

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.21
总股本/流通股本(亿股)	10.73 / 7.52
总市值/流通市值(亿元)	88 / 62
52周内最高/最低价	12.21 / 6.79
资产负债率(%)	58.8%
市盈率	15.20
第一大股东	湖南水口山有色金属集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

株冶集团(600961)

重申株冶集团的投资价值

● 投资要点

五矿集团旗下上市平台。株洲冶炼集团股份有限公司源于 1956 年始建的株洲冶炼厂，是国家“一五”期间建设的重点企业。2000 年开始，企业由工厂制转为公司制、股份制。2023 年株冶集团完成重大资产重组，收购了水口山有色金属有限责任公司 100% 股权。至此公司正式拥有了独立的铅锌矿山资源，并且伴生高品位金银，成为一家集铅锌等有价金属的采选、冶炼、销售为一体的综合性公司，进一步丰富了产业链和产品种类，公司业绩持续好转，2024 年前三季度归母净利润 5.82 亿，同期历史新高。

水口山有限改扩建完成，2025 年产量有望再提升。《水口山铅锌矿开发利用方案》的设计规模为 80 万吨/年，其中，康家湾矿段 70 万吨/年、老鸦窠矿段 10 万吨/年。水口山有限康家湾矿段 70 万吨/年技改工作在 2023 年底完成并于 2024 年上半年投入运营，目前处于稳定爬坡状态中，预计 2025 年开始，公司自产锌、自产铅，自产金银都会出现一定比率的提升。我们估算公司在扩产完成后，矿山年产锌 2 万吨、铅 2 万吨、金 1.9 吨、白银 75 吨左右，矿山盈利占比会进一步提升。

株冶集团的投资价值分析源于以下三点：锌冶炼业务提供业绩弹性；金银矿山业务提供业绩基本盘；五矿集团的强大资源储备提供远期增长空间。

锌冶炼业务提供业绩弹性。2025 年矿端紧缺有望好转，加工费存在提升预期。2025 年新疆火烧云铅锌矿持续爬坡，冶炼配套或存在一定时滞，一定程度上矿山紧张可能存在边际好转。根据我们估算，考虑公司 30 万吨的锌冶炼产能，市场冶炼加工费每提升 1000 元，在锌锭价格保持不变的情况下，将会带来 3 亿左右的毛利提升，给予公司非常充分的业绩弹性。株冶集团冶炼历史悠久，成本管控能力强，位于锌冶炼成本最左端，行业边际改善有望最先受益。

金银矿山业务提供业绩基本盘。公司水口山有限伴生有较高品位的金银矿石，有望在金银价格中枢高位的情况下贡献稳定利润。随着水口山有限矿石产量由 65 万吨提升至 80 万吨，并预计在 2025 年开始满产运行，我们预计公司黄金和白银产量都存在不同程度的提升，黄金大时代下为公司提供充分的业绩保障。

五矿集团的强大资源储备提供远期增长空间。水口山有限注入后，五矿集团内部依然有较多的优质资产，部分存在类同业务。比如黄沙坪矿业、闪星锡业锡矿山等。我们认为五矿集团实力雄厚，背后大量的优质矿山资源为公司提供了长期的增长空间。

盈利预测和财务指标: 我们预计 2024-2026 年, 随着金银价格稳中有升, 锌冶炼费用出现边际好转, 预计株冶集团营业收入为 199.87/206.49/214.54 亿元, YOY 为 2.99%/3.31%/3.90%, 归母净利润为 8.28/9.42/10.29 亿元, YOY 35.43%/13.87%/9.23%, 对应 PE 为 10.64/9.35/8.56, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**

锌冶炼费用继续下跌, 金银价格大幅下跌等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19406	19987	20649	21454
增长率 (%)	-4.91	2.99	3.31	3.90
EBITDA (百万元)	1160.86	1369.34	1521.17	1637.19
归属母公司净利润 (百万元)	611.15	827.71	942.49	1029.49
增长率 (%)	23.99	35.43	13.87	9.23
EPS (元/股)	0.57	0.77	0.88	0.96
市盈率 (P/E)	14.41	10.64	9.35	8.56
市净率 (P/B)	2.42	1.96	1.62	1.36
EV/EBITDA	9.66	7.61	6.32	5.31

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

目录

五矿集团旗下上市平台，收购水口山有限完善资源布局.....	5
业务范围：冶炼为基石，新进铅锌矿山伴生金银	5
五矿集团旗下上市平台	7
注入水口山有限，补齐资源短板	8
株冶集团投资价值分析.....	10
公司铅锌冶炼成本优势明显，行业好转业绩具备弹性	10
贵金属价格强势，水口山有限利润有望提升	12
集团实力雄厚，全力打造有色金属上市平台公司	14
盈利预测与投资建议.....	15
风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司产品介绍.....	5
图表 3: 营业收入结构 (亿元)	6
图表 4: 毛利结构中金银占比开始提升 (亿元)	6
图表 5: 公司股权结构.....	7
图表 6: 水口山有限成为公司盈利重要来源	8
图表 7: 水口山矿山情况.....	8
图表 8: 锌冶炼费用走势 (元/吨)	10
图表 9: 冶炼亏损情况下, 锌产量 24 年不断下滑	11
图表 10: 公司冶炼毛利敏感性分析.....	11
图表 11: 黄金强势上涨后, 在特朗普胜选落地后遭遇较大幅度回调.....	12
图表 12: 目前降息预期后移, 交易盘流出市场	13
图表 13: 长期逻辑下, 黄金具备上行空间	13
图表 14: 公司黄金产量预计 (数据为矿石量以及品位并估算得来)	13
图表 15: 中国五矿 (含下属公司) 与上市公司存在类同业务的主体.....	14

五矿集团旗下上市平台，收购水口山有限完善资源布局

株洲冶炼集团股份有限公司源于 1956 年始建的株洲冶炼厂，是国家“一五”期间建设的重点企业。2000 年开始，企业由工厂制转为公司制、股份制。2004 年公司在上海证券交易所上市，股票代码 600961。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 年株冶集团完成重大资产重组，收购了水口山有色金属有限责任公司 100% 股权。至此公司正式拥有了独立的铅锌矿山资源，并且伴生高品位金银，成为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，进一步丰富了产业链和产品种类，公司业绩持续好转，2024 年前三季度归母净利润 5.82 亿，同期历史新高。

图表1：公司发展历程

时间	大事件
1956 年	株洲冶炼厂成立
2000 年	企业由工厂制转为公司制、股份制
2004 年	公司在上海证券交易所上市，股票代码 600961
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，成为最终控制人
2023 年	重大资产重组，收购水口山有色金属有限责任公司 100% 股权
2024 年	矿山业绩贡献不断提升，业绩创同期历史新高

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

业务范围：冶炼为基石，新进铅锌矿山伴生金银

株冶集团主要生产铅锌及其合金，综合回收金银、铟等稀贵金属和硫酸。

图表2：公司产品介绍

产品名称	主要用途
锌锭	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、玩具等锌铸件行业。
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，白银	贵金属
铟锭	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。

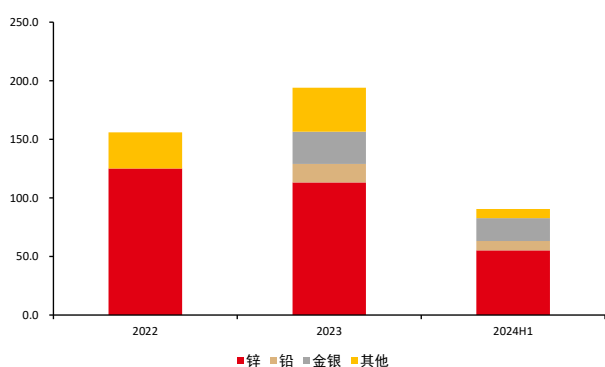
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司产能布局情况如下：

冶炼端：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、470 吨白银**的生产能力。同时综合回收硫酸 60 万吨、**铟 60 吨**。公司“火炬”牌锌锭在伦敦金属交易所和上海期货交易所认证注册。

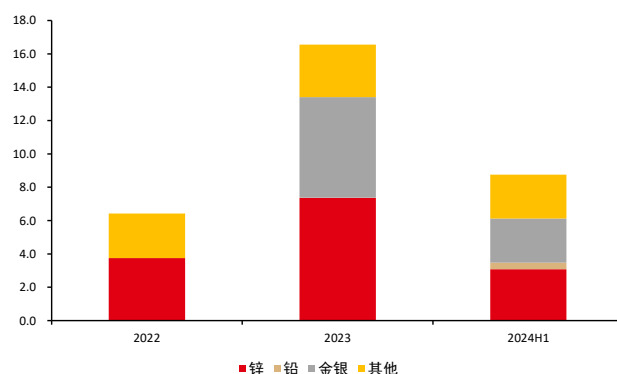
矿山端：公司拥有水口山铅锌矿采矿权和柏坊铜矿采矿权，下设矿山 3 座，选矿厂 1 家，形成 80 万吨/年原矿采选能力。根据公司采选产能以及矿山品位，**我们估算公司在扩产完成后，矿山年产锌 2 万吨、铅 2 万吨、金 1.9 吨、白银 75 吨左右。**

图表3：营业收入结构（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：毛利结构中金银占比开始提升（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

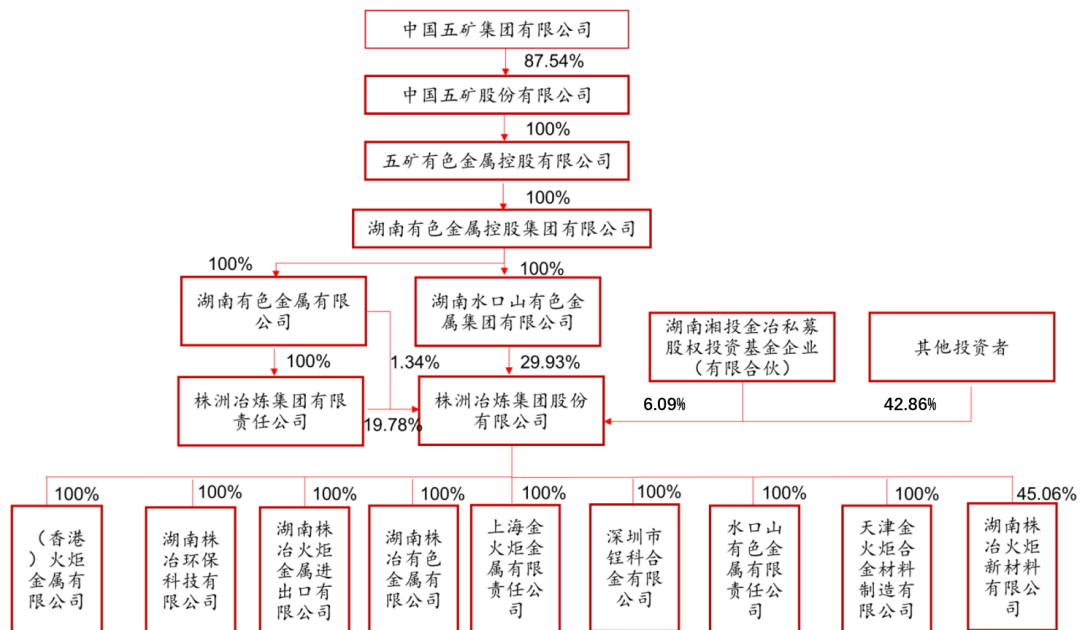
公司的营业收入结构中，锌冶炼占比最高，金银次之。从毛利结构来看，金银占比在水口山有限注入公司后明显提升：2023 年金银毛利占比达到了 36%，2024 年 H1，由于公司阶段性选矿品位的变化，使得黄金成本阶段性提升，导致了金银毛利占比略有下降。

未来随着公司矿山采选矿产爬坡完成，预计金银毛利占比或进一步提升，未来对公司的估值或将参考贵金属行业。

五矿集团旗下上市平台

五矿集团旗下上市平台。五矿集团为公司实控人。2009年，中国五矿与湖南省国资委、中国五矿股份有限公司签署《注资与股份发行协议》，五矿集团成为株冶集团的间接股东和实控人；2023年公司发行股份购买资产后，五矿集团持有份额进一步增加，截止2024年9月30日，通过湖南有色金属间接持有公司共计51.05%股权。

图表5：公司股权结构

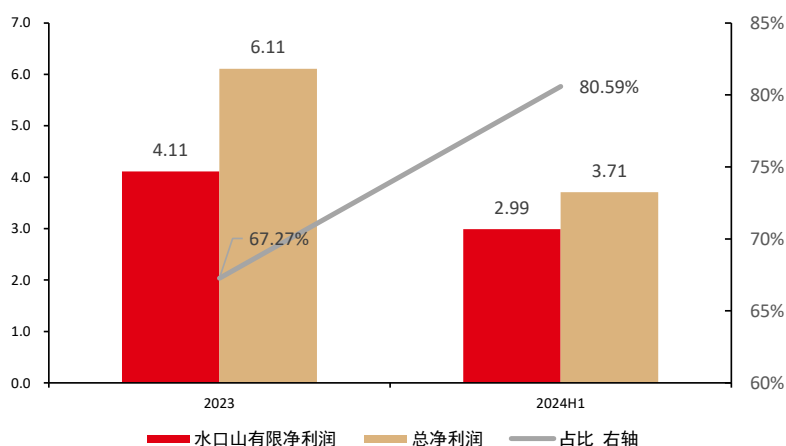


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

注入水口山有限，补齐资源短板

公司自成立起以冶炼作为主业，2023 年公司完成了重大资产重组，购入水口山有限公司 100% 股权，获得了宝贵的铅锌矿山资源，同时伴生高位品金银，成为公司盈利重要来源。2023 年，水口山有限净利润为 4.11 亿元，占到公司归母净利润 6.11 亿元的 67%，2024H1，水口山有限净利润为 2.99 亿元，占比达到 80% 以上，公司逐步过渡为以矿山为主要盈利来源的一体化有色金属供应商。

图表6：水口山有限成为公司盈利重要来源



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2022 年公司拟通过发行股份方式收购水口山集团持有的水口山有限 100% 股权，交易作价 33.16 亿元，并于 2023 年年初完成收购，拥有水口山铅锌矿、柏坊铜矿 2 项采矿权和 3 项探矿权。截至 2023 年末，主力康家湾矿区拥有矿石储量 518.4 万吨，且伴生黄金品位高达 3.22g/t，白银品位为 105.41g/t，具有较好的经济价值。

图表7：水口山矿山情况

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
水口山铅锌矿采矿权-康家湾矿区	铅、锌、金、银（共伴生）	1219.5 万吨	518.4 万吨	铅 3.58%、锌 3.64%、金 3.22g/t、银 105.41g/t	58.9 万吨	14.5 年	2021 年 2 月 13 日至 2029 年 2 月 13 日
水口山铅锌矿采矿权-铅锌矿矿区	金	109.5 万吨	62.6 万吨	3.07g/t	10 万吨	9.4 年	2021 年 2 月 13 日至 2029 年 2 月 13 日
柏坊铜矿采矿权-柏坊铜矿区	铜	41.5 万吨	20.8 万吨	2.04%	4.4 万吨	/	2023 年 5 月 15 日至 2028 年 5 月 15 日

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

水口山有限改扩建完成，2025 年产量有望再提升。《水口山铅锌矿开发利用方案》的设计规模为 80 万吨/年，其中，康家湾矿段 70 万吨/年、老鸦巢矿段 10 万吨/年。水口山有限康家湾矿段 70 万吨/年技改工作在 2023 年底完成并于 2024 年上半年投入运营，目前处于稳定爬坡状态中，预计 2025 年开始，公司自产锌、自产铅，自产金银都会出现一定比率的提升。我们估算公司在扩产完成后，矿山年产锌 2 万吨、铅 2 万吨、金 1.9 吨、白银 75 吨左右，矿山盈利占比会进一步提升。

株冶集团投资价值分析

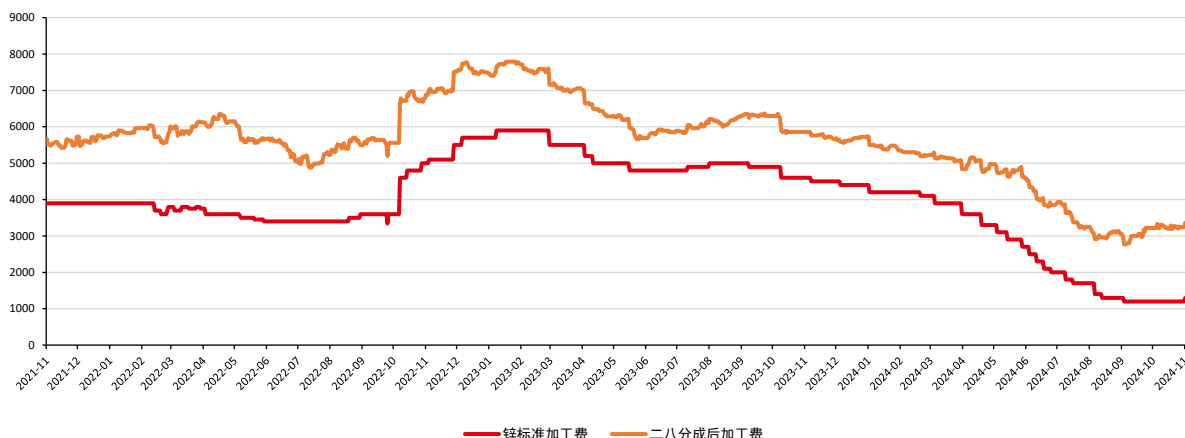
如果用三句话来概括株冶集团的投资价值，我们认为是如下：

锌冶炼业务提供业绩弹性；金银矿业业务提供业绩基本盘；五矿集团的强大资源储备提供远期增长空间。

公司铅锌冶炼成本优势明显，行业好转业绩具备弹性

锌冶炼费用持续下行，但拐点或出现。2024 年以来，锌冶炼费用持续下行，南方锌加工费均价由 24 年初的 4200 元下跌至 1300 元（10 月曾经下跌至 1200 元，目前有所回调）。再考虑了锌价的分成情况下，我们推算目前中国南方锌冶炼行业的加工费在 3300 元-3400 元之间，北方或在 3700 元左右。因此在目前的加工费情况下，中国绝大多数的冶炼厂商已经处于亏损状态。

图表8：锌冶炼费用走势（元/吨）

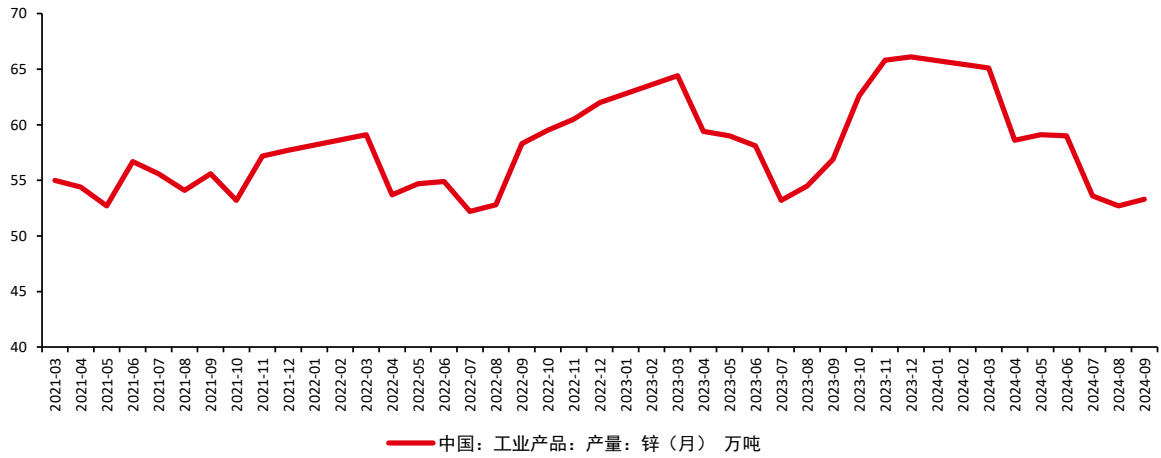


资料来源：钢联，中邮证券研究所

2025 年矿端紧缺有望好转，加工费存在提升预期。2025 年新疆火烧云铅锌矿持续爬坡，冶炼配套或存在一定时滞，一定程度上矿山紧张可能存在边际好转。

根据我们估算，考虑公司 30 万吨的锌冶炼产能，市场冶炼加工费每提升 1000 元，在锌锭价格保持不变的情况下，将会带来 3 亿左右的毛利提升，给予公司非常充分的业绩弹性。

株冶集团冶炼历史悠久，成本管控能力强，位于锌冶炼成本最左端，行业边际改善有望最先受益。公司采用国内外主流锌冶炼技术并通过工艺不断优化和技术持续创新，确保了生产系统的高效运行。30 万吨锌冶炼融合了锌冶炼先进技术与湿法炼锌常规工艺的优势，采用 152m2 沸腾焙烧炉高效处理锌精矿并搭配处理高铅锌精矿、单系列 30 万吨浸出系统与硫酸锌溶液砷盐深度净化、业内最大挥发窑处理浸出渣、钼直接萃取提钼等关键技术，并通过数字化大脑多场景应用系统的建设实现了数字驱动智慧运营，锌加工成本、银锌回收率等关键经济技术指标处于行业领先。因此，一旦加工费好转，公司冶炼业务最先受益，提供充分业绩弹性。

图表9：冶炼亏损情况下，锌产量24年不断下滑


资料来源：钢联，中邮证券研究所

图表10：公司冶炼毛利敏感性分析

冶炼毛利（亿元）		基准加工费（元/吨）										
		1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
锌价（元/吨）	18000	-5.4	-3.9	-2.4	-0.9	0.6	2.1	3.6	5.1	6.6	8.1	9.6
	19000	-4.8	-3.3	-1.8	-0.3	1.2	2.7	4.2	5.7	7.2	8.7	10.2
	20000	-4.2	-2.7	-1.2	0.3	1.8	3.3	4.8	6.3	7.8	9.3	10.8
	21000	-3.6	-2.1	-0.6	0.9	2.4	3.9	5.4	6.9	8.4	9.9	11.4
	22000	-3.0	-1.5	0.0	1.5	3.0	4.5	6.0	7.5	9.0	10.5	12.0
	23000	-2.4	-0.9	0.6	2.1	3.6	5.1	6.6	8.1	9.6	11.1	12.6
	24000	-1.8	-0.3	1.2	2.7	4.2	5.7	7.2	8.7	10.2	11.7	13.2
	25000	-1.2	0.3	1.8	3.3	4.8	6.3	7.8	9.3	10.8	12.3	13.8
	26000	-0.6	0.9	2.4	3.9	5.4	6.9	8.4	9.9	11.4	12.9	14.4
	27000	0.0	1.5	3.0	4.5	6.0	7.5	9.0	10.5	12.0	13.5	15.0
28000	0.6	2.1	3.6	5.1	6.6	8.1	9.6	11.1	12.6	14.1	15.6	

资料来源：钢联，中邮证券研究所

贵金属价格强势，水口山有限利润有望提升

黄金大时代来临，上行趋势远未结束。2024 年黄金虽然已经取得较大的涨幅，同时在特朗普确认胜选之后的强美元压制下出现了一定的回调，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是信用造就的资产配置结构变化，随着美国“以邻为壑”关税政策的实施，美元和美债在大类资产配置中将会被黄金逐步替代，黄金的上涨趋势不会结束。详细行业观点见我们之前发布的《贵金属八问八答：黄金牛市或还将继续》。

金价在特朗普基本确认胜选美国总统后开始回落，主要受到短期 4 个因素的影响：

- 1、近一个月左右的特朗普交易落地，多头开始止盈。
- 2、强美元指数，市场担忧美国减税以及高关税的政策使得投资回流美国，同时美国对于进口的抑制预期使得美元走强，金银示弱。
- 3、俄乌冲突结束预期增强，黄金避险属性走弱。
- 4、通胀走强预期，降息节奏放缓（2 年美债利率继续走高），对于黄金交易盘产生压制。

图表11：黄金强势上涨后，在特朗普胜选落地后遭遇较大幅度回调



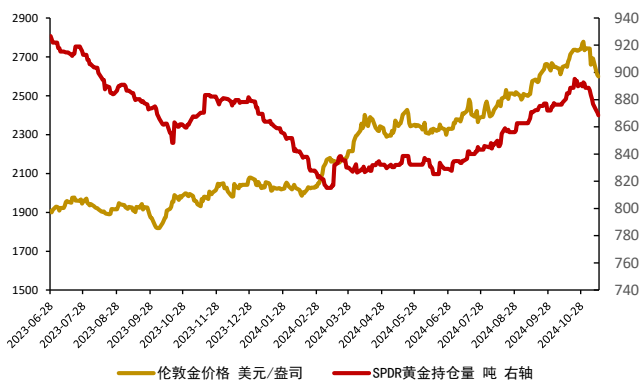
资料来源：IFIND，中邮证券研究所

以上 4 个因素的确在短期内对黄金具有一定的利空，但从长期角度来看，特朗普胜选的本质无疑是更利好黄金的：

- 1、以邻为壑，削弱美债信用。美元的部分意义由全球化赋予，未来美债的买盘可能进一步减少，“美债废纸化”逻辑长期来看强化。
- 2、赤字率上行。长期角度，赤字率和黄金价格强相关，减税作为最极致的财政政策预计会使得美国财政进一步恶化，长期利好黄金。
- 3、若俄乌冲突结束，美债废纸化逻辑预计再强化。详细对比 1979 年伊朗去西方化，伊斯兰革命后的黄金表现。无需担心战争结束对黄金的利空，即使有，也是一次快速定价的小利空。

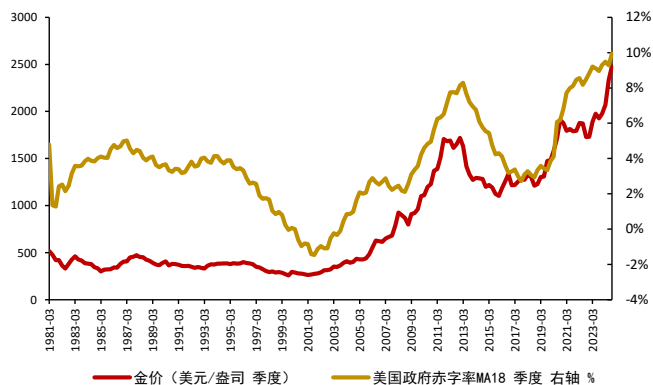
总结：黄金的总体配置策略还是看多，不能排除短期市场情绪下的剧烈调整，静待市场情绪发酵后跌出“黄金坑”后逢低买入，黄金长期中枢上移的局面很难改变。

图表12: 目前降息预期后移, 交易盘流出市场



资料来源: IFIND, 中邮证券研究所

图表13: 长期逻辑下, 黄金具备上行空间

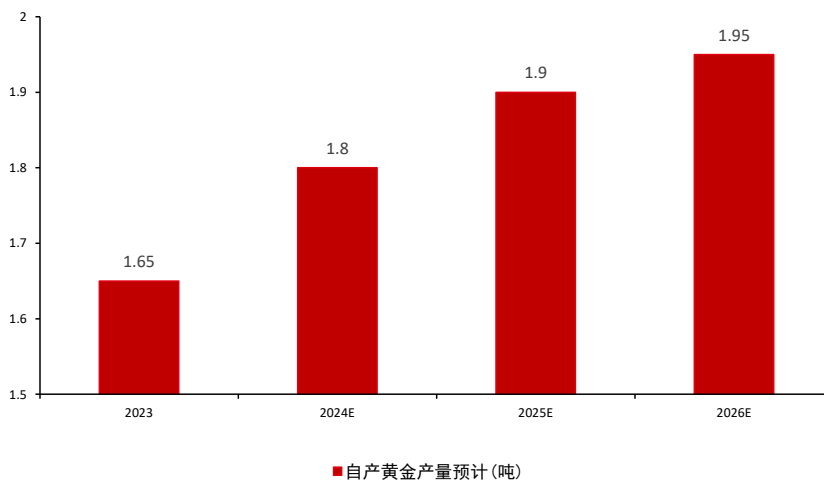


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

公司水口山有限伴生有较高品位的金银矿石, 有望在金银价格中枢高位的情况下贡献稳定利润。

随着水口山有限产能由 65 万吨提升至 80 万吨, 并预计在 2025 年开始满产运行, 我们预计公司黄金和白银产量都存在不同程度的提升, 黄金大时代下为公司提供充分的业绩保障。

图表14: 公司黄金产量预计 (数据为矿石量以及品位并估算得来)



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

集团实力雄厚，全力打造有色金属上市平台公司

中国五矿集团有限公司（简称中国五矿）成立于1950年，是以金属矿产为核心主业、由中央直接管理的国有重要骨干企业，国有资本投资公司试点企业。

在金属矿产领域，公司金属矿产资源储量丰富，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。公司经营的金属品种覆盖我国战略性矿种目录的70%以上，钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列，铜、锌、铅、锑等资源量位列全球第一梯队。

图表15：中国五矿（含下属公司）与上市公司存在类同业务的主体

业务类型	同类产品/业务	公司名称	同类业务情况介绍
采选业务	铅精矿、锌精矿	中国中冶	从事境外铅锌矿的采选业务
	铅精矿、锌精矿、铜精矿	五矿资源	从事境外铅锌矿、铜矿的采选业务
	铅精矿、锌精矿	黄沙坪矿业	从事境内铅锌矿的采选业务
冶炼业务	铅锭	金信铝业	从事精铅冶炼业务，主要产品为铅锭
	黄金	闪星锑业-锡矿山	从事锑精矿的采选冶业务，其冶炼环节原材料锑精矿中含金，在冶炼过程中对中间产品实施综合回收，产出副产品黄金
	黄金、白银	五矿有色	作为中国五矿有色金属贸易业务平台，开展有色金属贸易业务
贸易业务	有色金属贸易	五矿有色	作为中国五矿有色金属贸易业务平台，开展有色金属贸易业务
	有色金属贸易	湖南有色国贸	贸易业务中包含少量有色金属

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

如上表，水口山有限注入后，五矿集团内部依然有较多的优质资产，部分存在类同业务。

黄沙坪矿业：水口山有限业务类似，都存在铅锌矿石的采选业务，且均位于湖南省，地理位置相近，为避免双方可能存在的潜在同业竞争问题，黄沙坪矿业的控股股东湖南有色集团已与上市公司签署《黄沙坪矿业之股权托管协议》，将黄沙坪矿业100.00%股权委托上市公司管理。此项托管达成后，将有利于避免黄沙坪矿业与水口山有限可能存在的潜在业务竞争问题。

闪星锑业锡矿山：存在部分黄金冶炼业务的类同。

金信铝业：同属铅冶炼，构成同业竞争，但盈利情况不乐观。

我们认为五矿集团实力雄厚，背后大量的优质矿山资源为公司提供了长期的增长空间。

盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年，随着金银价格稳中有升，锌冶炼费用出现边际好转，预计株冶集团营业收入为 199.87/206.49/214.54 亿元，YOY 为 2.99%/3.31%/3.90%，归母净利润为 8.28/9.42/10.29 亿元，YOY 35.43%/13.87%/9.23%，对应 PE 为 10.64/9.35/8.56，维持“买入”评级。

风险提示

锌冶炼费用继续下跌，金银价格大幅下跌等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	19406	19987	20649	21454	营业收入	-4.9%	3.0%	3.3%	3.9%
营业成本	17750	18197	18707	19390	营业利润	14.7%	32.7%	13.9%	9.2%
税金及附加	109	104	107	112	归属于母公司净利润	24.0%	35.4%	13.9%	9.2%
销售费用	27	20	21	21	获利能力				
管理费用	531	500	516	536	毛利率	8.5%	9.0%	9.4%	9.6%
研发费用	158	160	165	172	净利率	3.1%	4.1%	4.6%	4.8%
财务费用	105	48	37	24	ROE	16.8%	18.5%	17.4%	15.9%
资产减值损失	-4	-8	-8	-8	ROIC	11.1%	12.4%	12.5%	12.1%
营业利润	755	1002	1141	1247	偿债能力				
营业外收入	4	10	10	10	资产负债率	58.8%	53.6%	48.7%	44.4%
营业外支出	2	8	8	8	流动比率	0.99	1.17	1.36	1.59
利润总额	757	1004	1143	1249	营运能力				
所得税	122	151	171	187	应收账款周转率	91.53	96.73	91.47	91.72
净利润	635	853	972	1061	存货周转率	8.59	8.12	8.11	8.14
归母净利润	611	828	942	1029	总资产周转率	2.15	2.09	1.97	1.87
每股收益(元)	0.57	0.77	0.88	0.96	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.57	0.77	0.88	0.96
货币资金	600	1136	1808	2582	每股净资产	3.39	4.18	5.06	6.02
交易性金融资产	0	2	4	6	估值比率				
应收票据及应收账款	486	555	574	596	PE	14.41	10.64	9.35	8.56
预付款项	173	182	187	194	PB	2.42	1.96	1.62	1.36
存货	2210	2275	2338	2424	现金流量表				
流动资产合计	3835	4550	5337	6256	净利润	635	853	972	1061
固定资产	3931	4135	4315	4469	折旧和摊销	289	317	341	364
在建工程	590	561	533	506	营运资本变动	-368	88	-6	-16
无形资产	676	676	676	676	其他	135	58	54	51
非流动资产合计	5279	5452	5603	5731	经营活动现金流净额	690	1316	1361	1461
资产总计	9114	10001	10940	11987	资本开支	-329	-492	-494	-494
短期借款	1699	1599	1499	1399	其他	-453	0	0	0
应付票据及应付账款	896	960	987	1023	投资活动现金流净额	-782	-492	-494	-494
其他流动负债	1276	1343	1428	1523	股权融资	1158	0	0	0
流动负债合计	3871	3902	3914	3945	债务融资	-898	-268	-141	-141
其他	1486	1463	1418	1373	其他	-92	-20	-54	-51
非流动负债合计	1486	1463	1418	1373	筹资活动现金流净额	168	-288	-195	-192
负债合计	5357	5366	5333	5318	现金及现金等价物净增加额	81	535	672	775
股本	1073	1073	1073	1073					
资本公积金	3072	3072	3072	3072					
未分配利润	-2122	-1418	-617	258					
少数股东权益	125	151	180	212					
其他	1609	1758	1900	2054					
所有者权益合计	3757	4636	5608	6669					
负债和所有者权益总计	9114	10001	10940	11987					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048