

# 金岭矿业 (000655)

证券研究报告  
2020年04月12日

## 国内传统铁矿标的 或将受益矿价上行

### 公司自有矿山 铁精粉及球团为公司主要营收来源

公司目前采用自产加外购铁矿石的生产模式来保证正常生产。自产铁矿石资源主要来自五大矿区，分别为本部的铁山矿、侯庄矿、召口矿、全资子公司金钢矿业的桥普卡矿和参股公司金鼎矿业的王旺庄矿。目前本部铁山矿探明储量已开采完毕闭坑；侯庄矿资源面临枯竭，预计将于2020年6月闭坑停产；子公司金钢矿业桥普卡矿2017年采矿权被注销，矿山政策性停产，生产及生活建筑、设备等均已拆除。可以看出公司铁矿石资源在逐年减少，后续仅本部年产85万吨的召口矿和参股公司金鼎矿业王旺庄矿所采铁矿石可供使用。公司整体面临资源枯竭的情况，但后期有望通过矿山资产注入及外采铁矿石保证精粉产量。

### 铁矿石对外依赖严重 作为本土传统铁矿标的，有望受益矿价上行

中国铁矿石原矿储量200亿吨，占全球总储量的11.76%，全球排名第四位，属于铁矿石资源大国。虽然我国铁矿石资源较为丰富，但贫矿多、富矿少，平均品位低于世界平均水平，2019年我国铁矿石平均品位仅为34.50%，较世界平均水平低13个百分点。中国铁矿石产量（富铁矿）产量为1.46亿吨，占全球总产量的6.54%，但表观需求量为12.34亿吨，对外依存度达到83%。而年初爆发的新冠疫情，目前海外疫情仍在不断扩散，后期或将对主要铁矿供给国产生影响。公司作为本土传统铁矿标的，有望受益矿价上行。

### 投资建议

结合公司历史PB走势，我们给予公司2020年1.10X的合理估值，对应市值为39.75亿，按照当前股本进行测算，对应目标价为6.68元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**海外疫情受控导致供给端未出现大面积收缩，需求收缩导致矿价下行，疫情导致公司开采成本及运输成本上升，公司矿山资源开采发生不可预期偏差及自身经营风险等。

### 投资评级

行业	采掘/其他采掘
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.33元
目标价格	6.68元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	595.34
流通A股股本(百万股)	595.34
A股总市值(百万元)	3,173.16
流通A股市值(百万元)	3,173.16
每股净资产(元)	4.33
资产负债率(%)	10.32
一年内最高/最低(元)	7.49/4.48

### 作者

**马金龙** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519030001  
majinlong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,041.28	1,335.92	1,429.43	1,433.72	1,446.05
增长率(%)	(0.24)	28.30	7.00	0.30	0.86
EBITDA(百万元)	167.50	261.24	282.47	275.13	282.42
净利润(百万元)	100.48	179.63	192.98	197.52	201.31
增长率(%)	(131.77)	78.78	7.44	2.35	1.92
EPS(元/股)	0.17	0.30	0.32	0.33	0.34
市盈率(P/E)	33.00	18.46	17.18	16.79	16.47
市净率(P/B)	1.38	1.29	0.92	0.87	0.83
市销率(P/S)	3.18	2.48	2.32	2.31	2.29
EV/EBITDA	8.33	8.80	8.54	5.92	5.29

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

<b>1. 公司简介</b>	<b>4</b>
1.1. 公司发展历程及股权结构	4
1.2. 公司主要控股参股公司及矿区情况	5
<b>2. 公司主要经营情况</b>	<b>5</b>
2.1. 产品以铁精粉、球团矿为主	5
2.2. 营业收入主要源于山东省内 关联交易占比高	7
2.3. 财务指标	7
2.3.1. 收入端：2019 年铁精粉量价齐升 利好收入增长	7
2.3.2. 成本端：公司铁矿资源逐年减少或将提升成本	8
2.3.3. 公司 2018 年扭亏为盈 2019 年业绩实现大幅上涨	9
<b>3. 行业情况</b>	<b>9</b>
3.1. 供给端：四大矿山垄断地位高 铁矿石定价话语权强	9
3.1.1. 澳大利亚、巴西铁矿石储量及产量在全球具有绝对优势	9
3.1.2. 四大矿山资源优质产量高 具有较高的垄断地位	10
3.1.3. 中国铁矿石储量丰富但品位较低 对外依存度高	11
3.2. 需求端：废钢供给增长有限 钢厂沿海布局增加进口矿需求	13
3.2.1. 国内铁矿石需求政策边际稳定向下 新兴市场需求提升支撑矿价	13
3.2.2. 国内自给废钢增长有限 环保政策放松削弱废钢替代作用	14
3.2.3. 产能由北向南置换 钢厂沿海布局或增加进口矿需求	15
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图	4
图 3：公司分产品产量（单位：万吨）	6
图 4：公司分产品营收占比	6
图 5：公司分产品毛利率	6
图 6：公司分地区营收（单位：亿元）	7
图 7：公司山东省内营收占比及关联交易情况	7
图 8：营业收入及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 9：铁矿石价格（单位：美元/吨）	8
图 10：公司营业成本及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 11：公司主要产品吨钢成本（单位：元/吨）	8
图 12：公司三费及费率（单位：亿元，%）	9
图 13：公司资产负债率	9
图 14：公司销售净利率与毛利率	9

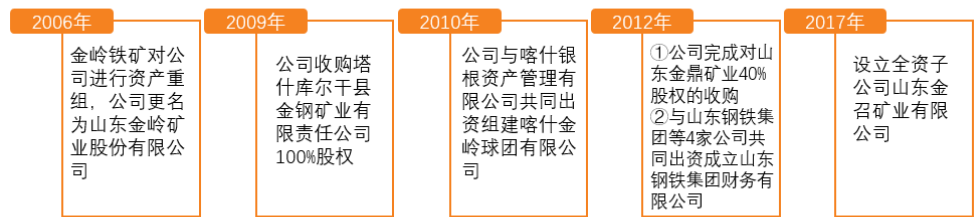
图 15: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元) .....	9
图 16: 全球铁矿石储量及平均品味 (单位: 亿吨, %) .....	10
图 17: 全球铁矿石产量及同比增速 (单位: 亿吨, %) .....	10
图 18: 2019 年世界各国铁矿石储量及占比 (单位: 亿吨, %) .....	10
图 19: 2018 年世界各国铁矿石产量及占比 (单位: 亿吨, %) .....	10
图 20: 2018 年四大矿山铁矿石储量及品位 (单位: 亿吨, %) .....	11
图 21: 四大矿山铁矿石产量情况 (单位: 亿吨, %) .....	11
图 22: 2019 年世界各国铁矿石储量占比 .....	11
图 23: 2019 年世界各国铁矿石平均品位 .....	11
图 24: 中国铁矿石原矿产量及同比增速 (单位: 亿吨, %) .....	11
图 25: 中国铁矿石进口量及对外依存度 (单位: 万吨, %) .....	11
图 26: 2019 年我国铁矿石进口数量及占比 (单位: 万吨, %) .....	12
图 27: 2019 年我国主要铁矿石生产企业铁矿石产量 (单位: 万吨) .....	12
图 28: 主要铁矿石生产企业产量合计及占比 (单位: 万吨) .....	12
图 29: Mysteel2017 年全球矿山成本曲线模型 (折 62%CFR) .....	13
图 30: 中国重点冶金矿山铁精矿完全成本 (单位: 美元/吨) .....	13
图 31: 全球铁矿石价格与 GDP 同比增速 (单位: 美元/吨, %) .....	13
图 32: 全球粗钢、生铁产量与铁矿石价格 (单位: 亿吨, 美元/吨) .....	13
图 33: 中国粗钢产量及全球占比 (单位: 亿吨, %) .....	14
图 34: 螺纹钢与铁矿石价格走势 (单位: 元/吨) .....	14
图 35: 新兴经济体各国家粗钢产量 (单位: 万吨) .....	14
图 36: 东南亚 5 国合计粗钢产量及全球占比 (单位: 万吨, %) .....	14
图 37: 中国废钢产量 (单位: 万吨) .....	15
图 38: 中国废钢进出口量 (单位: 万吨) .....	15
图 39: 转炉、电炉利用系数 .....	15
图 40: 转炉废钢料消耗 (单位: 千克/吨) .....	15
图 41: 公司历史 PB 走势 .....	18
表 1: 公司主要控股参股公司情况 .....	5
表 2: 公司五大矿区基本情况 .....	5
表 3: 我国主要进口铁矿石国家 .....	12
表 4: 由北向南产能转入统计表 (单位: 万吨) .....	15
表 5: 沿海地区新建产能布局 (单位: 万吨) .....	16
表 6: 公司主营业务预测 (单位: 亿元; %) .....	16
表 7: 同行业公司 PB (LF) .....	17

## 1. 公司简介

### 1.1. 公司发展历程及股权结构

山东省金岭铁矿有限公司（以下简称“金岭铁矿”）始建于1948年，前身为山东省矿务局金岭镇铁矿，1951年改名为“华东工业部金岭铁矿”，1991年5月22日正式更名为“山东金岭铁矿”。公司原名山东淄博华光陶瓷股份有限公司，2006年11月，金岭铁矿完成对公司的资产重组，公司全部资产及1.63亿元以外的负债全部置出，金岭铁矿以铁山辛庄矿区、侯庄矿区、选矿厂等同等价值的优质资产注入公司，公司名称变更为“山东金岭矿业股份有限公司”。

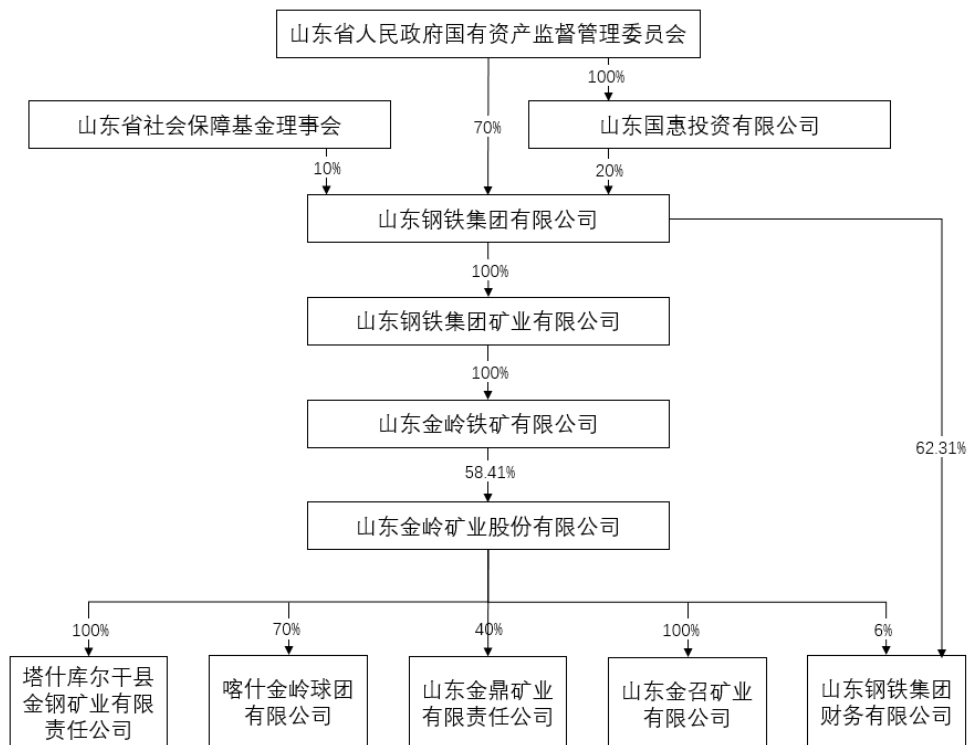
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司于2006年在深交所上市。截至2020年3月27日，公司总股本5.95亿股，第一大股东为金岭铁矿，持有公司股票数量3.48亿股，持股比例为58.41%，公司实际控制人为山东省国资委。

图 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，公司2019年年报，天风证券研究所

## 1.2. 公司主要控股参股公司及矿区情况

公司主要控股及参股公司包括塔什库尔干县金钢矿业有限责任公司（以下简称“金钢矿业”）、山东金召矿业有限公司（以下简称“金召矿业”）、喀什金岭球团有限公司（以下简称“金岭球团”）、山东金鼎矿业有限责任公司（以下简称“金鼎矿业”）和山东钢铁财务有限公司（以下简称“山钢财务”）5家。其中，全资子公司金召矿业以铁矿石开采、销售等为主，控股公司金岭球团以生产、销售球团为主，金鼎矿业所采铁矿石部分供公司使用，公司参股山钢财务则有利于拓展融资渠道，降低资金成本。

表 1：公司主要控股参股公司情况

公司名称	经营范围	持股比例	2019 年营业收入(亿元)	2019 年净利润(亿元)
塔什库尔干县金钢矿业有限责任公司	铁矿石开采、加工、销售，主要产品为铁精粉	100%	0.16	0.15
山东金召矿业有限公司	开采铁矿石；普通货运；铁矿石、铁精粉、铜精粉、钴精粉的生产、销售等	100%	1.92	0.01
喀什金岭球团有限公司	铁精粉、球团矿的生产、销售，原料及产品的运输	70%	1.93	0.04
山东金鼎矿业有限责任公司	铁矿石开采、销售	40%	5.92	1.02
山东钢铁集团财务有限公司	对成员单位办理存款、票据承兑、贴现、贷款、融资租赁，经批准的保险代理业务	6%	3.83	2.64

资料来源：公司 2019 年年报，天风证券研究所

公司目前采用自产加外购铁矿石的生产模式来保证正常生产。自产铁矿石资源主要来自五大矿区，分别为本部的铁山矿、侯庄矿、召口矿、全资子公司金钢矿业的桥普卡矿和参股公司金鼎矿业的王旺庄矿。目前本部铁山矿探明储量已开采完毕闭坑；侯庄矿资源面临枯竭，预计将于 2020 年 6 月闭坑停产；子公司金钢矿业桥普卡矿 2017 年采矿权被注销，矿山政策性停产，生产及生活建筑、设备等均已拆除。可以看出公司铁矿石资源在逐年减少，后续仅本部年产 85 万吨的召口矿和参股公司金鼎矿业王旺庄矿所采铁矿石可供使用，亟须寻找优质资源项目增加资源储备。

表 2：公司五大矿区基本情况

	所属公司	开采方式	实际可采矿量(万吨)	回采率	贫化率	平均品位	实际生产规模(万吨/年)	服务年限	剩余服务年限	备注
铁山辛庄矿	金岭矿业	地下开采	17.91	69.70%	11.90%	49.14%	15	1.36	0	已闭坑停产
侯庄矿	金岭矿业	地下开采	34	85.00%	20.00%	51.11%	17	2.5	0.5	将于 2020 年 6 月闭坑
召口矿	金岭矿业	地下开采	1086.30	86.82%	10%	51.62%	85	14.2	12.2	
桥普卡矿	金钢矿业	露天 95%、坑采 80%	4985.31	露天 95%、坑采 80%	露天 5%、坑采 20%	38.11%	190	34.92	0	2017 年公司采矿权被注销
王旺庄矿	金鼎矿业	地下开采	4611.41	85.80%	18%	51.88%	200	19.8	14.8	

资料来源：铁山辛庄矿区扩界采矿权评估报告（2013 年），侯家庄矿区矿山地质环境保护与土地复垦方案（2019 年 12 月），王旺庄矿区矿山地质环境保护与土地复垦方案（2019 年 11 月），召口矿矿山地质环境保护与土地复垦方案审查结果公示（2019 年 5 月），乔普卡铁矿采矿权评估报告书（2013 年 7 月），天风证券研究所，剩余服务年限为截至 2019 年 12 月 31 日的年限

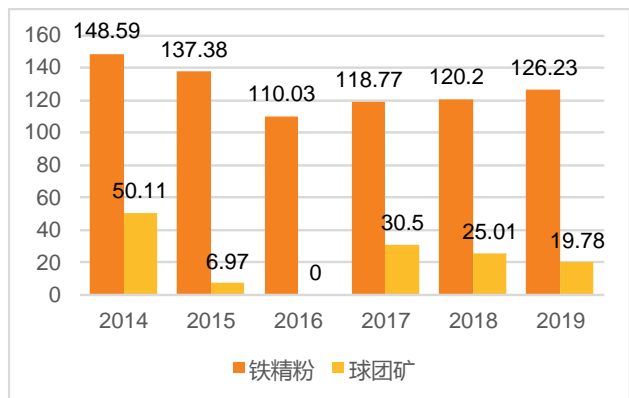
## 2. 公司主要经营情况

### 2.1. 产品以铁精粉、球团矿为主

公司属于黑色金属采选业，产品主要包括铁精粉、铜精粉、钴精粉和球团矿四大类，其中以铁精粉、球团矿生产为主，铜精粉及钴精粉作为伴生矿产量较少。公司铁精粉及球团矿主要供下游各大钢厂及黑色冶炼企业生产用，铁精粉品位基本在 65%以上，球团矿品位位于 63%-64%，品质较为优异，其中铁精粉获得国家同类产品唯一“金质奖章”。2019 年，公司实现铁精粉产量 126.23 万吨、铜精粉 920.86 吨、钴精粉 10.99 吨、球团矿 19.78 万吨，其中铜精粉与钴精粉合计产量仅为 0.09 万吨；上述四种产品分别贡献了 74.14%、3.48%、0.01%和 14.31%的营业收入。

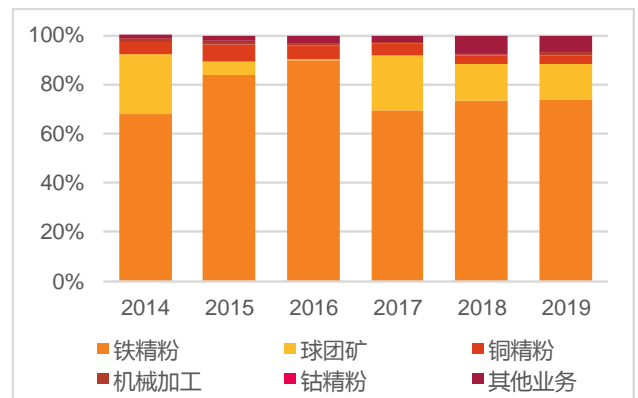
分产品营收来看，铁精粉及球团矿贡献了最多的营业收入，其中球团矿营收波动较大。2016 年，公司球团矿营收仅为 232.03 万元，原因在于公司安排子公司金钢矿业、金岭球团于当年 1 月 1 日期停产检修，随后考虑到南疆地区钢材供求关系失衡，为缓解区域钢材市场的供需矛盾，消化企业库存，子公司金钢矿业、金岭球团全年停产无新增产量，营业收入主要来源于少量库存商品的销售。2018 年，公司球团矿营业收入 15602.34 万元，较 2017 年同期减少 7,857.61 万元，源于 2017 年新疆维吾尔自治区国土资源厅发布《关于自然保护区内有效勘查许可证采矿许可证办理注销登记的公告》，公告要求对自然保护区内的 235 个探矿权和 50 个采矿权矿业权人，立即停止一切勘查开采活动、退出自然保护区，并立即开展地质环境恢复治理工作。上述政策的发布导致许多矿山企业相关开采生产业务停止，短期内新疆市场铁精粉供应紧张影响了金岭球团原材料供应，使得金岭球团 2018 年球团的产销量减少，营业收入同比下滑。

图 3：公司分产品产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

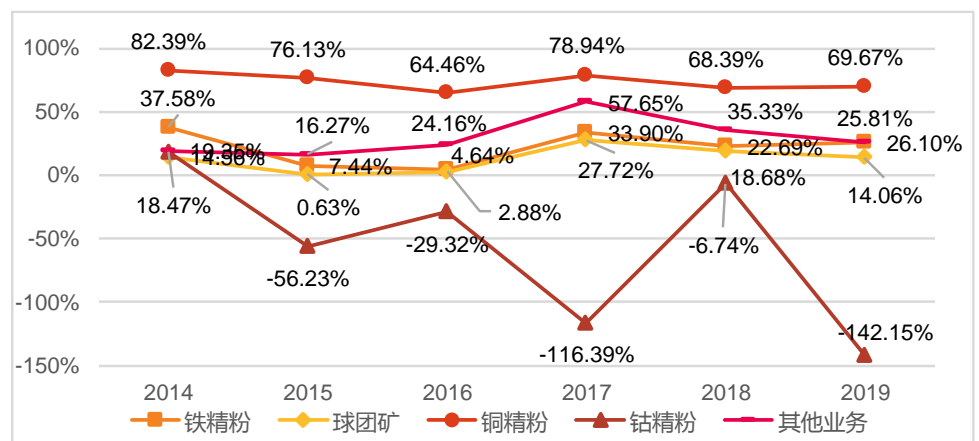
图 4：公司分产品营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

分产品毛利率来看，公司铜精粉毛利率最高，近年来在 70%左右；钴精粉毛利率最低，近年来持续为负且呈波动下降趋势。公司主要产品铁精粉及球团矿毛利率水平较为稳定，2019 年受铁矿石价格上涨影响，公司铁精粉毛利率为 26.10%，较上年增加 3.41 个百分点；球团矿毛利率为 14.06%，较上年减少 4.62 个百分点。

图 5：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

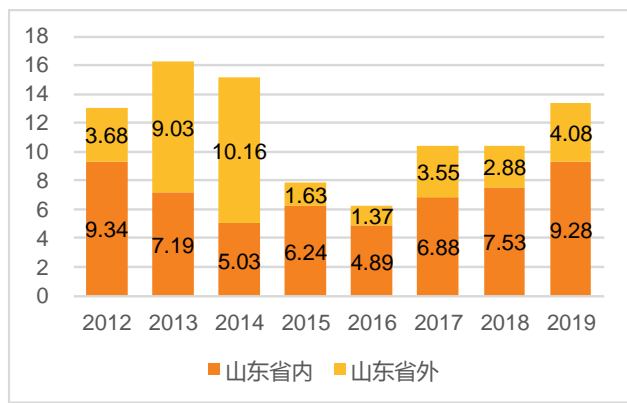
## 2.2. 营业收入主要源于山东省内 关联交易占比高

公司位于山东省淄博市，营业收入也主要来自于山东省内，2019 年山东省内营业收入占公司营收总额的 69.43%。公司关联交易占比较高，关联方均为山东省内企业。

采购方面，公司关联采购方主要为联营企业金鼎矿业，公司持有其 40% 股份。公司与金鼎矿业约定对其铁矿石产出各股东按比例分销，此方式下矿石运输距离短，采购成本低，有利于公司提升效益。

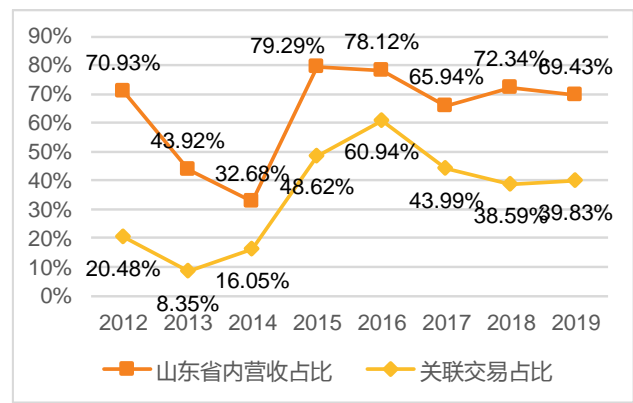
销售方面，2019 年公司出售商品及提供劳务关联交易占公司营业总收入的 39.83%。国内钢铁生产企业铁矿石对外依存度高，虽然公司铁矿石品位较高，但产能受限也仅仅只能满足部分客户需求。公司主要关联销售方包括淄博铁鹰钢铁有限公司、莱芜钢铁集团银山型有限公司和山东钢铁股份有限公司莱芜分公司，2019 年公司向上述三家企业销售铁精粉合计收入为 4.71 亿元，占同类交易金额的 47.60%。公司与关联销售方相对距离较近，具有运输成本优势，同时公司与其具有多年的购销合作关系，合作期间客户均较好的履行了约定义务，导致公司关联销售占比较高。但公司关联购销价格均与其他价格不存在明显差异。

图 6：公司分地区营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司山东省内营收占比及关联交易情况



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

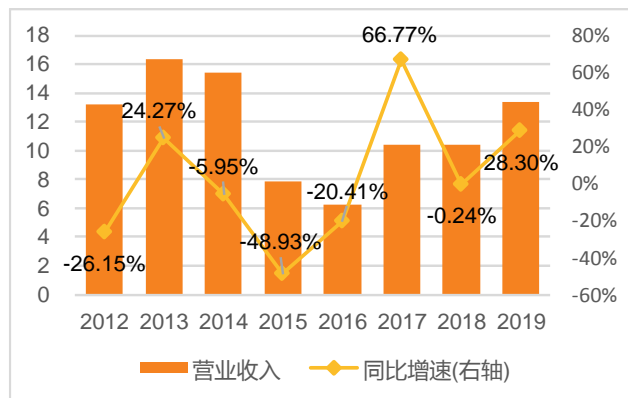
## 2.3. 财务指标

### 2.3.1. 收入端：2019 年铁精粉量价齐升 利好收入增长

从公司历年营业收入走势来看，2016 年，公司子公司金岭球团、金钢矿业全年检修无新增产量，叠加铁精粉产销量下滑，公司当年营业收入大幅下降，同比减少 20.41%。2017 年金岭球团复产，公司铁精粉产销同比上升，实现营业收入 10.44 亿元，同比增长 66.77%。2018 年，受当地环保政策影响，金岭球团原材料供应受阻，公司球团产销量下降导致球团矿营收减少，使得公司当年营业收入同比减少 0.24%。

2019 年，公司铁精粉产销量实现增长，全年生产铁精粉 126.23 万吨，同比增长 5.02%；销售 128.24 万吨，同比增长 6.60%。与此同时，受巴西淡水河谷溃坝事故及澳洲飓风等因素影响，铁矿石价格剧烈波动大幅上涨，2019 年全年铁矿石价格均值为 93.63 美元/吨，同比上涨 34.36%。铁精粉量价齐升使得公司营业收入大幅增加，公司当年实现营业收入 13.36 亿元，同比增长 28.30%。

图 8：营业收入及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：铁矿石价格（单位：美元/吨）

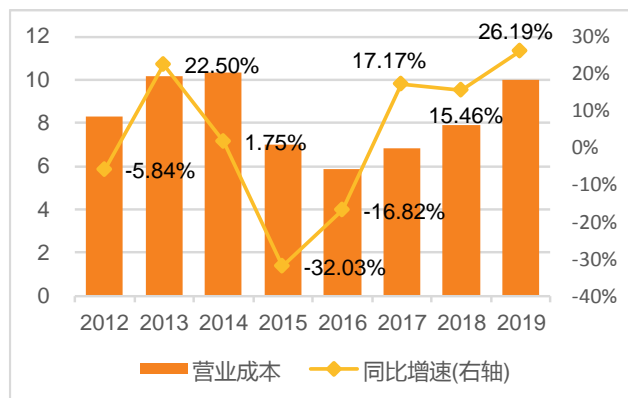


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3.2. 成本端：公司铁矿资源逐年减少或将提升成本

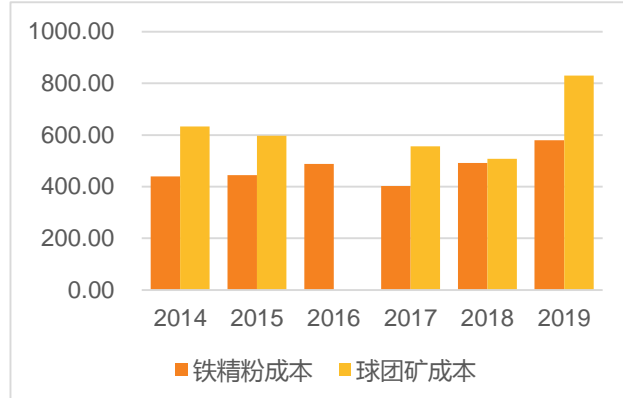
2019 年，公司营业成本为 9.97 亿元，同比增长 26.19%。其中铁精粉、球团矿吨成本分别为 579.80 元/吨、830.54 元/吨，同比增长 17.93%和 63.71%。球团矿吨成本较 2018 年大幅上涨的原因在于 2019 年铁矿石价格大幅上涨抬升球团矿原材料成本。目前，公司本部铁山矿探明矿石储量已开采完毕，侯庄矿开采接近尾声，面临铁矿石资源枯竭、接续困难的风险，公司资源逐年减少。随着公司矿山开采年限缩短，产量逐年下降，铁矿石开采难度将不断加大或将进一步提升公司成本。

图 10：公司营业成本及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司主要产品吨钢成本（单位：元/吨）



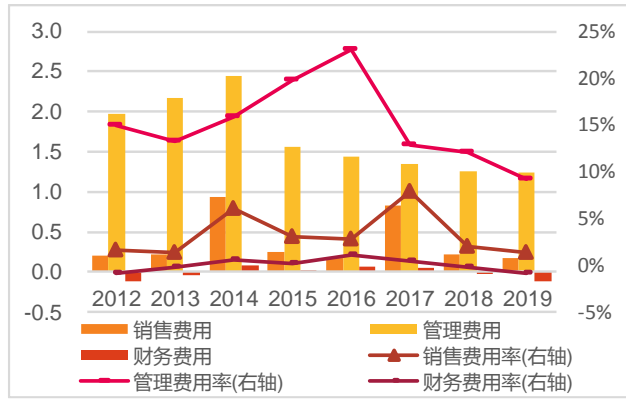
资料来源：Wind，天风证券研究所

自 2017 年以来，公司三项费用费率持续下降。2019 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.17 亿元、1.23 亿元、-0.12 亿元，同比下降 18.72%、1.91%和 441.41%；三项费用合计 1.28 亿元，同比下降 11.33%。2018 年公司销售费用大幅下降的原因在于子公司金钢矿业当期无销售及金岭球团对主要销售客户新疆八一钢铁销售量大幅减少，由 2017 年的 26.31 万吨减少至 8.11 万吨，产品销量同比减少使得公司销售运费下降，带来销售费用的大幅缩减。

公司资产负债率对比行业同类企业处于较低水平，2019 年公司资产负债率为 10.32%，同期海南矿业资产负债率为 41.00%。

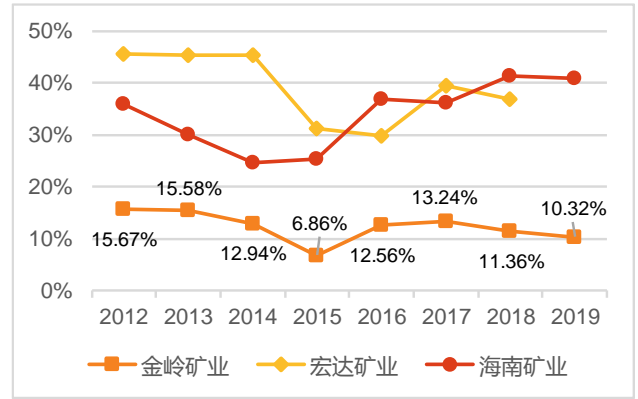


图 12: 公司三费及费率 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 公司资产负债率

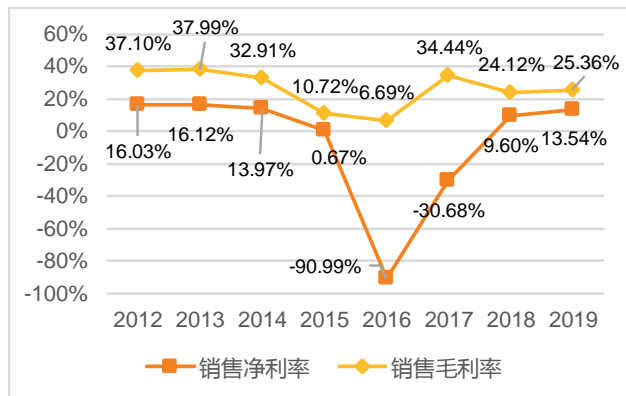


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.3.3. 公司 2018 年扭亏为盈 2019 年业绩实现大幅上涨

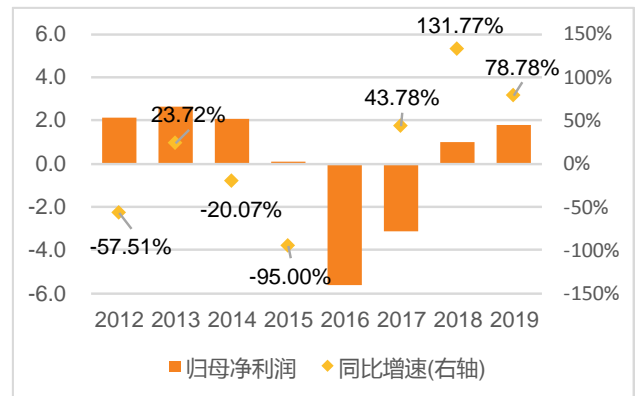
2016 年, 受新疆地区铁精粉行业变化影响, 公司子公司金钢矿业、金岭球团全年无生产, 与此同时公司下属侯庄及铁山矿区产量骤降, 公司计提 4.70 亿元相关资产减值损失导致营业总成本大幅上升, 销售净利率恶化为-90.99%, 公司全年归母净利润为-5.63 亿元, 是上市以来最差表现。2017 年, 虽然公司营业收入同比增长, 但受金钢矿业采矿权被注销影响, 公司计提相关资产减值损失 3.93 亿元, 全年亏损 3.16 亿元。2018 年在无相关资产减值损失的影响下, 公司业绩扭亏为盈, 当年实现归母净利润 1.00 亿元。2019 年, 公司铁精粉量价齐升, 业绩大幅增长, 全年实现归母净利润 1.80 亿元, 同比增长 78.78%。

图 14: 公司销售净利率与毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

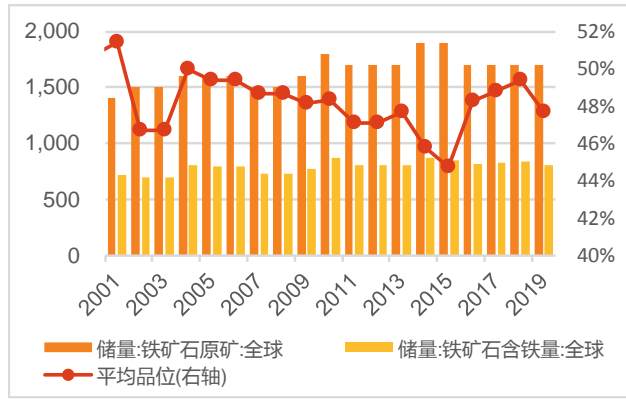
## 3. 行业情况

### 3.1. 供给端: 四大矿山垄断地位高 铁矿石定价话语权强

#### 3.1.1. 澳大利亚、巴西铁矿石储量及产量在全球具有绝对优势

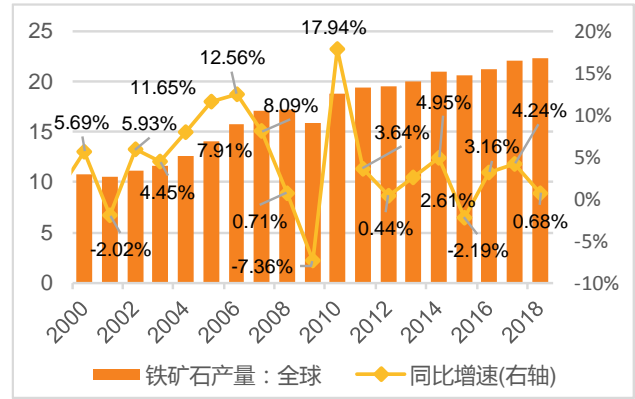
美国地质调查局数据显示, 自 2009 年以来, 全球铁矿石原矿储量均在 1600 亿吨以上。2019 年, 世界铁矿石储量为 1700 亿吨, 含铁储量为 810 亿吨, 平均品位为 47.65%。产量方面, 自 2000 年以来全球铁矿石产量呈上升趋势, 但近年来涨幅有所收窄。2018 年, 全球铁矿石产量 22.28 亿吨, 同比增长 0.68%。

图 16：全球铁矿石储量及平均品位（单位：亿吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

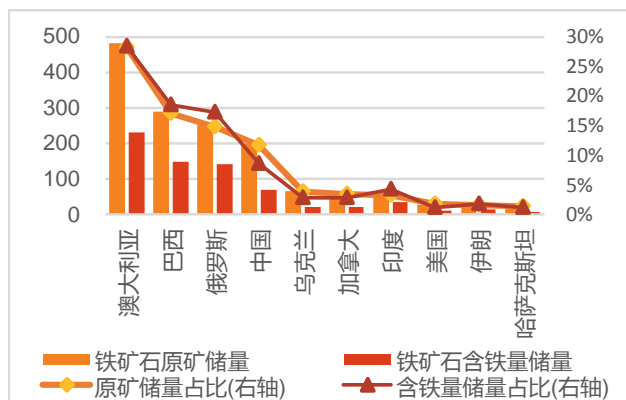
图 17：全球铁矿石产量及同比增速（单位：亿吨，%）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

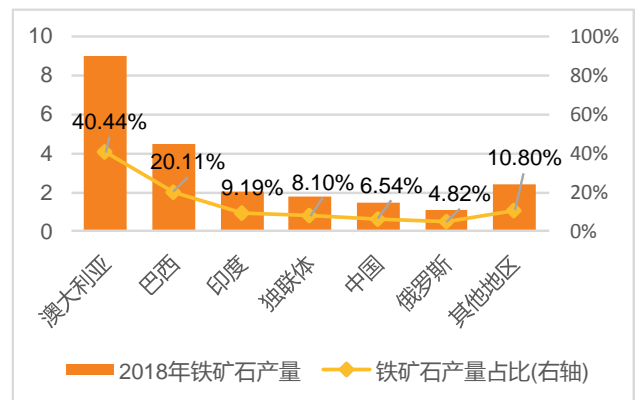
分国家来看，世界铁矿石储量主要集中在澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国四地。2019 年上述四个国家铁矿石储量分别为 480 亿吨、290 亿吨、250 亿吨和 200 亿吨，分别占世界总储量的 28.24%、17.06%、14.71%和 11.76%，合计储量全球占比超过 70%。此外，乌克兰、加拿大和印度的铁矿石资源也较为丰富，占世界总储量的比重均超过 3%。产量方面，2018 年全球铁矿石产量 22.28 亿吨，澳大利亚、巴西及印度产量居于前三，分别为 9.01 亿吨、4.48 亿吨和 2.05 亿吨。其中澳大利亚和巴西产量合计达 13.49 亿吨，占全球产量的 60.55%。综合来看，澳大利亚及巴西的铁矿石储量及产量在全球各个国家中具有绝对优势。

图 18：2019 年世界各国铁矿石储量及占比（单位：亿吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2018 年世界各国铁矿石产量及占比（单位：亿吨，%）



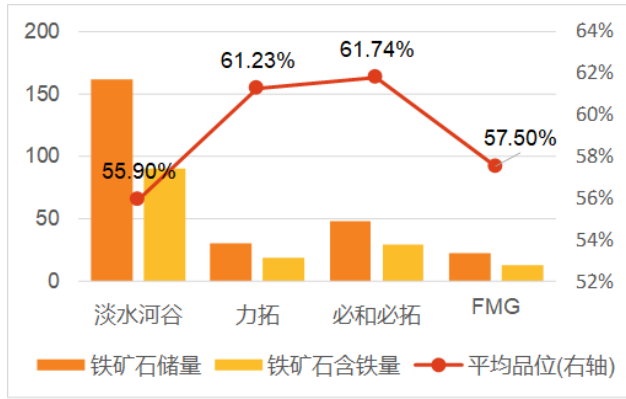
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

### 3.1.2. 四大矿山资源优质产量高 具有较高的垄断地位

截至 2019 年，淡水河谷、力拓、必和必拓和 FMG 铁矿石储量分别为 161.18 亿吨、30.66 亿吨、48.10 亿吨和 22.88 亿吨，合计 262.82 亿吨，占全球铁矿石储量的 15.46%。从含铁储量来看，上述四大矿山含铁储量分别为 90.10 亿吨、18.77 亿吨、29.70 亿吨和 13.16 亿吨，合计 151.73 亿吨，占全球铁矿石含铁储量的比重为 18.73%。四大矿山矿产资源丰富且质量优异，2019 年淡水河谷、力拓、必和必拓和 FMG 拥有矿山的平均品位分别为 55.90%、61.23%、61.74%和 57.50%，四大矿山平均品位为 57.73%，较世界铁矿石平均品位 47.65%高出 10.08 个百分点。

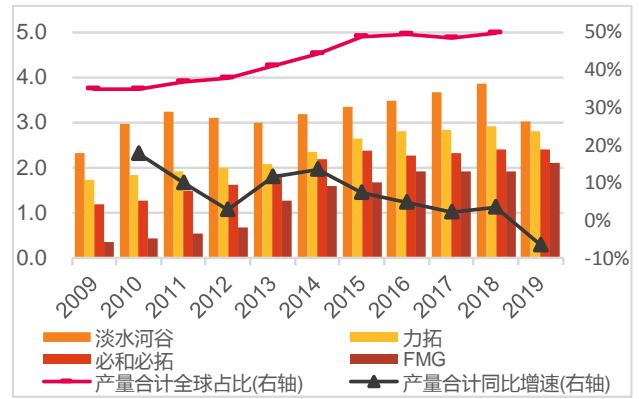
产量方面，近年来四大矿山合计铁矿石产量同比增速不断放缓，2019 年受巴西淡水河谷溃坝事故影响，四大矿山共计实现铁矿石产量 10.34 亿吨，同比减少 6.71%。虽然产量增速有所放缓，但四大矿山铁矿石合计产量占世界总产量的比重在不断增加，已由 2009 年的 34.90% 增加至 2018 年的 49.75%。综合上述两点可以发现，淡水河谷、力拓、必和必拓及 FMG 四大矿山铁矿石储量丰富且品位高，合计产量约占全球铁矿石总产量的一半，具有较高的垄断地位。

图 20：2018 年四大矿山铁矿石储量及品位（单位：亿吨，%）



资料来源：四大矿山 2019 年年报，天风证券研究所

图 21：四大矿山铁矿石产量情况（单位：亿吨，%）

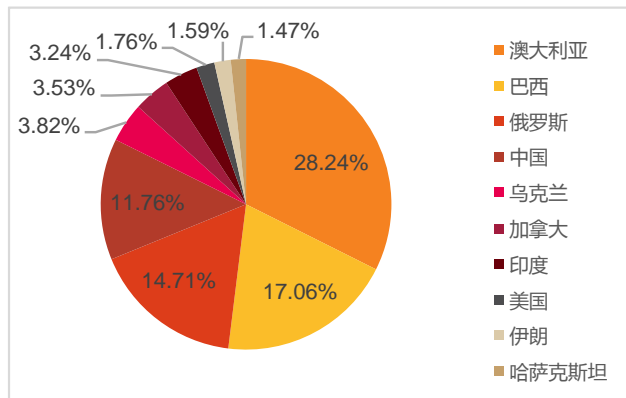


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.1.3. 中国铁矿石储量丰富但品位较低 对外依存度高

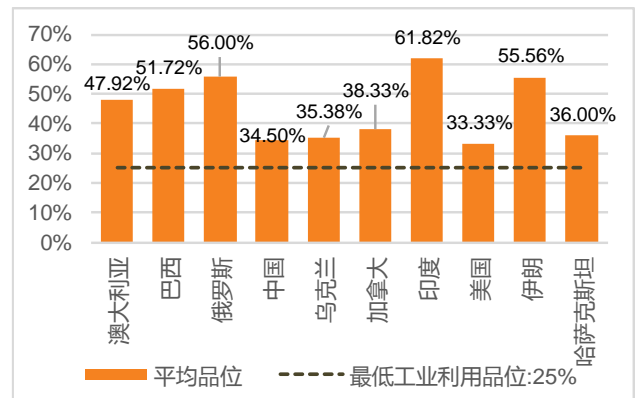
2019 年，中国铁矿石原矿储量 200 亿吨，占全球总储量的 11.76%，全球排名第四位，属于铁矿石资源大国。虽然我国铁矿石资源较为丰富，但贫矿多、富矿少，平均品位低于世界平均水平，2019 年我国铁矿石平均品位仅为 34.50%，较世界平均水平低 13 个百分点。

图 22：2019 年世界各国铁矿石储量占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

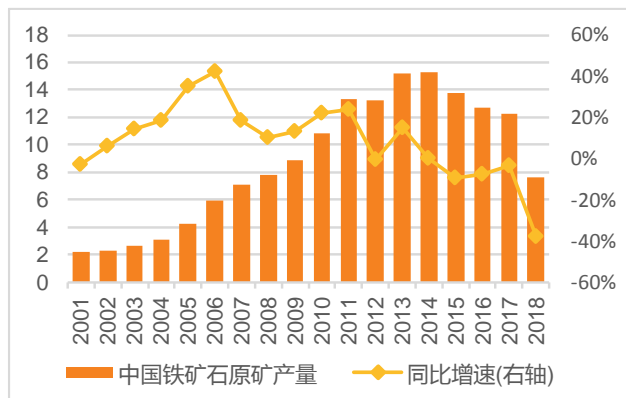
图 23：2019 年世界各国铁矿石平均品位



资料来源：Wind，天风证券研究所

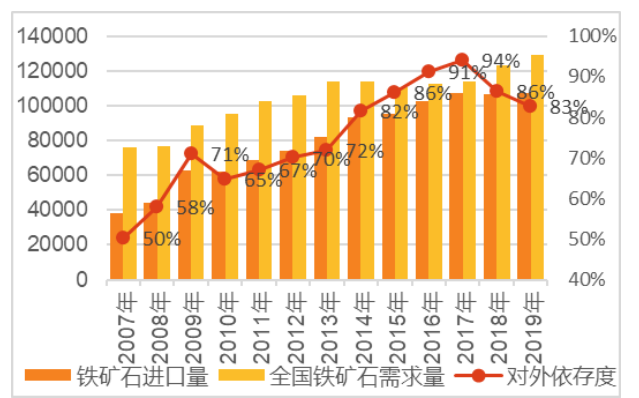
产量方面，2000 年以来，随着我国钢铁产量的高速增长，铁矿石产量也不断攀升并于 2014 年达到峰值，年产 15.27 亿吨原矿。后期伴随铁矿石价格走弱，国产铁矿石产出也开始回落。在此期间，由于国内钢铁产量仍维持较高水平，但铁矿石产量减产较多，我国铁矿石对外依存度不断提升，2018 年中国铁矿石产量（富铁矿）产量为 1.46 亿吨，占全球总产量的 6.54%，但表观需求量为 12.34 亿吨，对外依存度达到 86%。

图 24：中国铁矿石原矿产量及同比增速（单位：亿吨，%）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 25：中国铁矿石进口量及对外依存度（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

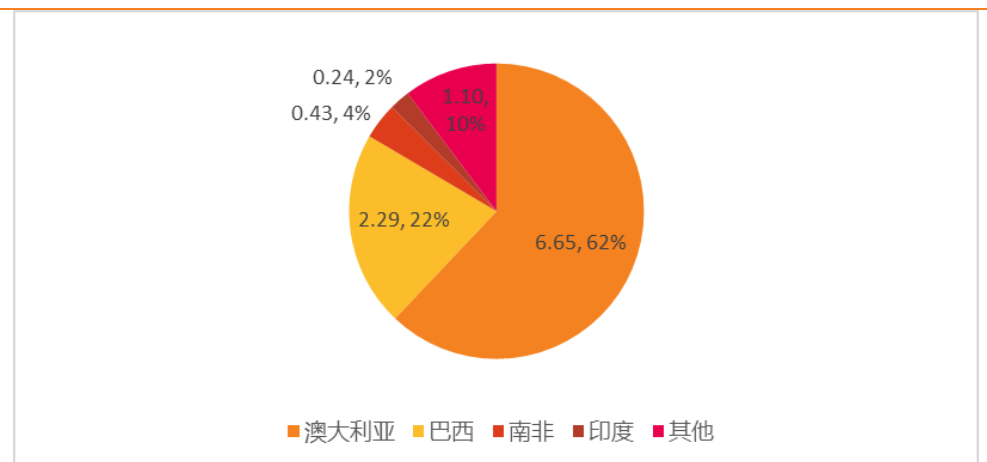
分国别来看，我国进口铁矿石主要来自于澳洲、巴西、南非、印度等国。其中，2019 年我国进口澳洲铁矿石 6.65 亿吨，占比 62.1%；进口巴西铁矿石 2.29 亿吨，占比 21.4%。澳洲和巴西占比之和达到 83.5%。我国铁矿石资源虽然丰富但富矿较少，对外依存度高，处于寡头地位的四大矿山在全球具有较高的垄断地位，定价权强，因此海外市场的波动将对国内铁矿石企业产生较大影响。

表 3：我国主要进口铁矿石国家

国家	进口数量（亿吨）	占比
澳大利亚	6.65	62.1%
巴西	2.29	21.4%
南非	0.43	4.0%
印度	0.24	2.2%
其他	1.10	10.3%
合计	10.71	100%

资料来源：海关总署，天风证券研究所

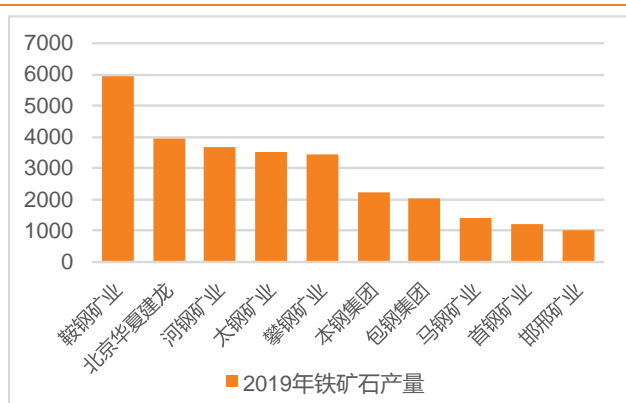
图 26：2019 年我国铁矿石进口数量及占比（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

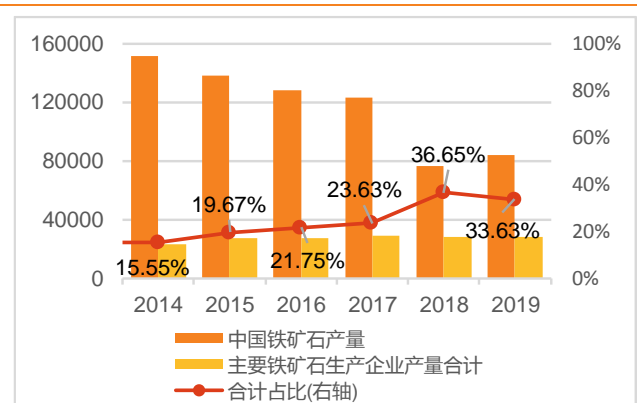
最后，中国铁矿石生产企业规模较小，行业集中度低。2019 年，中国前四大铁矿企业鞍钢矿业、北京华夏建龙、河钢矿业和太钢矿业铁矿石合计产量为 1.71 亿吨，占国内企业铁矿石总产量的 20.22%。虽然 2017 年以来国内主要矿山企业产量占比有所提升，2018 年合计产量占总产量的比重达到 36.65%，但行业集中度仍偏低，同期四大矿山企业铁矿石产量全球占比达到了 49.75%。因此，与四大矿山相比，我国矿山企业规模偏小，行业集中度低，不具备定价话语权。

图 27：2019 年我国主要铁矿石生产企业铁矿石产量（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 28：主要铁矿石生产企业产量合计及占比（单位：万吨）

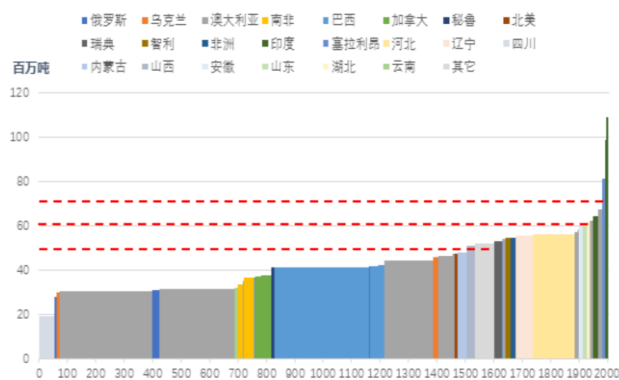


资料来源：钢联数据，天风证券研究所，主要铁矿石生产企业包括鞍钢矿业、

华夏建龙、河钢矿业、太钢矿业、攀钢矿业、本钢集团、包钢集团、马钢矿业、首钢矿业和邯邢矿业

此外，从铁矿石成本来看，2017 年我国重点冶金矿山铁精矿完全成本约为 67 美元/吨，依据 Mysteel2017 年的全球矿山成本曲线模型，河北、辽宁、四川等铁矿石主产区 CFR 成本在 50 美元/吨左右，而澳大利亚、巴西进口矿的到岸价低于 40 美元/吨。虽然国内铁矿石企业生产主要用于满足周边钢厂需要，运输方面具有一定优势，但对于沿海地区的钢企而言，在从港口到钢厂陆运运输成本足够低的条件下，进口铁矿石吸引力更强，临近沿海地区的铁矿石企业也更容易受到进口铁矿石的挤压。随着国内钢铁产能置换的推进与落实，城市钢厂或将不断向沿海沿港等地区迁移，产能由北向南置换是大势所趋，或将进一步加剧国内铁矿石的竞争压力。

图 29: Mysteel2017 年全球矿山成本曲线模型 (折 62%CFR)



资料来源: Mysteel、天风证券研究所

图 30: 中国重点冶金矿山铁精矿完全成本 (单位: 美元/吨)



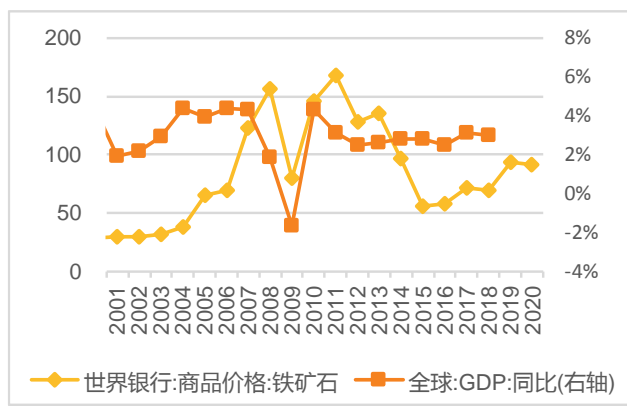
资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

### 3.2. 需求端：废钢供给增长有限 钢厂沿海布局增加进口矿需求

#### 3.2.1. 国内铁矿石需求政策边际稳定向下 新兴市场需求提升支撑矿价

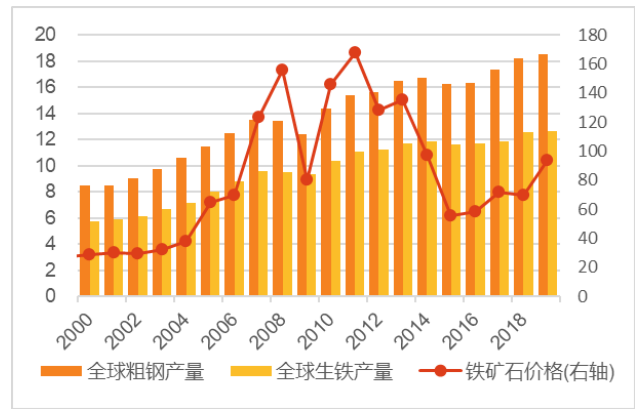
铁矿石、原油等大宗原材料的需求主要受地区经济发展状况影响，铁矿石价格与全球 GDP 增速走势较为一致且略有落后。受 2008 年金融危机影响，2009 年全球 GDP 出现负增长，铁矿石价格也跌至底部。从下游需求来看，铁矿石价格与钢铁产量直接相关。2005 年至 2013 年间，随着全球生铁及粗钢产量的高速增长，铁矿石价格也持续上行，期间受金融危机影响出现大幅波动。后续随着全球粗钢及生铁产量见顶回落，铁矿石价格也开始下跌，并于 2015 年开始企稳回升。

图 31: 全球铁矿石价格与 GDP 同比增速 (单位: 美元/吨, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32: 全球粗钢、生铁产量与铁矿石价格 (单位: 亿吨, 美元/吨)

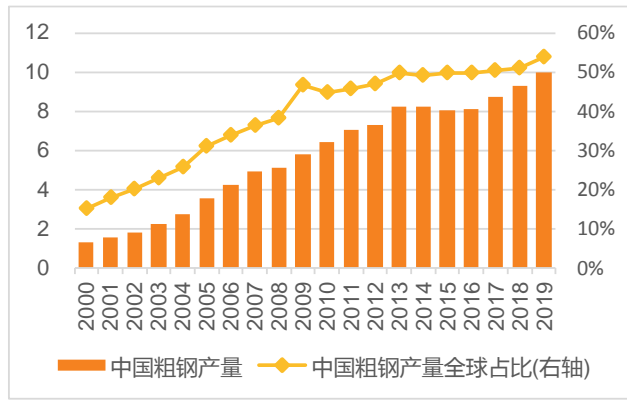


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2001 年到 2013 年间，中国钢铁产量快速增长，粗钢产量年增速几乎均在 10%以上，占全球粗钢产量的比重不断提升，2019 年中国粗钢产量 9.96 亿吨，占全球粗钢产量的比重达到 53.90%。高全球占比使得中国粗钢产量及增速变化对铁矿石价格具有较强的影响力，在中国粗钢规模高速扩张期间，全球铁矿石价格也迎来上涨。后续随着我国粗钢产量增速放

缓，见顶回落至平台期，钢材价格与铁矿石价格也随之下滑。2015 年我国推进钢铁供给侧结构性改革，钢价筑底回升再次带动了铁矿石价格的上涨。但后续由于打击“地条钢”及环保政策的推行，铁矿石价格并未随此番钢价修复出现明显上涨。2017 年以来，我国粗钢产量增速提升，综合来看目前钢铁行业已经出现产能越压减产越高，产能利用率严重不合理的情况。在粗钢产量已经连续新高的情况下，违规新增产能的控制将直接威胁供给侧改革成果，钢铁行业作为国家供给侧改革的样板行业，维护供给侧改革成果仍是政策的底线，后续随着对行业产能和产量的控制，我国对铁矿石的需求政策边际稳定向下。

图 33：中国粗钢产量及全球占比（单位：亿吨，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

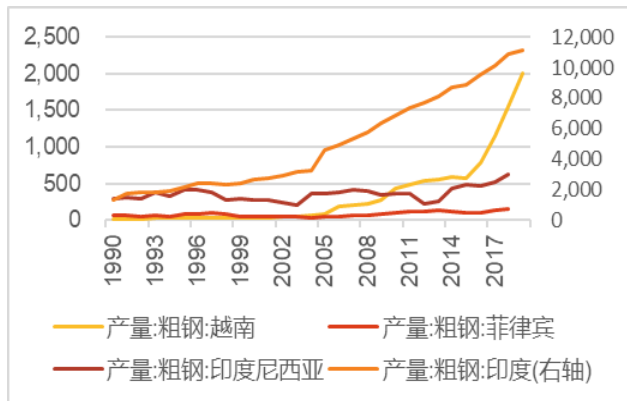
图 34：螺纹钢与铁矿石价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

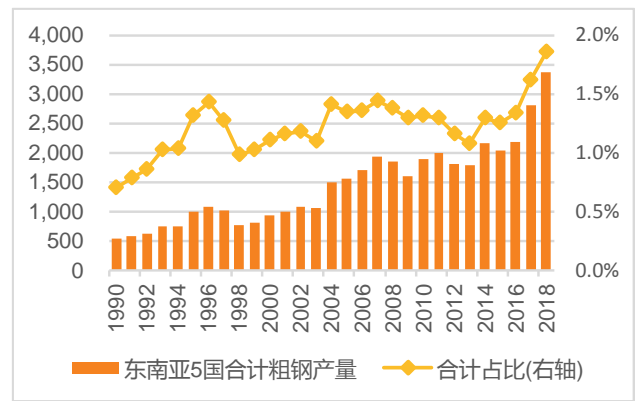
虽然我国对铁矿石需求呈边际稳定向下趋势，但近年来新兴经济体经济增长表现优异，钢材消费潜力大，粗钢产量规模的快速扩张提升了对铁矿石的需求。2019 年，印度粗钢产量 11124.6 万吨，同比增长 6.02%；越南粗钢产量 2006.5 万吨，同比增长 29.69%；目前，印度与东南亚 5 国合计粗钢产量占比已达到全球粗钢产量的 7.87%，未来随其钢铁行业的不断发展，对铁矿石需求的增加将对矿价形成支撑。

图 35：新兴经济体各国家粗钢产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：东南亚 5 国合计粗钢产量及全球占比（单位：万吨，%）



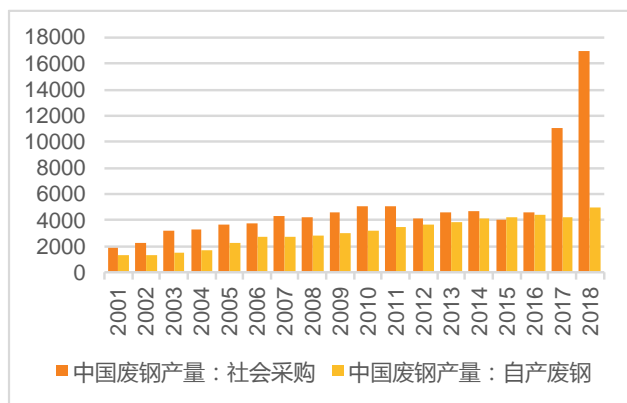
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 国内自给废钢增长有限 环保政策放松削弱废钢替代作用

我国废钢主要来源于社会回收、钢厂自产和进口废钢。2017 年国家开展打击“地条钢”行动，“地条钢”出清使得 2017 年、2018 年废钢社会回流量较高，分别达到 1.1 亿吨和 1.7 亿吨。进口方面，2018 年 4 月 13 日，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发文，将废五金类、废船、废汽车压件等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行；将不锈钢废碎料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2019 年 12 月 31 日起执行。根据海关总署统计数据，2017-2019 年，我国进口废钢总量分别为 232 万吨、134 万吨、18 万吨，同比增速为 7.41%、-42.24%和 -86.57%。随着“地条钢”产量清零，废钢进口受限，后续国内废钢供给将主要依靠于国内废钢自产，短期内废钢增长

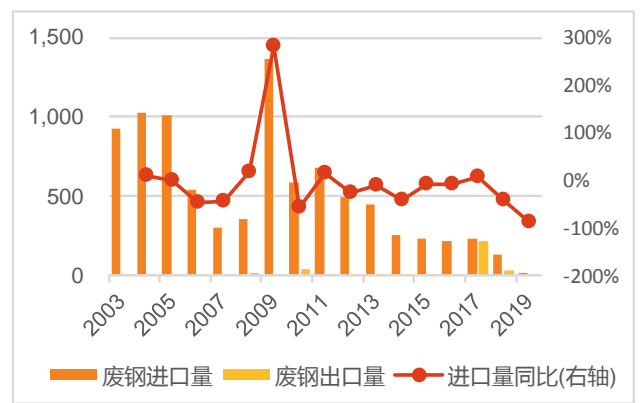
有限。

图 37：中国废钢产量（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

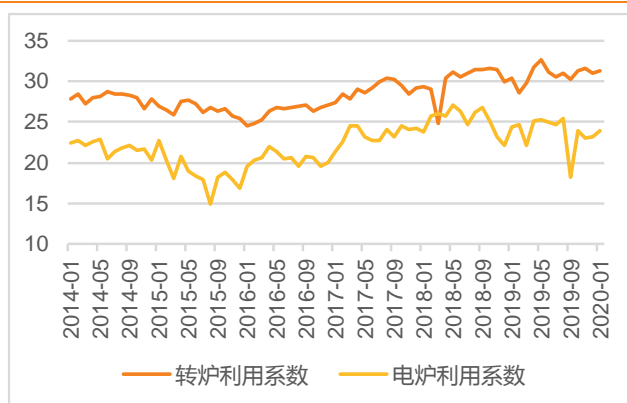
图 38：中国废钢进出口量（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

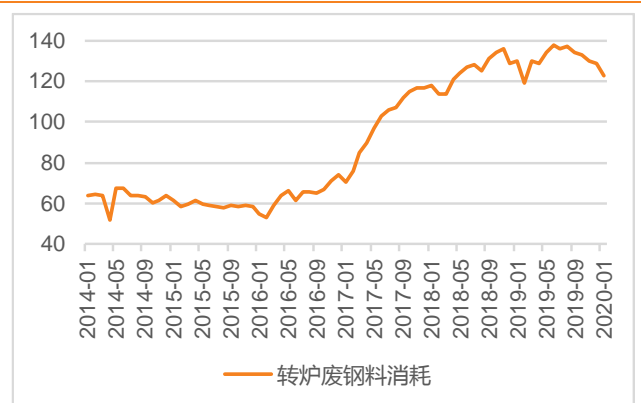
需求方面，从产能利用系数来看，2019 年转炉的产出能力明显高于 2018 年，利用系数均值同比提高 2.10%。但电炉产出能力较 2018 年有所下降，全年系数均值同比下降 5.77%。这意味着长流程生产技术提升明显，主要手段是通过加入废钢提升设备产出能力。2019 年转炉废钢料消耗全年均值为 131.58 千克/吨，同比增长 5.20%。但从产能利用系数及转炉废钢料消耗上来看，技术提升水平已到极限，一定程度上限制了对废钢需求的提升。

图 39：转炉、电炉利用系数



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 40：转炉废钢料消耗（单位：千克/吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

此外，2018-2019 年秋冬季限产环保政策放松明显、限产效果较差，根据生态环境部公告的《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、《汾渭平原 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，三个地区均未完成 2018-2019 年 PM2.5 治理任务。环保限产的持续放松也或将削弱废钢对铁矿石的替代作用。

### 3.2.3. 产能由北向南置换 钢厂沿海布局或增加进口矿需求

近年来国内钢铁行业产业布局出现显著变化，一方面行业集中度加速提升，另一方面空间布局开始调整，北钢南下，钢厂沿海布局趋势明显。根据已公布的产能置换方案来看，目前由北向南转移的钢铁产能共 4026 万吨，转入地主要为广西、广东、福建等需求较好的区域。

表 4：由北向南产能转入统计表（单位：万吨）

转出地	转入地	炼钢产能
河北	广西	2000
河北	福建	1230
新疆	福建	100

河北	广东	400
新疆	广东	125
河北	重庆	171
<b>总计</b>		<b>4026</b>

资料来源：各地工业主管部门，天风证券研究所

此外，钢厂沿海布局增多，根据已公布的产能置换方案来看，沿海布局新建产能主要为山东、江苏、广西、福建等，合计新建产能高炉 5826.73 万吨、转炉 4642.477 万吨、电炉 782.5 万吨。其中，广西省新建转炉炼钢产能最多，2354.647 万吨；福建新建电炉炼钢产能最多，为 402.5 万吨。随着我国钢铁产业布局向沿海地区的进一步调整，进口矿需求量或将大概率增加。

表 5：沿海地区新建产能布局（单位：万吨）

地区	高炉	转炉	电炉
山东	1786.73	1138.33	340
广西	1765	2354.647	
福建	896	675	402.5
广东	402	362.5	
江苏	436	112	
辽宁	115		
浙江	426		40
<b>总计</b>	<b>5826.73</b>	<b>4642.477</b>	<b>782.5</b>

资料来源：各地工业主管部门，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

核心假设：

1. 受海外疫情影响，主要原材料供给国巴西、澳大利亚的主要矿山生产及发运受到影响，因此 2020 年铁矿石均价整体维持 100-105 美金/干吨价格区间中枢波动；
2. 侯庄矿或将于 2020 年 6 月份闭坑，该矿区闭坑后，召口矿区和王旺庄矿区铁矿产量可对已经闭坑的侯庄矿进行弥补，并且铁精粉总产量仍能维持 120-130 万吨的产量；
3. 公司自身经营不出现其他不可预测情形。

通过对公司的主营业务进行拆分，我们认为未来公司的主营业务经营具体情况如下表所示：

表 6：公司主营业务预测（单位：亿元；%）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
<b>铁精粉</b>						
收入	7.23	7.64	9.90	10.83	10.87	10.97
成本	4.78	5.91	7.32	8.14	8.18	8.29
毛利	2.45	1.73	2.59	2.69	2.69	2.68
毛利率(%)	33.90	22.69	26.10	24.84	24.75	24.43
业务收入比例(%)	69.28	73.41	74.14	75.78	75.79	75.86
<b>球团矿</b>						
收入	2.35	1.37	1.91	1.87	1.83	1.80
成本	1.70	1.11	1.64	1.60	1.56	1.53
毛利	0.65	0.26	0.27	0.27	0.27	0.27
毛利率(%)	27.72	18.99	14.06	14.44	14.75	15.00
业务收入比例(%)	22.47	13.17	14.31	13.09	12.76	12.45



**铜精粉**

收入	0.50	0.37	0.47	0.50	0.53	0.56
成本	0.11	0.12	0.14	0.17	0.20	0.23
毛利	0.40	0.25	0.32	0.33	0.33	0.33
毛利率(%)	78.94	68.39	69.67	66.00	62.26	58.93
业务收入比例(%)	4.80	3.54	3.48	3.50	3.70	3.87

**机械加工**

收入	0.06	0.06	0.16	0.16	0.16	0.16
成本	0.12	0.10	0.19	0.19	0.19	0.19
毛利	(0.06)	(0.04)	(0.02)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
毛利率(%)						
业务收入比例(%)	0.56	0.61	1.23	1.12	1.12	1.11

**钴精粉**

收入	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
成本	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	(0.01)	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
毛利率(%)						
业务收入比例(%)	0.08	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

**钒钛矿**

收入		0.19				
成本		0.16				
毛利		0.03				
毛利率(%)		16.41				
业务收入比例(%)		1.81				

**其他业务**

收入	0.29	0.78	0.91	0.93	0.95	0.97
成本	0.12	0.50	0.68	0.70	0.72	0.74
毛利	0.17	0.27	0.24	0.23	0.23	0.23
毛利率(%)	57.65	35.33	25.81	24.73	24.21	23.71
业务收入比例(%)	2.80	7.45	6.83	6.51	6.62	6.71

**合计**

收入	10.44	10.41	13.35	14.29	14.34	14.46
成本	6.85	7.90	9.97	10.80	10.85	10.98
毛利	3.59	2.51	3.38	3.49	3.49	3.48
毛利率(%)	34.39	24.11	25.32	24.41	24.33	24.05

资料来源: Wind, 天风证券研究所

同行业上市公司中, 公司 PB 处于较低水平, 其中河钢资源与公司可比性较强, 其矿产区在南非, 南非同样受疫情蔓延影响也出现了临时停产的情况, 目前河钢资源 PB(LF) 为 1.13。公司及控股子公司的主要矿区主要分布在山东及周边地区, 因此公司或将受益海外矿山供给收缩而导致的矿价上行。结合公司历史 PB 走势, 我们给予公司 2020 年 1.10X 的合理估值, 对应市值为 39.75 亿, 按照当前股本进行测算, 对应目标价为 6.68 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

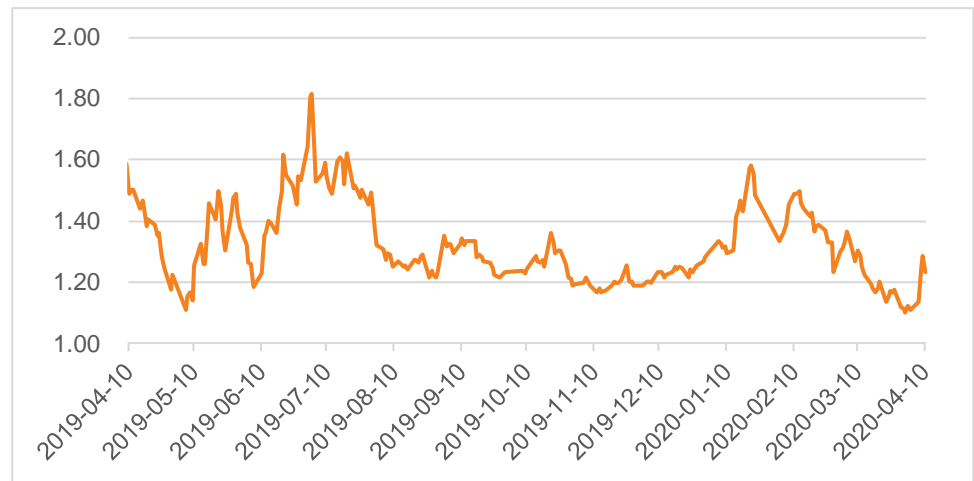
表 7: 同行业公司 PB(LF)

证券代码	证券简称	市净率 PB(LF)
900936.SH	鄂资 B 股	0.6643
600295.SH	鄂尔多斯	0.8907
000923.SZ	河钢资源	1.1283

000655.SZ	金岭矿业	1.2310
600532.SH	宏达矿业	1.2536
000833.SZ	粤桂股份	1.3096
000762.SZ	西藏矿业	1.8937
000629.SZ	攀钢钒钛	2.0699
601969.SH	海南矿业	2.4343
603505.SH	金石资源	5.1965

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 公司历史 PB 走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

- 风险提示: 1. 公司所处钢铁行业原材料端, 受宏观经济影响较大, 警惕外部宏观因素对行业造成不可控影响;
2. 铁矿石海外矿山成本大幅低于国内矿山, 因此海外矿山具有定价权优势, 国内矿山跟随。警惕进口矿价格大幅波动对国内矿山生产节奏带来的影响;
3. 影响海外矿山供给的主要为疫情因素, 警惕海外疫情对供给端生产节奏带来的影响;
4. 国内疫情或导致公司开采成本及运输成本上升, 公司矿山资源开采发生不可预期偏差及自身经营风险等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	365.56	758.68	811.79	1,566.68	1,668.80
应收票据及应收账款	570.01	72.80	1,362.01	602.77	613.14
预付账款	13.40	6.42	10.50	6.59	10.43
存货	111.60	81.53	232.44	52.89	256.60
其他	9.05	397.82	199.16	452.56	445.90
<b>流动资产合计</b>	<b>1,069.61</b>	<b>1,317.24</b>	<b>2,615.89</b>	<b>2,681.49</b>	<b>2,994.87</b>
长期股权投资	810.72	758.88	758.88	758.88	758.88
固定资产	294.72	287.08	272.35	257.61	242.87
在建工程	2.16	1.76	1.76	1.76	1.76
无形资产	281.64	276.78	267.38	257.98	248.58
其他	256.91	246.92	119.14	135.89	167.32
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,646.14</b>	<b>1,571.43</b>	<b>1,419.51</b>	<b>1,412.12</b>	<b>1,419.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,715.75</b>	<b>2,888.67</b>	<b>4,035.41</b>	<b>4,093.61</b>	<b>4,414.28</b>
短期借款	0.00	0.00	12.12	0.00	0.00
应付票据及应付账款	145.57	89.17	218.80	70.30	209.05
其他	119.27	174.62	133.24	158.15	138.75
<b>流动负债合计</b>	<b>264.84</b>	<b>263.79</b>	<b>364.16</b>	<b>228.46</b>	<b>347.80</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.62	34.28	44.98	40.96	40.08
<b>非流动负债合计</b>	<b>43.62</b>	<b>34.28</b>	<b>44.98</b>	<b>40.96</b>	<b>40.08</b>
<b>负债合计</b>	<b>308.46</b>	<b>298.07</b>	<b>409.14</b>	<b>269.42</b>	<b>387.87</b>
少数股东权益	11.61	12.81	13.72	14.13	15.04
股本	595.34	595.34	595.34	595.34	595.34
资本公积	488.00	488.00	1,341.90	1,341.90	1,341.90
留存收益	1,790.70	1,970.33	3,017.21	3,214.73	3,416.03
其他	(478.35)	(475.88)	(1,341.90)	(1,341.90)	(1,341.90)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,407.29</b>	<b>2,590.60</b>	<b>3,626.27</b>	<b>3,824.20</b>	<b>4,026.41</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,715.75</b>	<b>2,888.67</b>	<b>4,035.41</b>	<b>4,093.61</b>	<b>4,414.28</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	99.97	180.83	192.98	197.52	201.31
折旧摊销	33.24	36.11	24.14	24.14	24.14
财务费用	0.92	1.08	0.00	0.00	0.00
投资损失	(14.92)	(51.20)	(34.19)	(34.19)	(34.19)
营运资金变动	228.86	(289.68)	(1,018.81)	544.93	(124.22)
其它	(31.29)	553.62	0.90	0.41	0.90
<b>经营活动现金流</b>	<b>316.78</b>	<b>430.77</b>	<b>(834.98)</b>	<b>732.81</b>	<b>67.94</b>
资本支出	40.74	(19.27)	(10.70)	4.02	0.89
长期投资	11.85	(51.84)	0.00	0.00	0.00
其他	(65.28)	84.55	44.89	30.17	33.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>(12.69)</b>	<b>13.44</b>	<b>34.19</b>	<b>34.19</b>	<b>34.19</b>
债权融资	0.00	0.00	12.12	0.00	0.00
股权融资	3.06	14.76	841.78	0.00	0.00
其他	(104.11)	(15.84)	0.00	(12.12)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(101.05)</b>	<b>(1.08)</b>	<b>853.90</b>	<b>(12.12)</b>	<b>0.00</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>203.03</b>	<b>443.13</b>	<b>53.11</b>	<b>754.88</b>	<b>102.13</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,041.28</b>	<b>1,335.92</b>	<b>1,429.43</b>	<b>1,433.72</b>	<b>1,446.05</b>
营业成本	790.17	997.13	1,014.90	1,025.11	1,020.91
营业税金及附加	23.48	28.16	34.52	32.40	32.69
营业费用	21.31	17.32	32.88	35.84	37.60
管理费用	125.77	123.37	128.65	129.04	130.14
研发费用	12.33	14.96	15.72	15.91	16.20
财务费用	(2.27)	(12.29)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(38.79)	(3.98)	(21.38)	(21.38)	(15.58)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.92	51.20	34.19	34.19	34.19
其他	(36.89)	(102.29)	(68.38)	(68.38)	(68.38)
<b>营业利润</b>	<b>131.25</b>	<b>222.33</b>	<b>258.34</b>	<b>251.00</b>	<b>258.28</b>
营业外收入	0.09	1.33	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.25	0.99	19.60	7.28	9.29
<b>利润总额</b>	<b>130.10</b>	<b>222.67</b>	<b>238.74</b>	<b>243.72</b>	<b>248.99</b>
所得税	30.12	41.83	44.85	45.79	46.78
<b>净利润</b>	<b>99.97</b>	<b>180.83</b>	<b>193.89</b>	<b>197.93</b>	<b>202.21</b>
少数股东损益	(0.51)	1.21	0.90	0.41	0.90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>100.48</b>	<b>179.63</b>	<b>192.98</b>	<b>197.52</b>	<b>201.31</b>
每股收益(元)	0.17	0.30	0.32	0.33	0.34

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.24%	28.30%	7.00%	0.30%	0.86%
营业利润	-152.86%	69.40%	16.19%	-2.84%	2.90%
归属于母公司净利润	-131.77%	78.78%	7.44%	2.35%	1.92%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.12%	25.36%	29.00%	28.50%	29.40%
净利率	9.65%	13.45%	13.50%	13.78%	13.92%
ROE	4.19%	6.97%	5.34%	5.18%	5.02%
ROIC	4.94%	9.56%	13.24%	7.53%	9.89%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.36%	10.32%	10.14%	6.58%	8.79%
净负债率	-15.19%	-29.29%	-22.05%	-40.97%	-41.45%
流动比率	4.04	4.99	7.18	11.74	8.61
速动比率	3.62	4.68	6.55	11.51	7.87
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.66	4.16	1.99	1.46	2.38
存货周转率	7.94	13.83	9.11	10.05	9.34
总资产周转率	0.39	0.48	0.41	0.35	0.34
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.17	0.30	0.32	0.33	0.34
每股经营现金流	0.53	0.72	-1.40	1.23	0.11
每股净资产	4.02	4.33	6.07	6.40	6.74
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.00	18.46	17.18	16.79	16.47
市净率	1.38	1.29	0.92	0.87	0.83
EV/EBITDA	8.33	8.80	8.54	5.92	5.29
EV/EBIT	10.39	10.21	9.33	6.48	5.79

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com