



道氏技术 (300409)

投资评级: 买入

报告日期: 2016-12-09

股价走势:



主要数据

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 蒋园园
0551-65161836
jiangyy_1987@163.com

新材料平台初长成

主要观点:

□ 陶瓷墨水持续扩张, 夯实龙头地位

公司传统业务为釉料和陶瓷墨水, 公司目前拥有基础釉产能 4 万吨/年, 全抛印刷釉产能 5.2 万吨/年, 陶瓷墨水 2500 吨/年。截止 2016 年中报, 公司陶瓷墨水累计装机量达到 1089 台, 市场占有率约 25%。公司定增的 7000 吨陶瓷墨水项目投产后, 公司的月产能将达到 800 吨/月, 遥遥领先于国内其他企业, 市场龙头地位稳固。

□ 3D 渗花墨水放量在即, 传统主业新看点

公司自主研发的“3D 喷墨渗花墨水”属于创新产品, 质量稳定可靠, 能够提高陶瓷产品的市场溢价能力, 具有广阔的市场空间。2016 年 8 月公司与广东东鹏控股股份有限公司签署《3D 喷墨渗花工艺战略合作协议》, 协议预计的交易金额为 15,000 万元, 占公司 2015 年经审计营业收入的 27.10%。目前公司 3D 渗花墨水系列产品预计年产量为 2000 吨, 产品售价在 18 万元/吨左右, 未来 3D 渗花墨水将成为公司传统墨水业务的主要看点。

□ 投资青岛昊鑫, 抢占石墨烯风口

青岛昊鑫是国内少数拥有天然石墨类材料完整产业链的企业, 公司拥有从石墨原矿开采到最终产品的全套现代化工艺和设备, 年产天然石墨负极 8000 吨, 人造石墨负极 5000 吨, 碳纳米管 500 吨, 石墨烯 500 吨。青岛昊鑫目前拥有 500 吨/月的石墨烯导电浆料产能, 产品主要供应给比亚迪和国轩高科, 目前公司已经占据了比亚迪石墨烯导电浆料 80% 的供货份额, 未来随着石墨烯导电浆料的不断普及, 公司业绩也将水涨船高。

□ 入股金富力和广东佳纳, 完善正极材料布局

公司先后入股湖南金富力和广东佳纳, 布局锂电池上游材料。金富力主要生产动力型湖南金富力主要生产动力型正极材料, 如镍钴锰酸锂三元材料, 镍钴铝酸锂、富锂材料、锰酸锂、钛酸锂、磷酸铁锂等; 广东佳纳则是国内主要的钴产品和三元前驱体生产商。公司通过这两笔收购完善了动力电池正极材料的布局, 随着新能源汽车的快速发展, 未来投资回报丰厚。另一方面对广东佳纳的收购也和陶瓷墨水业务形成协同效益, 公司可获得稳定的原材料钴产品, 有效降低生产成本, 提高产品盈利能力。

□ 盈利预测与估值

公司传统陶瓷墨水业务新增产能即将释放, 将继续保持稳定增长, 新产品 3D 渗花墨水放量在即, 为传统业务带来新的亮点。公司提前布局石墨烯领域, 青岛昊鑫作为国内石墨烯导电剂的龙头, 将为公司带来充分的收益。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.54 元、1.01 元、1.32 元, 对应的 PE 分别为 71.23 倍、37.89 倍、28.89 倍, 给予“买入”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	554	781	1233	1542
收入同比 (%)	24%	41%	58%	25%
归属母公司净利润	51	115	216	284
净利润同比 (%)	-30%	126%	88%	31%
毛利率 (%)	39.8%	38.8%	40.5%	41.0%
ROE (%)	8.6%	14.7%	23.7%	26.6%
每股收益	0.24	0.54	1.01	1.32
P/E	161.06	71.23	37.89	28.89
P/B	14.07	10.58	9.07	7.76
EV/EBITDA	76	53	30	24

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 公司概况	4
1.1 公司介绍	4
1.2 主营收入增长稳健，新增产品助成长	4
2 陶瓷墨水增资扩产，渗花墨水放量在即	5
2.1 陶瓷墨水行业龙头，产能持续扩张	5
2.2 3D 渗花墨水放量在即，市场空间巨大	7
3 提前布局石墨烯，抢占新材料风口	8
3.1 锂电池领域有望打破应用困局	8
3.2 石墨烯导电剂性能卓越，成本壁垒即将打破	9
3.3 新能源汽车快速发展，石墨烯导电剂市场空间巨大	10
3.4 并购青岛昊鑫，提前布局石墨烯	11
3.5 入股金富力和广东佳纳，完善正极材料布局	12
4 盈利预测与投资评级	12
附录：财务报表预测	13

图表目录

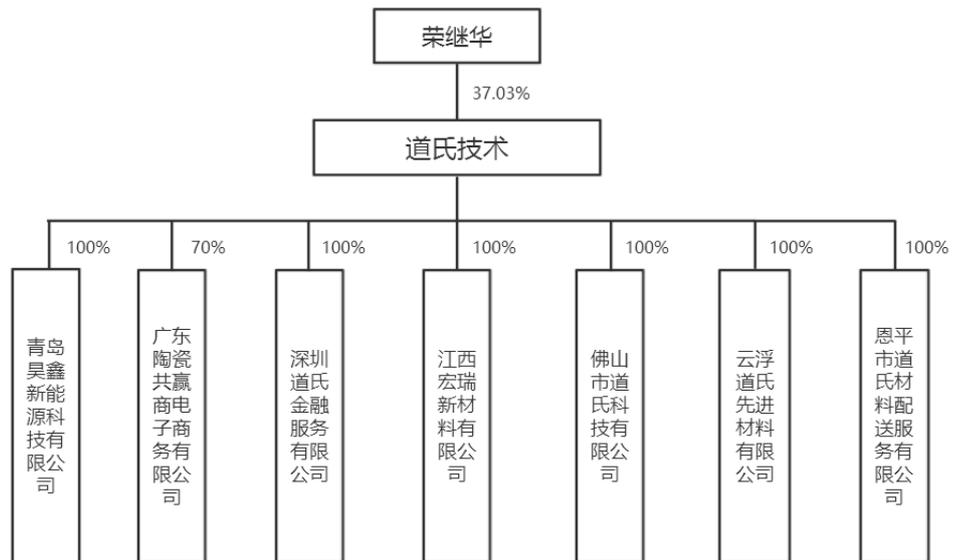
图表 1 公司股权结构	4
图表 2 公司历年营业收入	5
图表 3 公司历年归母净利润	5
图表 4 公司历年毛利率和净利率	5
图表 5 公司三项费用率	5
图表 6 公司 2016 年中期主营构成	6
图表 7 我国卫生陶瓷产量	7
图表 8 3D 渗花墨水瓷砖（左）和全抛釉瓷砖（右）对比	7
图表 9 石墨烯在锂电池中的应用	9
图表 10 石墨烯导电剂和其他导电剂对比	9
图表 11 石墨烯导电剂和其他导电剂价格对比	10
图表 12 我国新能源汽车产量	10
图表 13 正极材料用石墨烯粉体需求量预测	11
图表 14 道氏技术股权结构	11

1 公司概况

1.1 公司介绍

道氏技术是国内领先的陶瓷产品全业务链产品、服务提供商。公司致力于为国内外高端陶瓷生产企业提供“一揽子”产品整体解决方案，业务涵盖了标准化的陶瓷原材料研发、陶瓷产品设计、陶瓷生产技术服务、市场营销信息服务等领域，是国内唯一的陶瓷产品全业务链服务提供商。公司目前主营业务为釉料和陶瓷墨水，近二年陶瓷墨水业务取得了快速增长，市场占有率不断提高。公司在做好主营业务的同时，不断向新能源材料延伸，公司先后投资青岛昊鑫、湖南金富力和广东佳纳，围绕锂电池正极材料展开布局。公司在新能源材料的完善布局具有良好的发展前期，为公司寻求新的利润增长点打下坚实基础。

图表 1 公司股权结构

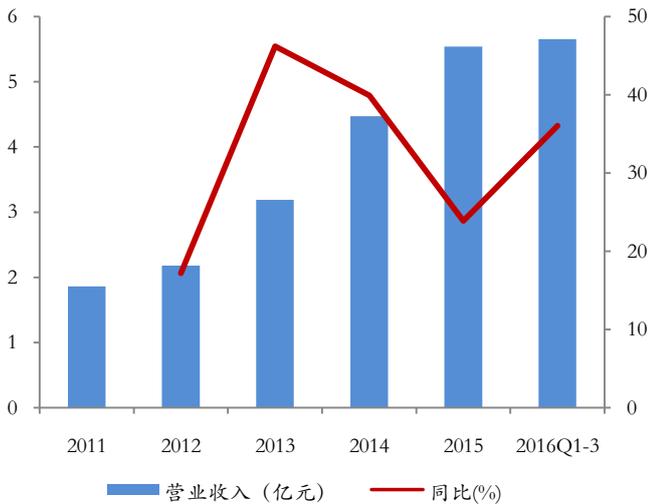


资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 主营收入增长稳健，新增产品助成长

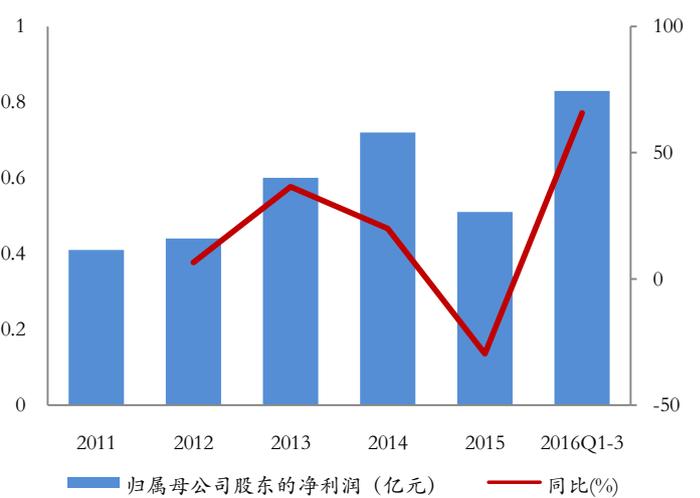
公司主营业务为陶瓷釉料和陶瓷墨水，2015 年公司实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 23.9%，实现归母净利润 0.51 亿元，同比下降 28.79%，净利润下降主要由于陶瓷墨水的竞争日趋激烈，产品价格下滑造成。2016 年以来随着 3D 墨水业务的放量，以及青岛昊鑫的投资初见成效，公司业绩明显好转，2016 年前三季度，公司实现营业收入 5.65 亿元，同比增长 36.08%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比大增 65.72%。

图表 2 公司历年营业收入



资料来源: wind、华安证券研究所

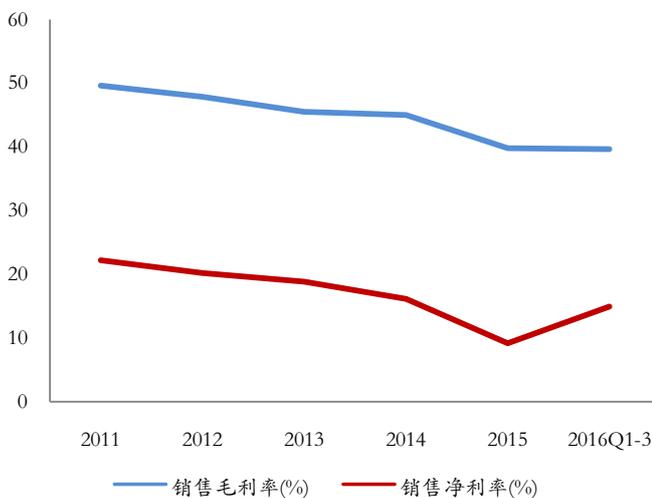
图表 3 公司历年归母净利润



资料来源: wind、华安证券研究所

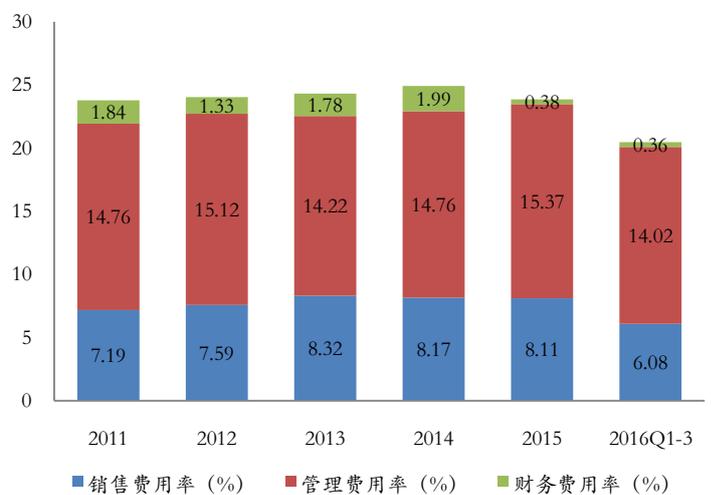
公司的综合毛利率水平一直维持在较高的水平,虽然在 2015 年受陶瓷墨水价格下降的影响,毛利率首次下滑到 40%,但随着 3D 墨水业务的提升公司毛利率水平有望稳中有升。2016 年公司销售费用和管理费用出现明显下降,同时非公开发行的完成也大幅降低了财务费用,公司成本控制能力显著增长。

图表 4 公司历年毛利率和净利率



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 5 公司三项费用率



资料来源: wind、华安证券研究所

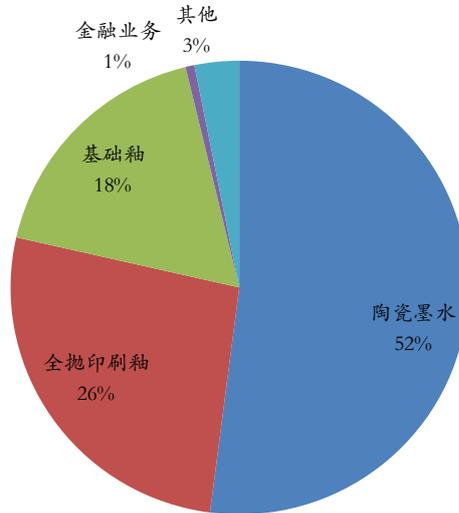
2 陶瓷墨水增资扩产, 渗花墨水放量在即

2.1 陶瓷墨水行业龙头, 产能持续扩张

公司主要产品系列包括全抛釉、印刷基础陶、陶瓷墨水、干粒抛晶釉、金属

釉、釉用色粒，以及印油等其他辅助材料，其中釉料类产品和陶瓷墨水是公司主要收入来源，而陶瓷墨水则是公司近几年业绩增长的主要动力。

图表 6 公司 2016 年中期主营构成



资料来源：wind、华安证券研究所

印花是现代陶瓷很长的一个极为重要的装饰手段，是陶瓷生产工艺的核心，喷墨技术是继丝网印刷、辊筒印刷之后的第三代瓷砖印花技术。

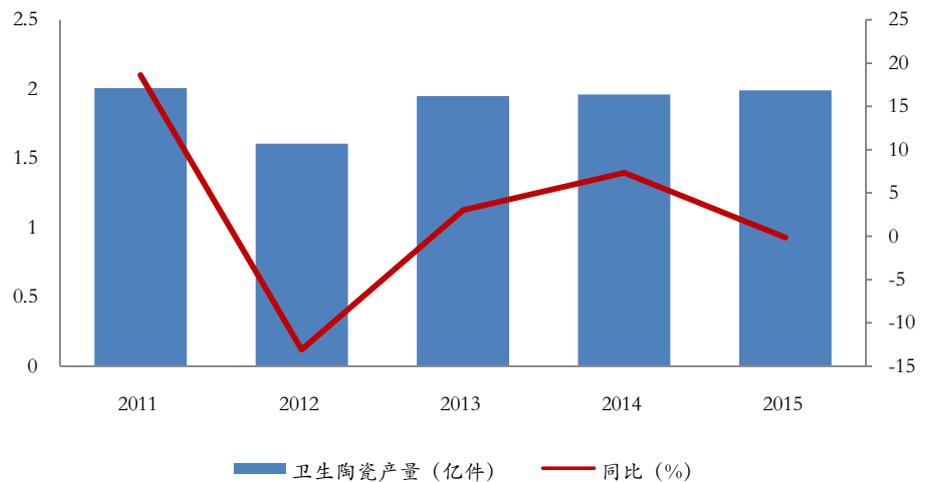
喷墨技术的优势主要表现在：第一，产品不受生产规模限制，可以实现个性化生产；第二，图案清晰、产品更加逼真细腻；第三，喷墨技术只需要在电脑上进行配色实验，不需要传统印刷技术所需的底片、网版、胶辊等设备和材料，降低了物料消耗，提高了工作效率；第四，设计、生产灵活、迅速，便于定制生产；第五，陶瓷墨水的利用率可达到 95%，其物料消耗水平约相当于传统技术的 1/3，有利于降低资源的消耗。

据统计，国内建陶行业 2015 年约有在线喷墨机器 3500 台左右，喷墨打印设备几乎已成为国内陶瓷企业的标配设备，而随着国产喷墨设备的普及，国产墨水的占有率也持续增加，从 2013 年的 25% 到 2014 年 50% 以上，再到 2015 年接近 70% 的市场份额，陶瓷墨水已全面迎来国产化的时代。

从下游需求来看，随着我国经济结构和发展方式的优化，城镇化进程不断加速，人们对生活水平和环保的要求不断提高，传统的抛光砖已经无法满足人们的需求。我国的卫生陶瓷市场容量大，从目前来看陶瓷墨水的渗透率仍处于较低水平，随着陶瓷墨水的使用率提高，在卫生陶瓷领域将迎来巨大的市场空间。

公司是国内最早从事陶瓷墨水生产研究的厂家之一，又是国内率先实现陶瓷墨水规模化生产的厂家之一，公司陶瓷墨水产品在 2012 年中基本定型，2013 年正式进入市场，与进口陶瓷墨水相比有价格优势、运输优势和技术服务优势。近二年公司一手扩张产能，一手拓展市场，在市场规模上不断扩大，截止 2016 年中报，公司陶瓷墨水累计装机量达到 1089 台，市场占有率约 25%。公司定增的 7000 吨陶瓷墨水项目投产，公司的月产能将达到 800 吨/月，遥遥领先于国内其他企业，市场龙头地位稳固。

图表 7 我国卫生陶瓷产量



资料来源: wind、华安证券研究所

2.2 3D 渗花墨水放量在即，市场空间巨大

3D 渗花墨水不同于普通墨水的平面着色,渗花墨水着色于釉层之中,使得产品的图案颜色呈现出 3D 立体效果,瓷砖产品更趋近于天然石材,应用于抛光砖和釉面砖,市场空间将是普通墨水市场容量数倍。将 3D 喷墨渗花墨水用于抛光砖生产,既能保持原有的高耐磨性能,又能提高装饰效果,有望推动抛光砖市占率提升。将 3D 喷墨渗花墨水结合高耐磨性能的发色面釉共同应用于抛釉砖的生产,使得 3D 喷墨渗花抛釉砖全面超越普通抛釉砖。

近几年,随着喷墨打印技术的迅速普及,微晶石、全抛釉两款产品的表面装饰效果发生了质的飞跃,抛光砖产品在市场竞争中处于不利局面。渗花墨水的应用,将会使抛光砖重新以各种其他产品无法替代的特殊优势强势回归。

图表 8 3D 渗花墨水瓷砖 (左) 和全抛釉瓷砖 (右) 对比



资料来源: 华安证券研究所

据有关数据显示,2014年全国抛光砖生产线总数为837条。保守估计,以三分之一的抛光砖生产线使用陶瓷喷墨渗花墨水计算,全国将有279条生产线进行升级,以每条生产线日产量8000 m²计算,每平方米消耗6元陶瓷喷墨打印渗花墨水,陶瓷喷墨打印渗花墨水的日消耗将达到1339万元,年消耗(以300天计算)将达到40亿元人民币。由此可知,陶瓷喷墨渗花墨水的市场是非常巨大的。

公司的3D渗花墨水,以其优良的性能和突出的功能价值为公司在产品市场的品牌地位打下坚实的基础,目前已经获得了国内大型陶瓷生产商的采购使用。2016年8月公司与广东东鹏控股股份有限公司签署《3D喷墨渗花工艺战略合作协议》,为巩固双方长期合作关系,公司与东鹏控股以“3D喷墨渗花墨水”为切入点,形成战略合作。东鹏控股是国内领先的建陶产业集团,旗下拥有多个大型生产基地,“东鹏”品牌是中国陶瓷行业著名商标,产品远销多个国家和地区。公司本次与东鹏控股签订协议,有利于通过其著名品牌进一步推广“3D喷墨渗花墨水”,以公司产品和服务的整合优势布局高端产品市场。协议预计的交易金额为15,000万元,占公司2015年经审计营业收入的27.10%,若协议能完全实施,将对公司2016年和2017年的经营业绩产生较大的积极影响。

公司自主研发的“3D喷墨渗花墨水”属于创新产品,质量稳定可靠,能够提高陶瓷产品的市场溢价能力,具有广阔的市场空间。目前公司3D渗花墨水系列产品预计年产量为2000吨,产品售价在18万元/吨左右,同时公司将会根据市场的实际情况调整产品价格和扩大产能,并进一步推动技术创新和产品升级,以满足日益增长的需求,3D渗花墨水将成为公司主营业务未来的主要看点。

3 提前布局石墨烯, 抢占新材料风口

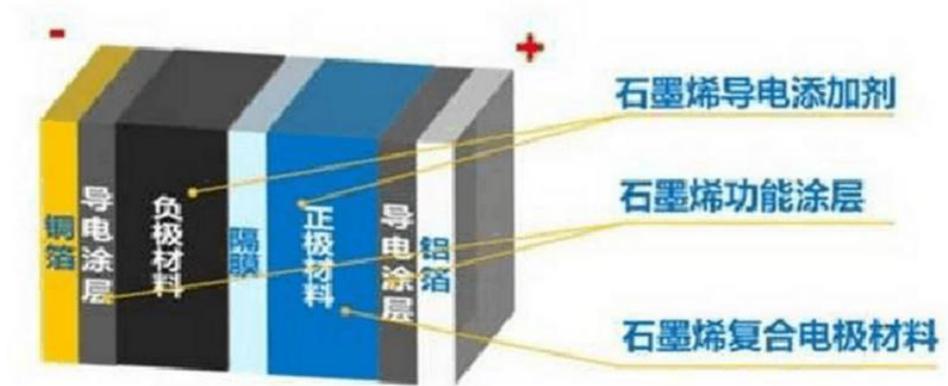
3.1 锂电池领域有望打破应用困局

石墨烯具有完全敞开双表面的结构,可以进行一系列有机反应,与其他材料复合,可以提高其机械性能和导电导热性。如果对石墨进行功能团修饰可以使其化学活性更加丰富。石墨烯的这种结构特性,也使得它非常适合于有机化学活性的材料合成复合材料,用于提高如锂离子电池或超级电容器的电极材料的性能。

全球石墨烯专利最为集中的前五个领域分别为锂电子电池、生化传感器、超级电容器、催化剂及导电复合材料。在锂电子电池应用方面的专利数最多,为646件,占有领域专利数的12.7%。可见石墨烯的应用研究在锂电池领域最为成熟,在产业化推广上的技术难度最低。

目前,发展和改进锂离子电池的主要方向是提高电池容量与充放电性能,提高电池的安全性并降低电极材料成本。锂离子电池主要由正极、负极、隔膜和电解质等组成,而决定锂离子电池整体电化学性能的关键是电极材料。石墨烯在锂电池中主要有三种应用,分别是作为正负极材料导电添加剂,用在铜箔或铝功能涂层以及作为电极材料。从目前来看,石墨烯导电剂已经率先实现产业化,并最具发展前景。

图表 9 石墨烯在锂电池中的应用



资料来源：华安证券研究所

3.2 石墨烯导电剂性能卓越，成本壁垒即将打破

在锂电池导电添加剂应用方面，锂离子电池目前常用的导电添加剂为炭黑与碳纳米管。与炭黑与碳纳米管相比，石墨烯具备高电子迁移率、超高电荷载流子迁移率，是作为导电添加剂的理想材料，可显著降低电池内阻，提高倍率性能与循环寿命。石墨烯已经作为一种新的添加剂被广泛研究与验证，但目前更多是与炭黑、碳纳米管混合一起，而不是实现完全的替代。将石墨烯和炭黑混合后作为导电添加剂加入锂电池，可以有效降低电池内阻，提升电池充放电性能和循环寿命。东莞鸿纳、青岛昊鑫等多家单位已经推出相关产品并应用到锂电池中，其市场占比逐步提升。

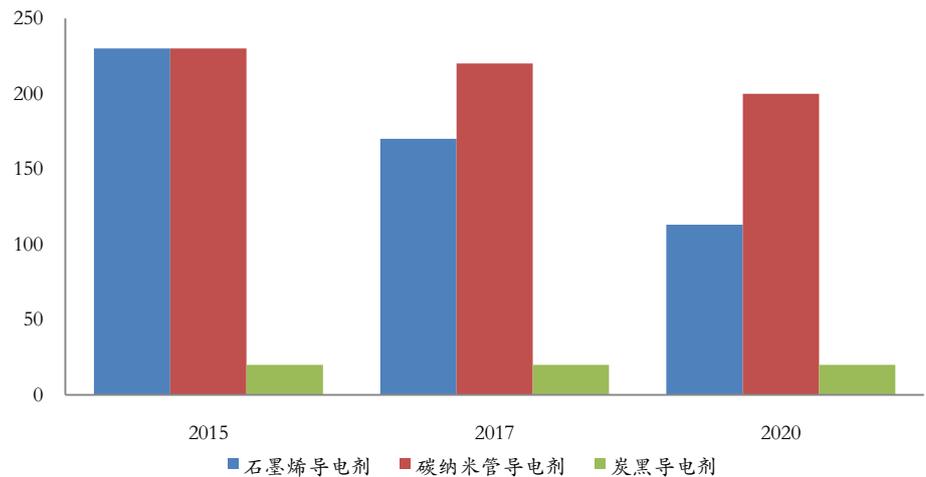
图表 10 石墨烯导电剂和其他导电剂对比

导电剂添加量	磷酸铁锂极片电阻率 (Ωcm)		
	石墨烯	碳纳米管	导电炭黑
1wt%	2.1	20.5	82.4
2 wt%	0.8	11.6	51.7
3 wt%	0.4	2.1	29.8
4 wt%	0.35	1.2	22.4
5 wt%	0.17	1.2	10.6
6 wt%	0.16	0.9	8.3

资料来源：墨西科技、华安证券研究所

随着石墨烯生产技术不断成熟，成本也在快速下降中，2015 石墨烯导电剂价格为 230 美元/千克，与碳纳米管导电剂价格大致相同，预计到 2020 年石墨烯导电剂价格将降至 113 美元/千克，而碳纳米管价格将维持在 200 美元/千克的水平，石墨烯导电剂的价格优势将逐步显现。随着石墨烯导电剂价格的不断降低，以及汽车动力电池对性能的要求越来越高，石墨烯导电剂将快速普及，迎来产业化的快速推进和市场需求的快速放量。

图表 11 石墨烯导电剂和其他导电剂价格对比

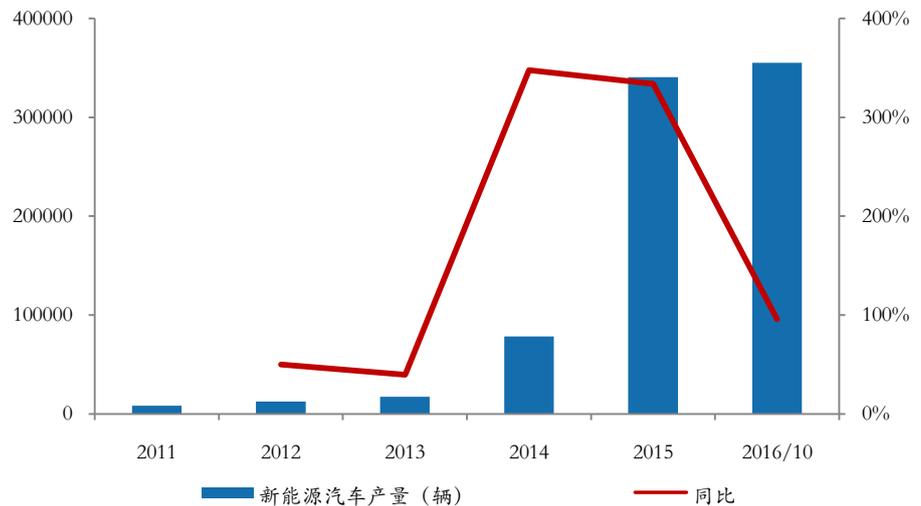


资料来源：华安证券研究所

3.3 新能源汽车快速发展，石墨烯导电剂市场空间巨大

2014 年以来，我国新能源汽车进入快速发展，产销量不断攀升，新能源汽车的需求激增大幅拉动了国内动力电池的需求。2015 年中国汽车动力锂电池产量为 16GWh，同比增长 300%。我们预计中国动力锂电池 2016 年产量为 30.5GWh，到 2025 年动力电池产量将达到 154GWh，年复合增长率达到 39.36%。相对应的正极材料 2016 年的需求量将达到 8 万吨左右，到 2020 年可达到 26 万吨。

图表 12 我国新能源汽车产量

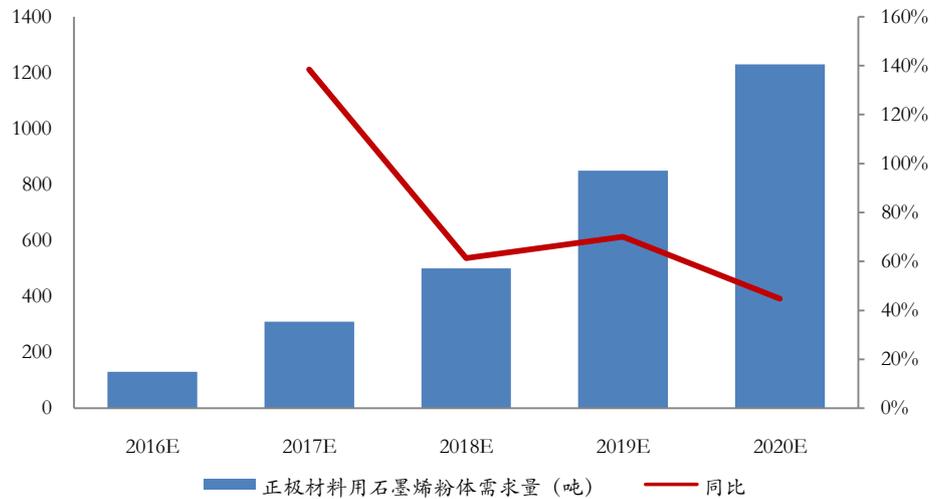


资料来源：中汽协、华安证券研究所

未来随着新能源汽车的快速发展，对动力电池的性能要求也越来越高，而正极材料作为动力电池的核心，其对于高端导电添加剂品需求也将呈飞速提升态势。预计到 2018 年，石墨烯导电剂用量将达 500 吨左右，其在锂电池导电剂材料中占比也将逐步提高。目前石墨烯生产企业以石墨烯浆料的产品形式供货电池厂，

以目前导电浆料中约 5wt%含量的石墨烯来估算，2018 年对应的石墨烯导电浆料需求量在 10000 吨以上。

图表 13 正极材料用石墨烯粉体需求量预测

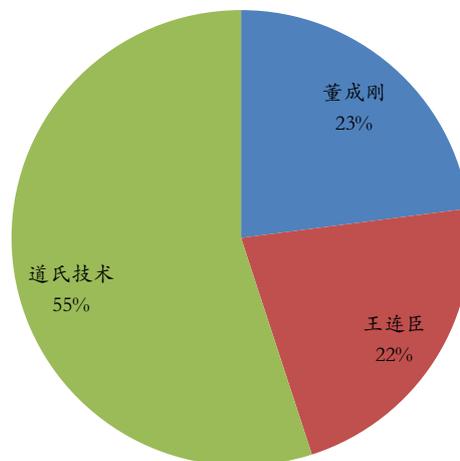


资料来源：华安证券研究所

3.4 并购青岛昊鑫，提前布局石墨烯

青岛昊鑫新能源科技有限公司成立于 2012 年，拥有以美国劳伦斯伯克利国家实验室科学家、中组部青年千人计划引进专家为首席科学家的国际一流研发团队。青岛昊鑫是国内少数拥有天然石墨类材料完整产业链的企业，昊鑫科技拥有从石墨原矿开采到最终产品的全套现代化工艺和设备，年产天然石墨负极 8000 吨，人造石墨负极 5000 吨，碳纳米管 500 吨，石墨烯 500 吨。青岛昊鑫 2015 年净利润为 383.33 万元，2016 年 1 月-5 月净利润已经达到 467.25 万元，预计未来数年内，公司的盈利能力将快速提升。公司先后于 2016 年 4 月和 2016 年 7 月两次投资青岛昊鑫，目前累计拥有 55% 的股权。

图表 14 道氏技术股权结构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

青岛昊鑫目前拥有 500 吨/月的石墨烯导电浆料产能，产品主要供应给比亚迪和国轩高科，目前公司已经占据了比亚迪石墨烯导电浆料 80% 的供货份额，未来随着石墨烯导电浆料的不断普及，公司业绩也将水涨船高。

3.5 入股金富力和广东佳纳，完善正极材料布局

2016 年 5 月公司公告拟公司以自筹资金人民币 5,000 万元向湖南金富力新能源股份有限公司增资，增资完成后，公司将拥有金富力的 15% 股权。金富力的主要产品为三元复合材料、锰酸锂、磷酸铁锂和钛酸锂。目前金富力已经拥有优秀的客户资源，营业收入逐渐增加，具有持续盈利能力。根据注册会计师的审计结果，2015 年净利润为 422.95 万元，2016 年第一季度净利润已经达到 456.72 万元，预计未来一段时间内，金富力的收入和利润将保持稳定增长。

10 月，公司又签订增资意向书，初步意向出资人民币 9,000 万元向佳纳能源增资。佳纳能源是一家专门从事钴、铜及镍钴锰三元复合锂离子正极材料前驱体等产品研发、生产、销售的高新技术企业，是国内主要的钴系列产品和三元前驱体生产商。一方面，佳纳能源生产的新能源材料产品能够满足高端电池材料的生产要求，契合公司布局新能源材料的发展战略，有利于公司掌握生产新能源材料的先进技术，形成完整的产业链；另一方面钴产品是公司渗花墨水的主要原材料之一，通过本次增资佳纳能源，公司向渗花墨水产业链上游延伸，获得稳定的原材料资源，能够有效降低生产成本。

公司通过这两笔收购配合青岛昊鑫，完善了再动力电池正极材料领域的产业链布局，为公司未来转型升级提前做好了准备。

4 盈利预测与投资评级

公司传统陶瓷墨水业务新增产能即将释放，将继续保持稳定增长，新产品 3D 渗花墨水放量在即，为传统业务带来新的亮点，同时公司提前布局石墨烯领域，青岛昊鑫作为国内石墨烯导电剂的龙头，将为公司带来充分的收益。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.54 元、1.01 元、1.32 元，对应的 PE 分别为 71.23 倍、37.89 倍、28.89 倍，给予“买入”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	709	874	1,404	1,823	营业收入	554	781	1,233	1,542
现金	125	156	247	308	营业成本	333	478	734	910
应收账款	235	280	464	596	营业税金及附加	3	5	7	9
其他应收款	30	26	42	62	销售费用	45	47	68	77
预付账款	2	0	(5)	(9)	管理费用	85	109	160	200
存货	212	269	414	535	财务费用	2	5	9	15
其他流动资产	107	142	241	331	资产减值损失	26	0	0	0
非流动资产	359	362	370	376	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	179	168	156	145	营业利润	59	137	255	330
无形资产	73	68	64	59	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	106	126	150	172	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,068	1,236	1,774	2,199	利润总额	59	137	255	330
流动负债	439	422	822	1,090	所得税	8	22	38	46
短期借款	103	108	310	397	净利润	51	115	216	284
应付账款	97	108	177	229	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	239	207	336	464	归属母公司净利润	51	115	216	284
非流动负债	37	30	38	44	EBITDA	74	158	280	361
长期借款	19	19	19	19	EPS (元)	0.24	0.54	1.01	1.32
其他非流动负	18	10	19	25					
负债合计	476	452	860	1,134					
少数股东权益	9	9	9	9	主要财务比率				
股本	98	215	215	215	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	244	244	244	244	成长能力				
留存收益	242	316	446	598	营业收入	23.90%	41.00%	58.00%	25.00%
归属母公司股东权	583	775	904	1,056	营业利润	-28.60%	133.13%	85.80%	29.61%
负债和股东权益	1,068	1,236	1,774	2,199	归属于母公司净利润	-29.56%	126.12%	88.01%	31.13%
					获利能力				
					毛利率(%)	39.80%	38.80%	40.50%	41.00%
					净利率(%)	9.20%	14.75%	17.55%	18.41%
					ROE(%)	8.60%	14.68%	23.70%	26.64%
					ROIC(%)	15.39%	20.11%	24.90%	24.53%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.58%	36.56%	48.51%	51.55%
					净负债比率(%)	1.12%	23.18%	7.40%	19.82%
					流动比率	1.62	2.07	1.71	1.67
					速动比率	1.13	1.43	1.20	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.68	0.82	0.78
					应收账款周转率	3.14	3.39	3.64	3.22
					应付账款周转率	7.50	7.64	8.68	7.59
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.54	1.01	1.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.33)	(0.11)	(0.08)	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.60	4.21	4.91
					估值比率				
					P/E	161.1	71.2	37.9	28.9
					P/B	14.1	10.6	9.1	7.8
					EV/EBITDA	76.17	52.60	30.40	23.75

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。