

强烈推荐-A (维持)

天赐材料 002709.SZ

目标估值: 62.00-67 元

当前股价: 49.48 元

2017 年 09 月 10 日

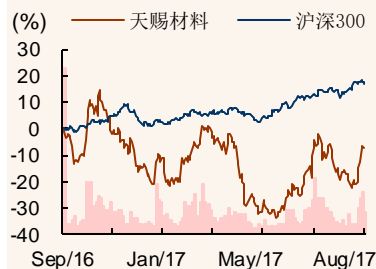
参股云锂股份丰富提锂原料, 循环产业集群正在形成

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	33996
已上市流通股(万股)	16349
总市值(亿元)	168
流通市值(亿元)	81
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	21.8
资产负债率	34.0%
主要股东	徐金富
主要股东持股比例	39.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-6	-12
相对表现	6	-17	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天赐材料(002709)——电解液行业领导者与颠覆者, 正极材料是新亮点》2017-09-05
- 2、《天赐材料(002709)——业绩符合预期, 下半年电解液将量升价稳》2017-08-22
- 3、《天赐材料(002709)——锂盐新产能投产和锂电新材料开发驱动全年业绩增长》2017-04-23

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

陈雁冰

chenyanbing@cmschina.com.cn
S1090517070011

9月8日晚公司发布对外投资公告: 公司拟以自有资金7500万元认购江西云锂股份新增的2500万股股份, 增资完成后持有其18.58%股权, 成为江西云锂公司第二大股东。

- **参股云锂股份加码上游碳酸锂。**公司已参股容汇锂业19.59%股权(此外, 直接持股其子公司九江容汇30%股权, 考虑其母公司间接持股合计约43.71%)。当前, 公司又拟以自有资金7500万元认购云锂股份新增的2500万股, 合计18.58%股权。云锂现有1万吨碳酸锂产能, 有利于保障天赐碳酸锂的稳定供应及适当的供给平衡。云锂股份独特的工艺在于提锂原料来源的多样性, 具有成熟的锂云母、含锂回收物料的提锂技术。目前九江容汇主要利用锂辉石生产碳酸锂, 天赐增资参股云锂股份后, 提锂原料更趋丰富; 而且后续双方有望实现电池回收与梯次利用的资源优势互补与产业链有效衔接。
- **电解液成本优势显著, 市占率有望持续大幅提升。**电解液2017H1降价超过40%, 但公司毛利率仍然高达43.53%, 仅下滑2.63%, 主要是新投产的液体LiPF6及新型锂盐显著降低电解液的成本。公司2016年有2000吨晶体LiPF6产能, 2017H1新投产了6000吨液体LiPF6, 液体相对晶体成本优势显著, 后续有望加速扩产持续降本, 公司在电解液领域具有比较显著的成本优势, 2016年公司出货量2.16万吨位居国内第一, 未来市占率有望继续提高。
- **电解液拐点将至, 2018年业绩弹性加大。**2017年LiPF6价格暴跌导致电解液价格大幅下降, 电解液销量增长不能抵消价格下降。目前六氟磷酸锂价格已触底回升, 电解液价格预计Q4初触底企稳。预计公司下半电解液出货量将接近2万吨, Q4业绩有望现拐点。2018年公司电解液出货量有望保持高增量升价稳, 业绩弹性大。
- **正极材料崛起增厚业绩, 循环产业架构正在形成。**公司利用LiPF6副产物硫酸铁等作为原料, 生产磷酸铁锂正极材料, 公司的循环产业架构正在形成。公司子公司现有LFP正极材料产能近1万吨, 江西艾德募投的产能正逐步释放, 有望显著增厚业绩。
- **投资建议:** 我们预计公司2017-2019年净利润分别为4.4、6.6、9亿元, 维持“强烈推荐-A”评级, 提高目标价为62-67元。
- **风险提示:** 政策与新能源汽车销售低于预期; 产品价格持续下降。

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	2323	3202	4158
同比增长	34%	94%	26%	38%	30%
营业利润(百万元)	95	457	536	808	1106
同比增长	46%	382%	17%	51%	37%
净利润(百万元)	100	396	441	660	900
同比增长	62%	298%	11%	50%	36%
每股收益(元)	0.77	1.22	1.30	1.94	2.65
PE	64.6	40.6	38.1	25.5	18.7
PB	5.4	9.9	8.3	6.5	5.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、参股云锂股份加码上游碳酸锂，平台化布局材料产业群	3
二、提锂原料更趋丰富，电池回收与梯次利用有望协同	4
三、电解液成本优势显著，市占率有望持续大幅提升	5
四、电解液拐点将至，2018 年业绩弹性大	7
五、正极材料崛起增厚业绩，循环产业架构正在形成	8
六、维持“强烈推荐-A”评级	10

图表目录

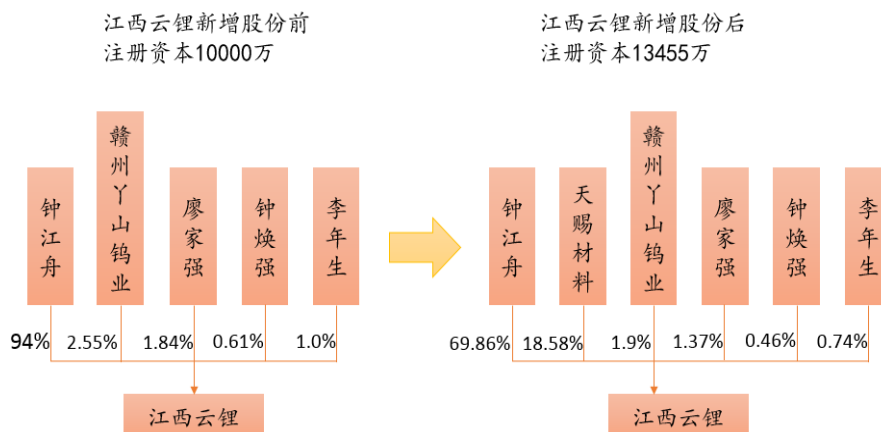
图 1：江西云锂股权结构关系	3
图 2：九江容汇股权结构	4
图 3：公司近年毛利率、净利率及费用率变化情况	6
图 4：天赐材料国内动力电池客户	7
图 5：2015-2017H1 年来六氟磷酸锂价格变化趋势	7
图 6：2017 年初至今各类电解液价格走势(元/吨)	8
图 7：天赐材料产业链双向布局	9
图 8：天赐材料历史 PE Band	10
图 9：天赐材料历史 PB Band	10
表 1：容汇锂业股权结构情况	3
表 2：云锂股份主要经营指标	4
表 3：天赐材料分业务营收及毛利率变动情况	5
表 4：公司六氟磷酸锂产能和外购情况	6
表 5：天赐材料六氟磷酸锂产能构建节奏	6
表 6：天赐材料新型锂盐投资说明	6
表 7：公司电解液出货量和营收对比	8
表 8：天赐材料募资投建项目	8
表 9：磷酸铁锂动力电池成本构成	9
表 10：天赐材料核心业务分拆	10
附：财务预测表	11

一、参股云锂股份加码上游碳酸锂，平台化布局材料产业群

9月8日晚公司发布对外投资公告，拟以自有资金7500万元认购江西云锂股份新增的2500万股股份，增资完成后持有其18.58%股权，成为第二大股东。

认购的7500万元中，2500万元将用于增加标的公司注册资本人民币，超出公司认购新增注册资本的金额人民币5000万元计入标的公司的资本公积。

图 1：江西云锂股权结构关系



资料来源：wind，招商证券

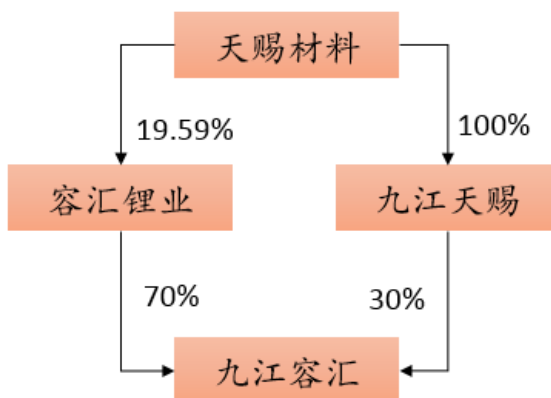
天赐持有容汇锂业19.59%的股权，并与其合资成立九江容汇，持有九江容汇43.71%的股权。容汇锂业成立于2006年，主要从事基础锂产品和锂电池新材料系列产品研发、生产及销售，核心产品为以电池级碳酸锂为主的各等级碳酸锂产品以及磷酸铁锂产品，包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、贝塔锂辉石和高纯碳酸锂等锂产品。

表 1：容汇锂业股权结构情况

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	李南平	33.97
2	广州天赐高新材料股份有限公司	19.59
3	陈梦珊	13.74
4	宁波梅山保税港区君度德瑞股权投资管理中心(LP)	6.29
5	陈建华	4.70
6	青岛金石灏纳投资有限公司	4.41
7	武自安	3.58
8	邵晓冬	2.92
9	黄新胜	2.20
10	葛建敏	1.45
	其他	7.15
	合计	100

资料来源：wind，招商证券

图 2：九江容汇股权结构



资料来源：wind，招商证券

公司在九江容汇生产碳酸锂基础上，加码锂资源供应，云锂目前建有 1 万吨碳酸锂产线，有利于保障天赐碳酸锂的稳定供应及适当的供给平衡，加强价值链布局。

公司的材料研发平台正在搭建，日化、电解液、正极材料、有机硅四大业务的管理与发展格局会更清晰。公司管理优秀，人力资源丰富，有可能逐步形成比较大的材料产业集群。

二、提锂原料更趋丰富，电池回收与梯次利用有望协同

云锂技术源自钨冶炼，建有年产 1 万吨的碳酸锂产线。云锂股份位于“世界钨都”江西赣州，成立于 2016 年 4 月 28 日，系有三十多年钨冶炼技术基础的团队创立而成，其通过自主创新，在综合运用原有钨冶炼技术的基础上，集成创新了一套独特的含锂物料回收碳酸锂生产工艺，并在原有钨冶炼生产线上改造建成了 10000 吨/年的碳酸锂产线，主要产品为工业级和电池级碳酸锂。同时，云锂股份还在开展锂电池综合回收利用和退役电池梯次利用项目的建设规划，积极打造从资源端、使用端到综合回收循环利用的锂电池产业链全生命周期生态产业系统。

表 2：云锂股份主要经营指标

项目（单位：百万元）	2016 年 12 月 31 日	2017 年 07 月 31 日
总资产	48.66	74.41
总负债	36.11	54.14
所有者权益	12.55	20.27
营业收入	32.49	97.64
营业成本	21.41	83.77
利润总额	10.07	8.23
净利润	7.55	6.73

资料来源：wind，招商证券

云锂股份成立当年即实现盈利，具有成熟的锂云母与含锂废料提锂技术。2016 年云锂实现营收 3249 万元，净利润 755 万元，成立当年即实现盈利。云锂的碳酸锂生产工艺来源于钨冶炼技术，独特的工艺在于提锂原料来源的多样性，具有成熟的锂云母、含锂回收物料的提锂技术。

目前九江容汇主要利用锂辉石生产碳酸锂，天赐增资参股云锂股份后，可利用锂云母、含锂回收物料提锂，碳酸锂的提锂原料将更趋丰富；同时云锂还在开展锂电池综合回收利用和退役电池梯次利用项目的建设规划，后续双方有望实现电池回收与梯次利用的资源优势互补，以及产业链综合回收环节的有效衔接，协同效应值得期待。

三、电解液成本优势显著，市占率有望持续大幅提升

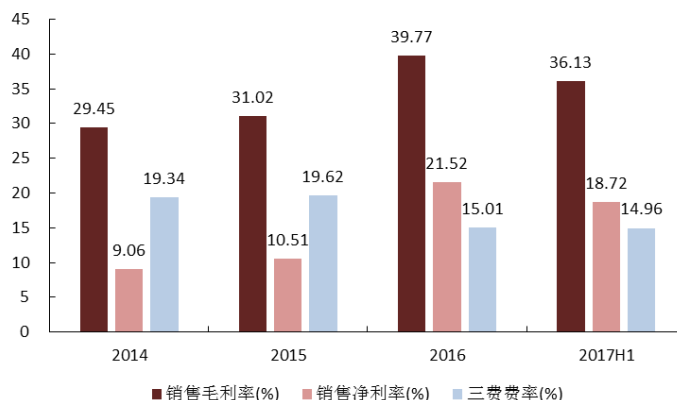
2017 年上半年，天赐锂电材料实现营收 5.97 亿，同比增长 13.67%，占比 63.82%，是公司收入的主要来源。尽管 2017 年我国电解液和六氟磷酸锂供需关系改变，供过于求导致电解液 2017H1 价格从高位 8.5/40 万快速下降快速回落至 5.5/15 万元，降幅超过 40%，但天赐毛利率仍然高达 43.53%，仅下滑 2.63%，主要是新投产的液体 LiPF₆ 及新型锂盐显著降低电解液的成本。

表 3：天赐材料分业务营收及毛利率变动情况

	2015		2016		2016H1		2017H1	
	数额	占比(%)	数额	占比(%)	数额	占比(%)	数额	占比(%)
锂离子材料								
收入(百万元)	454.97	48.10	1225.11	66.68	525.00	65.55	596.77	63.82
同比增速(%)	129.86		169.28		267.30		13.67	
毛利率(%)	30.22		43.62		46.16		43.53	
百分点变动(%)	(3.48)		13.40		16.36		(2.63)	
个人护理品材料								
收入(百万元)	417.86	44.18	524.68	28.56	230.42	28.77	303.73	32.48
同比增速(%)	(0.23)		25.56		21.44		31.81	
毛利率(%)	31.37		32.36		36.03		24.41	
百分点变动(%)	4.39		0.99		6.22		(11.62)	
有机硅橡胶材料								
收入(百万元)	70.03	7.40	72.86	3.97	33.64	4.20	30.91	3.30
同比增速(%)	(18.91)		4.04		(2.89)		(8.13)	
毛利率(%)	35.69		35.00		34.54		23.35	
百分点变动(%)	4.17		(0.69)		(0.98)		(11.19)	
其他业务								
收入(百万元)	2.94	0.31	14.59	0.79	11.86	1.48	3.74	0.40
同比增速(%)	15.24		395.89		1153.68		(68.46)	
毛利率(%)	(6.47)		6.36		16.51		(85.84)	
百分点变动(%)	(42.06)		12.84		(9.10)		(102.35)	
合计								
收入(百万元)	945.80		1837.25		800.93		935.14	
同比增速(%)	34.03		94.25		117.49		16.76	
毛利率(%)	31.02		39.77		42.32		36.13	
百分点变动(%)	1.57		8.74		11.99		(6.19)	

资料来源：公司公告，招商证券

图 3：公司近年毛利率、净利率及费用率变化情况



资料来源：wind，招商证券

公司自产的六氟磷酸锂 2015 年获得突破，2016 年已拥有 2000 吨晶体 LiPF₆ 产能，2017H1 又新投产了 6000 吨液体 LiPF₆，外购比例从 2015 年之前的 100%降低到当前 20%以内，且公司通过参股碳酸锂企业，有效保障上游材料采购并降低成本。

表 4：公司六氟磷酸锂产能和外购情况

六氟磷酸锂产能(吨)	2016	2017E	2018E	2019E
晶体	2000	2000	4000	4000
液体	0	7500	9000	12000
外购比例	40.0%	17.0%	5.0%	2.0%

资料来源：公开信息，招商证券

公司液体 LiPF₆ 相对于晶体具有极大的成本优势，2017H2 和 2018 年公司预计将继续扩产 LiPF₆ 持续降本；另外，公司新型锂盐目前月产 5 吨左右，设计产能约 300 吨/年，正处于产能爬坡期，国内外主流电池厂均开始使用含新型锂盐的电解液，如国内动力电池龙头 C、B 等，新型锂盐量产后有望颠覆现有的电解液行业格局。

公司成本更低的液体锂盐在加速扩产，新型锂盐正在爬坡，未来成本优势可能进一步放大，市占率有望持续大幅提升。

表 5：天赐材料六氟磷酸锂产能构建节奏

产能规模	产能	开建/投产时间	目前运营状况
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
6000t/a	液体六氟磷酸锂项目	2016 年上半年开建	已投产使用
2000t/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

表 6：天赐材料新型锂盐投资说明

投建新型电解质类型	投建产能	投资规模
LiFSI	2000t/a	18286 万元
二氟磷酸锂	150t/a	
4,5-二氟基-2-三氟甲基咪	150t/a	1920 万元

资料来源：公司公告，招商证券

四、电解液拐点将至，2018 年业绩弹性大

天赐是我国电解液龙头，现有电解液产能约 4 万吨，2016 年出货量 2.16 万吨位居国内第一，2017H1 出货量约 1.2 万吨。公司下游客户包含 2016 年国内电池出货量前十名的前 6 名：比亚迪、CATL、沃特玛、国轩、力神、万向等，通过电解液产品与下游客户建立强粘性关系，并于 2016 年成功增添了珠海银隆、珠海光宇等新主力客户。

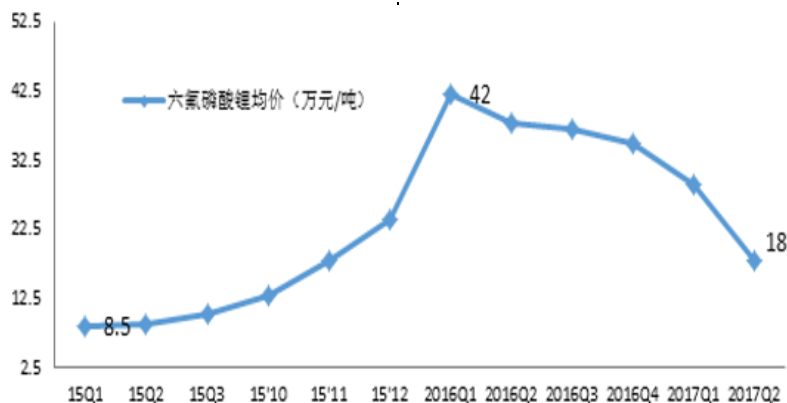
图 4：天赐材料国内动力电池客户



资料来源：公司公告，招商证券

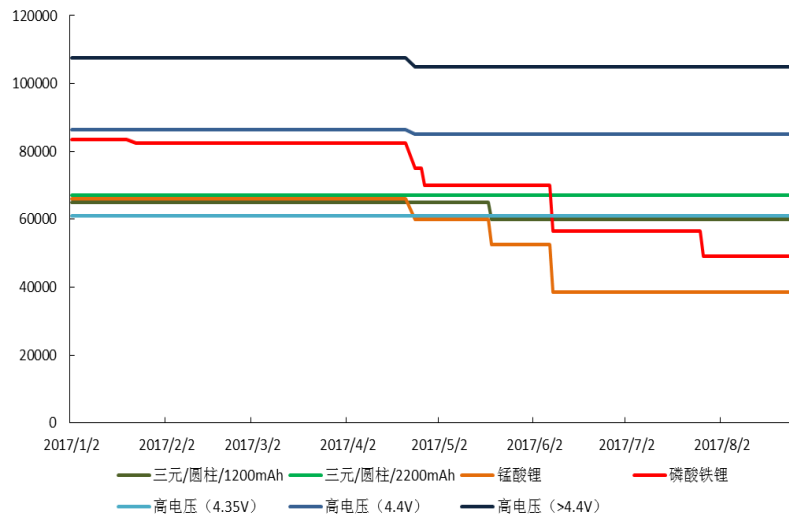
2017 年新能源汽车补贴退坡，年初以来电池及电池材料行业迎来一轮洗牌，上半年电解液和 LiPF6 行业产能迅速释放，电解液和六氟磷酸锂供需关系改变，供过于求导致电解液 2017H1 价格从高位 8.5/40 万快速下降快速回落至 5.5/15 万元，降幅超过 40%。

图 5：2015-2017H1 年来六氟磷酸锂价格变化趋势



资料来源：GGII，招商证券

图 6：2017 年初至今各类电解液价格走势(元/吨)



资料来源：CIAPS，招商证券

目前六氟磷酸锂价格已触底回升至 16 万元/吨，电解液价格约 4.8-4.9 万元/吨，预计 Q4 初触底企稳，价格拐点将至。2017 年下半年，预计公司电解液出货量约 2 万吨，环比增长 67%，Q4 业绩有望出现拐点。2018 年电解液价格预计保持平稳，天赐出货量有望继续增长 50%以上，量升价稳有望业绩高增长。

表 7：公司电解液出货量和营收对比

	2016	2017E	2018E	2019E
电解液出货量 (万吨)	2.0	3.2	5.0	6.7
YOY		60%	55%	35%
营业收入 (百万)	1225.1	1550.0	2245.0	2970.0
YOY	169.3%	26.5%	44.8%	32%

资料来源：公司公告，招商证券

五、正极材料崛起增厚业绩，循环产业架构正在形成

1、增资江西艾德切入正极，并加速扩产：2016 年，天赐材料两次增资江西艾德纳米（目前拥有其 51%股份），将业务范围扩展到正极材料磷酸铁锂，现有设计产能约 1 万吨。2016 年 4 月，公司发布非公开发行股票的预案，拟募资 16092 万元投建 3 万吨电池级磷酸铁锂材料产能，预计 2017 年底开始投产。

表 8：天赐材料募资投建项目

序号	项目名称	项目投资总金额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	投资建设 2300t/a 新型锂盐项目	20206	20206
2	投资建设 2000t/a 固体六氟磷酸锂项目	12557	12557
3	投资建设 30000t/a 电池级磷酸铁材料项	16092	16092
4	补充流动资金	--	不超过 21700
	合计	-	不超过 70555

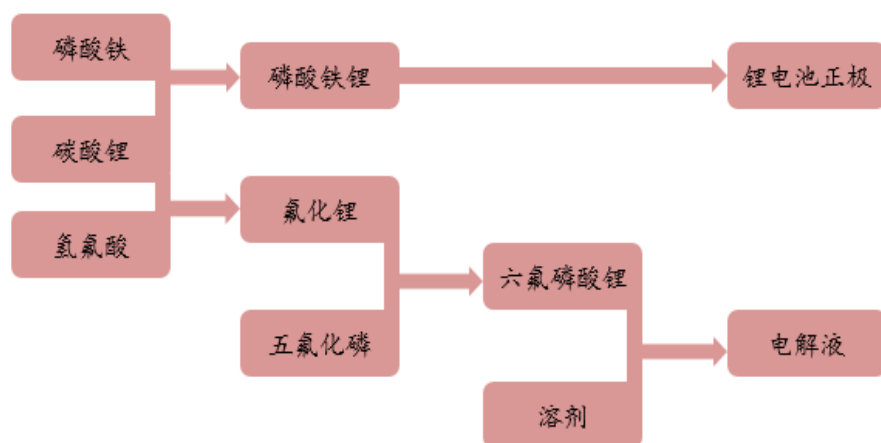
资料来源：公司公告，招商证券

2、构建锂电材料综合平台，双向布局循环经济

横向布局上：天赐材增资江西艾德切入正极材料磷酸铁锂，子公司九江天赐与容汇锂业于 2016 年 5 月成立九江容汇以生产碳酸锂和氢氧化锂，最终打通“碳酸锂-磷酸铁-磷酸铁锂”产业链，形成“电解液-正极材料”的横向布局。

纵向布局上：天赐通过参股碳酸锂主要供应商江苏容汇，打通“碳酸锂-六氟磷酸锂-电解液”产业链，生产六氟磷酸锂所产生的大量硫酸可以用于制造硫酸亚铁，进而生产磷酸铁，实现循环利用。两条产业链不仅能够发挥协同作用，实现客户资源高度共享，同时能助力公司更好掌握正极材料和电解液之间的搭配，以提高产品竞争力。

图 7：天赐材料产业链双向布局



资料来源：招商证券

3、正极材料逐步贡献业绩增量

正极材料相对于电解液，单吨价值量更高，在电池成本的占比更大。2016 年，天赐材料销售磷酸铁锂正极材料约 4000 吨，实现营收约 3 亿元，占据总营收的 16.6%。江西艾德纳米近 2 万吨磷酸铁锂正极产能将于 2017 年下半年开始释放，公司有望在锂电池材料业务上实现客户资源高度共享，同时更好掌握正极材料和电解液之间的搭配，以提高产品竞争力。

表 9：磷酸铁锂动力电池成本构成

项目	金额单位：元	单项成本	成本比例	备注
磷酸铁锂		1.58	21.2%	
其中：磷酸铁锂		0.632	8.5%	按正极材料成本 40%测算
隔膜		1.25	16.8%	
壳体		1	13.4%	
碳微球		0.91	12.2%	
电解液		0.73	9.8%	
其他		1.97	26.5%	
合计		7.44	100.0%	

资料来源：招商证券

注：以上数据为 18650 圆柱电池 1.5Ah 型号产品材料价格

公司利用 LiPF₆ 副产物硫酸铁等作为原料，生产磷酸铁锂正极材料，平台化布局打造循环经济，随着江西艾德募投的 3 万吨产能逐步释放，有望显著增厚业绩。

六、维持“强烈推荐-A”评级

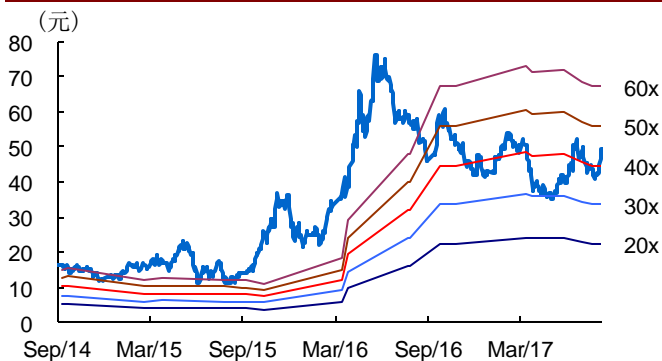
预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.41、6.6、9.0 亿元，EPS 为 1.30、1.94、2.65 元，继续维持“强烈推荐-A”评级，目标价 62-67 元。

表 10：天赐材料核心业务分拆

		2016	2017E	2018E	2019E
个人护理品	营业收入（百万）	524.7	682.1	852.6	1065.8
	YOY	25.6%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	32.4%	26.0%	30.0%	30.0%
锂电池材料	电解液出货量（万吨）	2.1	3.2	4.8	6.5
	YOY		50%	50%	35%
	营业收入（百万）	1225.1	1550.0	2245.0	2970.0
	YOY	169.3%	26.5%	44.8%	32%
	晶体六氟磷酸锂产能（吨）	2000	2000	4000	4000
	液体六氟磷酸锂产能（吨）		7500	9000	12000
	毛利率	43.6%	40.0%	40.5%	40.5%
有机硅材料	营业收入（百万）	72.9	76.5	84.2	92.6
	YOY	4.0%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	35.0%	30.0%	28.0%	27.0%
参股上游锂资源情况	容汇锂业股权	19.59%	19.59%	19.59%	19.59%
	九江容汇（容汇的子公司）	43.71%	43.71%	43.71%	43.71%
	江西云锂股权		18.58%	18.58%	18.58%
其他业务	营业收入（百万）	14.6	14.6	20.0	30.0
	YOY	395.9%	0.0%	37.0%	50.0%
合计	营业总收入（百万）	1837.3	2323.3	3201.8	4158.4
	YOY	94.0%	26.4%	37.8%	29.9%
	综合毛利率	39.8%	35.2%	37.1%	37.3%
	综合净利率	21.6%	19.0%	20.6%	21.6%
	归母净利润（百万）	396.0	441.4	660.2	900.0
	YOY	298.1%	11.5%	49.6%	36.3%

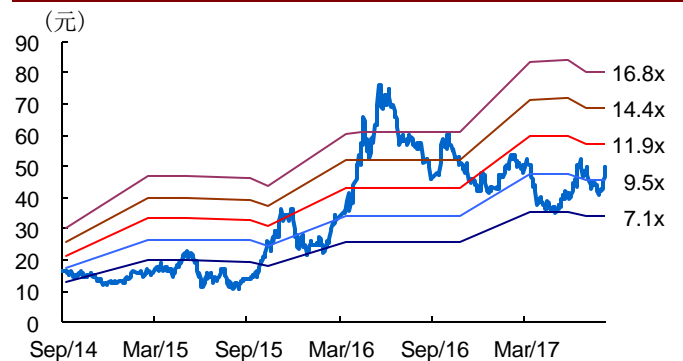
资料来源：招商证券

图 8：天赐材料历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：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
流动资产	782	1156	1658	2458	3466
现金	222	198	469	828	1374
交易性投资	0	26	26	26	26
应收票据	114	241	305	421	546
应收款项	266	443	536	739	960
其它应收款	8	7	9	12	16
存货	125	187	244	336	422
其他	47	53	69	95	121
非流动资产	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
资产总计	1626	2335	2890	3731	4774
流动负债	424	693	835	1057	1264
短期借款	20	90	90	90	90
应付账款	157	287	390	538	676
预收账款	10	19	26	35	44
其他	236	297	330	394	454
长期负债	11	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11	9	9	9	9
负债合计	435	701	844	1066	1273
股本	130	325	340	340	340
资本公积金	648	524	524	524	524
留存收益	405	778	1154	1742	2534
少数股东权益	9	7	27	59	103
归属于母公司所有者权益	1183	1628	2019	2607	3399
负债及权益合计	1626	2335	2890	3731	4774

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	90	234	414	510	728
净利润	100	396	441	660	900
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)	(83)	(231)	(269)
其它	(3)	(4)	30	47	59
投资活动现金流	(296)	(252)	(136)	(136)	(136)
资本支出	(123)	(164)	(136)	(136)	(136)
其他投资	(173)	(88)	0	0	0
筹资活动现金流	274	(3)	(7)	(14)	(46)
借款变动	39	(103)	(12)	0	0
普通股增加	10	195	15	0	0
资本公积增加	241	(123)	0	0	0
股利分配	(14)	(23)	(65)	(72)	(108)
其他	(1)	52	55	58	63
现金净增加额	68	(22)	271	359	546

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
营业收入	946	1837	2323	3202	4158
营业成本	652	1107	1505	2075	2607
营业税金及附加	5	16	14	19	25
营业费用	60	83	100	123	166
管理费用	122	190	197	200	271
财务费用	3	3	7	11	15
资产减值损失	8	38	25	35	45
公允价值变动收益	0	26	26	26	26
投资收益	1	30	36	43	51
营业利润	95	457	536	808	1106
营业外收入	26	13	13	13	13
营业外支出	6	5	6	6	6
利润总额	115	464	543	814	1113
所得税	16	69	81	123	169
净利润	99	395	462	692	944
少数股东损益	(0)	(1)	21	31	44
归属于母公司净利润	100	396	441	660	900
EPS (元)	0.77	1.22	1.30	1.94	2.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	34%	94%	26%	38%	30%
营业利润	46%	382%	17%	51%	37%
净利润	62%	298%	11%	50%	36%
获利能力					
毛利率	31.0%	39.8%	35.2%	35.2%	37.3%
净利率	10.5%	21.6%	19.0%	20.6%	21.6%
ROE	8.4%	24.4%	21.9%	25.3%	26.5%
ROIC	7.0%	22.2%	21.4%	25.0%	26.3%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	30.0%	29.2%	28.6%	26.7%
净负债比率	1.6%	4.4%	3.1%	2.4%	1.9%
流动比率	1.8	1.7	2.0	2.3	2.7
速动比率	1.5	1.4	1.7	2.0	2.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	5.8	7.1	7.0	7.2	6.9
应收帐款周转率	4.2	5.2	4.7	5.0	4.9
应付帐款周转率	5.4	5.0	4.4	4.5	4.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.77	1.22	1.30	1.94	2.65
每股经营现金	0.69	0.72	1.22	1.50	2.14
每股净资产	9.10	5.01	5.94	7.67	9.99
每股股利	0.18	0.20	0.21	0.32	0.43
估值比率					
PE	64.6	40.6	38.1	25.5	18.7
PB	5.4	9.9	8.3	6.5	5.0
EV/EBITDA	90.1	26.0	22.0	15.0	11.2

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。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

陈术子：上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，主要研究工控自动化与信息化产业。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

龙云露：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，主要研究电力设备、新能源汽车上游产业。

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。