

厦门钨业 (600549.SH)

钨全产业链龙头

优于大市

核心观点

钨全产业链龙头。发轫于1958年，现已形成钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务，福建省国资企业。公司主要优势产品如钨粉末、钨钼丝、硬质合金棒材、钨酸铵、钨酸锂等的市场份额保持前列，硬质合金、切削工具、钨钼丝、磁性材料、钨酸锂等重点产品盈利进一步提升。公司受益于钨价上涨，2025年实现归母净利润23.1亿元，同比+33.6%；2026Q1钨价飙升，均价高达74万元/吨，净利大幅增长183.1%达到11.1亿元。

子公司盈利拆解。钨钼业务全产业链盈利能力较强。上游端，公司的3家矿业子公司贡献较大。宁化行洛坑(98.95%)、金鼎钨钼(100%)、洛阳豫鹭(60%)均负责钨矿及其副产品的生产、销售和采购，2025年分别实现净利润4.1亿元、3.6亿元和1.2亿元，实现净利率44%、45.8%和33.8%。**考虑权益比例计算，钨钼上游子公司对净利贡献为8.4亿元。**下游端，子公司包括厦门金鹭、厦门虹鹭等，其中厦门金鹭主营钨粉、碳化钨粉、异型硬质合金及其他难熔金属材料 and 氧气、钨粉、合金粉的生产与销售，厦门虹鹭生产、销售钨丝、钼丝等各种电光源材料，2025年分别实现净利润6.1亿元和9.8亿元，分别实现净利率10.2%和22.8%。**考虑权益比例计算，钨钼下游子公司对净利贡献为12.6亿元。**稀土业务和电池材料方面，金龙稀土主营稀土氧化物、稀土金属、磁性材料和发光材料等稀土精深加工以及稀土功能材料。厦钨新能主营电池材料。2025年分别实现净利润2.4亿元和7.5亿元，实现净利率4.1%和3.8%。**考虑权益比例计算，稀土子公司和电池材料子公司对净利贡献分别为1.5亿元和3.8亿元。**

自有矿山方面，近些年产量较为稳定，2030年有翻倍预期。

- ◆ **公司在产自有矿山**包含①宁化行洛坑钨矿，隶属于子公司宁化行洛坑钨矿有限公司，权益比例98.95%，②都昌阳储山钨钼矿，隶属于子公司江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司，权益比例100%，③洛阳豫鹭回收钨尾矿中的白钨矿，是公司与洛阳钨业合资建立的控股子公司，对洛阳钨业选矿二公司选钨尾矿中的白钨矿进行综合回收，矿石来源为洛阳钨业的栾川三道庄钨钼矿，权益比例60%，**上述三个在产矿山年产钨精矿总量约在1.2万吨标吨，权益量在1万吨左右。**
- ◆ **公司在建/储备自有矿山**包含①博白巨典油麻坡钨钼矿，隶属于麻栗坡海隅钨业有限公司，权益比例100%，预计在2026年建成，2027年达产，产量3200标吨钨精矿；②江西修水昆山钨钼矿采矿权及杨师殿探矿权，已于2026年4月底完成收购，隶属于九江大地，股权比例69%，按照66万吨/年的原矿处理规模以及0.3%的品位计算，考虑80%回收率，建成后年产钨精矿约1600吨，时间节奏尚不明确；③集团所持有的大湖塘钨矿注入仍在推动中。设计采选规模原矿825万吨/年(北区露天660万吨/年，南区地下165万吨/年)，建成后钨精矿规模在万吨以上。**综上，短期公司增量来自油麻坡钨钼矿；若看到2030年左右，增量来自九江大地和大湖塘钨矿，届时公司总钨精矿产量可高达2.5万吨以上，粗算权益量超2万吨。**

公司研究 · 财报点评

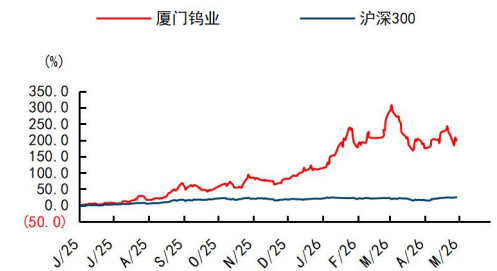
有色金属 · 小金属

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	57.78元
总市值/流通市值	91731/89786百万元
52周最高价/最低价	81.56/18.52元
近3个月日均成交额	4445.02百万元

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

铈资源稀缺，供需或愈加紧张。全球铈矿产量明显收缩。根据 USGS 数据，近年来全球铈矿产量维持在 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。铈用途广泛，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 年全球铈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：油麻坡投产进度/大湖塘注入进展不及预期的风险；钨库存超规模释放导致钨价下跌；下游需求萎缩风险。

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 936/1040/1144 亿元，同比增速 102%/11%/10%；归母净利润分别为 46.7/54.7/61.0 亿元，同比增速 102%/17%/11%；EPS 分别为 2.94/3.45/3.84 元，当前股价对应 PE 分别为 19.7x/16.8x/15.0x。公司稳健经营，油麻坡钨矿预计 2027 年达产，大湖塘钨矿在 2030 年后有放量预期，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)	35,196	46,265	93,599	103,985	114,355
(+/-%)	-10.7%	31.4%	102.3%	11.1%	10.0%
归母净利润 (百万元)	1728	2309	4667	5473	6102
(+/-%)	7.9%	33.6%	102.1%	17.3%	11.5%
每股收益 (元)	1.09	1.45	2.94	3.45	3.84
EBIT Margin	9.2%	9.7%	9.0%	9.5%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	13.4%	25.7%	28.5%	29.8%
市盈率 (PE)	53.1	39.7	19.7	16.8	15.0
EV/EBITDA	25.6	20.8	13.6	12.1	11.2
市净率 (PB)	5.77	5.33	5.06	4.77	4.49

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：钨全产业链龙头

发轫于 1958 年，现已形成钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务

厦门钨业发轫于 1958 年的厦门氧化铝厂，1982 年转产钨制品、1984 年更名为厦门钨品厂，1997 年 12 月 30 日整体改制为现公司，2002 年 11 月 7 日在上交所主板上市；现已形成钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务，是国内钨钼产品生产与出口的重要企业之一。公司主要优势产品如钨粉末、细钨丝、硬质合金棒材、钼酸铵、钴酸锂等的市场份额保持前列，硬质合金、切削工具、细钨丝、磁性材料、钴酸锂等重点产品盈利进一步提升。

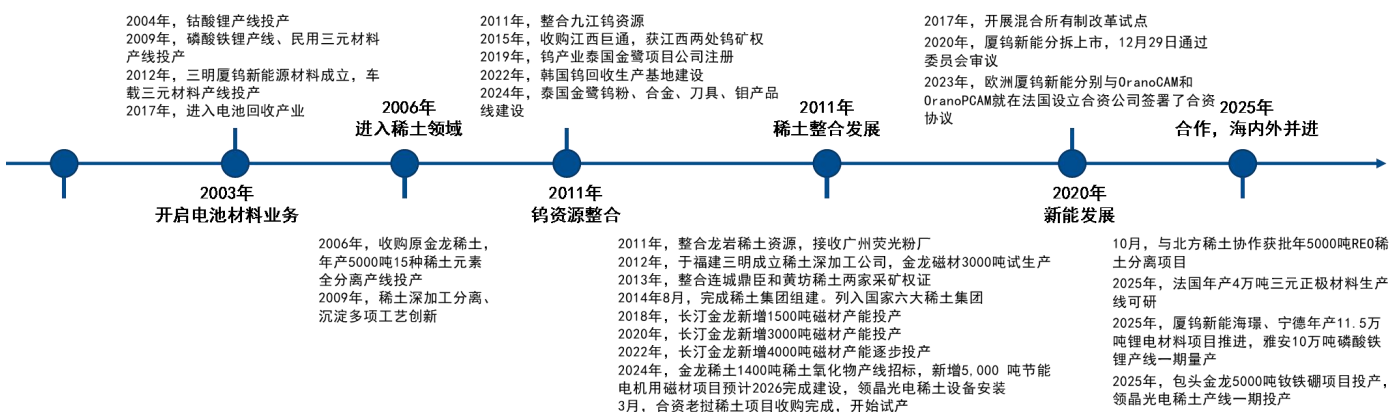
1、钨钼产业方面，2025 年公司钨钼业务整体向好，在原材料价格快速大幅上涨的背景下，主要深加工产品保持增长态势，钨钼业务实现营业收入 201.52 亿元，同比增长 18.14%；实现利润总额 32.05 亿元，同比增长 27.36%。公司年产钨精矿约 1.2 万吨，矿山自给率约 20%，回收环节自给率约 20%，合计原材料自给率在 40%左右。

2、稀土业务方面，2025 年公司稀土业务实现营业收入 61.83 亿元，同比增长 31.16%；实现利润总额 1.46 亿元，同比增长 4.78%。公司主要深加工产品磁性材料积极拓展海外市场，在新能源汽车、节能家电与工业电机等多个应用领域实现增量增利，全年实现销量 1.13 万吨，同比增长 27%，销售收入同比增长 41%。

3、能源新材料业务方面，2025 年公司电池材料业务实现营业收入 198.80 亿元，同比增长 46.70%；实现利润总额 8.58 亿元，同比增长 55.81%。

4、房地产业务方面，2025 年公司持续推进漳州海峡国际湾区、东山海峡度假城项目等地产项目的处置工作，房地产业务实现营业收入 0.50 亿元，同比下降 1.38%；实现利润总额-1.48 亿元，同比减利 1.18 亿元。

图1：公司历史沿革

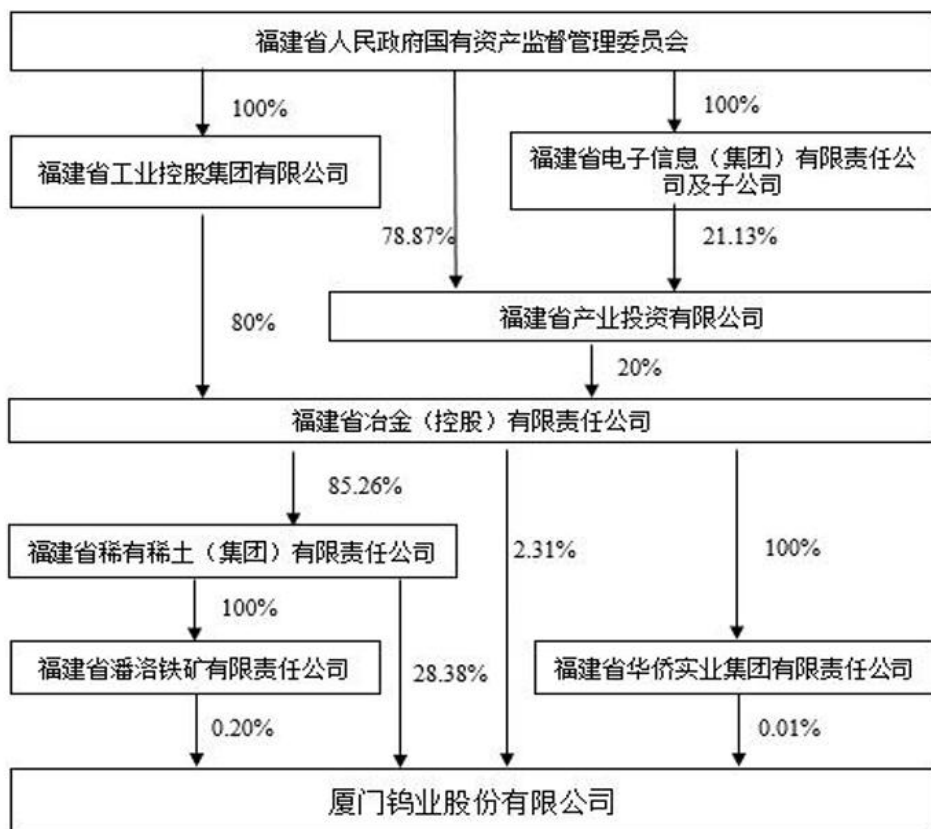


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司控股股东为福建稀有稀土集团，实控人为福建省国资委

公司控股股东是福建省稀有稀土（集团）有限责任公司，实际控制人为福建省人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2025 年报，福建省冶金控股有限责任公司通过福建省稀有稀土集团有限公司持有厦门钨业 30.38% 股权，通过福建省华侨实业集团有限责任公司持有厦门钨业 0.01% 股权，另外直接持有厦门钨业 2.31% 股权，公司其余 69.1% 股权由其他股东持有。

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

公司产品以钨钼、电池材料、稀土产品为主

公司现已形成钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务，是国内钨钼产品生产与出口的重要企业之一。主要优势产品如钨粉末、细钨丝、硬质合金棒材、钼酸铵、钴酸锂等的市场份额保持前列，硬质合金、切削工具、细钨丝、磁性材料、钴酸锂等重点产品盈利进一步提升。

2025 年钨年均价 21.8 万元/吨，同比增长 59%，公司盈利大幅上涨，2025 年实现营收 463 亿元，同比+31.4%；归母净利润 23.1 亿元，同比+33.6%。2026Q1 钨价飙升，均价高达 74 万元/吨，同比 2025Q1 的 14.3 万元/吨涨幅更是高达 418%，Q1 净利大幅增长，单季度实现营收 157 亿元，同比+87.9%，实现净利 11.1 亿元，同比+183.1%。

图3: 公司营收及增速

图4: 公司归母净利润及增速



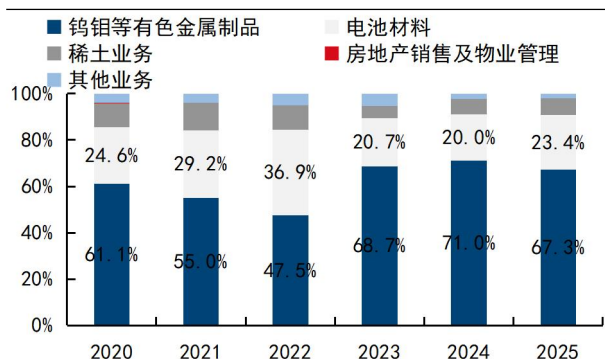
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

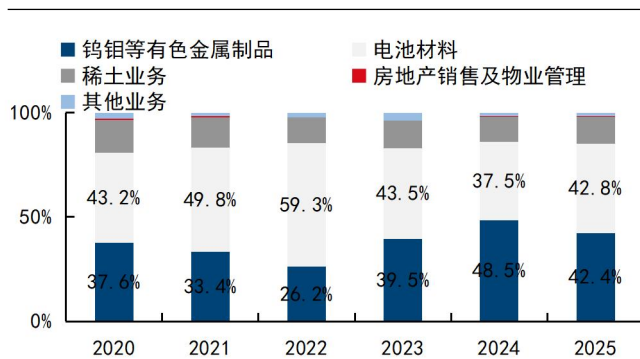
公司的毛利 40-50%来自钨钼等有色金属制品，40%左右来自电池材料，其余来自稀土业务等。2025 年钨钼产品营收占比 67.3%，电池材料营收占比 23.4%。毛利方面，2025 年钨钼业务毛利占比 42.4%，电池材料毛利占比 42.8%。稀土业务营收和毛利占比均较小。

图5: 公司收入结构



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

矿山生产方面，近些年自有矿山产能较稳定。

公司在产自有矿山包含①宁化行洛坑钨矿，隶属于子公司宁化行洛坑钨矿有限公司，权益比例 98.95%，②都昌阳储山钨钼矿，隶属于子公司江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司，权益比例 100%，③洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿，是公司与洛阳钼业合资建立的控股子公司，对洛阳钼业选矿二公司选钼尾矿中的白钨矿进行综合回收，矿石来源为洛阳钼业的栾川三道庄钨钼矿，权益比例 60%，**上述三个在产矿山年产钨精矿总量约在 1.2 万吨标吨，权益量在 1 万吨左右。**

公司在建/储备自有矿山包含①博白巨典油麻坡钨钼矿，隶属于麻栗坡海隅钨业有限公司，权益比例 100%，预计在 2026 年建成，2027 年达产，产量 3200 标吨钨精矿；②江西修水昆山钨钼矿采矿权及杨师殿探矿权，已于 2026 年 4 月底完成收购，隶属于九江大地，股权比例 69%，按照 66 万吨/年的原矿处理规模以及 0.3%的品位计算，考虑 80%回收率，建成后年产钨精矿约 1600 吨，时间节奏尚不明确；③集团所持有的大湖塘钨矿注入仍在推动中。设计采选规模原矿 825 万吨/年（北区露天 660 万吨/年，南区地下 165 万吨/年），建成后钨精矿规模在万吨以上。**综上，短期公司增量来自油麻坡钨钼矿；若看到 2030 年左右，增量来自九江大**

地和大湖塘钨矿，届时公司总钨精矿产量可高达 2.5 万吨以上，粗算权益量超 2 万吨。

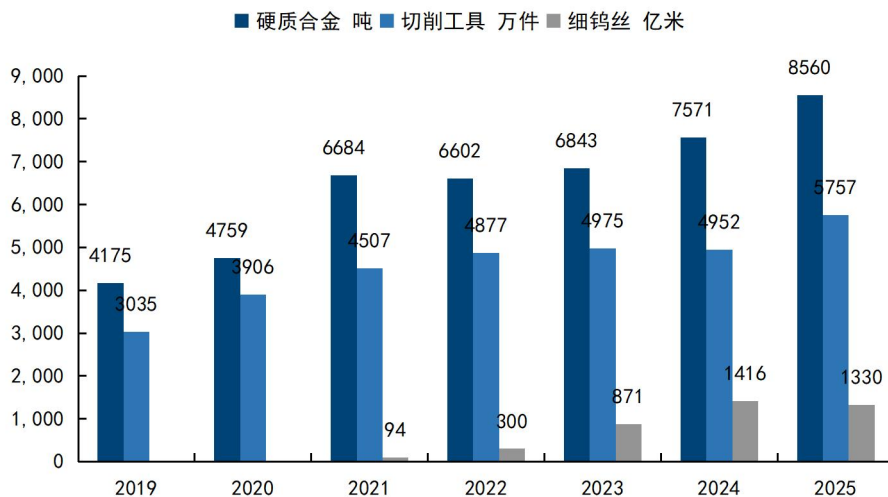
表1: 公司自有钨钼矿山

矿山名称	权益比例	主要品种	资源量 (万吨)	储量	品位	年产量 (万吨/年矿石处理量)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
宁化行洛坑钨矿	98.95%	主要为黑钨、白钨	10,394	21.52	0.21%	165	至 2085 年	至 2034 年 9 月
都昌阳储山钨钼矿	100%	白钨、	2,583.17	5.56	0.159%	148.5	至 2048 年	至 2048 年 2 月 28 日
		钼	2983.5	2.52	0.035%			
洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿	60.0%	白钨	/	/	/	619	/	/
博白巨典油麻坡钨钼矿	100%	钨矿	1,810.15	7.9988	0.44%	66	建成后矿山服务年限为 22 年	2041 年 1 月

资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2025 年公司共生硬质合金 8560 吨，同比+13.06%；生产切削工具 5757 万件，同比+16.25%；生产细钨丝 1330 亿米，同比-6.12%。公司钨钼材料所需原材料部分靠自有矿山或废料回收供给，部分自外部采购取得，稀土业务、电池材料所需原料大部分需向外采购。按照公司矿石原材料（包含钨矿石成本和钼矿石成本）成本情况，自有矿山占比 18.49%，国内采购 75.05%，境外采购 6.46%。

图7: 公司产品产量



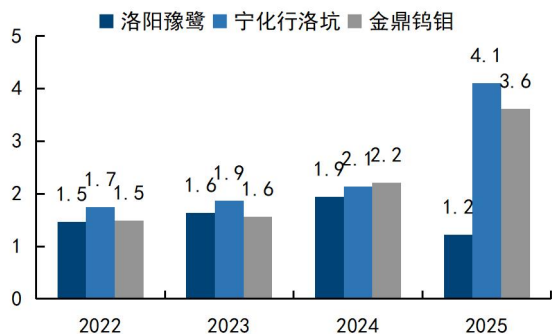
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

子公司利润拆分

钨钼业务方面，全产业链盈利能力较强。上游端，公司的 3 家矿业子公司贡献较大。宁化行洛坑（98.95%）、金鼎钨钼（100%）、洛阳豫鹭（60%）均负责钨矿及其副产品的生产、销售和采购，2025 年分别实现净利润 4.1 亿元、3.6 亿元和 1.2 亿元，实现净利率 44%、45.8%和 33.8%。考虑权益比例计算，钨钼上游子公司对

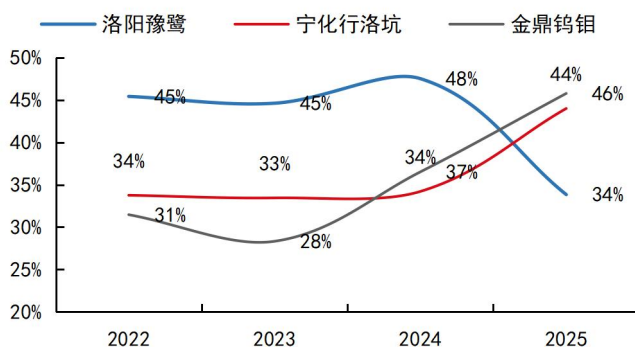
净利贡献为 8.4 亿元。下游端，子公司包括厦门金鹭、厦门虹鹭等，其中厦门金鹭主营钨粉、碳化钨粉、异型硬质合金及其他难熔金属材料及氧气、钴粉、合金粉的生产与销售，厦门虹鹭生产、销售钨丝、钼丝等各种电光源材料，2025 年分别实现净利润 6.1 亿元和 9.8 亿元，分别实现净利率 10.2%和 22.8%。考虑权益比例计算，钨钼下游子公司对净利贡献为 12.6 亿元。

图8: 矿业子公司净利润（亿元）



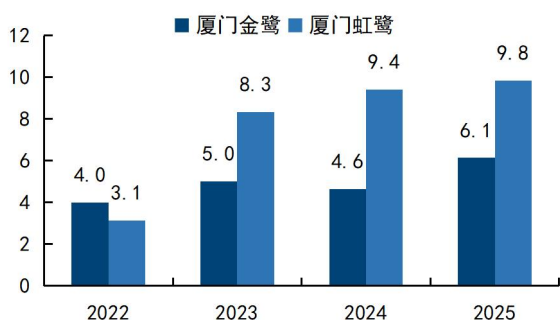
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: 矿业子公司净利润率



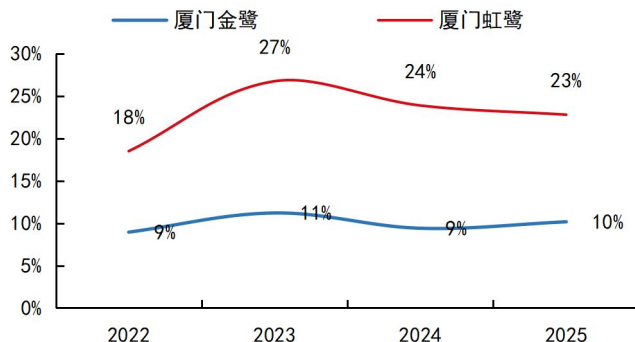
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 钨钼下游主要子公司净利润（亿元）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 钨钼下游主要子公司净利润率

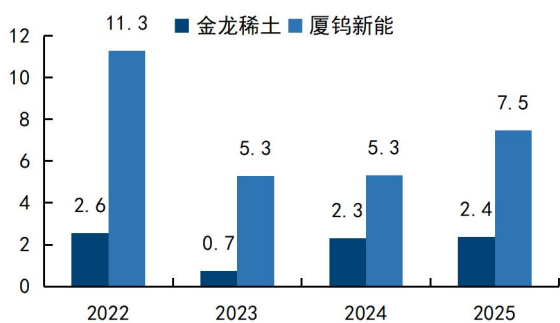


资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

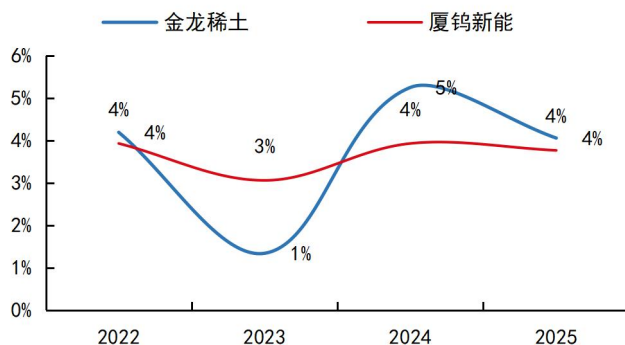
稀土业务和电池材料方面，金龙稀土主营稀土氧化物、稀土金属、磁性材料和发光材料等稀土精深加工以及稀土功能材料。厦钨新能主营电池材料。2025 年分别实现净利润 2.4 亿元和 7.5 亿元，实现净利率 4.1%和 3.8%。考虑权益比例计算，稀土子公司和电池材料子公司对净利贡献分别为 1.5 亿元和 3.8 亿元。

图12: 金龙稀土和厦钨新能净利润（亿元）

图13: 金龙稀土和厦钨新能净利润率



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理



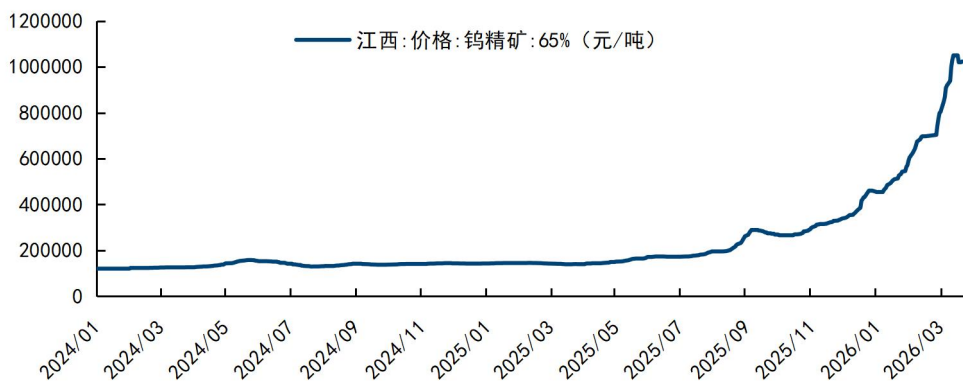
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

行业：国内指标呈收缩趋势，支撑钨价格高位

钨精矿价格迅速上涨

钨产业链从钨矿的勘探采选、冶炼，延伸到钨的深加工，最终应用于泛工业领域。钨行业上游以黑白钨矿勘探采选为主，中游主要是“钨精矿-仲钨酸铵（APT）-钨粉”冶炼，下游包括钨材、钨丝、硬质合金等材料加工，而更下级的需求主体包括机械制造、汽车制造、电子信息等行业。截至3月26日，65%黑钨精矿报价100.3万元/标吨，较年初涨120.7%。涨价因素或为供给端刚性收缩、市场惜售囤货、需求端高端制造、军工需求共振。

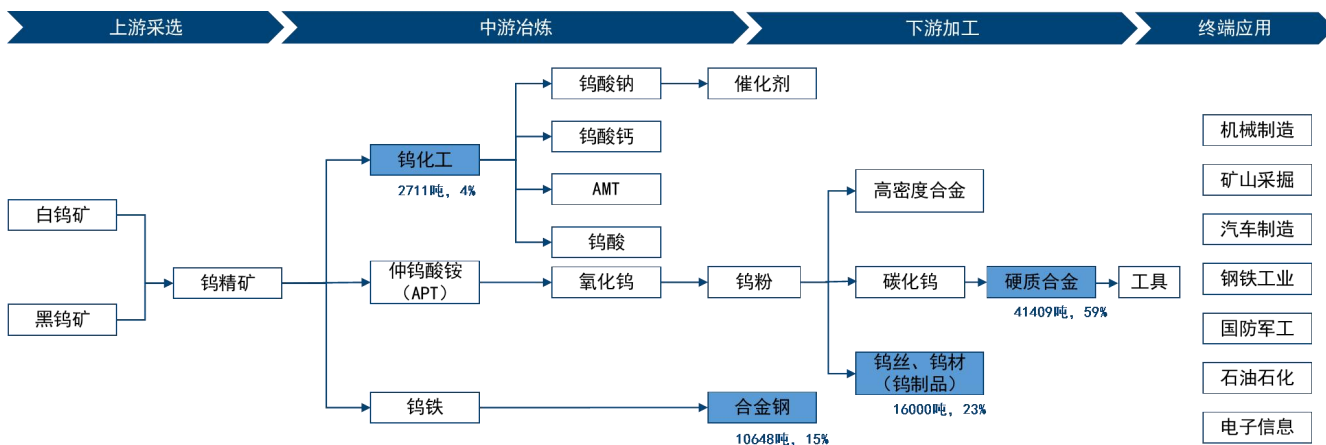
图14：钨精矿价格



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据安泰科数据，2025年中国钨的消费量为75652吨，较2024年全年增长5%。其中硬质合金消费钨45667吨（60%），钨特钢消费钨10712吨（14%），钨材消费钨16480吨（22%），钨化工消费钨2793吨（4%）。供应方面，来自废钨供给12000吨，原钨消费63652吨。

图15: 钨产业链



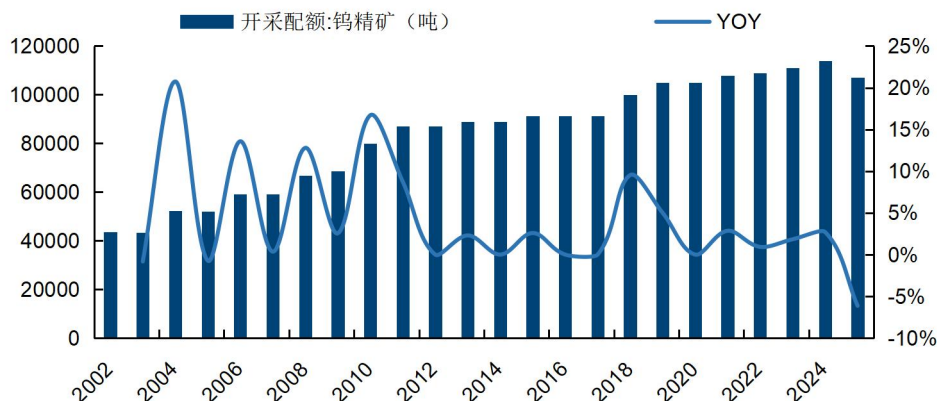
资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

国内指标收缩，全球范围内增量有限

我国钨生产存在配额约束。中国钨资源开采存在配额约束。2002 年我国正式开始对钨开采总量进行控制，但存在着超产的问题，钨作为其他矿物的副产物也未完全受到限制。2018 年自然资源部印发《关于进一步规范稀土矿钨矿矿业权审批管理的通知》，明确申请新设钨矿采矿权，应符合国家产业政策和开采总量控制要求。《中国钨工业发展规划（2021-2025 年）》指出，十四五期间严格按照开采总量控制约束性指标，合理有序开发钨资源，到 2025 年，钨矿开采总量控制指标限定在 13 万吨（65%W03）以内。

2024 年我国钨矿开采指标为 114000 吨，同比增速 2.7%。根据 SMM 调研数据，2025 年我国钨矿开采指标为 107000 吨，同比减少 6.1%。收缩趋势明显。

图16: 钨精矿开采指标



资料来源：Wind，自然资源部，SMM，国信证券经济研究所整理

我国作为主产国指标收缩，海外增量有限，供给约束强。我国的钨资源丰富，钨

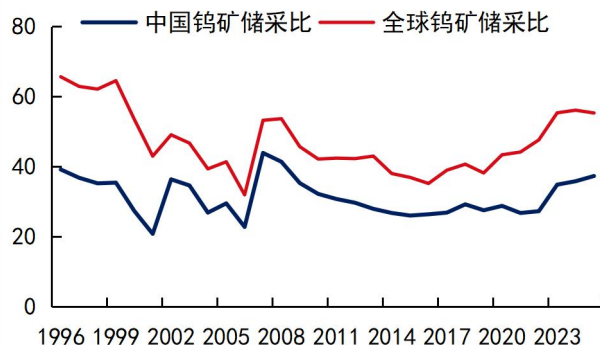
储量及矿山钨产量世界第一。2006 年全球钨矿生产达到峰值 9.1 万吨，其中中国产 7.9 万吨，占比 87%。此后总量控制政策逐步落实，中国钨矿产量中枢下移。近十年全球钨矿产量较为稳定，在 8 万吨附近波动，2025 年中国钨矿产量为 6.7 万吨，占全球钨矿产量 78.8%。其他主要生产国还包括越南、俄罗斯、玻利维亚、卢旺达等。2025 年全球钨矿储采比 55.3 年，中国钨矿储采比 37.3 年。

图17: 全球钨矿产量（万吨）



资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

图18: 中国和全球钨矿储采比



资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

后续增量判断，2030 年前海内外较为确定的供给增量较为有限。①**国内柿竹园钨矿**：2024 年 1 月公告注入中钨高新，该矿山年产钨精矿超 7000 吨，目前 1 万 t/d（330 万 t/a）技改项目已获批准，投产后矿石采选规模由 220 万吨扩至 350 万吨。技改项目预计 2027 年底前完成，项目完成后公司钨精矿年产量预计上升至 1 万标吨，钼、铋、萤石等伴生金属产量相应增加。预计技改期间不会对公司业绩造成影响，实现平稳过渡。②**油麻坡钨钼矿**：位于广西博白县，是南天山带北部壮阔山地区的大型钨钼矿床，厦门钨业在建项目，预计在 2026 年建设完成，达产后将实现年采选钨矿石 66 万吨（2000t/d），预计平均年产钨精矿 3200 标吨。③**巴库塔钨矿**：2025 年全年产 65%白钨精矿 5008 吨，销售 65%白钨精矿 4879 吨。预计 2026 年产量能增长至 9000 吨左右，2027 年有望随着二期抛废项目的投运，设计年处理能力达到 495 万吨/年，完全达产后年产量稳定在 1.3 万吨以上。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- **价格**：2026 年至今钨精矿均价为 77.6 万元/吨，现货价格为 71.3 万元/吨；往后看国内指标收缩，全球范围内增量有限，需求端受益于 3C、通用机械、航空航天及军工、汽车等领域等增长，虽然目前面临回调压力，我们仍预期钨价中枢有所提升。假设 2026-2028 年钨均价为 60 万元/吨。2026 年至今锆钨氧化物均价为 77.3 万元/吨，现货价格为 78 万元/吨，我们假设 2026-2028 年锆钨均价为 70 万元/吨。
- **产量**：2025 年公司自产钨精矿产量约为 1.2 万吨，假设公司 2026-2028 年钨精矿产量分别为 1.2 万吨、1.4 万吨和 1.5 万吨。

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 936/1040/1144 亿元，同比增速 102%/11%/10%；归母净利润分别为 46.7/54.7/61.0 亿元，同比增速 102%/17%/11%；EPS 分别为 2.94/3.45/3.84 元，当前股价对应 PE 分别为 19.7x/16.8x/15.0x。公司稳健经营，油麻坡钨矿预计 2027 年达产，大湖塘钨矿在 2030 年后有放量预期，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

油麻坡投产进度/大湖塘注入进展不及预期的风险；

钨库存超规模释放导致钨价下跌；

下游需求萎缩风险。

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	6974	3971	2000	2000	2000	营业收入	35196	46265	93599	103985	114355
应收款项	5529	8007	15386	17093	18798	营业成本	28850	37984	80463	89210	98188
存货净额	8383	14602	21839	24221	26660	营业税金及附加	232	401	749	728	686
其他流动资产	2762	4318	9360	10398	11436	销售费用	412	477	936	936	915
流动资产合计	24153	32780	50466	55594	60775	管理费用	1008	1167	1110	1120	1223
固定资产	14520	16193	15280	14480	13640	研发费用	1456	1740	1872	2080	2287
无形资产及其他	1676	1999	1919	1839	1759	财务费用	304	291	369	392	426
投资性房地产	1458	1674	1674	1674	1674	投资收益	225	36	100	100	100
长期股权投资	3657	3422	3622	3722	3772	资产减值及公允价值变动	(303)	(330)	5	5	0
资产总计	45464	56067	72961	77308	81619	其他收入	(1040)	(1548)	(1872)	(2080)	(2287)
短期借款及交易性金融负债	5905	8484	7836	8683	7643	营业利润	3272	4102	8206	9624	10729
应付款项	6694	14837	28391	31488	34658	营业外净收支	(28)	(40)	2	2	2
其他流动负债	1771	2317	4901	3615	3975	利润总额	3244	4061	8208	9626	10731
流动负债合计	14370	25638	41128	43787	46276	所得税费用	539	711	1436	1684	1878
长期借款及应付债券	5902	2866	2866	2866	2866	少数股东损益	978	1041	2105	2468	2752
其他长期负债	840	880	930	1030	1080	归属于母公司净利润	1728	2309	4667	5473	6102
长期负债合计	6743	3746	3796	3896	3946	现金流量表 (百万元)					
负债合计	21113	29384	44923	47682	50222	净利润	1728	2309	4667	5473	6102
少数股东权益	8448	9481	9902	10396	10946	资产减值准备	(58)	45	(25)	(24)	(24)
股东权益	15903	17202	18135	19230	20450	折旧摊销	1164	1340	1578	1610	1645
负债和股东权益总计	45464	56067	72961	77308	81619	公允价值变动损失	303	330	(5)	(5)	0
关键财务与估值指标						财务费用	304	291	369	392	426
每股收益	1.09	1.45	2.94	3.45	3.84	营运资本变动	1080	(1694)	(3450)	(3241)	(1625)
每股红利	0.94	1.21	2.35	2.76	3.07	其它	187	129	446	518	575
每股净资产	10.02	10.84	11.42	12.11	12.88	经营活动现金流	4404	2460	3211	4331	6672
ROIC	8.4%	10.9%	20.5%	23.0%	24.6%	资本开支	(2456)	(2658)	(600)	(700)	(700)
ROE	10.9%	13.4%	25.7%	28.5%	29.8%	其它投资现金流	(0)	(1376)	0	0	0
毛利率	18%	18%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(2813)	(3800)	(800)	(800)	(750)
EBIT Margin	9%	10%	9%	10%	10%	权益性融资	18	146	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	11%	11%	11%	负债净变化	(1124)	(3036)	0	0	0
收入增长	-11%	31%	102%	11%	10%	支付股利、利息	(1500)	(1924)	(3734)	(4379)	(4882)
净利润增长率	8%	34%	102%	17%	11%	其它融资现金流	7763	8111	(648)	848	(1040)
资产负债率	65%	69%	75%	75%	75%	融资活动现金流	2532	(1663)	(4382)	(3531)	(5922)
股息率	1.6%	2.1%	4.1%	4.8%	5.3%	现金净变动	4123	(3003)	(1971)	0	0
P/E	53.1	39.7	19.7	16.8	15.0	货币资金的期初余额	2851	6974	3971	2000	2000
P/B	5.8	5.3	5.1	4.8	4.5	货币资金的期末余额	6974	3971	2000	2000	2000
EV/EBITDA	25.6	20.8	13.6	12.1	11.2	企业自由现金流	2487	697	4516	5846	8441
						权益自由现金流	8858	5552	3563	6370	7049

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