

强烈推荐-A (维持)

天赐材料 002709.SZ

目标估值: 66.5-66.5 元

当前股价: 50.93 元

2017年04月10日

强成长的电池材料生产商!

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	32504
已上市流通股(万股)	16332
总市值(亿元)	166
流通市值(亿元)	83
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	24.4
资产负债率	30.0%
主要股东	徐金富
主要股东持股比例	41.45%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天赐材料(002709): 前三季度业绩高增长, 六氟磷酸锂产能持续释放》2016-10-26
- 2、《天赐材料(002709): 行业周期带来业绩高增长, 成长属性支撑长期发展》2016-08-23
- 3、《天赐材料(002709): 前瞻业务布局持续进入收获期》2016-07-15

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn  
S1090515080003

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

据天赐材料年报信息, 公司 2016 年营业收入 18.37 亿, 同比增长 94.25%; 扣非后归母净利润 3.67 亿元, 同比增长 348.43%。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.90, 2.63, 3.54, 基于公司 2017 年业绩和利润增速, 给予天赐材料 35 倍估值, 和 66.5 元目标价。维持强烈推荐评级。

- **2016 年业绩实现高增长。**据天赐材料年报信息, 公司 2016 年营业收入 18.37 亿, 同比增长 94.25%, 扣非后归母净利润 3.67 亿元, 同比增长 348.43%。分析公司收入结构可以发现, 电解液产品销量规模的增长, 和盈利水平的大幅提升, 是驱动公司 2016 年业绩高增长的主要原因。
- **六氟磷酸锂产能扩建继续推动公司业绩高增长。**我们预计, 天赐材料 2017 年六氟磷酸锂有望实现 4000~4500 吨产量, 同比翻倍增长; 电解液产品有望实现 3~3.5 万吨销售规模, 同比 50% 以上增长。我们考虑了电解液产业售价降低带来的影响, 但随着天赐材料电解液销量和六氟磷酸锂自给率的大幅提升, 公司 2017 年业绩可继续保持高增长态势。
- **电池材料业务市场国际化, 打开公司成长空间。**一方面, 公司开发的新型锂盐 LIFSI 当前主要应用于高端锂电市场, 天赐材料的量产, 能够加速公司国内高端客户的开发。另一方面, 天赐材料电解液业务长期与国内一线品牌合作, 个人护理品业务早已服务海外主流企业, 强大的企业能力能够支撑公司锂电材料业务海外一线客户的开发和维护, 此变化 2017 年值得期待。
- **新业务拓展为公司主营业务带来增量。**天赐材料前期在新方向的布局, 2017 年将为公司收入和利润带来实质性贡献。新业务(新型锂盐、正极材料等)盈利能力强, 市场空间大, 新业务的成长可支持公司长期发展。
- **维持强烈推荐评级。**我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.90, 2.63, 3.54, 基于公司 2017 年业绩和利润增速, 给予天赐材料 35 倍估值, 和 66.5 元目标价。维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 国内新能源汽车产业发展低于预期; 公司六氟磷酸锂产能投放进度低于预期; 公司新材料开发及应用低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	946	1837	2838	4028	5005
同比增长	34%	94%	54%	42%	24%
营业利润(百万元)	95	457	745	1037	1401
同比增长	46%	382%	63%	39%	35%
净利润(百万元)	100	396	618	854	1149
同比增长	62%	298%	56%	38%	35%
每股收益(元)	0.77	1.22	1.90	2.63	3.54
PE	66.5	41.8	26.8	19.4	14.4
PB	5.6	10.2	7.9	6.0	4.5

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

天赐材料 2016 年年报总结：业绩实现高增长！ .....	4
天赐材料 2017 年经营展望：新业务持续落地.....	8
1. 六氟磷酸锂产能扩建继续推动公司业绩保持高增长 .....	8
2. 精细化工品业务新产品新应用带来新的业绩增量 .....	9
3. 电池材料业务市场国际化，打开公司成长空间 .....	9
4. 新业务拓展 2017 年逐步落地 .....	11
天赐材料公司估值.....	12
1. 天赐材料 2016 年利润分配方案 .....	12
2. 天赐材料 2017 年盈利预测.....	12
3. 天赐材料估值 .....	12

## 图表目录

图 1: 天赐材料业务成长路径演进: 平台化的扩张能力 .....	6
图 2: 天赐材料循环经济布局出发点-六氟磷酸锂副产物的消化 .....	7
图 3: 天赐材料围绕电池材料业务进行的产业布局 .....	7
图 4: 2016 年国内主要动力生产企业出货量统计 .....	8
图 5: LiFSI 关键性能优势对下游应用的变化 .....	10
图 6: ISO/TS 16949 是汽车行业的进入性认证.....	10
图 7: ISO/TS 16949 认证过程 .....	11
图 8: 2017 年天赐材料预计收入结构.....	12
图 9: 2017 年天赐材料预计利润结构.....	12
图 10: 天赐材料历史 PE Band.....	12
图 11: 天赐材料历史 PB Band.....	12
表 1: 天赐材料主营业务经营情况.....	4
表 2: 天赐材料 2016 年各季度业绩比较 .....	4
表 3: 天赐材料 2016 年半年业绩比较.....	5
表 4: 天赐材料分季度主要财务指标 .....	5
表 5: 天赐材料 2016 年非主营业务分析 .....	5
表 6: 天赐材料历年研发投入 .....	6
表 7: 天赐材料六氟磷酸锂产能构建节奏 .....	8
附: 财务预测表 .....	13

## 天赐材料 2016 年年报总结：业绩实现高增长！

据天赐材料年报信息，公司 2016 年营业收入 18.37 亿，同比增长 94.25%，归母净利润 3.96 亿元，同比增长 298.10%，扣非后归母净利润 3.67 亿元，同比增长 348.43%。分析公司收入结构可以发现，电解液产品销量规模的增长，和盈利水平的大幅提升，是驱动公司 2016 年业绩高增长的主要原因。

表 1：天赐材料主营业务经营情况

金额单位：百万	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>锂离子电池材料产品</b>						
收入	197.93	28.1%	454.97	48.3%	1,225.11	67.2%
成本	131.22	26.4%	317.47	48.9%	690.75	63.2%
毛利	66.71	-	137.50	-	534.37	-
毛利率(%)	33.70	-	30.22	-	43.62	-
<b>个人护理品材料产品</b>						
收入	418.85	59.6%	417.86	44.3%	524.68	28.8%
成本	305.83	61.6%	286.76	44.2%	354.87	32.5%
毛利	113.02	-	131.10	-	169.80	-
毛利率(%)	26.98	-	31.37	-	32.36	-
<b>有机硅橡胶材料产品</b>						
收入	86.36	12.3%	70.03	7.4%	72.86	4.0%
成本	59.14	11.9%	45.04	6.9%	47.36	4.3%
毛利	27.22	-	24.99	-	25.50	-
毛利率(%)	31.52	-	35.69	-	35.00	-

资料来源：wind，招商证券

表 2：天赐材料 2016 年各季度业绩比较

(百万元)	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	154.88	213.38	277.12	300.42	345.17	455.75	544.76	491.56
营业毛利	45.00	66.69	81.01	100.70	142.99	195.95	214.75	176.90
营业费用	11.65	13.83	15.44	19.19	17.72	20.68	20.35	24.42
管理费用	18.00	26.81	34.45	42.80	36.54	39.71	48.94	64.81
财务费用	0.65	1.30	1.46	0.03	0.82	0.03	0.75	0.99
投资收益	0.19	0.18	0.17	0.12	1.46	11.58	7.13	9.51
营业利润	13.60	23.72	23.15	34.37	83.69	139.21	141.67	92.18
所得税	1.90	2.83	2.45	8.40	13.35	18.42	19.83	17.47
归属母公司净利润	12.12	17.20	20.86	49.37	70.93	121.67	124.06	79.67
EPS	0.10	0.14	0.17	0.38	0.22	0.37	0.38	0.25
<b>主要比率</b>								
毛利率	29.1%	31.3%	29.2%	33.5%	41.4%	43.0%	39.4%	36.0%
营业费用率	7.5%	6.5%	5.6%	6.4%	5.1%	4.5%	3.7%	5.0%
管理费用率	11.6%	12.6%	12.4%	14.2%	10.6%	8.7%	9.0%	13.2%
营业利润率	8.8%	11.1%	8.4%	11.4%	24.2%	30.5%	26.0%	18.8%
有效税率	1.2%	1.3%	0.9%	2.8%	3.9%	4.0%	3.6%	3.6%
净利率	7.8%	8.1%	7.5%	16.4%	20.5%	26.7%	22.8%	16.2%

资料来源：wind，招商证券

表 3: 天赐材料 2016 年半年业绩比较

(百万元)	2015H2	2016H1	2016H2	同比	环比
营业收入	577.54	800.93	1,036.32	79.4%	29.4%
营业毛利	181.71	338.95	391.65	115.5%	15.5%
营业费用	34.62	38.40	44.77	29.3%	16.6%
管理费用	77.25	76.25	113.74	47.2%	49.2%
财务费用	1.49	0.85	1.74	16.6%	105.8%
投资收益	0.29	13.04	16.65	5619.4%	27.7%
营业利润	57.53	222.90	233.85	306.5%	4.9%
所得税	10.85	31.77	37.30	243.8%	17.4%
归属母公司净利润	70.23	192.60	203.72	190.1%	5.8%
EPS (元)	0.58	0.60	0.63	8.2%	4.1%

资料来源: wind、招商证券

天赐材料 2016 年单季度利润呈现两头地中间高的态势。一般来说, 电池材料下游需求呈现明显的季节性, 1 季度受春季因素影响, 出货规模为全年最低, 而三四季度为全年需求旺季, 特别是在新能源汽车产业跨年有补贴变化的情况下, 4 季度需求为全球最高。但是从天赐材料 4 季度的经营数据来看, 公司收入保持较 1 季度比较有增长态势, 但是盈利是下滑的。我们分析主要有两个原因: 1.2016 年国家新能源汽车补贴政策在 4 季度出现明显调整, 导致下游大客户 11 月之后生产规模大幅缩减, 所以导致公司出货规模有所收缩。2.公司在 4 季度会集中确认一些折旧摊销、减值损失、费用支出等, 这会冲减公司 4 季度盈利水平。但值得注意的是, 天赐材料 4 季度经营性现金流改善明显, 主要是公司集中收回一部分应收账款所致。

表 4: 天赐材料分季度主要财务指标

单位: 百万元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	345.17	455.75	544.76	491.56
归属于上市公司股东的净利润	70.93	121.67	124.06	79.67
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	70.46	120.89	122.31	53.34
经营活动产生的现金流量净额	-6.32	71.28	26.27	142.49

资料来源: 公司年报, 招商证券

主营业务以外, 2016 年投资收益为公司带来 3000 万左右利润贡献。天赐材料参股江苏容汇超过 20% 股权, 2016 年江苏容汇因为碳酸锂业务利润增长, 实现 1.5 亿左右利润。江苏容汇一方面在产能扩张的同时 (包括与天赐材料一起设立九江容汇), 另一方面, 积极布局上游矿的原料。所以我们预计 2016 年为江苏容汇业绩释放年, 同时该公司未来有望保持稳健的上升增长态势。

表 5: 天赐材料 2016 年非主营业务分析

项目	金额	占利润总	形成原因说明
投资收益	29,685,139.45	6.39%	主要为权益法下容汇锂业长期股权投资确认的投资收益
公允价值变动损益	26,216,905.45	5.64%	主要为东莞凯欣原股东对本公司的业绩补偿
资产减值	37,636,704.35	8.10%	主要为计提应收账款坏账准备和本报告期末对非同一控制下合并东莞凯欣形成的商誉计提减值准备 1,776.86 万元
营业外收入	13,073,177.94	2.81%	主要为政府补助

资料来源: 公司年报, 招商证券

随着公司规模的扩张，杉杉股份对于研发投入不断加强，从研发队伍的建设到研发费用支出，同比都实现了大幅上升。我们知道天赐材料未来会不断的以新材料新应用开发作为公司成长的核心驱动力，所以研发实力的增量，为企业长期竞争力奠定基础。

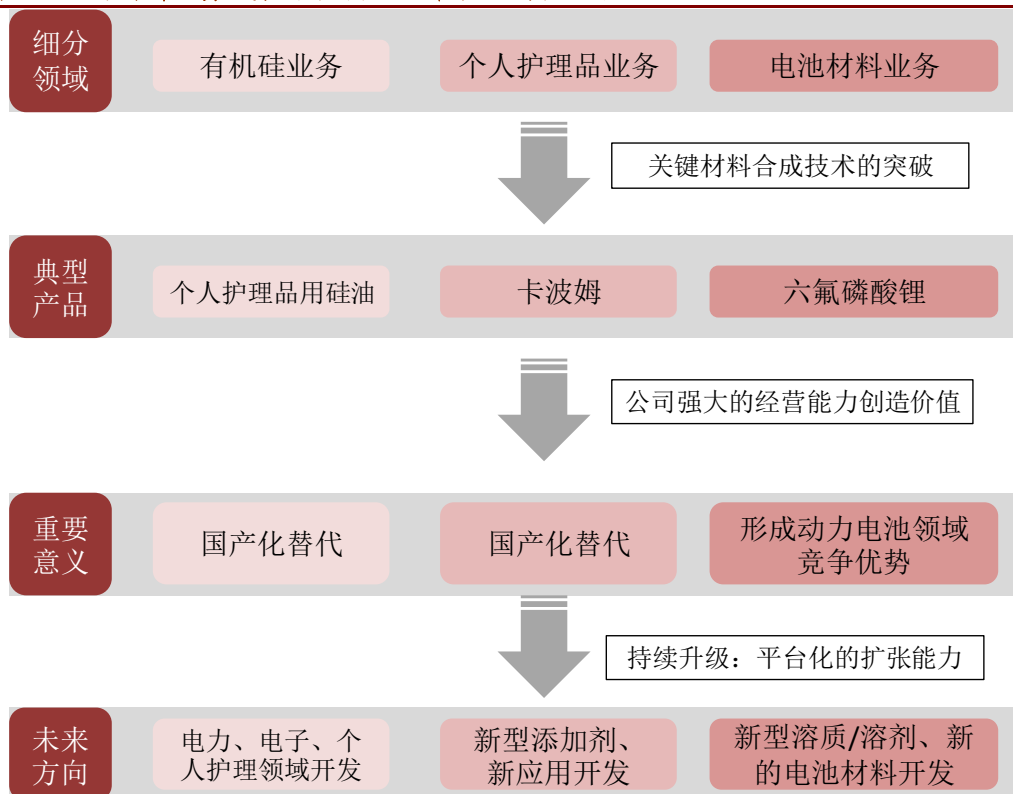
表 6: 天赐材料历年研发投入

	2013 年	2014 年	2015 年	2016
研发人员数量 (人)	-	134	182	237
研发人员数量占比	-	13.56%	13.97%	14.78
研发投入金额 (万元)	3,224.01	3,631.20	5,318.53	9,906.29
研发投入占营业收入比例	5.41%	5.15%	5.62%	5.39%

资料来源: 公司公告, 招商证券

我们一直强调天赐材料所具备的平台化能力。天赐材料具备强大的精细化工材料产业化生产能力，同时下游对接个人护理品和锂离子电池两大市场。公司起家硅油产品的产业化生产，实现进口产品国产化替代之后，一方面向个人护理品添加剂高端产品扩张，实现了卡波姆、氨基酸等高附加值材料的生产；另一方面，通过消化吸收外购技术，实现六氟磷酸锂的量产，并向下游延伸完成动力电池电解液产品的开发和销售。在此基础上，公司不断在两个细分市场进行新材料的开发和应用市场的开拓。我们认为公司随着材料品种和应用市场的挖掘，成长空间将不断打开，平台化的业务架构和前瞻的产业布局，推动公司业绩持续成长。

图 1: 天赐材料业务成长路径演进: 平台化的扩张能力



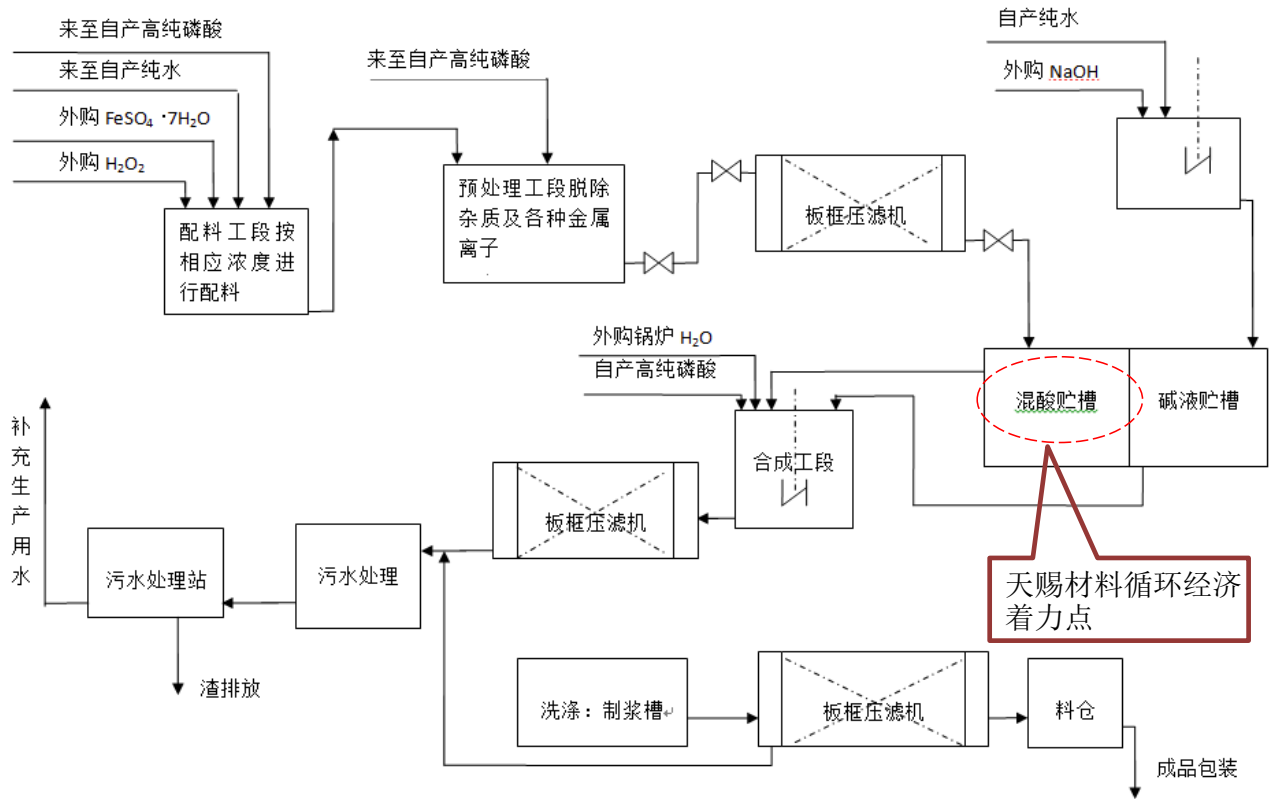
资料来源: 招商证券

自 2015 年以来，天赐材料围绕电池材料业务开展数起产业整合，并积极进行的产能扩张。锂电材料业务受益新能源汽车产业和未来储能市场的发展，将是一个具备千亿甚至万亿规模的市场，所以天赐材料细致且具有前瞻性的产业布局，将不断强化公司在锂电



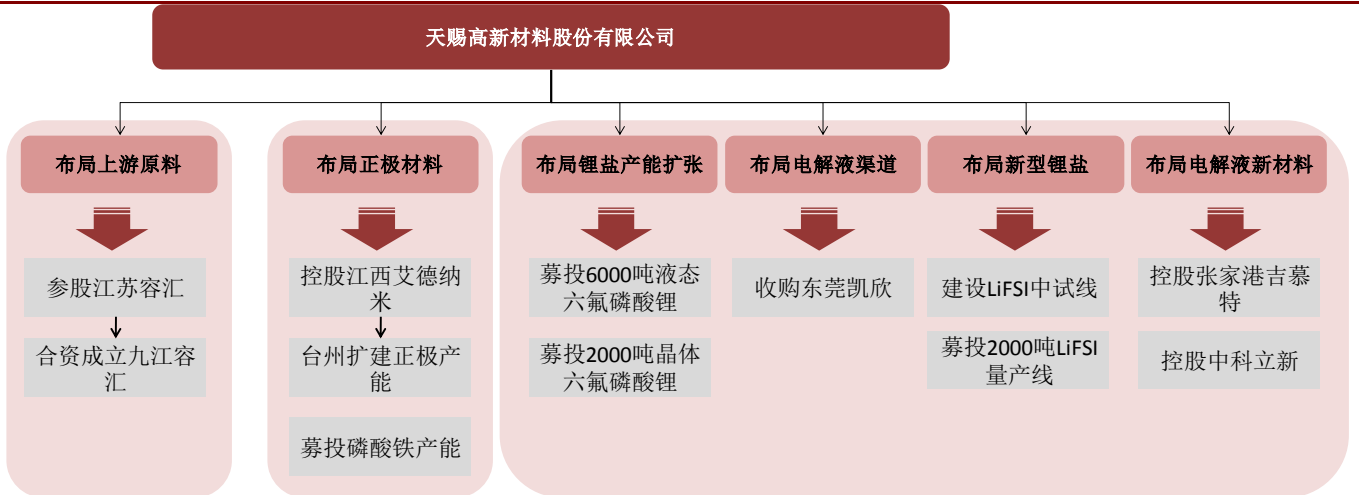
材料领域个市场竞争力和盈利能力。

图 2: 天赐材料循环经济布局出发点-六氟磷酸锂副产品的消化



资料来源: 公司资料, 招商证券

图 3: 天赐材料围绕电池材料业务进行的产业布局



资料来源: 公司资料, 招商证券

## 天赐材料 2017 年经营展望：新业务持续落地

### 1. 六氟磷酸锂产能扩建继续推动公司业绩保持高增长

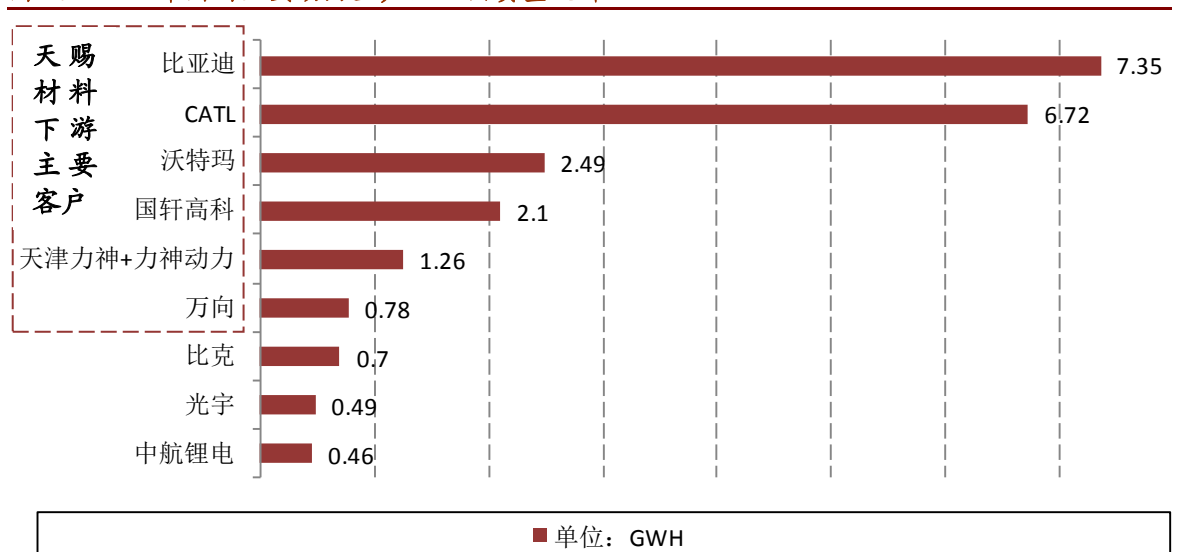
众所周知，2015 年~2016 年天赐材料受益于六氟磷酸锂产能市场，及市场供需带来的周期性涨价，公司业绩迎来大爆发，2015 年 Q4 及 2016 年业绩同比大幅增长。2017 年，随着国内外六氟磷酸锂产能逐渐投放，其产品价格有望从现货价超过 40 万，回落到 30 万以内。但是天赐材料 2017 年产能释放的同时，通过电解液产品与下游客户建立强粘性关系，所以下游重点客户（如 CATL、国轩、比亚迪、沃特玛、力神、万向等）2017 年动力电池产能市场，将带动公司电解液需求，从而拉动公司六氟磷酸锂原料需求。我们预计，公司 2017 年六氟磷酸锂有望实现 4000~4500 吨产量，同比实现翻倍增长，而电解液产业有望实现 3~3.5 万吨销售规模，同比实现 50%以上增长。我们考虑了电解液产业售价降低带来的影响，天赐材料电解液销量规模的上升，特别是六氟磷酸锂自给率的大幅提升，可驱动公司 2017 年业绩保持高增长态势。

表 7: 天赐材料六氟磷酸锂产能构建节奏

产能规模	开建/投产时间	目前运营状况	备注
300t/a 晶体六氟磷酸锂产能	2011 年 3 月投产	目前正常运行	-
700t/a 晶体六氟磷酸锂产能	2013 年上半年开建	已投产使用	-
1000t/a 晶体六氟磷酸锂产能	2013 年上半年开建	已投产使用	-
6,000t/a 液体六氟磷酸锂项目	2016 年上半年开建	已投产使用	折合晶体为 2000 吨
2000 t/a 晶体六氟磷酸锂项目	以自有资金建设	预计 2017 年三季度投产	-

资料来源：公司公告,招商证券

图 4: 2016 年国内主要动力电池生产企业出货量统计



资料来源：第一电动网，国轩高科年报，招商证券



## 2. 精细化工品业务新产品新应用带来新的业绩增量

公司生产的日化材料及特种化学品主要有表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂等系列产品，其中，日化材料广泛应用于洗发水、沐浴露、洗衣液等个人护理和家居护理领域，特种化学品主要用于石油开采、造纸、农药铺展剂、3D 打印等工业领域。

2016 年，天赐材料日化材料下游个人护理品行业继续维持了平稳小幅增长，公司日化材料及特种化学品业务产品市场竞争力不断增强，公司继续拓展氨基酸表面活性剂、卡波姆树脂及聚合物的营销市场，在国内新锐日化企业市场获得了认可。

此外，新业务平台的拓展成效显著，在农药铺展剂、3D 打印等方面取得了新突破。公司日化材料及特种化学品业务正逐步发展成为精细和特种化学品材料大类的综合性业务。

新市场的开拓，为天赐材料个人护理品添加剂产品带来新的收入来源形式，但是生产成本、人员成本等并不会因此有太明显的变化。所以我们认为天赐材料 2017 年该业务有望实现更快速的盈利的增长。

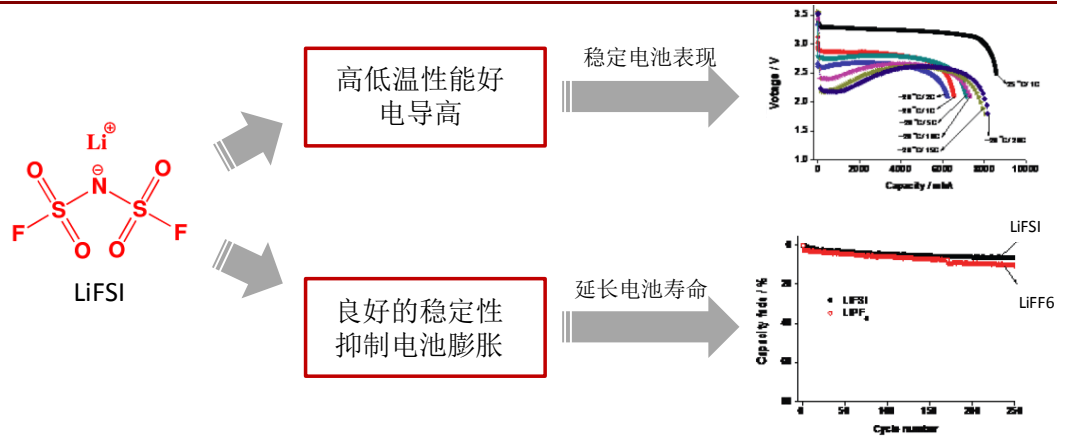
## 3. 电池材料业务市场国际化，打开公司成长空间

其实公司原有的个人护理品业务较早已开展了国际业务并积极接触跨国公司客户。从 2006 年起，公司积极推进与国际接轨的质量保障和 EHS 体系的建立和提升。公司研发体系经过高水平的建设，科研水平得到了长足发展，新产品和新技术不断推出，多项产品不断接近国际水平，形成了有效的竞争力。所以说天赐材料在国际客户开发方面已经积累相关能力。

在锂电材料方面，我们通过对公开资料的整理发现，目前 LiFSI 已经被行业中大部分企业进行过性能测试，特别是行业排名靠前的企业，如松下、LG、三星、索尼，以及日本的主流电解液生产商，如宇部化学、中央硝子等，同时其年使用量也处于趋势性上上升阶段。

据调研了解，天赐材料建设的 300 吨 LiFSI 新型锂盐中试线已经到了设备安装调试后期，即将投产，而相关的产品送样和性能测试也将同步展开。当前市场中 LiFSI 由于价格非常贵，所以国内外电池生产企业主要将该产品应用于高端市场。所以天赐材料 LiFSI 的投产，将有助于公司电池材料产品进入国外高端客户和高端应用市场，该过程将加快公司海外市场的开拓。参考公司发展规划，天赐材料可以单独销售 LiFSI 产品，也可以将 LiFSI 添加到电解液中，直接销售电解液产品。所以后者也能够通过 LiFSI 的销售，来带动公司总体电解液材料的销售。

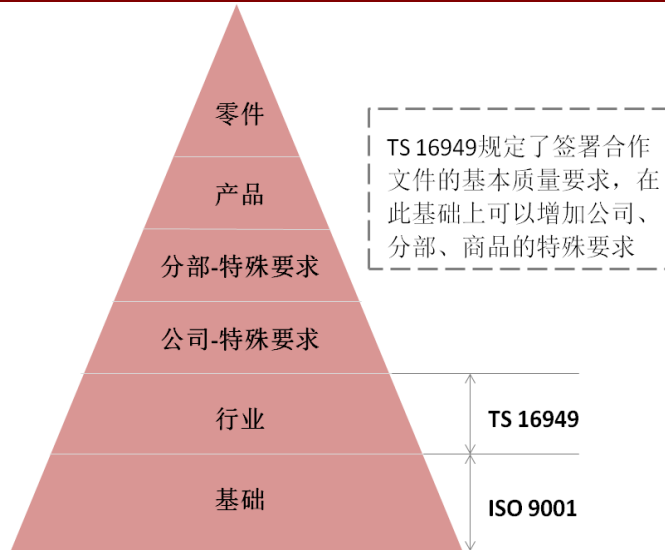
图 5: LIFSI 关键性能优势对下游应用的变化



资料来源：招商证券

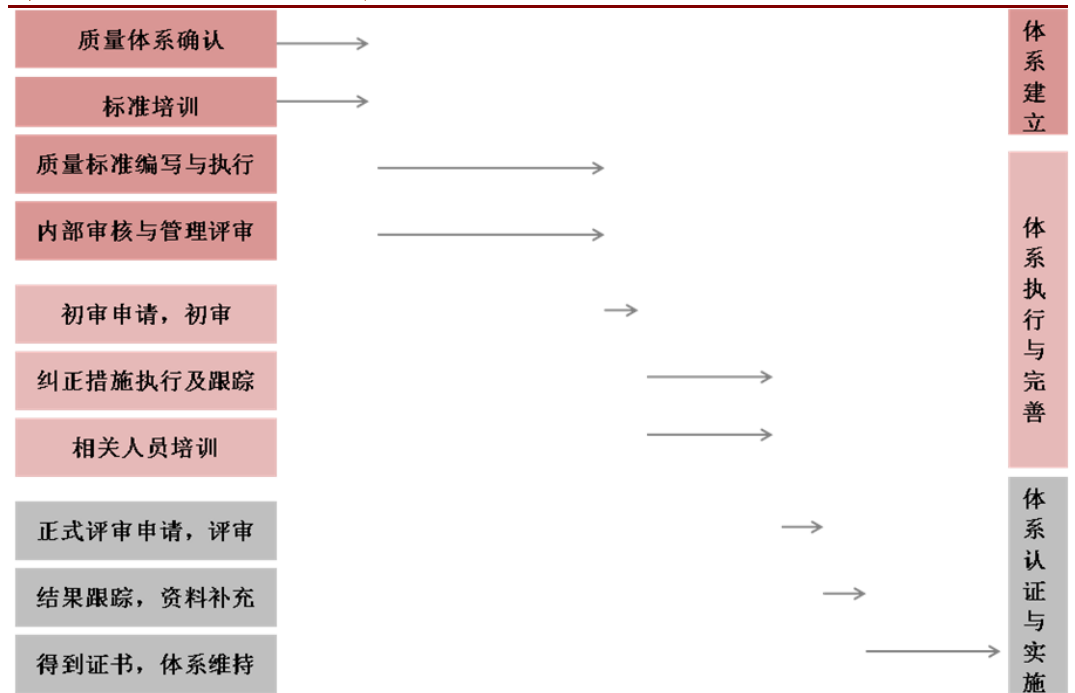
另一方面，天赐材料（含东莞凯欣）自 2015 年以来，动力电池电解液销量规模已处于国内绝对龙头地位，服务于国内最为主流且规模领先的动力电池生产企业。我们知道汽车行业对于产品要求原高于电子消费品市场，行业中常常用是否通过 TS16949 来判断企业的生产和品质管理能力是否能够满足汽车行业要求。天赐材料早在 2012 年便已通过了 TS16949 认证，远远领先于行业同行的进度。同时近几年，天赐材料产能规模的扩张和客户结构的丰富，使公司在供应链管理、下游市场前瞻性判断、生产组织能力、产业链循环经济布局等方面远远领先于行业竞争对手。所以天赐材料企业能力的快速提升，也将加速公司海外市场供应链体系的开发和维护。

图 6: ISO/TS 16949 是汽车行业的进入性认证



资料来源：招商证券

图 7: ISO/TS 16949 认证过程



资料来源: 招商证券

参考公司年报信息, 公司 2016 年成功增添了珠海银隆、珠海光宇等新主力客户, 持续跟进 Tesla、Panasonic 等潜在国际客户, 开展了以国际标杆客户为针对性的全方位对标国际运营标准的提升活动, 全面提升公司电解液业务的市场竞争力。

#### 4. 新业务拓展 2017 年逐步落地

如前文所述, 天赐材料 2017 年除原有的三部分业务公司业绩以外, 还有新的业务带来收入和利润的增量。

公司控股的江西艾德纳米近 2 万吨磷酸铁锂正极产能预计下半年完成搬迁后, 具备生产能力, 所以 2017 年天赐材料营业收入中将有正极材料的贡献。另外, 公司增资张家港吉慕特, 获得电解液阻燃剂领域的领先技术, 控股中科立新获得有机硅电解液完全自主知识产权的物质专利, 2017 年或有一定的业绩贡献。需要强调的是, 天赐材料中试投产的 300 吨 LiFSI, 我们预计可实现 100~150 吨销量规模, 参考当前市场售价和公司成本水平, 我们预计 2017 也可以实现过半亿的收入和数千万的利润。

## 天赐材料公司估值

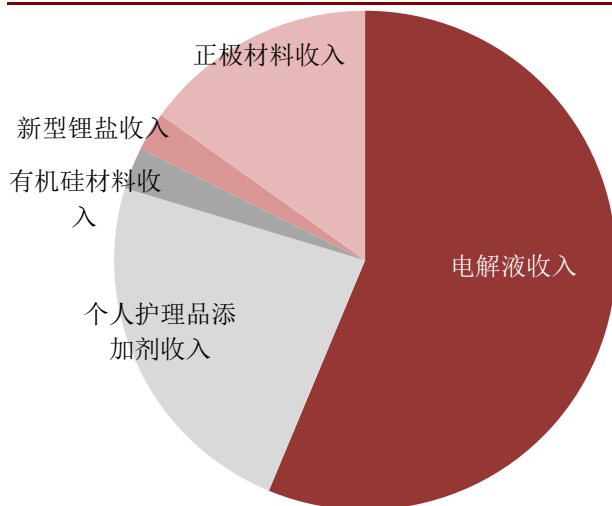
### 1. 天赐材料 2016 年利润分配方案

根据公司 2016 年年报披露，天赐材料以 325,041,305 为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本，所以公司股本没有发生变化。

### 2. 天赐材料 2017 年盈利预测

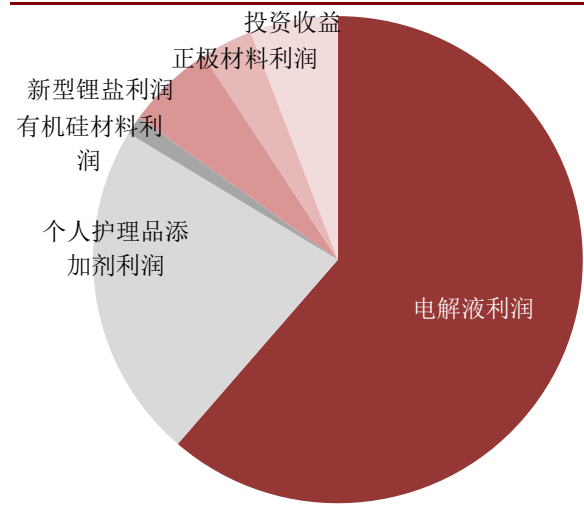
根据我们的预测，天赐材料 2017 年可实现的收入和利润结构如下图所示。

图 8: 2017 年天赐材料预计收入结构



资料来源: CEIC、招商证券

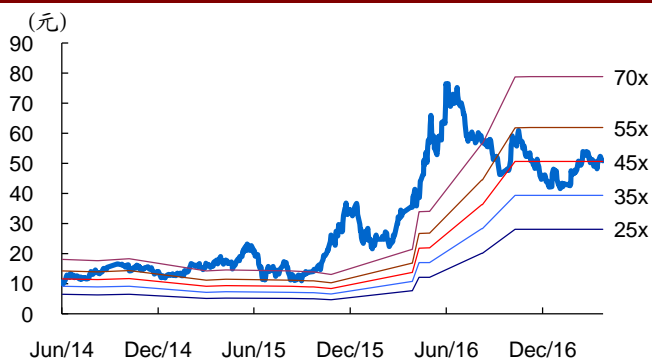
图 9: 2017 年天赐材料预计利润结构



资料来源: CEIC、招商证券

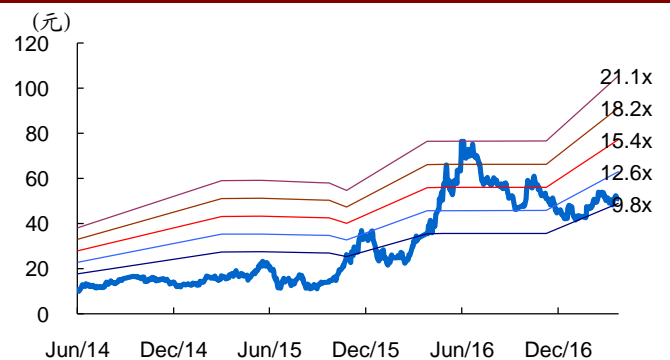
### 3. 天赐材料估值

图 10: 天赐材料历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 11: 天赐材料历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	782	1156	1788	2720	3803
现金	222	198	371	720	1345
交易性投资	0	26	26	26	26
应收票据	114	241	373	529	658
应收款项	266	443	655	930	1155
其它应收款	8	7	11	16	20
存货	125	187	271	385	460
其他	47	53	81	114	140
<b>非流动资产</b>	845	1180	1232	1274	1308
长期股权投资	60	241	241	241	241
固定资产	480	529	622	693	726
无形资产	71	85	77	69	62
其他	233	324	292	270	279
<b>资产总计</b>	<b>1626</b>	<b>2335</b>	<b>3020</b>	<b>3994</b>	<b>5111</b>
<b>流动负债</b>	424	693	901	1175	1355
短期借款	20	90	90	90	90
应付账款	157	287	434	616	736
预收账款	10	19	29	41	48
其他	236	297	349	428	481
<b>长期负债</b>	11	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	<b>435</b>	<b>701</b>	<b>910</b>	<b>1183</b>	<b>1364</b>
股本	130	325	325	325	325
资本公积金	648	524	524	524	524
留存收益	405	778	1234	1902	2795
少数股东权益	9	7	27	59	103
归属于母公司所有者权益	1183	1628	2083	2752	3645
<b>负债及权益合计</b>	<b>1626</b>	<b>2335</b>	<b>3020</b>	<b>3994</b>	<b>5111</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	90	234	429	612	955
净利润	100	396	618	854	1149
折旧摊销	58	75	81	92	101
财务费用	5	2	7	11	15
投资收益	(1)	(30)	(62)	(69)	(78)
营运资金变动	(69)	(207)	(251)	(327)	(291)
其它	(3)	(4)	37	51	59
<b>投资活动现金流</b>	(296)	(252)	(136)	(136)	(136)
资本支出	(123)	(164)	(136)	(136)	(136)
其他投资	(173)	(88)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	274	(3)	(120)	(127)	(194)
借款变动	84	(61)	(12)	0	0
普通股增加	10	195	0	0	0
资本公积增加	241	(123)	0	0	0
股利分配	(60)	(65)	(163)	(185)	(256)
其他	(1)	52	55	58	63
<b>现金净增加额</b>	<b>68</b>	<b>(22)</b>	<b>173</b>	<b>348</b>	<b>625</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	946	1837	2838	4028	5005
营业成本	652	1107	1675	2377	2841
营业税金及附加	5	16	17	24	20
营业费用	60	83	142	201	250
管理费用	122	190	284	403	500
财务费用	3	3	7	11	15
资产减值损失	8	38	31	44	54
公允价值变动收益	0	26	26	26	26
投资收益	1	30	36	43	51
<b>营业利润</b>	95	457	745	1037	1401
营业外收入	26	13	13	13	13
营业外支出	6	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	115	464	753	1044	1409
所得税	16	69	114	159	216
<b>净利润</b>	99	395	639	885	1193
少数股东损益	(0)	(1)	21	31	44
<b>归属于母公司净利润</b>	100	396	618	854	1149
<b>EPS (元)</b>	0.77	1.22	1.90	2.63	3.54

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	34%	94%	54%	42%	24%
营业利润	46%	382%	63%	39%	35%
净利润	62%	298%	56%	38%	35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.0%	39.8%	41.0%	41.0%	43.2%
净利率	10.5%	21.6%	21.8%	21.2%	23.0%
ROE	8.4%	24.4%	29.7%	31.0%	31.5%
ROIC	7.0%	22.2%	28.7%	30.4%	31.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.7%	30.0%	30.1%	29.6%	26.7%
净负债比率	1.6%	4.4%	3.0%	2.3%	1.8%
流动比率	1.8	1.7	2.0	2.3	2.8
速动比率	1.5	1.4	1.7	2.0	2.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	5.8	7.1	7.3	7.2	6.7
应收帐款周转率	4.2	5.2	5.2	5.1	4.8
应付帐款周转率	5.4	5.0	4.6	4.5	4.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.77	1.22	1.90	2.63	3.54
每股经营现金	0.69	0.72	1.32	1.88	2.94
每股净资产	9.10	5.01	6.41	8.47	11.21
每股股利	0.50	0.50	0.57	0.79	1.06
<b>估值比率</b>					
PE	66.5	41.8	26.8	19.4	14.4
PB	5.6	10.2	7.9	6.0	4.5
EV/EBITDA	109.1	31.5	19.9	14.6	10.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。