1x，考虑到近期锑价因出口管制等因素内外价差先拉大后收敛，国内锑价出现大幅上涨，带动华钰矿业股价强势，PE 显著高于其他二者，我们参考驰宏锌锗和金徽股份的 PE 进行相对估值或更为合理。根据公司产能规划，预计未来 5 年公司黄金产量仍有提升，且集团内黄沙坪铅锌资产存并表预期，有望实现现有铅锌矿产量接近翻倍增长。考虑到公司业务结构和成长性，我们按照 PE15–18 倍进行估值，对应 2025 年股价区间 15.41–18.49 元/股。

表11：同类公司估值比较（数据截至 2025 年 5 月 6 日收盘）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600497.SH	驰宏锌锗	优于大市	5.18	264	0.30	0.33	17.3	15.7
603132.SH	金徽股份	–	11.46	112	0.64	0.86	17.9	13.3
601020.SH	华钰矿业	–	18.86	155	0.47	0.47	40.1	40.1
	平均值						25.1	23.1
600961.SH	株冶集团	优于大市	10.19	109	1.03	1.14	9.9	9.0

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测，金徽股份和华钰矿业 EPS 数据来自 WIND 一致预期

投资建议

综合上述估值，我们认为公司股票合理估值区间在 15.41–18.49 元/股之间，今年动态市盈率 15.0–18.0 倍，相对于公司目前股价有 47–77%溢价空间。考虑公司较好的成长性，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在 15.82-18.59 元/股之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.62%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势，最终给予公司 2025 年 15.3-18.0 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为：锌价有望维持高位，尤其是在全球范围内能源危机冲击、地缘政治风险爆发及中国稳增长等背景之下，加剧了锌矿产资源的供需错配。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化，比如供给超预期释放，或需求增长速度不及预期，从而导致大宗金属价格有大幅下跌的风险；或矿端持续紧张，加工费底部徘徊，冶炼环节无法实现利润修复。

经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	600	375	2178	3731	5271	营业收入	19406	19759	20974	21206	21382
应收款项	641	873	690	697	703	营业成本	17750	18017	18758	18895	18983
存货净额	2210	2125	1519	1581	1640	营业税金及附加	109	166	147	149	150
其他流动资产	384	664	419	424	428	销售费用	27	26	27	28	28
流动资产合计	3835	4049	4818	6445	8053	管理费用	531	472	488	493	497
固定资产	4521	4301	3964	3584	3211	研发费用	158	142	151	152	154
无形资产及其他	676	653	627	601	574	财务费用	105	76	32	(16)	(55)
投资性房地产	81	133	133	133	133	投资收益	(8)	15	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	1	2	资产减值及公允价值变动	(13)	(26)	(20)	(10)	0
资产总计	9114	9137	9543	10764	11973	其他收入	(107)	(19)	(151)	(152)	(154)
短期借款及交易性金融负债	1854	1938	1800	1800	1800	营业利润	755	973	1345	1489	1619
应付款项	896	1127	1013	1071	1076	营业外净收支	2	(12)	2	2	2
其他流动负债	1121	1105	759	764	768	利润总额	757	961	1347	1491	1621
流动负债合计	3871	4170	3572	3636	3644	所得税费用	122	159	223	247	269
长期借款及应付债券	980	3	3	3	3	少数股东损益	23	15	22	24	26
其他长期负债	506	473	523	623	673	归属于母公司净利润	611	787	1102	1220	1327
长期负债合计	1486	476	526	626	676	现金流量表（百万元）					
负债合计	5357	4646	4097	4261	4320	净利润	611	787	1102	1220	1327
少数股东权益	125	136	155	175	197	资产减值准备	(0)	47	(5)	(5)	(5)
股东权益	3632	4354	5291	6328	7456	折旧摊销	267	289	450	453	456
负债和股东权益总计	9114	9137	9543	10764	11973	公允价值变动损失	13	26	20	10	0
关键财务与估值指标						财务费用	105	76	32	(16)	(55)
每股收益	0.57	0.73	1.03	1.14	1.24	营运资本变动	(223)	(250)	618	85	(14)
每股红利	0.17	0.12	0.15	0.17	0.19	其它	17	(34)	23	25	27
每股净资产	3.39	4.06	4.93	5.90	6.95	经营活动现金流	684	865	2209	1788	1791
ROIC	12.15%	11.51%	20%	25%	29%	资本开支	(1833)	(56)	(102)	(52)	(52)
ROE	16.83%	18.06%	21%	19%	18%	其它投资现金流	3	(12)	0	0	0
毛利率	9%	9%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(1829)	(68)	(103)	(53)	(53)
EBIT Margin	4%	5%	7%	7%	7%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	9%	9%	9%	负债净变化	(66)	(977)	0	0	0
收入增长	24%	2%	6%	1%	1%	支付股利、利息	(180)	(133)	(165)	(183)	(199)
净利润增长率	987%	29%	40%	11%	9%	其它融资现金流	2001	1198	(138)	0	0
资产负债率	60%	52%	45%	41%	38%	融资活动现金流	1513	(1022)	(304)	(183)	(199)
股息率	1.6%	1.2%	1.5%	1.7%	1.8%	现金净变动	367	(225)	1802	1553	1540
P/E	17.9	13.9	9.9	9.0	8.2	货币资金的期初余额	234	600	375	2178	3731
P/B	3.0	2.5	2.1	1.7	1.5	货币资金的期末余额	600	375	2178	3731	5271
EV/EBITDA	14.8	12.7	8.1	7.8	7.5	企业自由现金流	(1093)	765	2137	1728	1701
						权益自由现金流	773	944	1971	1742	1747

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032