

宝武镁业 (002182)：新能源汽车新材料研究之七——宝武镁业，耐蚀性突破撬动 5 倍镁合金消费蓝海

报告要点

镁合金耐蚀性提升对于其在汽车领域的应用至关重要。当前随着镁合金价格持续下探，镁合金在汽车领域的应用经济型凸显，其潜在应用有 5 倍空间有待发掘。但镁合金耐蚀性差的问题制约着其在汽车材料领域的推广应用。

宝武镁业已经推出耐腐蚀镁合金零部件。2024 年 7 月宝武镁业与汇川联合动力共同发布了一款镁合金制造的电机（电机壳体由镁合金制造），说明在电驱动壳体这类对耐蚀性有要求的领域镁合金已经取得一定的应用突破。

宝武镁业在镁合金制造领域有全产业链布局。宝武镁业在镁合金领域从上游的原料到下游加工均有较充分的布局和规划。截至 2024 年底，其镁矿资源储备 175359.38 万吨（冶镁用），现有和规划的原镁产能 50 万吨、镁合金产能 60 万吨、硅铁产能 30 万吨。此外，借助母公司宝武集团在汽车材料产业链的优势，将会进一步推动宝武镁业镁合金零部件在汽车行业的增长。

我们预测公司在 2025~2027 年的 EPS 分别为 0.241、0.374 和 0.606，动态 PE 分别为 47.34、30.59 和 18.86。公司作为国内镁合金龙头企业，从资源、硅铁到镁合金制造加工以及客户渠道做好了准备，迎接由耐蚀性改善而带来的汽车用镁合金 5 倍市场增长潜力。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

- 1、镁合金耐蚀性改善进展暂未知，可能会影响其在汽车应用时的耐久性测试。
- 2、公司镁合金产品在汽车行业推广可能受阻，影响后续发展。

有色金属

评级： 买入 首次覆盖

日期： 2025.06.20

分析师 孙亮

登记编码：S0950524040001

☎：(021) 6110 2509

✉：sunl8@w kzq.com.cn

联系人 刘传海

☎：17721079118

✉：liuch3@w kzq.com.cn

公司基本数据	2025/6/19
总股本（万股）	99,179.16
流通 A 股/B 股(万股)	99,179.16
资产负债率（%）	54.04
每股净资产（元）	5.41
市盈率（当前）	394.72
市净率（当前）	2.07



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《车企降本压力下的新机遇——国产化绝缘纸在驱动电机上的应用》
- 《降本 46%——新工艺助推低成本国产材料在电池包壳体的应用》
- 《十倍增长潜力来袭：镁合金耐蚀性突破开启市场增量新蓝海》
- 《价格腰斩——镁合金能否成为新的汽车轻量化材料》
- 《马氏体高强钢：汽车轻量化的成本优势何在？》
- 《Tesla Cybertruck——不锈钢的新机遇》

内容目录

1. 镁合金耐蚀性提升是打开汽车用镁合金零部件市场的关键	3
1.1 镁合金已经具备替代部分铝合金的经济性	3
1.2 汽车用镁合金超过 5 倍的市场空间	4
1.3 镁合金耐蚀性能差限制了其应用和推广	5
2. 为何宝武镁业可以推出耐腐蚀镁合金零部件	6
2.1 宝武镁业发布的镁合金电驱总成耐蚀性满足行业要求	6
2.2 宝武镁业突破镁合金耐蚀性要求的原因	6
3. 宝武镁业在镁合金领域充分布局，为镁合金暴发增长准备充分	7
3.1 宝武镁业在镁矿资源方面的布局	7
3.2 宝武镁业硅铁产能布局	8
3.3 宝武镁业原镁和镁合金产能布局	8
3.4 宝武镁业压铸和挤压类零部件产能布局	9
3.4 宝武镁业在客户开发和市场开拓领域的布局	10
3.5 总结	10
4. 宝武镁业盈利预期和估值	11
4.1 关键假设	11
4.2 盈利预测与评级	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：镁合金与铝合金的比强度	3
图表 2：铝镁成本平衡点价格比值为 0.7	3
图表 3：镁铝价格比值走势	3
图表 4：镁铝价格走势对比	4
图表 5：镁合金传统应用零件单车用量大约 15kg	4
图表 6：镁合金在汽车上未来应用增量潜力大约 60kg/车	5
图表 7：镁合金零件在汽车上的应用方向	5
图表 8：镁合金耐腐蚀效果差	6
图表 9：宝武镁业与汇川电机联合发布镁合金电驱总成	6
图表 10：宝武镁业产业布局	7
图表 11：宝武镁业镁矿资源	8
图表 12：宝武镁业原镁和镁合金产能（万吨）	8
图表 13：宝武镁业金属原料产品	8
图表 14：宝武镁业压铸件	9
图表 15：宝武镁业挤压产品集中于汽车零部件领域	9
图表 16：宝武镁业挤压产品示例	9
图表 17：宝武镁业合作车企	10
图表 18：宝武镁业现有产能及未来产能总结	11
图表 19：宝武镁业关键假设	11
图表 20：可比公司对比	12

1. 镁合金耐蚀性提升是打开汽车用镁合金零部件市场的关键

1.1 镁合金已经具备替代部分铝合金的经济性

在轻量化材料领域，镁合金比铝合金的减重效果更好。镁合金 AZ91D 的比强度为 127Mpa/(g/cm³)，而铝合金 A380 的比强度值为 117 Mpa/(g/cm³)，镁合金的比强度比铝合金高 8%。应用于新能源汽车领域时，镁合金的减重效果更为突出。但在过去很长一段时间里，镁价都远高于铝价，镁合金的经济性没有优势。

图表 1：镁合金与铝合金的比强度

镁合金与铝合金的比强度				
材料名称	材料牌号	密度 g/cm3	抗拉强度 Mpa	比强度 Mpa/(g/cm3)
镁合金	AZ91D	1.81	230	127
铝合金	A380	2.74	320	117

资料来源：中国镁业网，五矿证券研究所

从行业的实际应用效果看，镁合金的减重效果可以达到 30%。同样体积的零件，镁合金零件重量只有铝合金零件的 70%。那么计算可知当铝合金的价格与镁合金的价格比值大于 0.7 时，使用镁合金的经济型就会高于铝合金。

图表 2：铝镁成本平衡点价格比值为 0.7

	零件重量	价格	成本相等时的价格比
铝合金	m	P1	$P1 \cdot m = P2 \cdot 0.7m$ $P1/P2 = 0.7$
镁合金	0.7m	P2	

资料来源：中国镁业网，五矿证券研究所

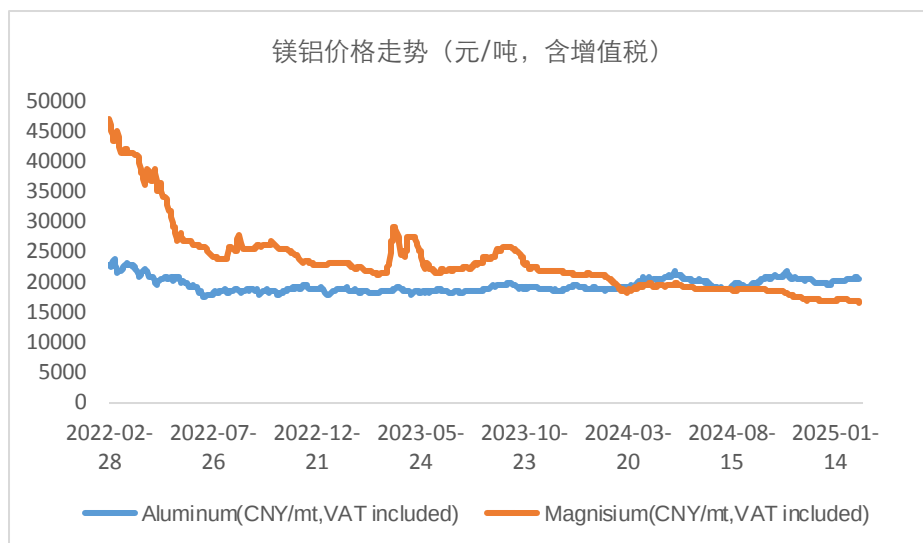
镁价下跌，镁合金经济性凸显。镁价在 2022 年开始不断下跌，而铝价则由于电解铝产能受控而长期处于较高位置。目前镁锭价格已经跌至 1.7 万元/吨，而铝锭价格则已知维持在 2 万元以上。镁合金的经济性已经远超铝合金。而从 2022 年以来，铝合金单价与镁合金单价比值已经高于 0.7，镁合金经济型已经凸显。

图表 3：镁铝价格比值走势



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 4：镁铝价格走势对比



资料来源：SMM，五矿证券研究所

1.2 汽车用镁合金超过 5 倍的市场空间

目前车用镁合金量较少。目前车用镁合金主要集中在方向盘骨架、方向盘支架、仪表盘与中控这些结构复杂并且不直接接触空气的部位。部分座椅骨架也换用了镁合金。目前应用都集中在非裸露区域，应用空间约 14-14.7 公斤/车。

图表 5：镁合金传统应用零件单车用量大约 15kg

零件名称	方向盘	仪表板骨架	座椅骨架	合计
零件重量 (kg)	0.55 ~ 0.7	4.5 ~ 5	9	14 ~ 14.7

资料来源：《轻量化材料镁合金在汽车上的应用》赵琛，五矿证券研究所

车用镁合金未来的应用空间可达 78 公斤/车。镁合金在汽车的应用中比较有性价比的新应用领域还有电机壳体、结构件和轮毂等裸露件。镁合金电机壳体作为新应用已经进入车用领域，单个零件重量约 14 公斤；白车身上可以替换为镁合金的部分约 10%，即 40 公斤左右；单只轮毂重约 5-6 公斤，总计潜在应用约 74-78 公斤/车。

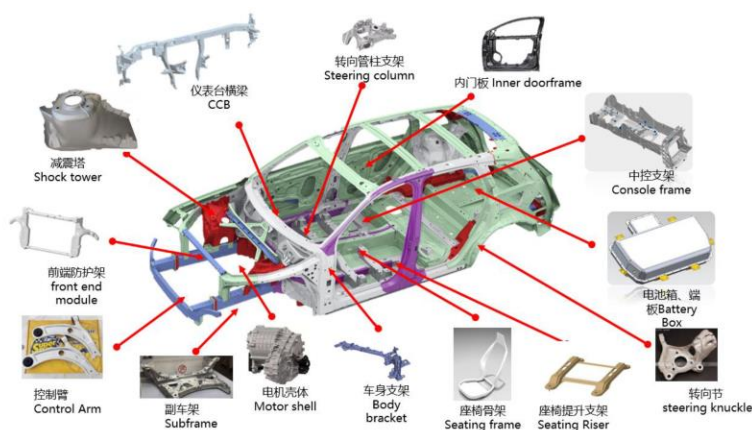
车用镁合金实际用量远低于应用空间。目前密封环境的车用镁合金应用空间约 14-14.7 公斤/车，裸露件的应用空间约 74-78 公斤/车，合计应用空间为 88-92.7 公斤/车。2023 年国内铸造镁合金和镁合金型材用量总计为 19.21 万吨，2023 年中国汽车销量 3009 万台，按乐观估计假设这些材料全部用于汽车行业，平均每辆车用量仅 6.38 公斤，远低于车用镁合金的应用空间。

图表 6：镁合金在汽车上未来应用增量潜力大约 78kg/车

零件名称	电机壳体	结构件	轮毂（单只）	新应用合计
零件重量（kg）	14	40	5~6	74~78

资料来源：《轻量化镁合金轮毂生产工艺研究》王柱兴，尚镁网，压铸网，五矿证券研究所

图表 7：镁合金零件在汽车上的应用方向



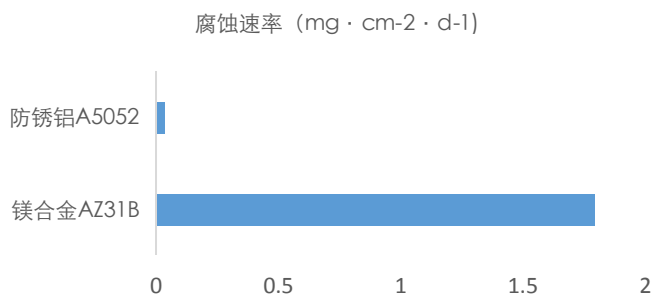
资料来源：宝武镁业，五矿证券研究所

1.3 镁合金耐蚀性能差限制了其应用和推广

从目前汽车行业的实际应用状态看，其实际用量远没有达到上述的用量水平，大部分的镁合金还是用在方向盘骨架或者仪表板骨架等这类密闭且不与腐蚀性介质接触的区域。之所以出现这种限制，根本原因在于镁合金本身的耐腐蚀性能差的问题。与铝合金不同，镁合金的氧化层较为松散，不但无法像镁合金致密的氧化层那样隔绝氧气，反而容易让腐蚀介质深入零件内部。因此，以往镁合金在汽车上主要用在密闭区域，不与腐蚀性介质产生接触，以规避镁合金零件在服役过程中因腐蚀而失效的风险。如果镁合金的耐蚀性得到提高，那么车用镁合金的应用空间有望从目前密闭件的 14-14.7 公斤提升至 88-92.7 公斤/车。

镁合金在汽车行业未来的市场潜力可能达到 236 万吨/年。按照 2023 年中国汽车销量 3009 万辆（其中新能源车 949.5 万辆）进行测算，乐观估计，如单车镁合金用量达到 88kg，未来镁合金在汽车行业的应用空间可能到 236 万吨；保守估计单看密闭零件，按照 14kg/车的用量测算，镁合金的在汽车行业的市场空间可以达到 42 万吨。

图表 8：镁合金耐腐蚀效果差



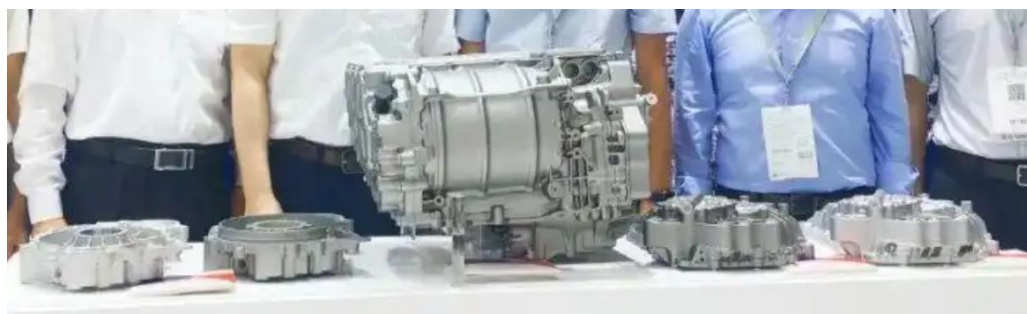
资料来源：中铝轻研，五矿证券研究所

2. 为何宝武镁业可以推出耐腐蚀镁合金零部件

2.1 宝武镁业发布的镁合金电驱总成耐蚀性满足行业要求

镁合金电驱总成发布-耐蚀性满足了电驱壳体要求。2024 年 7 月宝武镁业与汇川联合动力共同发布了一款镁合金制造的电机（电机壳体由镁合金制造），由于电机壳体外表面需要与外界接触并且内部有冷却介质（水冷或油冷）流动，电驱壳体对于材料的耐蚀能力是有严格要求的。这款镁合金电机壳体的推出说明宝武镁业的镁合金材料耐蚀性得到了突破，可以用于与外界腐蚀性介质有接触的区域。

图表 9：宝武镁业与汇川电机联合发布镁合金电驱总成



资料来源：澎湃新闻，五矿证券研究所

2.2 宝武镁业突破镁合金耐蚀性要求的原因

宝武镁业注重产品研发。公司 2002 年被认定为江苏省高新技术企业，2004 年被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，2006 年被批准设立江苏省镁合金材料工程技术研究中心，此外，还建设有江苏省轻金属合金研究重点实验室”、“企业技术中心”等创新研发平台，设立“江苏省企业研究生工作站”、“南京市博士后创新实践基地”、“江苏省博士后创新实践基地”、“院士专家工作站”等人才智力平台。在此基础上，宝武镁业陆续投入开发高导热镁合金、高性能变形镁合金、储氢镁合金和耐高温镁合金等品种。2023 年上半年成功试制出一体化车身铸件和电池箱盖两类超大型新能源汽车结构件。此外，公司研发的镁合金方向盘骨架成功

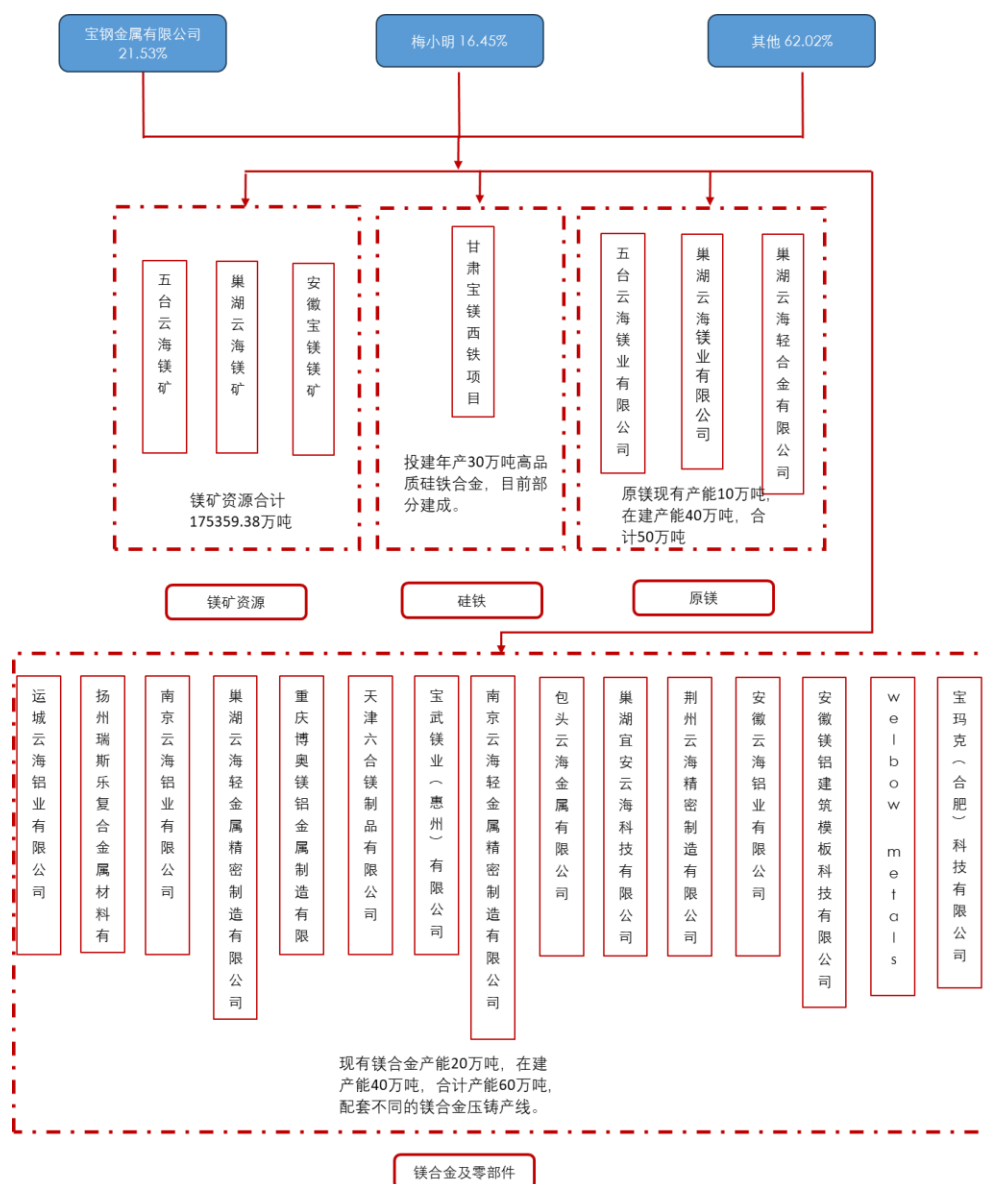
用于理想和特斯拉等车型。

宝武镁业贴近市场了解产品应用瓶颈。宝武集团 2022 年成为宝武镁业大股东。宝武集团长期为国内汽车产业供应钢铁产品，贴近车厂，例如蔚来汽车、小鹏汽车、路特斯和零跑汽车等都是宝武带来的新客户资源。此外，宝武集团了解汽车生产企业的需求，可以针对汽车用户的需求开发产品。依托宝武集团 EVI 团队的优势，提前介入汽车客户的开发工作。如镁合金电机壳体就是宝武镁业与客户共同开发的新产品。

3. 宝武镁业在镁合金领域充分布局，为镁合金暴发增长准备充分

宝武镁业在镁矿资源、原镁冶炼、镁合金零部件制造和产品研发等几个方面，均有合理的布局，为其在未来镁合金快速爆发时抢先占领市场优势地位提供了充分的保证。

图表 10：宝武镁业产业布局



资料来源：宝武镁业，五矿证券研究所

3.1 宝武镁业在镁矿资源方面的布局

宝武镁业镁矿资源。宝武镁业目前在三个原镁生产基地拥有镁矿资源,分别是山西五台 34517 万吨冶镁用白云岩、安徽青阳 131978.13 万吨白云石采矿权和安徽巢湖 8864.25 万吨白云石采矿权,以上白云石矿合计 175359.38 万吨,理论可提取镁金属量 23147 万吨。形成了“矿山开采-原镁冶炼-镁合金生产”完整的产业链。

图表 11: 宝武镁业镁矿资源

公司	镁矿储量规模
五台云海	白云岩矿储量为冶镁用白云岩 34517 万吨、耐火用白云岩 12245 万吨、建筑用白云岩 11133 万吨
巢湖云海	8864.25 万吨白云石的采矿权
安徽宝镁	拥有 131978.13 万吨白云石的采矿权。

资料来源: 宝武镁业, 五矿证券研究所

3.2 宝武镁业硅铁产能布局

2023 年 8 月, 宝武镁业和甘肃腾达西铁资源控股集团有限公司签署投资协议, 双方拟就年产 30 万吨高品质硅铁合金项目开展合作。白云石生产原镁所用煅白含 $MgO 38.5\%$, $100kg$ 煅白所用 75% 的硅铁为 21.4kg, 按此计算, 得出硅铁消耗与产出原镁的比例为 0.926, 即每生产一吨原镁需要消耗 0.926 吨硅铁。宝武镁业 30 万吨的硅铁产能预计从 2026 年开始投产, 产能完全释放后可以满足 30 万吨的原镁生产对硅铁的需求。

3.3 宝武镁业原镁和镁合金产能布局

在原镁和镁合金冶炼产能方面, 截至 2025 年 4 月底, 宝武镁业拥有 10 万吨原镁产能及 20 万吨镁合金产能。另外公司在巢湖新建 5 万吨原镁产能、在五台新建 10 万吨原镁和 10 万吨镁合金、在青阳新建 25 万吨原镁和 30 万吨镁合金产能。在新建产能投入后, 合计原镁和镁合金将会分别达到 50 万吨和 60 万吨。新产能建成后, 原镁产能将扩充到现有产能的 5 倍, 镁合金产能将扩充到现有产能的 3 倍。

图表 12: 宝武镁业原镁和镁合金产能 (万吨)

单位 (万吨)	现有产能	在建产能			合计
		巢湖宝镁	五台宝镁	安徽宝镁	
原镁	10	5	10	25	50
镁合金	20		10	30	60

资料来源: 宝武镁业公告, 五矿证券研究所

图表 13: 宝武镁业金属原料产品

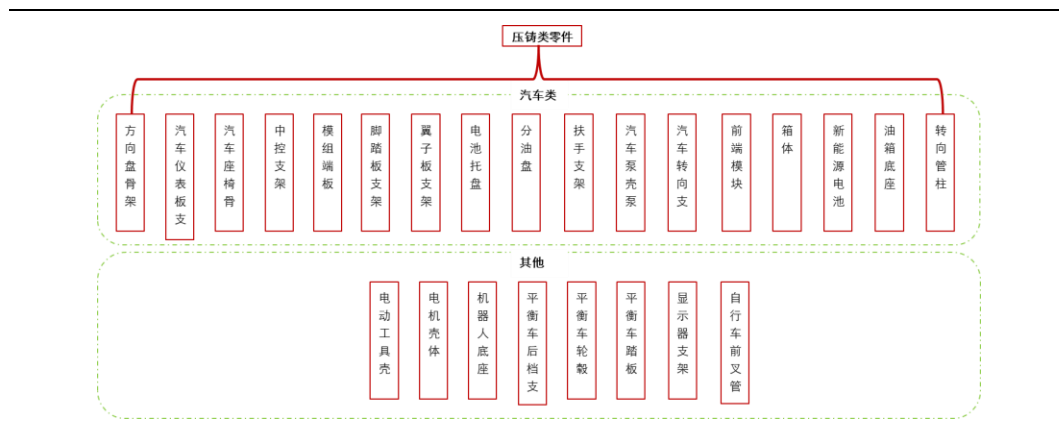


资料来源: 宝武镁业, 五矿证券研究所

3.4 宝武镁业压铸和挤压类零部件产能布局

宝武镁业已经形成**镁合金压铸成熟产能 3 万吨**。宝武镁业目前拥有压铸类产品的产能 3 万吨/年，分布在南京、巢湖、重庆、荆州四大压铸基地，同时具备自主开发设计制造模具的能力。另外还在巢湖新建 1000 万只/年的方向盘骨架产能。

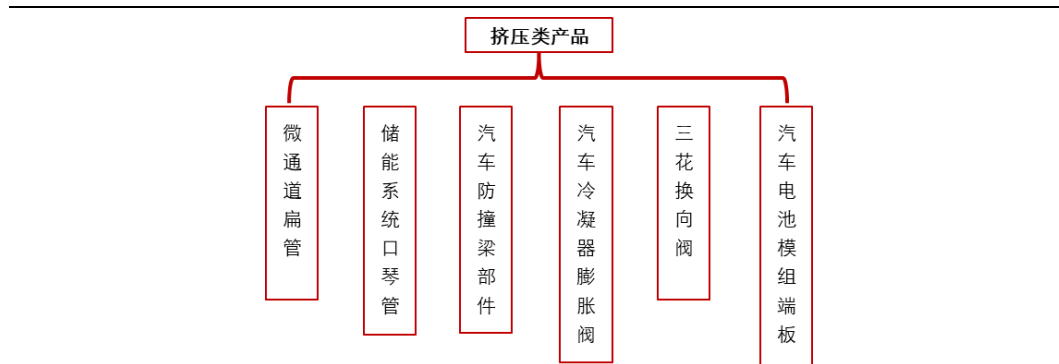
图表 14：宝武镁业压铸件



资料来源：宝武镁业公告，五矿证券研究所

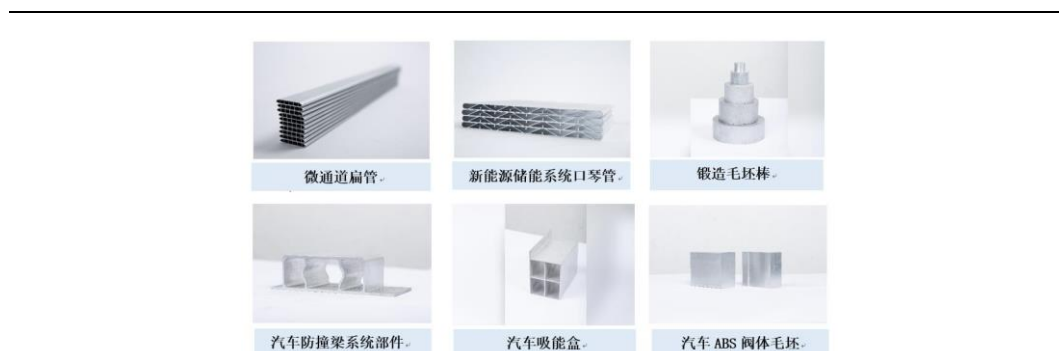
挤压类产品产能 20 万吨。除了镁合金压铸产能之外，宝武镁业拥有南京、巢湖和扬州等挤压类产品生产基地，拥有 20 万吨/年高性能铝挤压产品产能，同时具备自主研发制造模具的能力。其中微通道扁管可以广泛应用于新能源车的电池包冷却系统，是电池包热管理系统的重要组成部分，承担热交换介质的流通任务，控制电芯温度，最终实现对电池包温度的控制。

图表 15：宝武镁业挤压产品集中于汽车零部件领域



资料来源：宝武镁业公告，五矿证券研究所

图表 16：宝武镁业挤压产品示例



资料来源：宝武镁业公告，五矿证券研究所

3.5 宝武镁业在客户开发和市场开拓领域的布局

宝武镁业汽车供应链和终端客户开发优势明显。宝武集团在汽车用钢材领域深耕多年，具备良好的汽车厂客户关系和完善的汽车供应链体系。随着 2023 年 9 月宝钢金属控股云海金属，宝武集团入主宝武镁业。宝武镁业依托宝钢集团的供应链和销售优势，迅速与各大主流车企建立了广泛的供应链合作关系。这对于未来宝武镁业的镁合金产品在汽车行业的推广和增长，提供了良好的合作基础。

图表 17：宝武镁业合作车企



资料来源：宝武镁业公告，五矿证券研究所

3.5 总结

宝武镁业镁合金产能 20 万吨（截至 2024 年底），在全国镁合金产量中（39.68 万吨）占比达 50.4%，占据国内镁合金生产销售的龙头地位。近几年公司从资源到产能再到新产品的研发均有合理布局。

宝武镁业白云石镁矿资源布局充分。公司子公司巢湖云海、安徽宝镁白云石实现自给，巢湖云海拥有 8864.25 万吨白云石的采矿权；安徽宝镁拥有 131978.13 万吨白云石的采矿权。五台云海拥有 34517 万吨冶镁用白云石矿。以上白云石镁矿资源合计达 17.5 亿吨。

宝武镁业原镁和镁合金布局产能充足。公司目前拥有 10 万吨原镁和 20 万吨镁合金产能，加上计划新建的产能，预计未来产能可达 50 万吨原镁和 60 万吨镁合金。

宝武镁业在镁合金零部件制造领域提前布局。其目前拥有 3 万吨/年的压铸镁合金零件产能，另外还在巢湖新建 1000 万只/年的方向盘骨架产能，年产 200 万片高性能镁合金建筑模板项目。

以上资源和产能的设置，为保证后续宝武镁业在镁合金零部件领域的市场份额和龙头地位提供了充分保障。

宝武镁业研发的耐蚀性镁合金解决了耐蚀性问题，为汽车用镁合金市场的 5 倍增长潜力释放做好了准备。

图表 18：宝武镁业现有产能及未来产能总结

产能情况	分类	数量（万吨）
镁矿资源	冶炼用白云石矿	175359.38
现有产能	目前原镁年产能	10
	目前镁合金年产能	20
	镁合金压铸年产能	3
	铝挤压产品年产能	10
未来产能（现有+新建）	未来原镁年产能	50
	未来镁合金年产能	60
	未来硅铁年产能	30
	镁合金方向盘（万只/年）	1000
预测汽车市场需求	镁合金零部件	42~236

资料来源：宝武镁业公告，五矿证券研究所

4.宝武镁业盈利预期和估值

4.1 关键假设

按照宝武镁业现有产能和在建产能，公司的电机壳体等耐腐蚀镁合金产品有望继续放量。我们预测公司镁合金产量在 2025 年到 2027 年之间会逐步增加，预测 2025 年产能会达到 25 万吨，2026 年和 2027 年产能会增加到 35 万吨和 40 万吨。对于产品单价，预计镁合金在未来 3 年维持在 17000~18000 元/吨左右。 铝合金产量预计未来三年维持稳步增加的状态。

图表 19：宝武镁业关键假设

		2024A	2025E	2026E	2027E
镁	镁合金产量				
合	（万吨）	20.00	25.00	32.00	38.00
金	收入（万元）	343984.85	432500.00	563200.00	684000.00
	成本（万元）	306481.73	400000.00	508800.00	600400.00
铝	铝合金产量				
合	（万吨）	24.95	25.00	26.00	27.00
金	收入（万元）	394998.17	407500.00	434200.00	448200.00
	成本（万元）	350481.51	375000.00	390000.00	405000.00
其	收入（万元）	159272.97	140000.00	140000.00	145000.00
他	成本（万元）	136197.69	102500.00	112000.00	116000.00
合	收入（万元）	898256.00	980000.00	1137400.00	1277200.00
计	成本（万元）	793160.93	877500.00	1010800.00	1121400.00

资料来源：宝武镁业公告，五矿证券研究所测算

4.2 盈利预测与评级

宝武镁业在镁合金和铝合金的制造及应用领域有全面的布局，我们选择同样在镁合金零部件应用领域处于行业领先的万丰奥威和星源卓镁作为可比公司，万丰奥威和星源卓镁在镁合金

零部件制造和镁合金压铸模具等领域有不同程度的布局。此外，我们选取了在铝合金压铸领域比较成熟的文灿股份和旭升集团作为可比公司，轻量化铝压铸零部件也是这两家公司的主营业务范围。

我们预测公司在 2025~2027 年的 EPS 分别为 0.241、0.374 和 0.606，动态 PE 分别为 47.34、30.59 和 18.86。公司作为国内镁合金龙头企业，已从镁矿资源、硅铁、镁合金制造加工、客户渠道等多方面做好了准备，迎接由耐蚀性改善而带来的汽车用镁合金 5 倍市场增长潜力。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 20：可比公司对比

PE 值对比	2024A	2025E	2026E	2027E
万丰奥威 002085.SZ	61.59	33.98	29.05	25.36
星源卓镁 301398.SZ	46.21	35.52	28.04	24.85
文灿股份 603348.SH	64.66	28.15	18.13	13.84
旭升集团 603305.SH	29.48	22.69	18.24	14.83
以上平均	50.49	30.09	23.37	19.72
宝武镁业 002182.SZ	70.06	47.34	30.59	18.86

资料来源：宝武镁业公告、wind，五矿证券研究所预测。注：宝武镁业为五矿证券研究所测算，其他标的为 wind 一致性预期，数据日期 2025.6.10

风险提示

- 1、镁合金耐蚀性改善进展暂时未知，可能会影响其在汽车应用时的耐久性测试。
- 2、公司镁合金产品在汽车行业推广可能受阻，影响后续发展。

主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,983	9,800	11,374	12,772
增长率(%)	17.4%	9.1%	16.1%	12.3%
归属母公司所有者净利润（百万元）	160	239	371	601
增长率(%)	-47.9%	50.0%	54.7%	62.2%
每股收益(元)	0.161	0.241	0.374	0.606
净资产收益率（%）	3.0%	4.3%	6.4%	9.7%

财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,983	9,800	11,374	12,772
营业成本	7,932	8,775	10,108	11,214
毛利	1,051	1,025	1,266	1,558
%营业收入	11.7%	10.5%	11.1%	12.2%
营业税金及附加	44	45	55	61
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	28	28	32	34
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	211	206	216	230
%营业收入	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%
财务费用	107	95	161	177
%营业收入	0	0	0	0
资产减值损失	-60	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-20	-20	-17	-13
营业利润	180	273	421	673
%营业收入	2.0%	2.8%	3.7%	5.3%
营业外收支	8	6	7	8
利润总额	187	280	428	681
%营业收入	2.1%	2.9%	3.8%	5.3%
所得税费用	29	22	34	54
净利润	158	257	394	626
归属于母公司所有者的净利润	160	239	371	601
少数股东损益	-2	18	24	25
EPS（元/股）	0.161	0.241	0.374	0.606

现金流量表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	11	895	588	873
取得投资收益	1	-20	-17	-13
长期股权投资	12	12	13	14
无形资产投资	-398	-10	-15	-18
固定资产投资	-513	-515	-520	-530
其他	-884	-10	7	7
投资活动现金流净额	-1,784	-542	-532	-540
债券融资	0	0	0	0
股权融资	43	0	0	0
银行贷款增加（减少）	1,531	1,775	1,475	1,235
筹资成本	-203	-333	-305	-411
其他	270	-92	0	0
筹资活动现金流净额	1,642	1,349	1,170	824
现金净流量	-123	1,705	1,231	1,162

资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	245	1,950	3,181	4,343
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,152	2,178	2,528	2,838
存货	1,488	1,633	1,881	2,087
预付账款	116	132	152	168
其他流动资产	718	820	966	1,103
流动资产合计	4,719	6,713	8,708	10,539
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	1,245	1,233	1,220	1,206
投资性房地产	57	52	48	45
固定资产合计	3,922	3,961	3,955	3,970
无形资产	717	727	741	757
商誉	94	95	95	95
递延所得税资产	102	101	96	95
其他非流动资产	2,695	2,702	2,686	2,687
资产总计	13,552	15,583	17,548	19,394
短期贷款	2,707	3,367	3,727	3,847
应付款项	996	1,097	1,264	1,402
预收账款	3	3	3	4
应付职工薪酬	77	83	95	104
应交税费	26	29	34	38
其他流动负债	1,086	1,036	1,058	1,073
流动负债合计	4,895	5,616	6,182	6,469
长期借款	2,243	3,358	4,473	5,588
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	26	25	25	25
其他非流动负债	221	231	231	231
负债合计	7,385	9,231	10,911	12,313
归属于母公司	5,338	5,506	5,766	6,186
少数股东权益	829	847	870	895
股东权益	6,167	6,353	6,637	7,081
负债及股东权益	13,552	15,583	17,548	19,394

基本指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.161	0.241	0.374	0.606
BVPS	5.38	5.55	5.81	6.24
PE	70.06	47.34	30.59	18.86
PEG	—	0.95	0.56	0.30
PB	2.10	2.06	1.97	1.83
EV/EBITDA	22.70	19.64	15.18	12.59
ROE	3.0%	4.3%	6.4%	9.7%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿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，投资者应当考虑到五矿证券及/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。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010