

天赐材料 (002709) 首次覆盖报告

业绩高增长，产能翻番及新业务拓展值得期待

2017年4月11日

买入（首次）

首席证券分析师曾朵红

S0600516080001

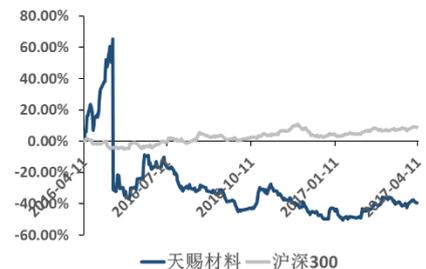
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199789

投资要点

- **2016 年营收 18.37 亿元，同比增长 94.25%，归母净利润 3.96 亿元，同比增长 298.1%，符合市场预期。**2016 年营收 18.37 亿元，同比增长 94.25%；实现营业利润 4.57 亿元，同比上升 381.58%；归母净利润 3.96 亿元，同比增长 298.1%；扣非后归母净利润 3.67 亿，同比增长 348.43%，基本每股收益 1.23 元。2016 年公司业绩高增长主要受益于电解液销量大幅提升及六氟磷酸锂价格上涨。第四季度公司实现营收 4.92 亿，同比增长 63.6%；第四季度毛利率为 36%，净利率为 16.2%；净利润 0.8 亿，同比增长 61.4%。四季度受行业因素影响，公司电解液出货量不达预期。利润分配方案方面，公司拟以 3.25 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。
- **2016 年电解液业务营收增长 169%，占比提升至 66.7%，且毛利率提升 13.4%至 43.6%。**我们预计 2016 年公司电解液出货量超过 2 万吨（包括东莞凯欣），增长超过一倍，市占率约 23%。得益于六氟磷酸锂涨价，电解液价格提升至 7 万/吨左右。2016 年公司锂电材料业务迎来量价齐升，实现营收 12.25 亿，同比增长 169%，毛利率为 43.62%，提升 13.4%。日化材料方面，公司维持平稳增速，2016 年实现营收 5.24 亿，同比增长 25.56%，毛利率略有提升至 32.36%。有机硅橡胶材料规模较小，营收为 0.73 亿，毛利率为 35%，基本与上年持平。
- **公司毛利率 39.8%，净利率 21.5%，受益于六氟磷酸锂涨价，盈利能力大幅提升。**2016 年公司毛利率提升 8.7%至 39.8%，净利润提升 11%至 21.5%，主要受益于六氟磷酸锂涨价。受益于下游动力电池需求高速增长，六氟磷酸锂价格从 2015 年初 8-9 万/吨，涨至 2016 年二季度高点的 38 万/吨，此后由于政策延期出台，新能源汽车放量推迟，六氟磷酸锂价格有所回调，2016 年下半年维持 30 万/吨左右。因此公司锂电材料业务上面毛利率高达 46.2%，而下半年略有下降至 41.7%。费用率方面，2016 年整体费用率有所下降。管理费用为 1.9 亿，费率为 10.3%，下降 2.6%，其中研发费用为 1 亿，同比增长 86%；管理费用为 0.83 亿，同比增长 38.4%，费用率为 4.5%，下降 1.8%，其中车辆及运输费用为 4305 万。基于良好的现金流，公司财务费用规模较小，为 259 万。

股价表现



市场数据

收盘价（元）	50.93
一年最低价/最高价	41.68/54.01
市净率（倍）	10.35
流通 A 股市值（百万元）	9117.63

基础数据

每股净资产（元）	5.01
资产负债率（%）	30.03
总股本（百万元股）	325.04
流通 A 股（百万股）	179.02

- **存货增长 50% 小于营收增长，预收款增长 80%，经营活动产生的现金流量净额增长 129%。**报告期末公司存货 1.87 亿，较年初增长 50%，增速小于营收增长，其中在产品 4577 万，较年初增长 6.6 倍。公司预收款 1888 万，较年初的 1049 万，增加 80%。应收账款 4.43 亿，较年初增长 66%，增速略低于营收增长。报告期末公司应收账款周转天数为 96 天，较 2015 年略有下降。公司资产负债率为 30%，略有提升。**现金流方面**，公司经营活动现金流为 2.34 亿，同比增长 159%，受益于公司业绩高速增长；由于产能扩建，资本性支出增加，投资活动现金流为 -2.52 亿；公司筹资活动净现金流 -289 万，基本持平。报告期末公司账面现金为 1.98 亿，是营业收入的 10.8%。
- **六氟磷酸锂产能翻番，电解液出货量有望维持高速增长，一定程度上可对冲六氟磷酸锂价格下滑。**2017 年一季度末公司 6000 吨液态六氟磷酸锂投产，折合 2000 吨固态六氟磷酸锂，实现产能翻番。公司 4000 吨六氟磷酸锂产能可满足 3.3 万吨电解液生产。目前公司电解液产能为 4-4.5 万吨。客户方面公司囊括国内主流动力电池厂，包括 CATL、沃特玛、国轩等，新增珠海银隆、珠海光宇等主力客户，并持续积极拓展松下、特斯拉等潜在客户。我们判断公司 2017 年电解液出货量有望达到 3.5-4 万吨。价格方面，由于新增产能二季度将集中释放，且目前下游需求较平稳，六氟磷酸锂价格从年初的 30 万/吨已有所松动，部分厂家报价降至 25 万/吨，但由于二季度新能源汽车销量将继续大幅好转，旺季来临，同时日韩六氟磷酸锂价格已提高至 20 万/吨，一定程度上对国家价格形成支撑，我们判断全年价格有望维持 25 万/吨左右。对应公司电解液毛利率将有所下滑，预计毛利率可维持在 40% 左右。
- **正极材料布局值得期待：**公司拟与控股子公司江西艾德于浙江台州建设年产 2.5 万吨正极材料及 2.5 万吨磷酸铁锂迁建项目。子公司江西艾德目前已具备 1 万吨磷酸铁锂正极材料生产能力，为钱江摩托的主要供应商。三元正极材料公司团队建设已完成，正着手产品送样检测，预计 2018 年产能将陆续释放。公司正极材料产能建设规模大，技术积累深厚，且台州拥有吉利、钱江锂电等新能源汽车相关公司，可形成良好的产业集聚效应。正极材料为公司新增业务，有望成为公司新的增长点。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 5.17 亿、6.39 亿、7.06 亿元，EPS 为 1.59/1.97/2.17 元，同比增长 30%/24%/11%。考虑到公司为电解液及六氟磷酸锂龙头企业，且后续新型锂盐、正极材料布局等值得期待，给以目标价 60 元，对应 2017 年 38 倍 PE，给以买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司电解液出货量不达预期，电解液及六氟磷酸锂价格下滑幅度超预期。

1. 电解液行业出货量高速增长，锂盐价格松动

根据高工锂电数据，2016 年国内电解液产量为 8.5 万吨，同比增长 35%。其中动力类产量为 4.1 万吨，消费类为 4 万吨，分别同比增长 52% 和 25%。消费类增长较快主要由于去年海外数码电池部分订单转移至国内企业。2016 年电解液产能为 16.4 万吨，整体产能利用为 52%，四大材料中电解液厂商盈利能力尚可。

图表 1：2016 年电解液产量

	电解液产量 (万吨)	同比增长	占比	产能 (万吨)
消费类电解液产量	4.0	52%	47%	
动力类电解液产量	4.1	25%	48%	
储能类电解液产量	0.4	7%	5%	
锂电电解液合计	8.5	35%	100%	16.4

资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

从竞争格局来看，电解液市场较为集中，龙头企业为天赐材料和新宙邦。天赐材料（含东莞凯欣）2016 年出货量为 2 万吨，占 23% 市场份额；新宙邦为 1.4 万吨，占 17% 市场份额。其余较领先的厂包括江苏国泰、天津金牛、珠海赛纬等。

图表 2：2016 年各电解液厂商产量情况

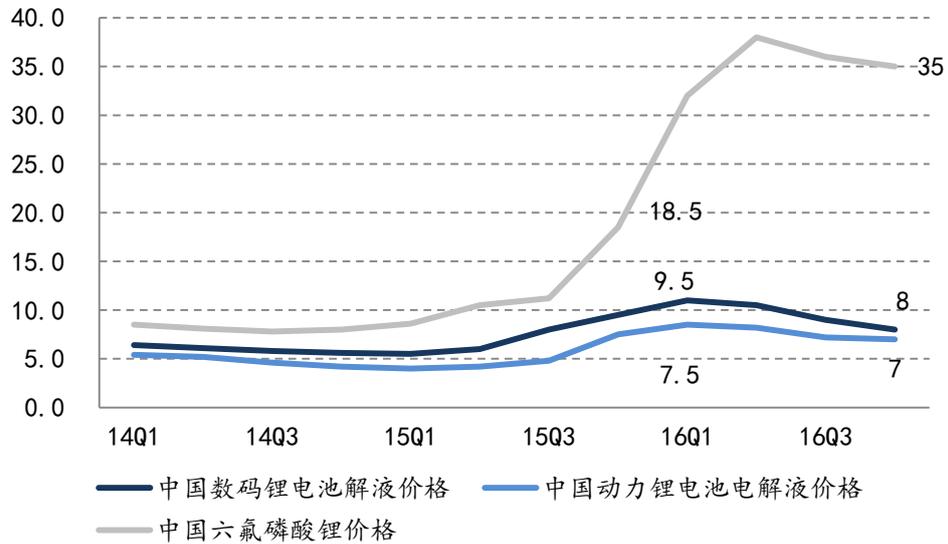
	2016 产量			总量	市占率
	数码	动力	储能		
深圳新宙邦	6,970	6,420	890	14,280	17%
江苏国泰华荣	4,070	3,360	710	8,140	10%
天津金牛	3,710	3,250	540	7,500	9%
天赐材料(不含凯欣)	4,700	7,400	750	12,850	15%
东莞杉杉	4,100	2,210	190	6,500	8%
东莞凯欣	4,255	2,610	305	7,170	8%
汕头金光	1,780	2,325	250	4,355	5%
北京化学	770	2,810	-	3,580	4%
珠海赛纬	2,730	4,270	-	7,000	8%
香河昆仑	950	2,050	-	3,000	4%
东莞航盛	350	850	-	1,200	1%
其他	5,915	3,040	855	9,810	11%
总量	40,300	40,595	4,490	85,385	100%

资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

电解液主要由锂盐、溶剂、添加剂构成，六氟磷酸锂价格松动，部分已下探至 25 万/吨。目前锂盐主要选用六氟磷酸锂，其占电解液成本超过一半。由于六氟磷酸锂产能有限，价格从 2015 年 8 万/吨一路上涨至 38 万/吨，供给一度紧缺，2016 年下半年价格稳定在 35 万/吨。由于 2017 年一季度车企处于调整期，对电解液需求较淡，目前六氟磷酸锂价

格已出现松动，且行新增产能将投产，国内部分六氟磷酸锂价格下探至 25 万/吨。

图表 3：电解液及六氟磷酸锂价格（万/吨）



资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

今年二季度六氟磷酸锂新增产能将集中释放。2016 年国内六氟磷酸锂产能约 1.3 万吨，而 2017 年天赐材料新增 2000 吨产能、石大胜华 2000 吨、多氟多 1000 吨、天津金牛 1000 吨、永太科技 1500 吨、必康股份 1000 吨，这些产能将集中于上半年投放，届时六氟磷酸锂产能将超过 2.5 万吨，而根据我们的测算 2017 年六氟磷酸锂需求量近 2 万吨，届时价格下行压力增大。由于目前国外六氟磷酸锂价格已提至 20 万/吨，且原材料碳酸锂价格稳定在 12 万/吨左右，目前国内六氟磷酸锂价格已下探至 25 万/吨，电解液价格具备下调 10%-15% 的空间。

图表 4：六氟磷酸锂扩产计划

	2015 年产能	2016 年产能	2017 年规划产能
森田	3,000	3,500	3,500
多氟多	2,500	3,000	4,000
天赐材料	2,000	2,000	4,000
必康股份	2,000	2,000	3,000
新泰材料	1,080	1,080	4,080
石大胜华	-	-	2,000
天津金牛	1,000	1,000	2,000
湖北宏源	600	600	4,000
永太科技	-	-	1,500
合计	12,180	13,180	28,080

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

对于电解液厂商核心竞争力，一是产业链完善程度和规模，二是电解液配方。配方的核心为添加剂，添加剂少量使用，是为改善电池性能

(如改善低温型, 过充保护, 阻燃, 导电等), 虽占成本 10%, 但是是电池企业核心竞争力的体现。部分电解液厂商布局上游锂盐或添加剂, 如天赐材料、天津金牛均自产自产锂盐, 新宙邦自产添加剂等。

图表 5: 各类型电解液添加剂

添加剂类型	功能
阻燃添加剂	可以确保电池内部热失控时, 电解液不会燃烧失火, 使安全性得以保证, 如有机磷化物, 有机氟代化合物等
防过充添加剂 (氧化还原穿梭添加剂)	防止当电池尤其是电池组由于在使用过程中出现异常的状况时, 单体电池会经常性过充或过放, 从而导致电池性能的迅速恶化, 并造成安全隐患
正极成膜添加剂	可以有效地保护正负极材料在充电状态下与电解液的接触反应, 通过成膜的形式, 将高度活性的正负极与电解液隔离开来, 从而防止电解液在电极表面的反应
提高电解液低温性能添加剂	在低温环境下, 电极反应活性下降, 锂电池容量下降, 而低温添加剂拓宽电解液温度应用范围, 提高电池低温状态下的电池容量和循环性能
导电添加剂	与锂离子或者锂盐阴离子作用, 减小锂离子与阴离子间的相互作用, 增加锂离子迁移数, 减小阴离子迁移数和降低阴离子电化学活性

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

2017 年可关注新型锂盐 LiFSI (双氟磺酰亚胺锂) 的应用进展。FSI 是目前最有产业化前景的新锂盐。和六氟磷酸锂相比, LiFSI 在热稳定性、对水分的敏感性 (耐水解, 无氢氟酸产生)、导电性等方面具有明显的优势。并且 LiFSI 环境友好, 且安全性能好, 具备产业化基本条件。现阶段, 日韩高端电池已使用 LiFSI 与六氟磷酸锂搭配使用, 对改善低温性能、高倍率放电效果显著。国内方面, 新宙邦和天赐材料已初步形成 300 吨、200 吨产能, 目前 FSI 进口价格高达 150 万/元, 国内企业量产后有望将价格降至 80 万/吨 (为市场可接受价位)。

图表 6: 新型锂盐 FSI 技术优势突出

	LiFSI	六氟磷酸锂	
基础物性	分子量	187	152
	电导率	高	略低
	热稳定性	高	低
	水解性	耐水解, 无氢氟酸产生	易水解, 产生氢氟酸
电池性能	循环寿命	长	短
	耐高温性能	好	差
	气胀	抑制电池气胀	电池发生气胀
	安全性	高	安全隐患大
经济性	成本	高 (80-150 万/吨)	30-38 万/吨

资料来源：高工锂电，东吴证券研究所。

2. 公司为电解液龙头企业，产能扩张及新业务布局值得期待

公司为电解液及六氟磷酸锂龙头企业。2016 年营收 18.37 亿元，同比增长 94.25%，归母净利润 3.96 亿元，同比增长 298.1%，符合市场预期。2016 年营收 18.37 亿元，同比增长 94.25%；实现营业利润 4.57 亿元，同比上升 381.58%；归母净利润 3.96 亿元，同比增长 298.1%；扣非后归母净利润 3.67 亿，同比增长 348.43%，基本每股收益 1.23 元。2016 年公司业绩高增长主要受益于电解液销量大幅提升及六氟磷酸锂价格上涨。第四季度公司实现营收 4.92 亿，同比增长 63.6%；第四季度毛利率为 36%，净利率为 16.2%；净利润 0.8 亿，同比增长 61.4%。四季度受行业因素影响，公司电解液出货量不达预期。利润分配方案方面，公司拟以 3.25 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。

2016 年电解液业务营收增长 169%，占比提升至 66.7%，且毛利率提升 13.4% 至 43.6%。我们预计 2016 年公司电解液出货量超过 2 万吨（包括东莞凯欣），增长超过一倍，市占率约 23%。得益于六氟磷酸锂涨价，电解液价格提升至 7 万/吨左右。2016 年公司锂电材料业务迎来量价齐升，实现营收 12.25 亿，同比增长 169%，毛利率为 43.62%，提升 13.4%。日化材料方面，公司维持平稳增速，2016 年实现营收 5.24 亿，同比增长 25.56%，毛利率略有提升至 32.36%。有机硅橡胶材料规模较小，营收为 0.73 亿，毛利率为 35%，基本与上年持平。

图表 7：天赐材料 2016 年单季度业绩情况

	一季度	二季度	三季度	四季度
营业收入(亿)	3.45	4.56	5.45	4.92
-同比	122.90%	113.60%	96.60%	63.60%
毛利率	41.40%	43.00%	39.40%	36.00%
归母净利润(亿)	0.71	1.22	1.24	0.8
-同比	485.10%	607.30%	494.80%	61.40%
净利率	20.50%	26.60%	22.70%	16.20%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 8：天赐材料 2016 年分行业营收情况

	营业收入(亿)	营收同比	毛利率	毛利率同比
日化材料及特种化学品	5.24	25.56%	32.36%	0.99%

锂电池材料	12.25	169.28%	43.62%	13.40%
有机硅橡胶材料	0.73	4.04%	35.00%	-0.69%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司毛利率 39.8%，净利率 21.5%，受益于六氟磷酸锂涨价，盈利能力大幅提升。2016 年公司毛利率提升 8.7% 至 39.8%，净利润提升 11% 至 21.5%，主要受益于六氟磷酸锂涨价。受益于下游动力电池需求高速增长，六氟磷酸锂价格从 2015 年初 8-9 万/吨，涨至 2016 年二季度高点的 38 万/吨，此后由于政策延期出台，新能源汽车放量推迟，六氟磷酸锂价格有所回调，2016 年下半年维持 30 万/吨左右。因此公司锂电材料业务上面毛利率高达 46.2%，而下半年略有下降至 41.7%。费用率方面，2016 年整体费用率有所下降。管理费用为 1.9 亿，费率为 10.3%，下降 2.6%，其中研发费用为 1 亿，同比增长 86%；管理费用为 0.83 亿，同比增长 38.4%，费用率为 4.5%，下降 1.8%，其中车辆及运输费用为 4305 万。基于良好的现金流，公司财务费用规模较小，为 259 万。

图表 9：天赐材料 2016 年锂电材料业务情况（分上下半年）

	锂电池材料营收（亿）	毛利率
1H2016	5.25	46.16%
2H2016	7	41.72%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 10：天赐材料 2016 年费用率情况

项目	规模（元）	规模同比（%）	费用率	费用率同比	主要科目说明
管理费用	1.90	55.7%	10.3%	-2.6%	研发费用为 1 亿，同比增加 86.1%
销售费用	0.83	38.4%	4.5%	-1.8%	车辆运输费用为 4305 万，同比增加 1.1%
财务费用	0.03	-24.9%	0.1%	-0.2%	

资料来源：Wind，东吴证券研究所

存货增长 50% 小于营收增长，预收款增长 80%，经营活动产生的现金流量净额增长 129%。报告期末公司存货 1.87 亿，较年初增长 50%，增速小于营收增长，其中在产品 4577 万，较年初增长 6.6 倍。公司预收款 1888 万，较年初的 1049 万，增加 80%。应收账款 4.43 亿，较年初增长 66%，增速略低于营收增长。报告期末公司应收账款周转天数为 96 天，

较 2015 年略有下降。公司资产负债率为 30%，略有提升。现金流方面，公司经营活动现金流为 2.34 亿，同比增长 159%，受益于公司业绩高速增长；由于产能扩建，资本性支出增加，投资活动现金流为-2.52 亿；公司筹资活动净现金流-289 万，基本持平。报告期末公司账面现金为 1.98 亿，是营业收入的 10.8%。

六氟磷酸锂产能翻番，电解液出货量有望维持高速增长，一定程度上可对冲六氟磷酸锂价格下滑。2017 年一季度末公司 6000 吨液态六氟磷酸锂投产，折合 2000 吨固态六氟磷酸锂，实现产能翻番。公司 4000 吨六氟磷酸锂产能可满足 3.3 万吨电解液生产。目前公司电解液产能为 4-4.5 万吨。客户方面公司囊括国内主流动力电池厂，包括 CATL、沃特玛、国轩等，新增珠海银隆、珠海光宇等主力客户，并持续积极拓展松下、特斯拉等潜在客户。我们判断公司 2017 年电解液出货量有望达到 3.5-4 万吨。价格方面，由于新增产能二季度将集中释放，且目前下游需求较平稳，六氟磷酸锂价格从年初的 30 万/吨已有所松动，部分厂家报价降至 25 万/吨，但由于二季度新能源汽车销量将继续大幅好转，旺季来临，同时日韩六氟磷酸锂价格已提高至 20 万/吨，一定程度上对国家价格形成支撑，我们判断全年价格有望维持 25 万/吨左右。对应公司电解液毛利率将有所下滑，预计毛利率可维持在 40% 左右。

正极材料及新型锂盐 LiFSI 布局值得期待：公司拟与控股子公司江西艾德于浙江台州建设年产 2.5 万吨正极材料及 2.5 万吨磷酸铁锂迁建项目。子公司江西艾德目前已具备 1 万吨磷酸铁锂正极材料生产能力，为钱江摩托的主要供应商。三元正极材料公司团队建设已完成，正着手产品送样检测，预计 2018 年产能将陆续释放。公司正极材料产能建设规模大，技术积累深厚，且台州拥有吉利、钱江锂电等新能源汽车相关公司，可形成良好的产业集聚效应。正极材料为公司新增业务，有望成为公司新的增长点。此外，公司拥有 300 吨新型锂盐中试线，近期投产。

投资建议：我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 5.17 亿、6.39 亿、7.06 亿元，EPS 为 1.59/1.97/2.17 元，同比增长 30/24/11%。考虑到公司为电解液及六氟磷酸锂龙头企业，且后续新型锂盐、正极材料布局等值得期待，给以目标价 60 元，对应 2017 年 38 倍 PE，给以买入评级。

风险提示：新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司电解液出货量不达预期，电解液及六氟磷酸锂价格下滑幅度超预期。

附盈利预测表

资产负债表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,156	2,252	2,848	3,635
现金	198	782	1,042	1,202
应收账款	443	653	870	1,356
其他应收款	7	7	7	7
预付账款	23	34	45	53
存货	187	275	372	435
其他	298	500	512	583
非流动资产	1,180	1,238	1,359	1,373
长期投资	241	241	241	241
固定资产	529	724	904	1,019
无形资产	85	80	172	162
其他	324	193	42	-49
资产总计	2,335	3,490	4,207	5,008
流动负债	693	1,443	1,693	1,979
短期借款	102	636	642	768
应付账款	287	422	570	667
其他	303	385	481	543
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	9	9	9	9
负债合计	701	1,451	1,702	1,988
少数股东权益	7	7	7	7
股本	325	325	325	325
资本公积	552	552	552	552
留存收益	778	1,155	1,622	2,137
归属母公司股东权益	1,628	2,032	2,498	3,014
负债和股东权益	2,335	3,490	4,207	5,008

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	234	262	614	329
净利润	395	517	639	706
折旧摊销	75	61	80	96
财务费用	2	13	24	29
投资损失	-30	-35	-35	-35
营运资金变动	-220	-288	-105	-493
其他经营现金流	11	-7	11	26
投资活动现金流	-252	-85	-165	-75
资本支出	163	120	200	110
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-89	35	35	35
筹资活动现金流	-3	408	-190	-94
短期借款	0	533	7	126
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	4	0	0	0
资本公积金增长	-135	0	0	0
其他筹资现金流	-7	-125	-197	-220
现金净增加额	-22	584	259	160

利润表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,837	2,608	3,473	4,006
营业成本	1,107	1,630	2,199	2,575
营业税金及附加	16	23	31	36
销售费用	83	118	153	168
管理费用	190	261	340	381
财务费用	3	13	24	29
资产减值损失	38	-7	11	26
公允价值变动收益	26	0	0	0
投资净收益	30	35	35	35
营业利润	457	605	748	827
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	5	10	10	10
利润总额	464	608	751	830
所得税	69	91	113	125
净利润	395	517	639	706
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	396	517	639	706
EBITDA	535	679	852	953
EPS (元)	1.22	1.59	1.97	2.17

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	94.3%	41.9%	33.2%	15.4%
营业利润	381.6%	32.4%	23.8%	10.5%
归属于母公司净利润	298.1%	30.4%	23.6%	10.5%
获利能力				
毛利率(%)	39.8%	37.5%	36.7%	35.7%
净利率(%)	21.5%	19.8%	18.4%	17.6%
ROE(%)	24.4%	25.4%	25.6%	23.4%
ROIC(%)	23.1%	19.8%	21.0%	19.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.0%	41.6%	40.5%	39.7%
净负债比率	14.6%	43.8%	37.7%	38.7%
流动比率	1.67	1.56	1.68	1.84
速动比率	1.40	1.37	1.46	1.62
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.75	0.75	0.83
应收账款周转率	4	4	4	3
应付账款周转率	3.86	3.86	3.86	3.86
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.59	1.97	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.80	1.89	1.01
每股净资产(最新摊薄)	5.01	6.25	7.69	9.27
估值比率				
P/E	41.77	32.04	25.92	23.46
P/B	10.17	8.15	6.63	5.49
EV/EBITDA	31	25	20	17

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

