

湖南黄金 (002155.SZ)

金锑龙头，万古金矿待放量

优于大市

核心观点

国内锑龙头，金锑双轮驱动。起源于湘西金矿，目前业务聚焦金锑钨采选冶。公司主要从事黄金锑钨等有色金属矿山的开采、选矿、冶炼、加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等，公司主要产品为标准金锭、精锑、氧化锑、乙二醇锑、仲钨酸铵等。2025年自产金3.4吨，自产锑1.4万吨。公司直接控股股东是湖南黄金集团，实控人湖南省国资委。

矿业子公司贡献核心利润。截至2025年年报，公司集团共3家全资子公司（辰州、黄金洞、新龙），1家控股子公司（中南锑钨）。辰州矿业主营黄金、锑、钨的勘探、采选冶。黄金洞主营金矿采选。新龙矿业开采黄金、锑、绢云母及其他有色金属、矿产品收购、销售。中南锑钨主营商品和技术的进出口业务和国内贸易。2025年公司实现营收502亿元，同比+80.3%，实现归母净利润14.9亿元，同比+75.8%，上涨原因系金锑价格大幅上涨。其中持有矿山资源的辰州矿业为盈利主力单位，2025年实现净利润11.7亿元，旗下包含沅陵沃溪金锑钨矿、安化渣滓溪锑矿以及甘肃加鑫等矿山；另外，主营矿山采选等业务的黄金洞矿业和新龙矿业2025年分别实现净利润1.0亿元，3.1亿元。后续集团万古金矿注入有望助力公司黄金产量达到10吨，形成公司新的增长来源。

锑资源稀缺，供需或愈加紧张。全球锑矿产量明显收缩。根据USGS数据，近年来全球锑矿产量维持在10-12万吨，较2008年峰值接近20万吨和2015-2019年的13-15万吨明显减少；其中，中国产量对世界产量形成直接影响。锑用途广泛，阻燃、催化稳健发展，光伏需求快速攀升。根据测算，需求格局将迎来显著调整，预计到2027年全球锑金属的下游消费结构为：阻燃剂占43%（24年47%），合金应用（铅酸电池等）占13%；聚酯催化占9%；玻璃陶瓷占30%（24年23%），其他领域占5%。

风险提示：国内外锑矿集中超预期投产，锑价下行风险；万古金矿注入或建设进度不及预期；环保标准趋严/矿山生产事故影响矿山生产等。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司2026-2028年的营收分别为659/676/691亿元，同比增速31%/3%/2%；归母净利润分别为22.7/27.0/29.6亿元，同比增速52%/19%/10%；EPS分别为1.45/1.73/1.90元，当前股价对应PE分别为20.8x/17.4x/15.9x。公司稳健经营，万古金矿在2030年前有大规模放量预期，首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,839	50,181	65,923	67,589	69,091
(+/-%)	19.5%	80.3%	31.4%	2.5%	2.2%
归母净利润(百万元)	847	1488	2268	2702	2962
(+/-%)	73.1%	75.8%	52.4%	19.2%	9.6%
每股收益(元)	0.70	0.95	1.45	1.73	1.90
EBIT Margin	3.9%	3.6%	4.1%	4.7%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	18.3%	22.8%	22.3%	20.5%
市盈率 (PE)	42.8	31.7	20.8	17.4	15.9
EV/EBITDA	26.1	22.3	16.1	14.1	13.1
市净率 (PB)	5.25	5.80	4.74	3.90	3.26

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·财报点评

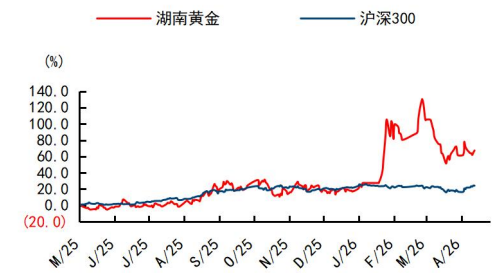
有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦 证券分析师：谷瑜
010-88005312 021-61761033
liumengluan@guosen.com.cn guyu@guosen.com.cn
S0980520040001 S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	30.15元
总市值/流通市值	47114/47110百万元
52周最高价/最低价	43.67/17.39元
近3个月日均成交额	3280.63百万元

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

公司：国内锑龙头，金锑双轮驱动

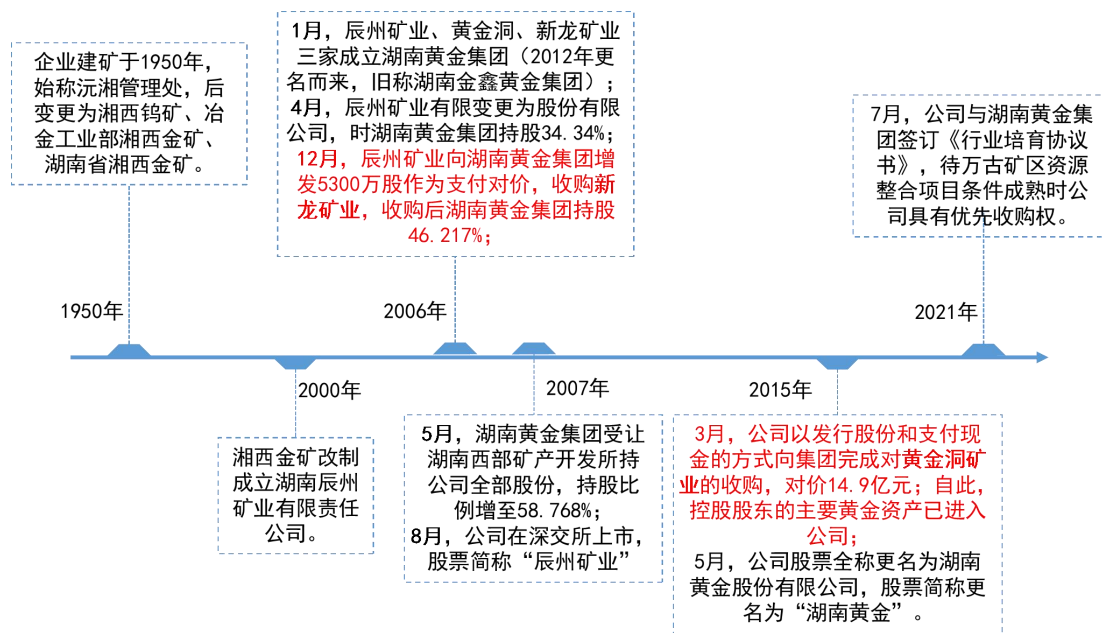
起源于湘西金矿，目前业务聚焦金锑钨采选冶

企业建矿于1950年，始称沅湘管理处，后变更为湘西钨矿、冶金工业部湘西金矿、湖南省湘西金矿。2000年12月，经湖南省人民政府批准，湘西金矿改制成立湖南辰州矿业有限责任公司，2006年6月1日整体变更为湖南辰州矿业股份有限公司，同年12月，辰州矿业向控股公司湖南黄金集团增发5300万股作为支付对价，收购新龙矿业。2007年8月，公司在深交所上市，股票简称“辰州矿业”，股票代码“002155”。2013年9月，公司着手集团黄金资产黄金洞矿业重组上市工作，黄金洞矿业于2015年正式并入上市公司，自此，控股股东的主要黄金资产已进入公司。2015年5月，公司股票全称更名为湖南黄金股份有限公司，股票简称更名为“湖南黄金”。2021年7月，公司与湖南黄金集团签订《行业培育协议书》，待万古矿区资源整合项目条件成熟时公司具有优先收购权。

公司主要从事黄金锑钨等有色金属矿山的开采、选矿、冶炼、加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等，公司主要产品为标准金锭、精锑、氧化锑、乙二醇锑、塑料阻燃母粒和仲钨酸铵等。公司拥有集矿山勘探、开采、选矿、冶炼、精炼、深加工及销售于一体的完整产业链，为全国十大产金企业之一，全球锑矿开发龙头企业，国内重要钨矿企业。

目前，公司拥有3家二级子公司（辰州、黄金洞、新龙），矿山基地10座，拥有规模化的生产线。**冶炼端**，公司拥有100吨/年黄金精炼生产线、2.5万吨/年精锑冶炼生产线、4万吨/年多品种锑产品生产线。**矿山端**，2025年黄金自产3431千克；锑自产14206吨；钨精矿自产958标吨。

图1：公司历史沿革

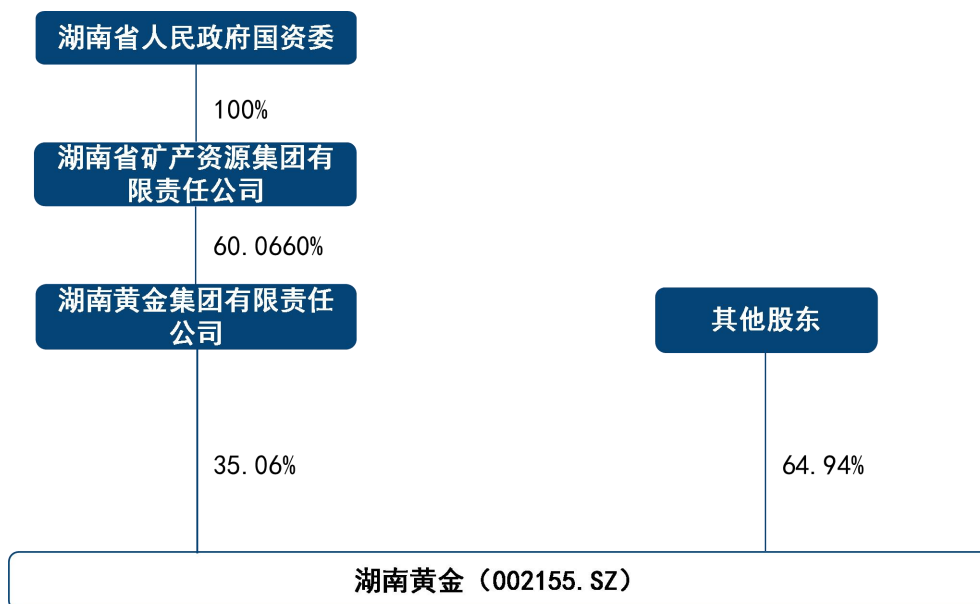


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

湖南黄金集团核心上市公司

公司直接控股股东是湖南黄金集团有限责任公司，间接控股股东为湖南省矿产资源集团有限责任公司，实际控制人为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会。湖南黄金集团持有公司 35.06% 股份，其余股东持股合计 64.94%。

图2：公司股权结构（截至 2025 年报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产品以金锑为主，产少量钨产品

公司主要从事黄金锑钨等有色金属矿山的开采、选矿、冶炼、加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等，公司主要产品为标准金锭、精锑、氧化锑、乙二醇锑、塑料阻燃母粒和仲钨酸铵等。

表1：公司主要产品及用途

产品名称	主要用途
黄金	国家货币的储备金、个人资产投资和保值的工具、工业、医疗领域的原材料等。
精锑	合金的硬化剂主要用于冶金、蓄电池及军工等工业，也是生产氧化锑的原料。
氧化锑	作为阻燃剂主要用于塑料、橡胶、油漆、纺织、化纤等工业，还用于玻璃、电子、陶瓷、荧光粉等行业。
乙二醇锑	应用于聚酯缩聚反应最为新颖的一种催化剂
塑料阻燃母粒	塑料及橡胶等树脂中表现最优良的阻燃产品之一，逐步成为阻燃剂粉料的有效替代品。
仲钨酸铵	钨工业的中间产品，是生产硬质合金的主要原料。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

矿山开采业务：开采资源主要以金锑（钨）伴生矿、金矿、锑矿、钨矿为主，开采方式为井下开采，选矿方式为部分重选+浮选。采选环节的产品包括合质金、锑（金）块矿、精矿产品（包括锑金精矿、金精矿、锑精矿及钨精矿）。合质金主要是通过重选分离矿石中单独游离的颗粒金得到。块矿是在采矿过程中得到的高品位矿石，不需要进行选矿。

冶炼加工业务：冶炼加工业务确保公司能够为市场提供合格的黄金和锑、钨产品，增强公司业务的独立性和市场竞争能力，并获取必要的利润增值。金锑冶炼方面：公司拥有自主开发的全球领先的金锑（钨）伴生资源核心分离技术，对自产锑金

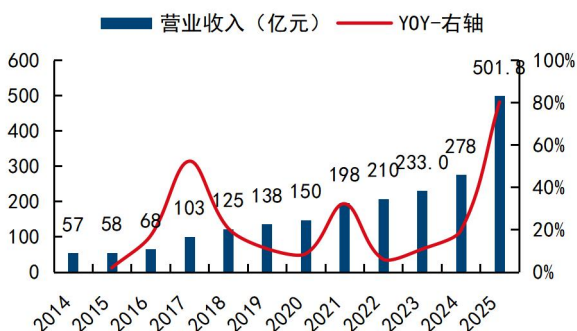
原料及国内外采购的铋金原料进行冶炼处理。铋金精矿经一系列火法（湿法）工艺处理后，将铋和金进行有效分离，生产出精铋（阴极铋）和合质金（金精矿）。铋冶炼方面：铋精（块）矿经一系列火法工艺处理，产出精铋或含量铋；复杂含铋物料经湿法工艺处理，直接生产氧化铋后对外销售。钨冶炼方面：钨精矿经湿法工艺处理，产出仲钨酸铵（APT）。合质金精炼方面：自产及外购合质金通过精炼提纯后产出标准金锭。

深加工业务：公司对黄金、铋产品进行深加工，黄金深加工主要是加工成金条、黄金饰品后直接面向终端客户进行销售，主要采取代加工模式。

公司除自有矿山提供原材料外，还通过外部市场采购原料，经测算，2025 年公司黄金矿自给率 5.6%，铋矿自给率 61.8%。2025 年公司共生产黄金 61 吨，同比+32.49%；生产铋品 2.3 万吨，同比-21.26%；生产钨品 958 标吨，同比-4.96%。其中，黄金自产 3.4 吨，同比-7.40%；铋自产 1.4 万吨，同比-6.71%；钨精矿自产 908 标吨，同比+3.30%。公司外购原料主要包括铋精矿、铋金精矿、金精矿、合质金等，通过国内和国外两个渠道采购。国外原料主要通过子公司中南铋钨采购，国内原料以稳定供应客户为主要采购对象，定价主要以产品市场公开成交价为依据确定。

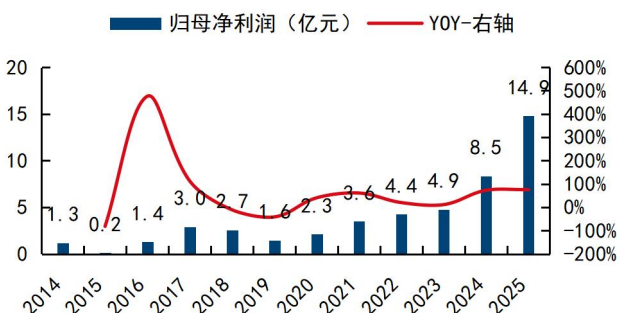
2025 年金铋价格有所上涨，公司盈利大幅上涨，2025 年实现营收 502 亿元，同比+80.3%；归母净利 14.9 亿元，同比+75.8%。

图3：公司营收及增速



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润及增速

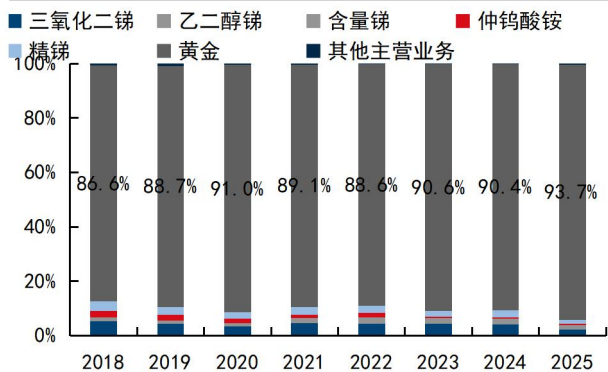


资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

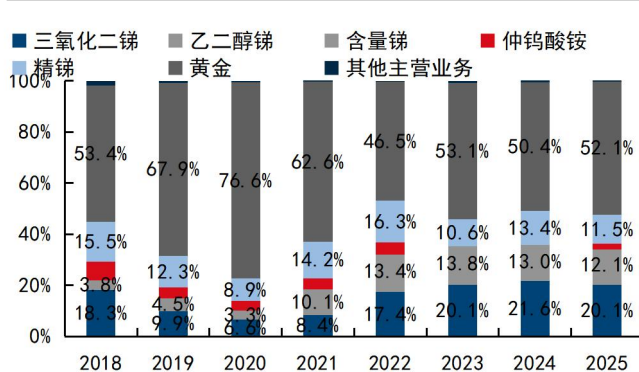
公司的毛利大约一半来自黄金采选冶，另一半来自铋产品。其中黄金 2025 年营收占比 93.7%，铋产品（三氧化二铋、乙二醇铋、含量铋等）营收合计占比 5.5%。毛利方面，黄金 2025 年毛利占比 52.1%，铋产品（三氧化二铋、乙二醇铋、含量铋等）毛利合计占比 45.5%。钨产品营收和毛利占比均较小。

图5：公司收入结构

图6：公司毛利结构



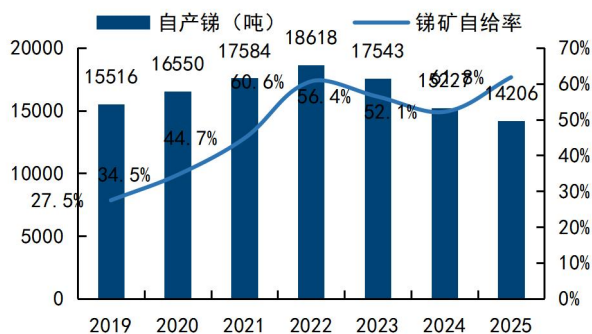
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

矿山产量方面, 近些年金锡产量均有小幅下滑。自产金近年来受到①黄金洞金矿矿石品位下滑; ②2024年新龙矿业发生两起生产安全事故导致停产等影响, 产量有所下滑, 2025年实现自产金3.4吨, 测算金矿自给率5.6%, 自给率下降原因系外购非标金业务同比增加。自产锡因部分主力矿山如辰州矿业沃溪坑口开采深度大, 资源逐渐枯竭, 可采储量减少, 导致自产锡量下降, 2025年实现自产锡1.4万吨, 测算锡矿自给率61.8%。

图7: 公司自产锡产量及自给率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司自产金产量及自给率



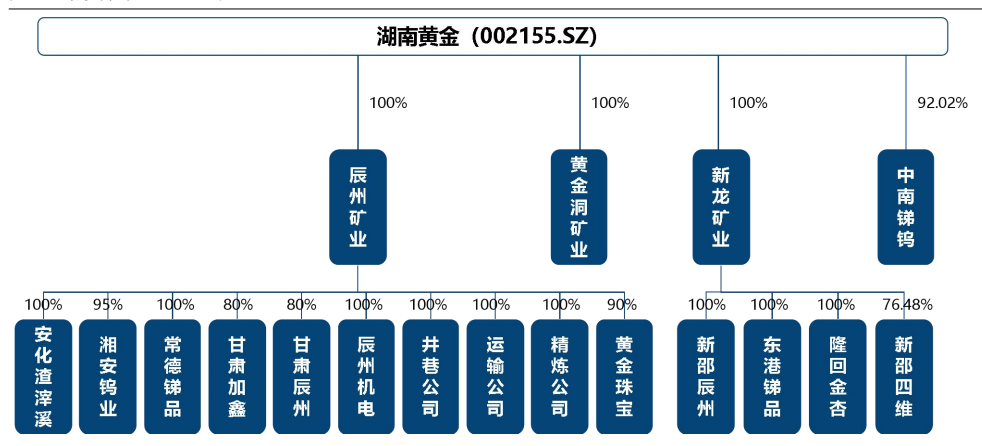
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

冶炼产销方面, 2025年公司共生产黄金61.4吨, 同比增长32.49%, 其中生产标准金59.3吨, 含量金2.1吨。生产锡品2.3万吨, 同比减少21.26%, 其中精锡5823吨, 氧化锡9524吨, 含量锡4842吨, 乙二醇锡2506吨, 氧化锡母粒303吨; 生产钨品958标吨, 同比减少4.96%。

矿业子公司贡献核心利润

截至2025年年报, 公司集团共3家全资子公司(辰州、黄金洞、新龙), 1家控股子公司(中南锡钨)。辰州矿业主营黄金、锡、钨的勘探、采选冶。黄金洞主营金矿采选; 其他矿产品脱砷; 黄金、白银、铜、砷、硫的冶炼、加工; 矿山采选冶工艺工程的设计、施工、技术推广和科技交流服务。新龙矿业开采黄金、锡、绢云母及其他有色金属、矿产品收购、销售。中南锡钨主营商品和技术的进出口业务和国内贸易。

图9：湖南黄金子公司



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

其中持有矿山资源的辰州矿业为盈利主力单位，2025 年实现净利润 11.7 亿元，旗下包含沅陵沃溪金锑钨矿、安化渣滓溪锑矿以及甘肃加鑫等矿山；另外，主营矿山采选等业务的黄金洞矿业和新龙矿业 2025 年分别实现净利润 1.0 亿元，3.1 亿元。

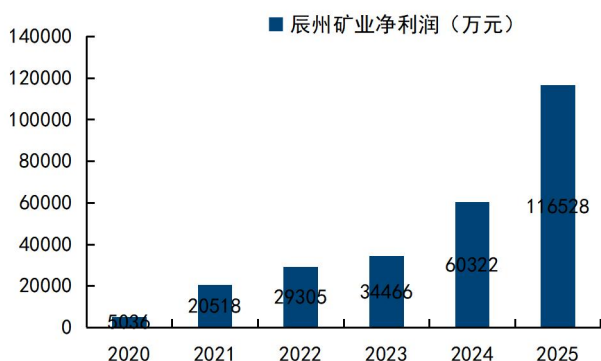
表2：公司主要子公司

子公司名称	注册资本	注册地	业务性质	持股比例 (%) 直接	取得方式
湖南辰州矿业有限责任公司	700,000,000	湖南沅陵县	采选冶	100%	设立
湖南新龙矿业有限责任公司	300,000,000	湖南新邵县	采选	100%	同一控制下企业合并
湖南黄金洞矿业有限责任公司	438,800,000	湖南平江县	采选	100%	同一控制下企业合并
湖南省中南锑钨工业贸易有限公司	100,000,000	湖南长沙市	贸易	92.02%	非同一控制下企业合并

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年辰州矿业盈利 11.7 亿元，同比大幅增长 93%。净利率方面，辰州矿业因拥有较大的黄金精炼和锑冶炼产能，需要外购原材料进行加工（利润较薄），净利率仅为 2.4%，近些年呈小幅上涨趋势。

图10：辰州矿业净利润



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

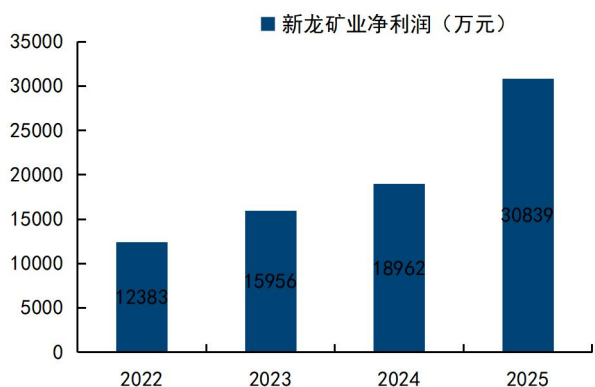
图11：辰州矿业净利率



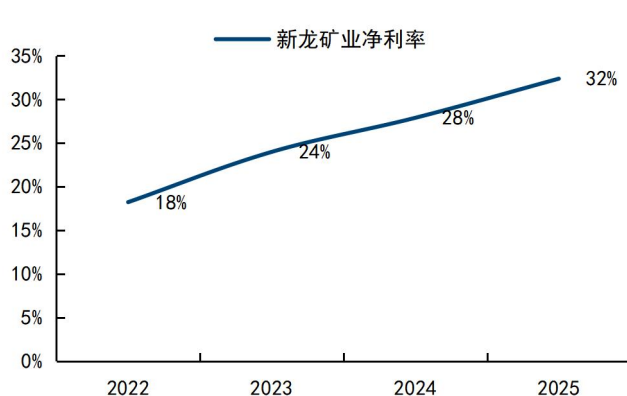
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：新龙矿业净利润

图13：新龙矿业净利率



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

现有资源优质，集团万古金矿注入有望助力公司黄金产量达到 10 吨

截至 2025 年末，公司保有资源矿石量 7190 万吨，金金属 137.060 吨，锑金属 34.72 万吨，钨金属 11.0 万吨。

2026 年 1 月公司因筹划重大资产重组正式停牌，复牌明确了拟收购的标的资产，即平江万古金矿田。当前重组工作正在有序进行，目前正处于审计、评估及尽职调查的关键阶段。收购主要包含两家公司：湖南黄金天岳矿业（持有万古矿区核心的探矿权和采矿权，负责金矿采选）和湖南中南黄金冶炼（专注于难处理金精矿的冶炼加工，能帮助上市公司打通上下游产业链）。

黄金天岳是本次注入的重头戏，核心就是平江县万古金矿田的探矿权和采矿权。根据 2024 年 11 月的数据，万古矿区 2000 米以浅探明黄金资源量 300.2 吨，最高品位 138 克/吨。专家预测 3000 米以浅远景储量超 1000 吨。黄金天岳已经具备造血能力，未经审计的数据显示，2025 年实现营收 2.21 亿元，净利润 6454.97 万元。

中南冶炼在于补齐冶炼短板。这家公司专注于处理高砷、高硫等“难啃”的复杂金精矿，是产业链下游的关键一环。具备年处理金精矿能力达 8 万吨，年产黄金约 4 吨，2025 年实现营收 27.96 亿元，净利润 1.24 亿元。

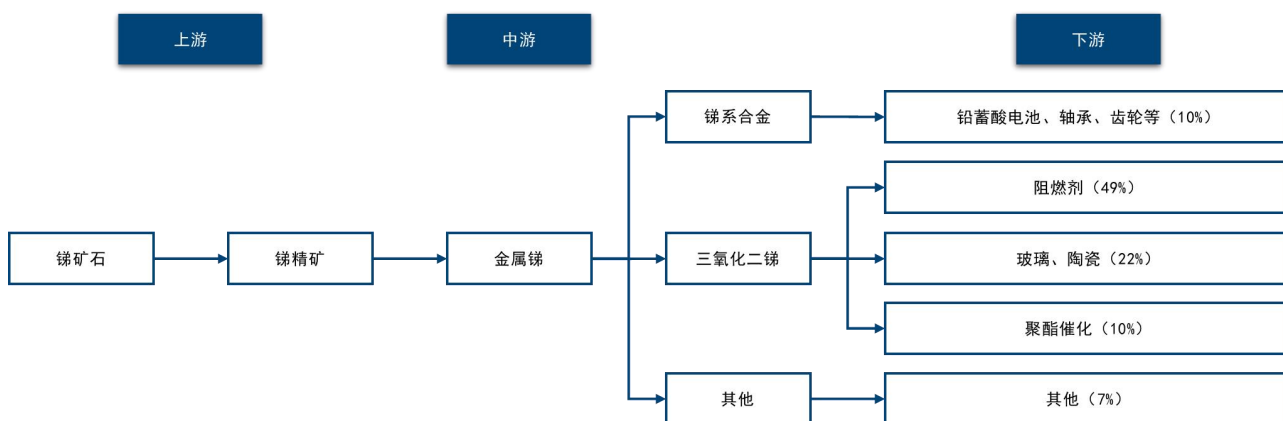
行业：铟资源稀缺，供需或愈加紧张

上游：铟矿石，铟精矿。铟是一种罕见的金属，银白色，易碎、不可锻，有毒，耐腐蚀，熔点 630.74℃、沸点 1750℃，性脆，不具延展性，是电和热的不良导体(导电率为银的 4.2%)，在常温下不易氧化，耐酸，抗腐蚀。铟在地壳中的含量为 0.0001%，主要以单质或辉铟矿、方铟矿和铟赭石的形式存在。铟最大特征是热缩冷胀和具同素异形现象。

中游：铟锭，氧化铟。金属铟有鳞片状晶体结构。在潮湿空气中逐渐失去光泽，强热则燃烧成白色铟的氧化物。易溶于王水，溶于浓硫酸。

下游：铟金属主要用于制造合金，常用于制造铅酸蓄电池、化工管道、电缆包皮、轴承及齿轮，高纯度铟金属用于生产半导体、电热装置、远红外装置及军工产品。此外，铟氧化物广泛用于阻燃剂、陶瓷、橡胶、油漆、玻璃、纺织及化工产品。

图14: 铟产业链



资料来源：国际铟协会，USGS，国信证券经济研究所整理

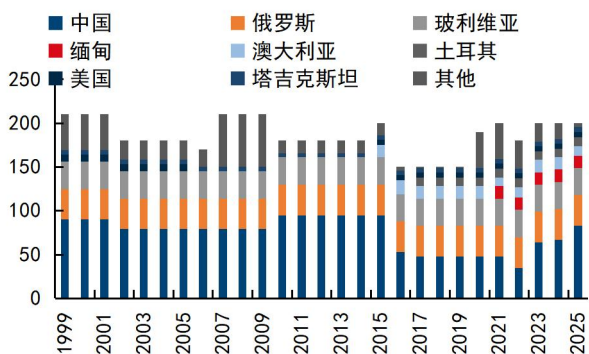
供给：全球铟矿产量明显收缩

铟具有战略意义，静态储采比较低。USGS 数据显示，2025 年全球铟资源储量约为 200 万吨，按照当年产量 11 万吨折算，全球静态储采比 18，相对各类金属均较低（比如铁矿石静态储采比 35，铜静态储采比 45，铝土矿静态储采比约 80），铟中国静态储采比为 20，一定程度上反映出铟的稀缺。中国、美国、欧盟、日本、澳大利亚等均将铟列为关键矿产资源。

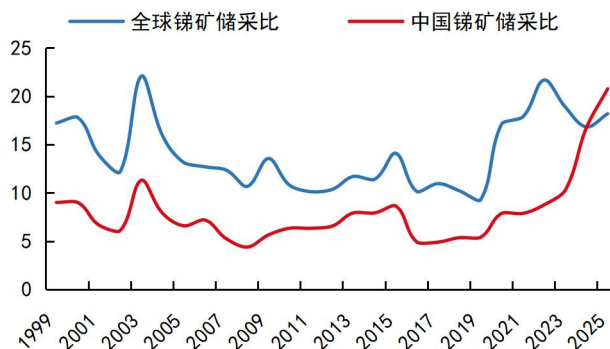
铟资源分布不均，较为集中。铟资源主要分布在环太平洋、地中海和中亚天山构造矿带。2025 年中国、俄罗斯、玻利维亚、缅甸、澳大利亚储量分别为 83 万吨（42%）、35 万吨（18%）、31 万吨（15%）、14 万吨（7%）、11 万吨（5%），合计占到全球储量的 87%；此外，土耳其、美国、塔吉克斯坦公布储量数据分别为 9.9 万吨、6 万吨、6 万吨。

图15: 全球铟资源储量

图16: 铟矿储采比



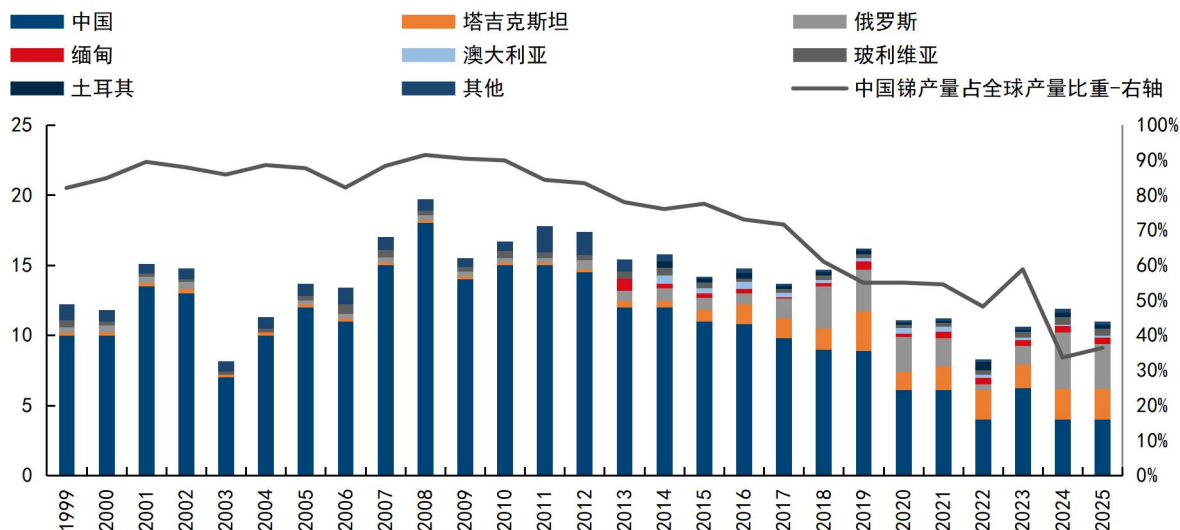
资料来源: Wind, USGS, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, USGS, 国信证券经济研究所整理

锆矿产量中枢下移，减量在中国。根据 USGS 数据，近年来全球锆矿产量维持在 10-12 万吨，较 2008 年峰值接近 20 万吨和 2015-2019 年的 13-15 万吨明显减少；其中，中国产量对世界产量形成直接影响。中国产量近年来维持在 4 万吨左右，较 2008 年峰值接近 18 万吨（占全球产量比重 91.4%）和 2015-2019 年的 9-11 万吨明显减少。**我国占全球产量比重中枢下移。**2009 年我国第一次开始对锆矿实施开采总量控制（2014 年取消），同时暂停受理锆矿探矿权、采矿权申请到 2013 年。政策因素叠加环保要求提升，开采难度增加等原因综合制约着国内锆矿供应。近几年我国锆矿产量降至每年约 4 万吨，占全球总供应量的比重降至约 36%。据 USGS 数据，2025 年全球产量不升反降，总产量 11 万吨，中国产量 4 万吨，占比 36%。

图17: 全球锆资源储量



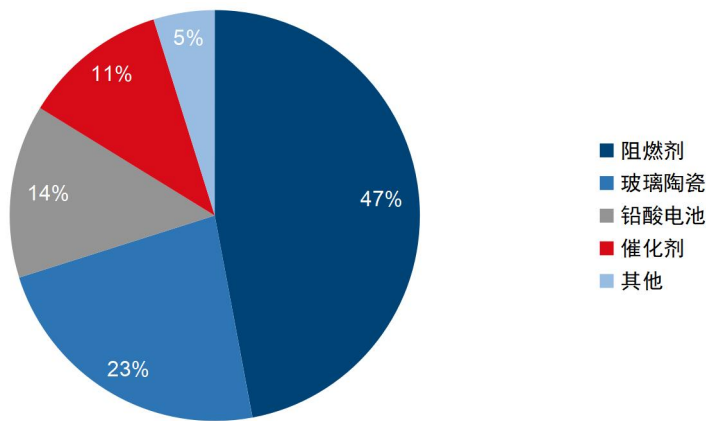
资料来源: Wind, USGS, 国信证券经济研究所整理

锆难以回收利用。在原生锆以外，再生锆，阳极泥、黑铜泥、砷锆烟灰等物料中伴生锆回收是锆的两项重要来源。过往锆部分用于蓄电池，在报废后电池中的部分铅锆合金栅板可回收利用，但随着锆在其中用量的缩小，其回收量也在降低。其余领域，锆单位用量低，在使用后几乎不可回收或难以回收。

需求：用途广泛，需求相对平稳

阻燃、催化稳健发展，光伏需求快速攀升。根据测算，需求格局将迎来显著调整，预计到 2027 年全球锑金属的下游消费结构为：阻燃剂占 43%(24 年 47%)，合金应用(铅酸电池等)占 13%；聚酯催化占 9%；玻璃陶瓷占 30%(24 年 23%)，其他领域占 5%。

图18: 锑应用占比（2024）



资料来源：USGS, ETVank, Roskill, 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理测算

锑资源高度稀缺，增量有限，即使价格持续保持较高水平，可扩张的经济性资源也已难寻。目前来看，近年来投产确定性较高的大型项目仅有华钰矿业塔金项目。从需求侧看，锑用途广泛，价格敏感性低，在阻燃剂、催化剂、铅蓄电池等领域用量长期稳定。近年来随着光伏产业的高速发展，光伏玻璃澄清剂用锑成为新的需求增长点。我们预计未来几年全球锑精矿供需紧张的问题或愈发突出。

表3: 锑供需平衡表测算(万吨)

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
阻燃剂	7.65	7.71	7.78	7.85	7.92	7.99	8.07
玻璃陶瓷	1.39	1.87	3.40	4.86	4.59	5.07	5.63
铅酸电池	2.09	2.02	1.96	1.90	1.85	1.79	1.74
催化剂	2.09	2.02	1.96	1.90	1.85	1.79	1.74
其他	0.70	0.73	0.77	0.80	0.84	0.89	0.93
需求合计	13.90	14.35	15.87	17.33	17.05	17.53	18.10
供给合计	12.94	12.24	14.42	12.78	14.39	15.19	15.69
供需缺口	-0.96	-2.11	-1.45	-4.55	-2.66	-2.34	-2.41

资料来源：USGS, ETVank, Roskill, 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理测算

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- **价格：**2026 年至今黄金均价为 1082 元/克，现货价格为 1052 元/克；往后看黄金仍受到降息周期、美元下降、央行购金等因素维持中长期强势。假设 2026-2028 年黄金均价为 1000 元/克。2026 年至今锑均价为 16.6 万元/吨，现货价格为 16.5 万元/吨，锑供需维持紧张，我们假设 2026-2028 年锑均价为 17 万元/吨。
- **产量：**2025 年公司自产金金属产量为 3.4 吨，自产锑 1.4 万吨。2025 年新龙矿山经营事故导致产量偏低，预期今年有所恢复。假设公司 2026-2028 年锑金属产量分别为 1.6 万吨/1.7 万吨/1.8 万吨，金金属产量受益于新龙矿山恢复正常经营以及万古有序注入，分别为 3.6、4.5、5.2 吨。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年的营收分别为 659/676/691 亿元，同比增速 31%/3%/2%；归母净利润分别为 22.7/27.0/29.6 亿元，同比增速 52%/19%/10%；EPS 分别为 1.45/1.73/1.90 元，当前股价对应 PE 分别为 20.8x/17.4x/15.9x。公司稳健经营，万古金矿在 2030 年前有大规模放量预期，首次覆盖给予“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1140	2007	4404	5194	9627	营业收入	27839	50181	65923	67589	69091
应收款项	219	142	542	2222	568	营业成本	25650	47097	61635	62814	64001
存货净额	576	969	1684	1716	1749	营业税金及附加	137	160	198	203	207
其他流动资产	479	513	659	676	691	销售费用	14	27	33	34	35
流动资产合计	2415	3630	7289	9809	12634	管理费用	638	726	887	909	929
固定资产	3695	3688	3505	3277	2955	研发费用	324	345	461	473	484
无形资产及其他	782	760	729	699	669	财务费用	1	(2)	(52)	(110)	(130)
投资性房地产	1301	1352	1352	1352	1352	投资收益	(8)	(14)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	6	6	7	7	8	资产减值及公允价值变动	(42)	(7)	(20)	(10)	0
资产总计	8199	9436	12881	15144	17617	其他收入	(307)	(328)	(461)	(473)	(484)
短期借款及交易性金融负债	33	3	100	100	100	营业利润	1041	1823	2735	3251	3559
应付款项	202	261	674	687	700	营业外净收支	(36)	(41)	(40)	(40)	(40)
其他流动负债	769	795	1871	1907	1943	利润总额	1005	1783	2695	3211	3519
流动负债合计	1003	1060	2644	2693	2743	所得税费用	147	272	393	469	514
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	11	22	33	40	44
其他长期负债	221	211	231	251	271	归属于母公司净利润	847	1488	2268	2702	2962
长期负债合计	221	211	231	251	271	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1224	1271	2876	2945	3014	净利润	847	1488	2268	2702	2962
少数股东权益	70	48	75	106	141	资产减值准备	40	(42)	(0)	(0)	(0)
股东权益	6905	8117	9931	12093	14462	折旧摊销	362	342	396	400	405
负债和股东权益总计	8199	9436	12881	15144	17617	公允价值变动损失	42	7	20	10	0
						财务费用	1	(2)	(52)	(110)	(130)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(365)	(364)	245	(1661)	1676
每股收益	0.70	0.95	1.45	1.73	1.90	其它	(31)	59	27	32	35
每股红利	0.15	0.19	0.29	0.35	0.38	经营活动现金流	894	1490	2956	1484	5077
每股净资产	5.74	5.19	6.36	7.74	9.25	资本开支	(215)	(249)	(202)	(152)	(52)
ROIC	14.39%	20.88%	32%	38%	43%	其它投资现金流	21	0	0	0	0
ROE	12.26%	18.33%	23%	22%	20%	投资活动现金流	(186)	(249)	(203)	(153)	(53)
毛利率	8%	6%	7%	7%	7%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(181)	(303)	(454)	(540)	(592)
收入增长	19%	80%	31%	3%	2%	其它融资现金流	(23)	231	97	0	0
净利润增长率	73%	76%	52%	19%	10%	融资活动现金流	(385)	(375)	(357)	(540)	(592)
资产负债率	16%	14%	23%	20%	18%	现金净变动	323	867	2397	791	4432
股息率	0.4%	0.6%	1.0%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	817	1140	2007	4404	5194
P/E	42.8	31.7	20.8	17.4	15.9	货币资金的期末余额	1140	2007	4404	5194	9627
P/B	5.2	5.8	4.7	3.9	3.3	企业自由现金流	700	1276	2752	1284	4962
EV/EBITDA	26.1	22.3	16.1	14.1	13.1	权益自由现金流	681	1514	2894	1377	5073

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 ±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 ±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

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