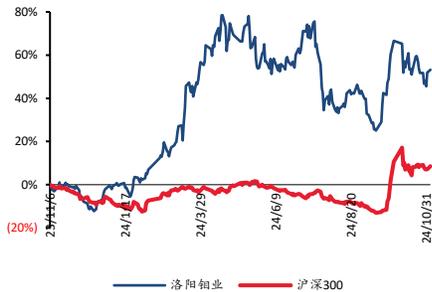


## 铜钴产销两旺，五年目标之行始于足下

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	215.99/176.66
总市值/流通(亿元)	1,727.94/1,413.26
12个月内最高/最低价(元)	9.87/4.61

### 相关研究报告

<<【太平洋有色】洛阳钼业深度报告：铜钴产量高增，精益管理实现降本增效>>—2024-10-10

<<【太平洋有色】洛阳钼业 2024 年中报业绩预告点评：五年目标取得开门红，向全球一流矿企迈进>>—2024-08-21

<<钴跌价致利润大幅回落，但仍具强抗风险能力——洛阳钼业跟踪点评>>—2020-03-31

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

研究助理：钟欣材

### 报告摘要

**事件：**2024年10月29日，公司发布2024年前三季度业绩，报告期内公司实现收入1548亿元，同比+18%；归母净利润83亿元，同比+239%；扣非净利润86亿元，同比+531%。其中，第三季度实现收入519亿元，同比+16%，环比-8%；归母净利润29亿元，同比+64%，环比-15%；扣非净利润29亿元，同比+158%，环比-17%。

**TFM、KFM 实现超产，铜、钴等金属产量显著超产。铜：**2024Q1-Q3 公司实现铜金属产量 47.6 万吨，同比+78.2%，完成全年目标中值的 87%；**钴：**2024Q1-Q3 公司实现钴金属产量 8.5 万吨，同比+127.4%，完成全年目标中值的 130%，TFM 和 KFM 保持快节奏生产乃至超产，频创单月产量历史记录。**钼：**2024Q1-Q3 公司实现钼金属产量 1.1 万吨，同比-6.3%，完成全年目标中值的 84%；**钨：**实现钨金属产量 0.6 万吨，同比+3.8%，完成全年目标中值的 88%。**铌：**实现铌金属产量 0.8 万吨，同比+5.4%，完成全年目标中值的 81%；**磷：**实现磷肥产量 89.6 万吨，同比+2.3%，完成全年目标中值的 78%。

**铜金属生产成本稳步下降。**2024年Q1-Q3，公司铜(TFM+KFM)生产成本为3.1万元/吨，较2023年全年3.5万元/吨成本变化-9.8%，TFM 矿山克服困难实现东区达产达标，为下半年优化工艺、扩产提能打下坚实基础；KFM 矿山通过工艺调整和技术创新，实现回收率显著提升、产量增长以及成本稳步下降。

**费用端、ROE、现金流表现优异。**2024Q1-Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率合计为 3.2%，同比-0.2pct；其中 Q3 销售、管理、研发、财务费用率合计为 2.9%，同比-0.4pct，环比+0.1pct，公司期间费用率保持较低水平。2024Q1-Q3 公司 ROE 为 12.9%，同比 8.4pct，显著上升。2024Q1-Q3 公司经营性现金流量净额为 173 亿元，同比+72 亿元，其中 Q3 经营性

电话:

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122090007

**研究助理: 谭甘露**

电话:

E-MAIL: tangl@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122100017

现金流量净额为 65 亿元，同比+52 亿元，环比+12 亿元，公司秉承有质量的、有现金流的发展模式，取得高质量成长。

**长短期借款减少，资产负债率下降。**2024Q3 末公司资产负债率为 57.1%，同比-6.6pct，环比-2.1pct，持续下降；2024Q3 末公司短期/长期借款为 305/113 亿元，同比分别-19/-91 亿元，环比分别+3/-58 亿元。

**五年目标取得开门红，千里之行始于足下。**2024 年是公司改制 20 周年，以及国际化 2.0 开启之年，公司提出五年发展目标：实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3 万吨、铌金属超 1 万吨，初步进入全球一流矿业公司行列。2024 年作为新目标的开端之年，前三季度铜、钴产量实现高增，千里之行始于足下，为五年目标打下坚实基础。

**投资建议：**我们深度分析公司 2024 年三季报，公司铜、钴产销快速增长，成长确定性强，同时生产成本、费用端控制较好，资产负债率下降同时 ROE 明显提升，实现高质量成长。我们维持公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 117/132/148 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	186,269	209,867	212,762	221,444
营业收入增长率(%)	7.68%	12.67%	1.38%	4.08%
归母净利(百万元)	8,250	11,677	13,152	14,769
净利润增长率(%)	35.98%	41.54%	12.64%	12.29%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.54	0.61	0.68
市盈率(PE)	13.68	14.80	13.14	11.70

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 2024 年 Q1-Q3 业绩实现高增.....	5
二、 产量实现显著超产，项目稳步推进.....	6
(一) 公司铜、钴等金属实现显著超产.....	6
(二) 主要项目稳步推进.....	8
三、 毛利分析.....	9
(一) 成本分析：规模效应及精益管理助力单位生产成本下降.....	9
(二) 毛利率分析：降本提价带动铜板块毛利率提升.....	11
(三) 业务分析：铜、钴销售显著增加.....	12
四、 费用及负债分析.....	13
(一) 费用分析：期间费用稳定，取得高质量成长.....	13
(二) 负债分析：资产负债率下降.....	14
五、 盈利预测与投资建议.....	14
六、 风险提示.....	14

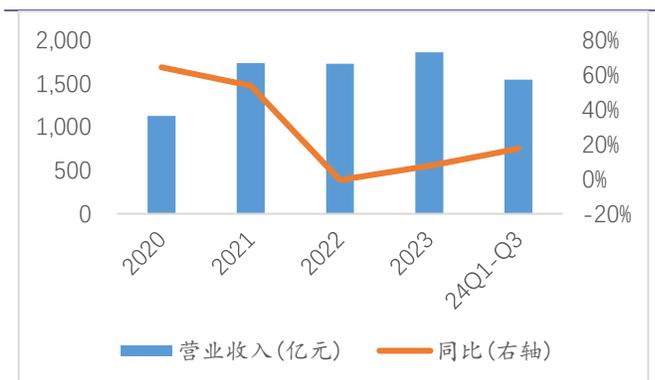
## 图表目录

图表 1: 2024Q1-Q3 公司实现收入 1548 亿元.....	5
图表 2: 2024Q1-Q3 公司实现归母净利润 83 亿元.....	5
图表 3: 2024Q1-Q3 公司实现扣非净利润 86 亿元.....	5
图表 4: 24Q1-Q3 公司毛利率/净利率分别为 18%/5%.....	5
图表 5: 2024Q3 公司实现收入 519 亿元.....	6
图表 6: 2024Q3 公司实现归母净利润 29 亿元.....	6
图表 7: 2024Q3 公司实现扣非净利润 29 亿元.....	6
图表 8: 2024Q3 公司毛利率/净利润分别为 16%/6%.....	6
图表 9: 2024Q1-Q3 公司实现铜金属产量 47.6 万吨.....	7
图表 10: 2024Q1-Q3 公司实现钴金属产量 8.5 万吨.....	7
图表 11: 2024Q1-Q3 公司实现钼金属产量 1.1 万吨.....	8
图表 12: 2024Q1-Q3 公司实现钨金属产量 0.6 万吨.....	8
图表 13: 2024Q1-Q3 公司实现铌金属产量 0.8 万吨.....	8
图表 14: 2024Q1-Q3 公司实现磷肥产量 89.6 万吨.....	8
图表 15: 公司主要项目支出.....	9
图表 16: 2024Q1-Q3 公司铜、钴生产成本下降.....	10
图表 17: 2024Q1-Q3 公司钼生产成本下降.....	10
图表 18: 2024Q1-Q3 公司磷肥生产成本下降.....	10
图表 19: 2024Q1-Q3 公司主要产品成本情况.....	11
图表 20: 2024Q1-Q3 公司铜、钴毛利率.....	11
图表 21: 2024Q1-Q3 公司钼、钨毛利率.....	11
图表 22: 2024Q1-Q3 公司铌、磷肥毛利率.....	12
图表 23: 2024Q1-Q3 公司主要业务毛利率情况.....	12
图表 24: 2024Q1-Q3 公司业务收入分析.....	12
图表 25: 2024Q1-Q3 公司期间费用率同比下降.....	13
图表 26: 2024Q3 公司期间费用率同比下降.....	13
图表 27: 公司现金流、ROE 表现优异.....	14
图表 28: 2024Q1-Q3 公司 ROE 同比明显上升.....	14
图表 29: 公司资产负债率持续下降.....	14
图表 30: 2024Q3 公司长短期负债同比下降.....	14

## 一、2024 年 Q1-Q3 业绩实现高增

2024 年 10 月 29 日，公司发布 2024 年 Q1-Q3 业绩。报告期内公司实现收入 1548 亿元，同比+18%；归母净利润 83 亿元，同比+239%；扣非净利润 86 亿元，同比+531%。其中，第三季度实现收入 519 亿元，同比+16%，环比-8%；归母净利润 29 亿元，同比+64%，环比-15%；扣非净利润 29 亿元，同比+158%，环比-17%。

图表1：2024Q1-Q3 公司实现收入 1548 亿元



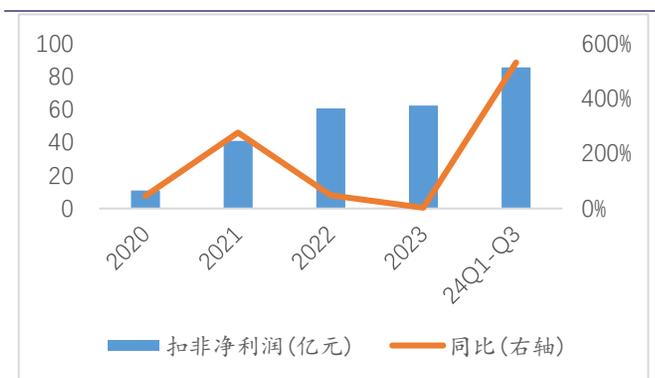
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表2：2024Q1-Q3 公司实现归母净利润 83 亿元



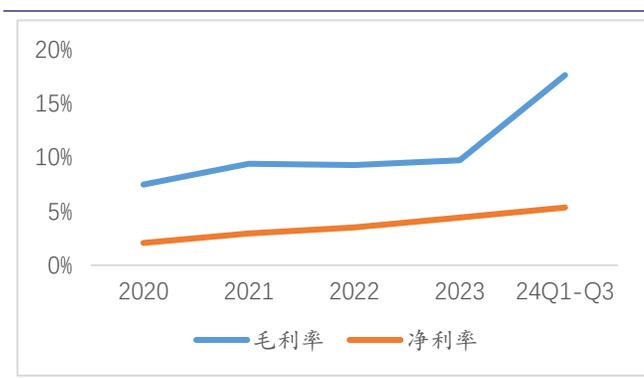
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表3：2024Q1-Q3 公司实现扣非净利润 86 亿元



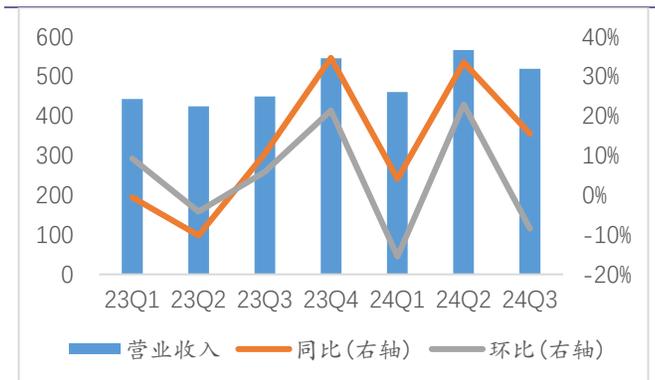
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表4：24Q1-Q3 公司毛利率/净利率分别为 18%/5%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5: 2024Q3 公司实现收入 519 亿元



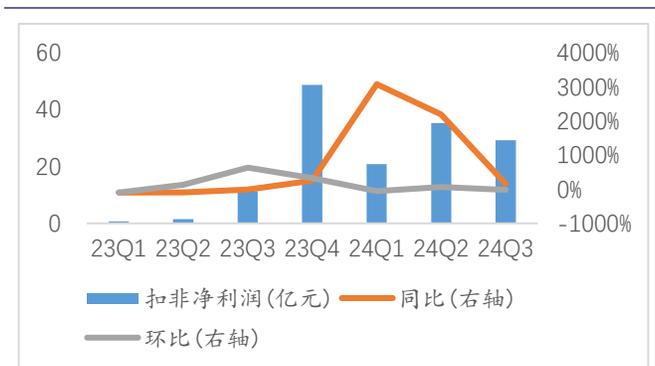
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表6: 2024Q3 公司实现归母净利润 29 亿元



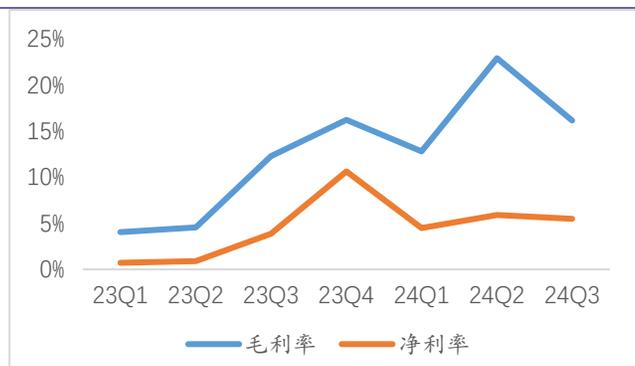
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表7: 2024Q3 公司实现扣非净利润 29 亿元



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表8: 2024Q3 公司毛利率/净利润分别为 16%/6%



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

## 二、产量实现显著超产，项目稳步推进

### (一) 公司铜、钴等金属实现显著超产

2024 年 Q1-Q3 公司铜、钴等金属产量实现显著超产。2024 年 Q1-Q3 公司实现铜金属产量 47.6 万吨，同比+78.2%，完成全年目标中值的 87%；实现钴金属产量 8.5 万吨，同比+127.4%，完成全年目标中值的 130%；实现钼金属产量 1.1 万吨，同比-6.3%，完成全年目标中值的 84%；实现钨金属产量 0.6 万吨，同比+3.8%，完成全年目标中值的 88%；实现铌金属产量 0.8 万吨，同比+5.4%，完成全年目标中值的 81%；实现磷肥产量 89.6 万吨，同比+2.3%，完成全年目标中值的 78%。2024 年是公司改制 20 周年，以及国际化 2.0 开启之年，公司提出五年发展目标：实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3 万吨、铌金属超 1 万吨，初步进入全球一流矿业公司

行列。2024 年作为新目标的开端之年，前三季度铜、钴产量实现高增，取得开门红，为五年目标打下坚实基础。

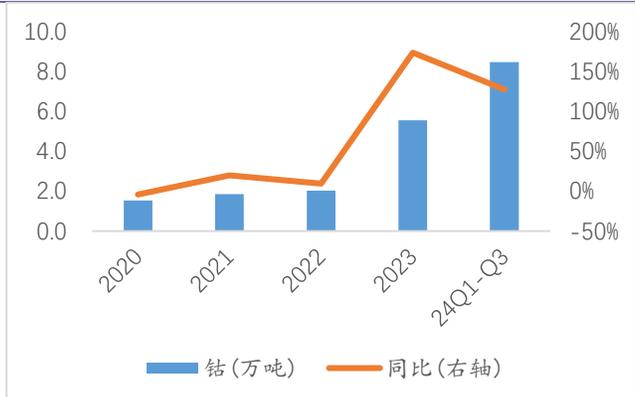
**刚果（金）铜钴：**公司在刚果（金）拥有两座世界级矿山 TFM 和 KFM，其中 TFM 拥有 5 条生产线，目前具备年产 45 万吨铜的能力，作为伴生矿的钴拥有 3.7 万吨的生产能力；KFM 目前具备年产 15 万吨铜、5 万吨钴以上的生产能力。成本端，通过工艺调整、技术创新等，铜和钴的回收率大幅提升，TFM 和 KFM 降本增效成果显著，TFM 成为非洲首个获铜标志认证（The Copper Mark）的矿山，亦是全球首个获该标志的中资运营矿山。

图表9：2024Q1-Q3 公司实现铜金属产量 47.6 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

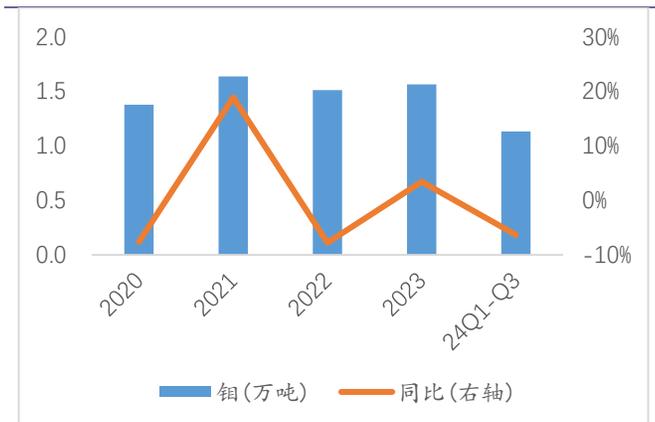
图表10：2024Q1-Q3 公司实现钴金属产量 8.5 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

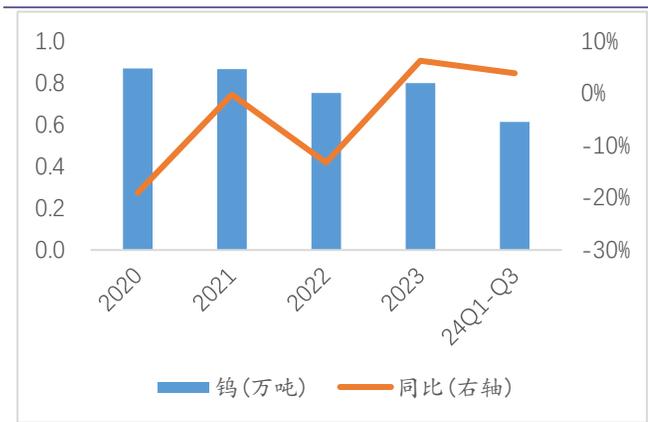
**中国钨钼：**公司在中国境内运营三道庄和上房沟两座钨矿山，在品位持续下降、钨价上半年回调的情况下，公司中国区克服困难，提升管理效能，业绩超预期目标。公司三道庄难选矿石钨回收率和上房沟钨回收率均实现突破，上房沟钨矿扩帮剥离与技术攻关全面提速，新增出矿面积 3000 平方米。

图表11：2024Q1-Q3 公司实现铜金属产量 1.1 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

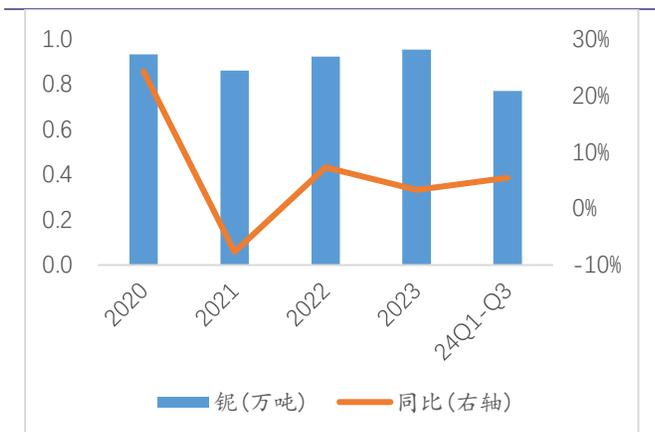
图表12：2024Q1-Q3 公司实现钨金属产量 0.6 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

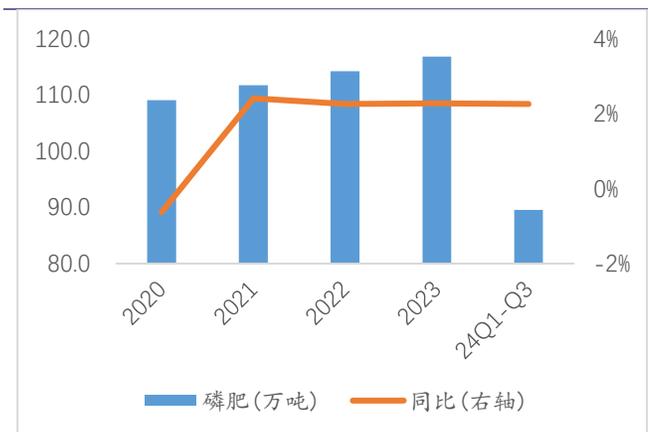
**巴西铌磷：**公司在巴西拥有两座优质矿山，由旗下全资子公司洛钼巴西具体运营，洛钼巴西降本增效和管理变革成果显著，铌产量创历史新高。

图表13：2024Q1-Q3 公司实现铌金属产量 0.8 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：2024Q1-Q3 公司实现磷肥产量 89.6 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 主要项目稳步推进

**公司主要项目稳步推进。**根据公司产品规划，到 2028 年，公司铜、钴产量分别有望达 80-100 万吨、9-10 万吨。

**TFM 铜钴矿：**公司 TFM 铜钴矿开展矿区外围找矿和深部地质勘探工作，均取得显著成果：Big Pumpi 铜钴矿的地质详查，TENK 矿和 FGME88 矿深部地质勘探，共完成 6200 米的金刚石钻探，提高资源量级别并达到预期勘探效果；北部 Kyaundji 区域完成了约 2 平方公里的地质填图和地质

普查，为后续地质找矿提供理论依据；在 Pumpi 矿北部附近区域开展了约 10 平方公里的土壤地球化学化取样，检查矿化异常区的地质分布特征，所获得信息为靶区确定和今后外围找矿方向提供了依据。

**KFM 铜钴矿：**公司主要开展深部硫化矿补充勘探及外围地质找矿，设计工程量 18512 米，50 个钻孔；现已完成钻孔施工 19 个，合计进尺 6017 米，深部硫化矿勘探效果良好，外围找矿也取得一定进展。

**三道庄钨钼矿：**公司在矿区范围内开展深部地质勘探，已完成 7 个钻孔施工，合计进尺 2,478 米；在矿坑北部和南部区域实施空区探测，施工 27 个空区探测孔施工，合计进尺 1223 米。

**上房沟钨矿：**公司在矿区范围内开展深部地质勘探，施工 3 个钻孔，合计进尺 1662 米；为资源量升级和提高二级矿量保有工作，在矿坑内施工 47 个生产探矿孔，合计进尺 5222 米；为确保生产安全开展空区探测，施工空区探测孔 23 个，合计进尺 1932 米。

**铌矿：**公司组织开展东北排土场工程、采场扩帮工程和采场底部排水泵送系统工程的证件办理和施工单位入场；推进 BVFR 和 BVO 破碎排水系统建设。

**磷矿：**公司 3A 号排土场开始施工，同时根据当地环境部门的要求，完成了方案的修改和优化工作。

图表15：公司主要项目支出

项目	采矿支出	勘探支出	发展支出
<b>境内矿山(人名币万元)</b>			
三道庄钨矿	22,580.28	142.57	2,650.49
上房沟钨矿	12,748.27	277.36	368.26
<b>境外矿山(百万美元)</b>			
刚果(金)TFM 铜钴矿	395.57	3.53	2.69
刚果(金)KFM 铜钴矿	279.58	0.00	0.00
巴西铌矿	16.73	1.51	1.02
巴西磷矿	5.56	0.50	0.21

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

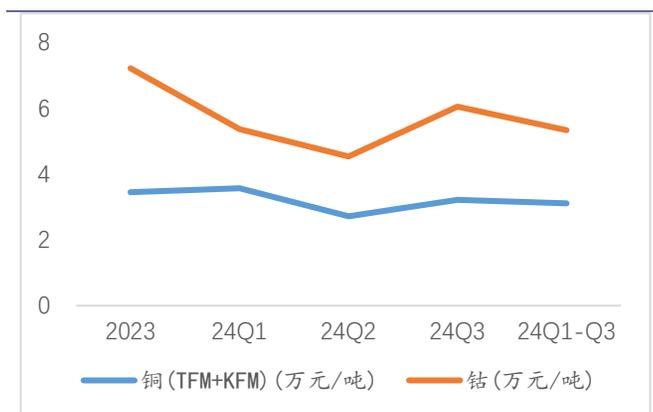
### 三、毛利分析

#### (一)成本分析：规模效应及精益管理助力单位生产成本下降

铜、钴生产成本显著下降。2024 年 Q1-Q3，公司铜（TFM+KFM）生产成本为 3.1 万元/吨，较

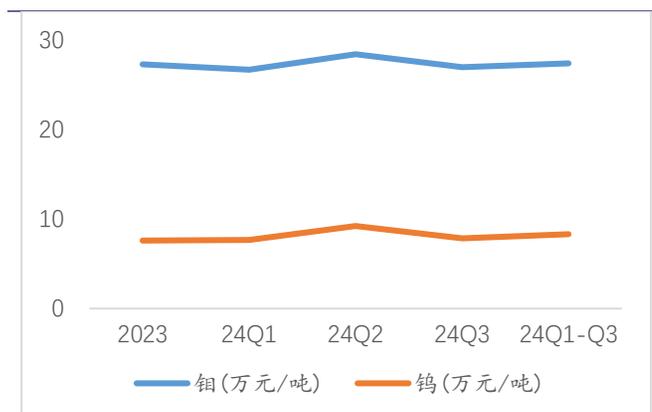
2023 年全年 3.5 万元/吨成本变化-9.8%；钴生产成本为 5.3 万元/吨，较 2023 年全年 7.2 万元/吨变化-26.1%；钼生产成本为 27.4 万元，较 2023 年全年 27.4 万元/吨变化-7.2%；钨生产成本为 8.3 万元/吨，较 2023 年全年 7.6 万元/吨变化+9.4%；铌生产成本为 19.3 万元/吨，较 2023 年全年 18.5 万吨变化+0.6%；磷肥生产成本为 0.2 万元/吨，较 2023 年全年 0.3 万元/吨变化-9.3%。公司铜、钴、钼等金属生产成本有所下降，规模效应以及精益管理助力单位生产成本下降。

图表16：2024Q1-Q3 公司铜、钴生产成本下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：2024Q1-Q3 公司钼生产成本下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表18：2024Q1-Q3 公司磷肥生产成本下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：2024Q1-Q3 公司主要产品成本情况

产品类别	单位	2023	2024Q1-Q3	24Q1-Q3 较 2023 变化
铜生产成本	万元/吨	3.5	3.1	-9.8%
钴生产成本	万元/克	7.2	5.3	-26.1%
钼生产成本	万元/吨	27.4	27.4	-7.2%
钨生产成本	万元/克	7.6	8.3	9.4%
铌生产成本	万元/吨	18.5	19.3	0.6%
磷生产成本	万元/吨	0.3	0.2	-9.3%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 毛利率分析：降本提价带动铜板块毛利率提升

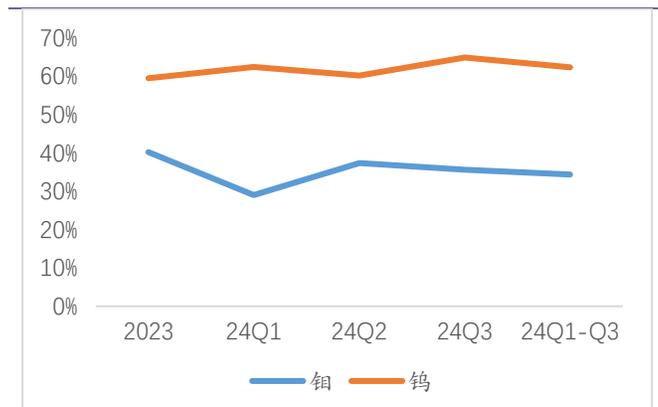
2024Q1-Q3 公司铜板块毛利率提升明显。2024 年 Q1-Q3，公司铜（TFM+KFM）业务毛利率为 52.3%，较 2023 年全年+7.0pct；钴业务毛利率为 36.5%，较 2023 年全年-0.5pct；钼业务毛利率为 34.4%，较 2023 年全年-5.8pct；钨业务毛利率为 62.4%，较 2023 年全年+2.9pct；铌业务毛利率为 35.0%，较 2023 年全年+1.0pct；磷肥毛利率为 24.2%，较 2023 年全年+6.7pct。受益于价格上升及成本优化，铜业务毛利率提升较为明显。

图表20：2024Q1-Q3 公司铜、钴毛利率



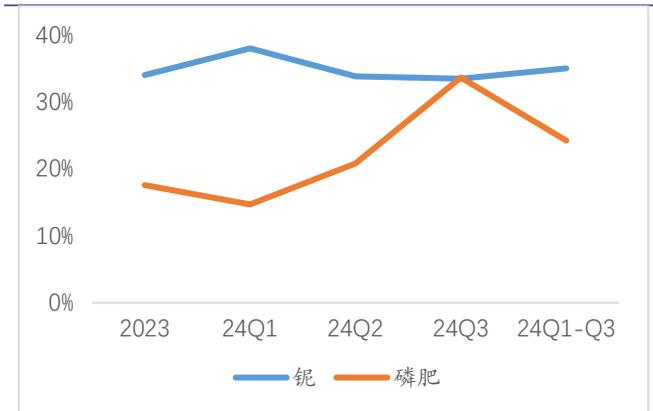
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：2024Q1-Q3 公司钼、钨毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表22：2024Q1-Q3 公司铌、磷肥毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：2024Q1-Q3 公司主要业务毛利率情况

业务类别	2023	24Q1-Q3	24Q1-Q3 较 2023 变化
铜	45.3%	52.3%	7.0%
钴	37.0%	36.5%	-0.5%
钼	40.2%	34.4%	-5.8%
钨	59.5%	62.4%	2.9%
铌	34.0%	35.0%	1.0%
磷	17.6%	24.2%	6.7%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 业务分析：铜、钴销售显著增加

2024Q1-Q3 公司铜、钴销售显著增长。2024 年 Q1-Q3，公司铜、钴金属销量为 47.1/8.0 万吨，同比分别为+54.4%/+234.8%，同比显著增加；钼、钨金属销量为 1.1/0.6 万吨，同比分别为-6.9%/+4.0%，铌金属、磷销量为 0.8/85.8 万吨，同比分别为+8.6%/-4.7%。上半年公司 TFM、KFM 产销增加明显，贡献公司主要增量收入与利润。

图表24：2024Q1-Q3 公司业务收入分析

产品名称	售价(万元/吨, 不含税)	销售数量(万吨)	收入(亿元)	成本(亿元)	毛利率
铜(TFM+KFM)	6.5	47.1	307.3	146.5	52.3%
钴	8.4	8.0	67.1	42.6	36.5%

钼	41.8	1.1	45.2	29.6	34.4%
钨	22.1	0.6	13.1	4.9	62.4%
铌	29.6	0.8	22.4	14.5	35.0%
磷肥	0.3	85.8	26.9	20.4	24.2%
精矿金属产品	1.8	267.2	472.0	444.4	5.9%
精炼金属产品	5.6	162.9	919.9	892.0	3.0%
其他			0.0	0.0	
内部交易抵销			-327.7	-321.7	

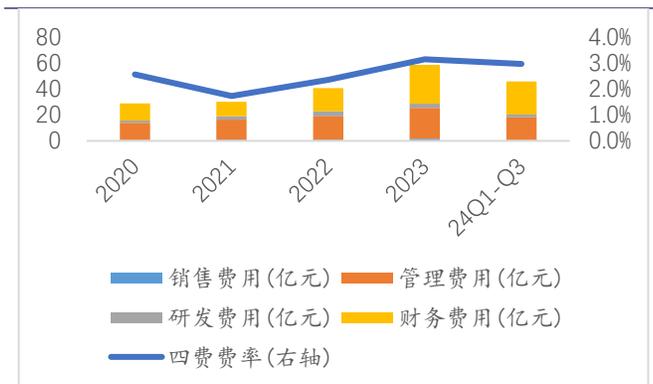
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 四、费用及负债分析

### (一) 费用分析：期间费用稳定，取得高质量成长

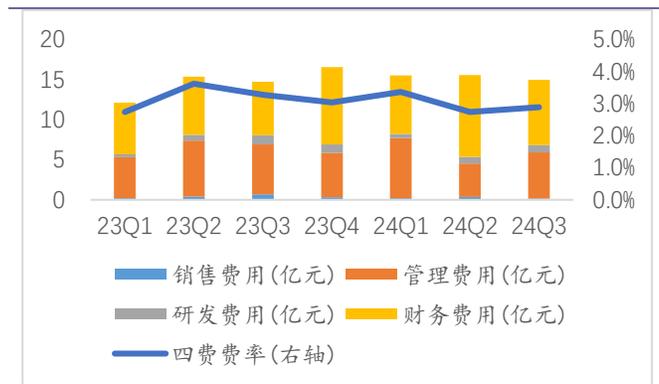
费用端表现优异。2024Q1-Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率合计为 3.2%，同比-0.2pct；其中 Q3 销售、管理、研发、财务费用率合计为 2.9%，同比-0.4pct，环比+0.1pct，公司期间费用率保持较低水平。2024Q1-Q3 公司 ROE 为 12.9%，同比 8.4pct，显著上升。2024Q1-Q3 公司经营性现金流量净额为 173 亿元，同比+72 亿元，其中第三季度经营性现金流量净额为 65 亿元，同比+52 亿元，环比+12 亿元，公司秉承有质量的、有现金流的发展模式，取得高质量成长。

图表 25：2024Q1-Q3 公司期间费用率同比下降



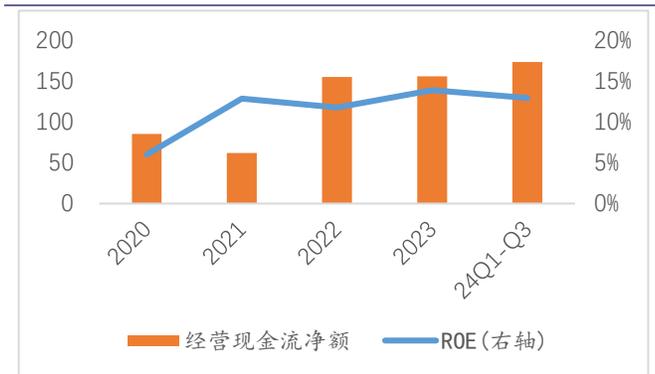
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 26：2024Q3 公司期间费用率同比下降



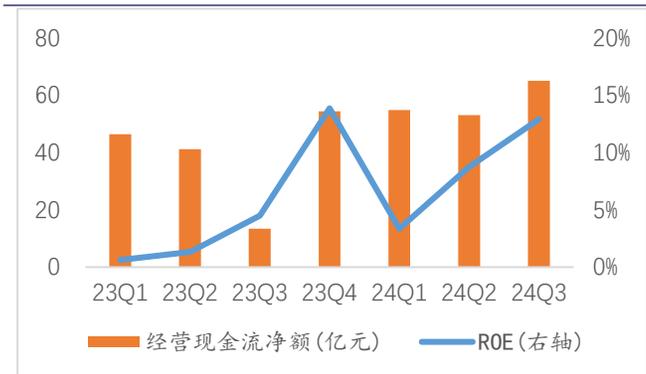
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：公司现金流、ROE 表现优异



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表28：2024Q1-Q3 公司 ROE 同比明显上升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 负债分析：资产负债率下降

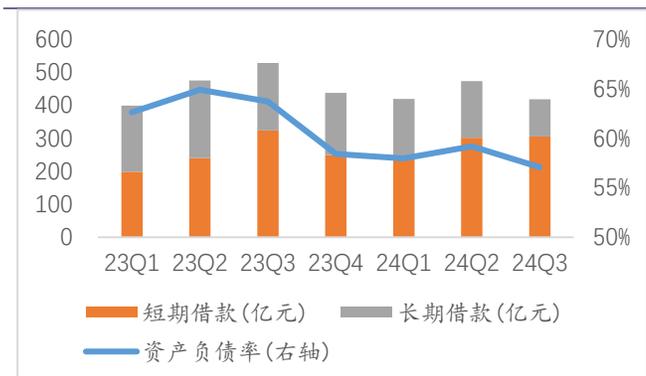
长短期借款减少，资产负债率下降。2024Q3 末公司资产负债率为 57.1%，同比-6.6pct，环比-2.1pct，持续下降；2024Q3 末公司短期/长期借款为 305/113 亿元，同比分别-19/-91 亿元，环比分别+3/-58 亿元。

图表29：公司资产负债率持续下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表30：2024Q3 公司长短期负债同比下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、盈利预测与投资建议

公司铜、钴产销快速增长，成长确定性强，有望充分受益于行业高景气度。我们维持公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 117/132/148 亿元，维持“买入”评级。

## 六、风险提示

下游需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期。

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	32,648	30,716	32,728	37,759	49,000
应收和预付款项	2,930	2,314	2,888	3,012	2,946
存货	32,255	31,430	34,606	36,030	36,392
其他流动资产	17,850	19,187	18,981	19,595	19,471
流动资产合计	85,682	83,648	89,203	96,395	107,809
长期股权投资	1,934	2,229	2,522	2,946	3,284
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	28,056	35,604	38,457	41,836	45,969
在建工程	13,659	10,621	12,842	15,828	16,552
无形资产开发支出	19,448	22,960	23,443	24,791	26,573
长期待摊费用	218	228	228	228	228
其他非流动资产	101,705	101,333	107,403	114,593	126,024
资产总计	165,019	172,975	184,895	200,223	218,630
短期借款	20,108	24,954	26,451	26,297	28,360
应付和预收款项	3,957	4,698	4,888	4,947	5,190
长期借款	18,975	18,768	18,768	18,768	18,768
其他负债	59,942	52,592	54,059	55,017	55,257
负债合计	102,982	101,012	104,166	105,030	107,575
股本	4,320	4,320	4,320	4,320	4,320
资本公积	27,682	27,695	27,708	27,708	27,708
留存收益	19,704	26,078	34,178	47,330	62,099
归母公司股东权益	51,699	59,540	67,252	80,404	95,173
少数股东权益	10,339	12,422	13,477	14,789	15,881
股东权益合计	62,037	71,962	80,729	95,193	111,054
负债和股东权益	165,019	172,975	184,895	200,223	218,630

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	15,454	15,542	12,374	17,171	18,251
投资性现金流	-7,372	-10,659	-9,169	-11,986	-9,073
融资性现金流	-2,097	-8,606	-917	-154	2,063
现金增加额	8,653	-2,927	2,011	5,031	11,241

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	172,991	186,269	209,867	212,762	221,444
营业成本	156,926	168,158	184,211	186,261	192,142
营业税金及附加	1,235	3,084	3,148	2,745	3,282
销售费用	97	155	420	213	221
管理费用	1,791	2,387	2,099	2,128	2,214
财务费用	1,808	3,004	-58	-74	-86
资产减值损失	-65	-141	-23	-22	-12
投资收益	726	2,483	27	128	310
公允价值变动	-1,611	1,681	0	0	0
营业利润	9,889	13,288	19,587	21,382	24,125
其他非经营损益	-85	-80	0	0	0
利润总额	9,804	13,208	19,587	21,382	24,125
所得税	2,613	4,677	6,855	6,918	8,264
净利润	7,192	8,531	12,731	14,464	15,861
少数股东损益	1,125	281	1,055	1,312	1,092
归母股东净利润	6,067	8,250	11,677	13,152	14,769

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	9.29%	9.72%	12.22%	12.46%	13.23%
销售净利率	3.51%	4.43%	5.56%	6.18%	6.67%
销售收入增长率	-0.50%	7.68%	12.67%	1.38%	4.08%
EBIT 增长率	-4.35%	-3.83%	61.05%	9.11%	12.81%
净利润增长率	18.82%	35.98%	41.54%	12.64%	12.29%
ROE	11.74%	13.86%	17.36%	16.36%	15.52%
ROA	3.68%	4.77%	6.32%	6.57%	6.76%
ROIC	8.38%	6.44%	9.36%	9.61%	9.41%
EPS (X)	0.28	0.38	0.54	0.61	0.68
PE (X)	16.25	13.68	14.80	13.14	11.70
PB (X)	1.90	1.89	2.57	2.15	1.82
PS (X)	0.57	0.60	0.82	0.81	0.78
EV/EBITDA (X)	6.65	8.75	8.32	7.51	6.76

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。