

证券研究报告 — 投资标的汇报

锂电池

补贴退坡，龙头企业将受益

2019年03月28日

评级：买入

当前价位：83.20元

目标价位：99.50元

市场表现：(前复权 01/31)

投资分析：

● 投资逻辑

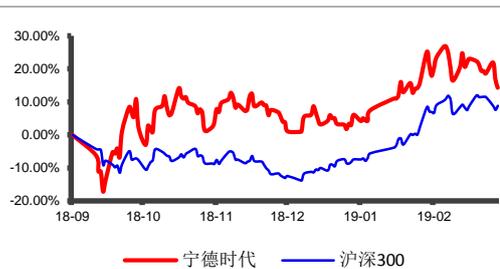
3月26日出台的2019年新能源汽车补贴政策落地，补贴金额出现较大退坡的同时，补贴要求的标准也有比较明显的提高。对于电池能量密度达标的，国家补贴金额减少50%-60%，而能量密度较低的将取消补贴；地方补贴来说，则将全部取消，转向支持基础设施建设（充电桩等）。

整体来看，政策在整体减少补贴的情况下，整个新能源汽车产业链都将受到较大冲击，供应商、整车主机厂、经销商及消费者将分担补贴退坡带来的额外成本。而对电池供应商而言，动力电池本身的成本下降是主要途径。技术相对落后的电池生产企业将受到更大的压力，可能面临出清洗牌的困境。

此次补贴退坡政策落地后，对于仍然能够以较高能量密度获得补贴的头部企业，将继续享受补贴红利，而尾部技术实力不够的企业将面临较大压力。

宁德时代作为全国动力电池行业的龙头企业，相关技术在国内名列前茅，无论是继续发展高能量密度的三元电池，还是从成本考虑适当向磷酸铁锂电池倾斜，公司都具有相应的技术储备，更具投资前景。

此外，尽管纵向来看宁德时代目前的PE为51x，处在历史相对高位，但是一来公司上市时间较短，历史PE代表性较弱；二来横向来看，锂电池板块整体PE为75x，相较之下公司市盈率估值并不算高。因此总体来看，公司目前的估值水平并没有被明显高估。



撰写团队：

证券分析师：唐晔煜

0871-63577083

Tangwy@hongtastock.com

S1200511050007

研究助理：宋辛南

Songxn@hongtastock.com

S1200118060008

公司核心数据及预测：

公司核心数据 (2018Q3) (亿元)

营业收入	191.36	总股本	21.95
净利润	26.42	流通股	21.95
毛利率	31.28%	EPS	1.17
资产负债率	45.87%	PE	54.65
每股净资产	14.72	PB	5.07

可比行业平均 PE (TTM) 75.11

公司数据预测

	2018E	2019E	2020E
收入增速	48.08%	30.00%	25.00%
净利润增速	-7.71%	22.28%	27.96%
毛利率	32.35%	32.00%	33.00%
EPS	1.630	1.994	2.551
PE	45.75	37.42	29.24

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示：

- 1、原材料价格突涨风险
- 2、锂电池产品价格大幅下滑风险
- 3、下游新能源汽车销量不及预期风险
- 4、新能源汽车技术路径改变风险

一、基本情况介绍

(一) 新能源汽车补贴退坡政策落地

3月26日国家发改委发布了最新的2019年新能源汽车补贴政策。根据最新政策，纯电补贴的续航最低标准由2018年的150km上升至250km，同时补贴金额下降一半。而对电池能量密度的调整系数也有所降低。

图表 1 续航里程补贴标准

纯电续航 R(km)	2018 年国补 (万元)	纯电续航 (km)	2019 年国补 (万元)
R<150	0	-	-
150≤R<200	1.5	-	-
200≤R<250	2.4	-	-
250≤R<300	3.4	250≤R<400	1.5
300≤R<400	4.5		
R≥400	5	R≥400	2.5

数据来源：政府文件，红塔证券

图表 2 电池系统能量密度调整系数

电池系统能量密度 K (Wh/kg)	2018 年调整系数	电池系统能量密度 K (Wh/kg)	2019 年调整系数
K<105	0		
105≤K<120	0.6		
120≤K<140	1.0	K<125	0
		125≤K<140	0.8
140≤K<160	1.1	140≤K<160	0.9
K≥160	1.2	K≥160	1.0

数据来源：政府文件，红塔证券

(二) 三元/铁锂，两条技术路径各有优劣

目前动力电池行业，最主要的是两条技术路径——镍钴锰三元锂电池和磷酸铁锂电池，而由于技术的不同，二者在性能、成本、安全性等方面互有优劣。

1、三元锂电——高性能，高成本，稳定弱

镍钴锰三元锂电池是相对新兴的第三代动力电池技术，其优势在于具有更高

的能量密度，能够以较小的体积和质量做到更大的带电量，从而实现车辆更长的续航里程和更低的单位能耗。并且由于技术相对新兴，通过提高三元材料中镍的比例，电池性能仍有上升空间，以目前的技术，来自宁德时代的三元锂电池样品单体电芯能量密度最高已经能做到 304Wh/kg，而量产的三元电池单体电芯能量密度能够达到 240-250Wh/kg。

但是由于三元材料价格较高，且我国以钴为主的一系列有色金属材料储量少，很难做到自给，相较之下成本高企。此外，由于材料化学性质稳定性相对较差的原因，三元锂电池的安全性以及耐用性也较弱，企业需要付出额外的研发成本用于安全性的保障。

2、磷酸铁锂电池——低成本、高稳定、低性能

磷酸铁锂电池是第二代动力电池技术，技术相对成熟，且由于原材料相对易得，总体成本也较低，化学稳定性也较强，技术安全性较高，在高安全性、高频率、短续航等场景下仍然广泛使用。

但是受限于材料本身，磷酸铁锂电池的能量密度已经进入了瓶颈，单体电芯能量密度极限为比亚迪做到的 200Wh/kg，而量产磷酸铁锂电池的能量密度则在 150-170Wh/kg 范围内，较三元电池差距较大。

图表 3 常见锂离子电池正极材料及性能

	磷酸铁锂	锰酸锂	钴酸锂	三元镍钴锰
化学式	LiFePO ₄	LiMn ₂ O ₄	LiCoO ₂	Li(Ni _{1/3} Mn _{1/3} Co _{1/3})O ₂ Li(Ni _{0.5} Mn _{0.3} Co _{0.2})O ₂ Li(Ni _{0.6} Mn _{0.2} Co _{0.2})O ₂ Li(Ni _{0.8} Mn _{0.1} Co _{0.1})O ₂
缩写	LFP	LMO	LCO	NCM111 NCM523 NCM622 NCM811
理论比容量 (mA·h / g)	170	148	274	273-285
振实密度 (g/cm ³)	0.8-1.1	2.2-2.4	2.8-3.0	2.6-2.8
压实密度 (g/cm ³)	2.2-2.3	>3.3	3.6-4.2	>3.4

平均电压(V)	3.4	3.8	3.7	3.6
耐用性(次)	2000-6000	500-2000	500-1000	800-2000
安全性	好	良好	差	一般

数据来源：《锂离子电池三元材料——工艺技术及生产应用》，红塔证券

二、公司分析

宁德时代是目前国内动力电池供应商的绝对龙头，在产能、装机量、技术等各个方面均处于行业翘楚地位。

（一）公司技术实力足够继续享受补贴

我们认为在此次补贴退坡的背景下，锂电池企业有两条思路：

一是着眼高端市场，着力于发展三元锂电池。这条思路的意义在于，由于三元锂电池能够做到更高的能量密度，因此也比较容易做到较高的续航里程，而对于这种高续航的新能源汽车，往往售价较高，在这种情况下，三元锂电池成本较高的劣势相对而言就不明显，而减少的补贴也因为同样的原因，与整车价格相比并不敏感，而企业则通过高性能三元锂电池相对较高的技术门槛，获得相应的溢价收入。

二是利用磷酸铁锂电池相对低廉的价格，以成本取胜。这一路径的思路在于，企业可以选择直接放弃补贴，并通过适当降低能量密度的方式把控成本，主打中低端成本向车型的市场，不过分追求续航，应用场景以市内通勤为主，从而以低廉的成本为核心竞争力，占据市场。

1、镍钴锰三元锂电池

根据工信部去年11月5日发布的2018年第11批《新能源汽车推广推荐车型目录》，宁德时代已经实现了单车电池系统能量密度170Wh/kg，为搭载于东风神纯电动轿车的三元锂电池，该车续航里程为508km。

而在最新的《新能源汽车推广应用推荐车型目录(2019年第2批)》中，共包括有28款纯电动车，所有车型续航里程全部大于200km，其中续航里程超过350公里的车型占比50%，500公里以上车型1款；而其中有8款车型能量

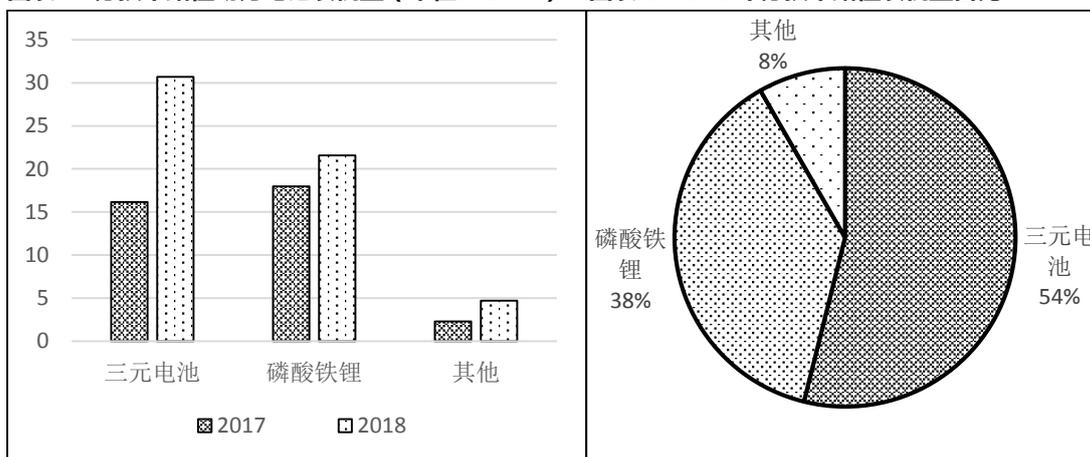
密度达到 160Wh/kg。整体来看，高能量密度、高续航里程的车型推出，体现了新能源汽车高端化的趋势。

2、磷酸铁锂电池

前文提到过，磷酸铁锂电池能量密度相对较低，在续航里程上也相对弱势，但是由于其更高的性价比，在中低端车型上仍有广泛应用。同样根据 GGII 的统计数据，2018 年全年国内磷酸铁锂电池装机量为 21.57GWh，同比增长 19.6%，占比达到 37.9%。

宁德时代配套的磷酸铁锂电池大多数能量密度能够达到 140Wh/kg 以上，符合 0.9 倍调整系数，在同行业竞争中也能够占据一定优势。

图表 4 分技术路径动力电池装机量（单位：GWh） 图表 5 2018 年分技术路径装机量占比



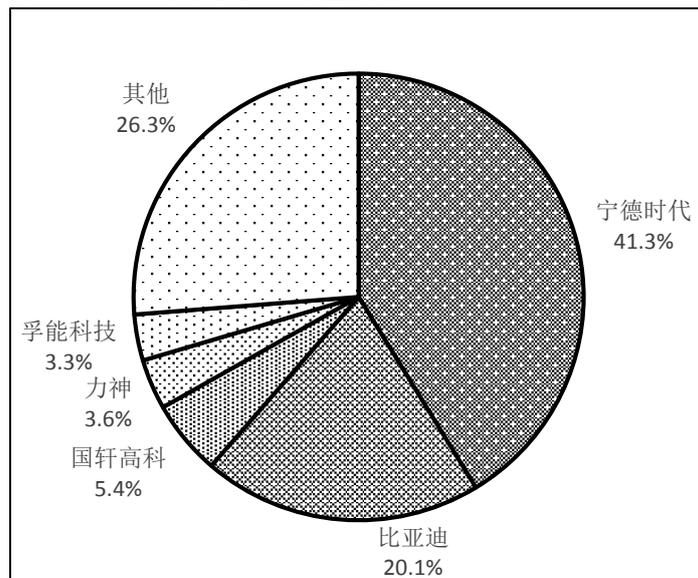
数据来源：GGII，红塔证券

数据来源：GGII，红塔证券

(二) 公司装机量快速提升，稳居国内第一

随着公司产能爬坡，2016-2018 年三年间公司装机量快速增长，也带来公司市场占有率的快速提升。根据 GGII 的统计数据，2018 年宁德时代出货量达到 23.52GWh，同比增长 122.31%，市占率也由 2017 年的 29.2% 提升至 41.3%。

图表 6 2018 年动力电池装机量占比



数据来源：GGII，红塔证券

图表 7 2016-2018 年国内动力电池装机量 TOP5 (单位：GWh)

2016 年		2017 年		2018 年	
企业	装机量	企业	装机量	企业	装机量
比亚迪	8.23	宁德时代	10.58	宁德时代	23.52
宁德时代	6.26	比亚迪	5.66	比亚迪	11.44
沃特玛	2.53	沃特玛	2.41	国轩高科	3.09
国轩高科	1.93	国轩高科	2.10	力神	2.07
力神	1.74	比克	1.64	孚能科技	1.90

数据来源：GGII，红塔证券

(三) 公司产能继续释放，市占率有望进一步提升

以公司招股说明书公布的 2017 年底产能 17.09GWh 为基准，叠加 2018 年陆续投产的江苏溧阳 5GWh、宁德湖西的 8GWh、青海时代的 5GWh，以及预计 2018 年底部分投产的时代上汽项目 18GWh，整个 2018 年新增的产能达到 36GWh，估算截至目前宁德时代锂离子电池产能已经达到约 53GWh。

除此之外，公司尚有在建产能超过 50GWh，包括 2018 年 7 月投资 2.4 亿欧元在德国设立的电池生产基地及智能制造技术研发中心。另外还有报道称宁德时代德国工厂有意在 2026 年左右将产能提升至 100GWh 以上。

而根据前面历年装机量的变动情况来看，动力电池市场集中度仍在持续提升，

头部供应商市占率继续提升，宁德时代与比亚迪两家企业占比就超过了 60%。这一现象的出现主要是由于以下几个原因：1) 动力电池作为新兴产业，仍需要持续不断的研发投入，头部企业由于营收规模大得多，研发投入也相应更高；2) 行业规模效应相对显著，大企业能够享受更多的规模效应红利；3) 扩张产能的固定资产投资较高，拥有更高资金实力的龙头企业更容易完成扩张。

目前对宁德时代竞争压力较大的主要是比亚迪，然而根据比亚迪的产能规划，2019 年比亚迪产能约为 40Gwh，但是由于其青海工厂的投产时间较晚，对 2019 年的产量贡献较低，而其内部对新能源汽车的产销预期为 40-50 万辆，因此比亚迪的动力电池产能大部分将被自己消化，向外供货数量很小，宁德时代可能仍将面临极其紧张的状况。而 2019 年 1-2 月宁德时代继续上升的市场占有率已经初现端倪。

图表 8 2019 年 1-2 月动力电池企业 TOP10

排名	2019年1月	市场占有率	2019年2月	市场占有率
1	宁德时代	41.67%	宁德时代	42.96%
2	比亚迪	27.57%	比亚迪	26.01%
3	国轩高科	3.85%	国轩高科	5.65%
4	亿纬锂能	3.02%	孚能科技	3.49%
5	孚能科技	2.92%	银隆	2.84%
6	比克	2.50%	时代上汽	2.59%
7	天津力神	1.91%	卡耐新能源	2.40%
8	时代上汽	1.57%	比克	2.16%
9	中航锂电	1.50%	天津力神	1.89%
10	卡耐新能源	1.39%	多氟多	1.81%

数据来源：电池中国网

(四) 全年新能源汽车销量仍将保持较高增速

2019 年 1-2 月新能源汽车累计销量 14.8 万辆，同比增长 98.6%。考虑到此前媒体对 2019 年新能源汽车补贴退坡预计的报道，该高增速存在透支需求的可

能性。

而随着 2019 年新能源汽车补贴政策的正式落地，新能源汽车价格不可避免地将会出现上浮，然而对于厂商来说，必将在短期内采取相应补贴措施，维持车价相对稳定，而事实上已经有包括上汽乘用车、广汽乘用车等在内的一系列车企做出补贴后售价不变的承诺，过渡期内可能会出现抢装现象，继续维持高增速。但是在过渡期结束后，厂商、供应商等都将对车型布局、价格、配置等做出调整，届时在销量透支以及价格提高的双重作用下，存在短时间销量下滑的可能。

然而对于限牌城市等需求相对刚性的地区，销量仍将在较高水平上保持坚挺。以 2018 年交强险数据来看，刚性需求新能源汽车销量占比达到 51.8%。

图表 9 2019 年新能源汽车销量预测

说明：刚性需求包括限牌城市销量及营运性车辆，弹性需求则 为其他新能源汽车需求			
	2018A	预计增速	2019E
刚性需求	65.1	50%	97.7
弹性需求	60.5	10%	66.6
合计	125.6	30.8%	164.3

数据来源：红塔证券预测

根据 2018 年数据，全年锂电池装机量为 56.96Gwh，对应新能源汽车产量 127 万辆，平均单车带电量约为 45kWh。对于公司来说，同时考虑到下游新能源汽车销量的增长、公司产能/产品市占率的提升、假设单车带电量的增加至 55kWh 等各因素，则 2019 年公司产能 53GWh 可供给约 96.4 万辆新能源汽车，占新能源汽车销量大约 50%。（当然，考虑到 53GWh 产能不太可能全部实际生产，实际装机量预计 2019 年增幅约为 60%-70%）。

稍微考虑得长远一点，以 2021 年的情况来估算。另一个方向，以新能源汽车年复合销量增速 30% 计算，2021 年新能源汽车销量预计为 277.67 万辆，以宁德时代市场占有率达到 50% 考虑，则需供给约 140 万辆，考虑技术提升后单车带电量提升至 65kWh，则公司需要国内产能 91GWh。以宁德时代目前的产能扩张速度，2021 年产能可能将超过 100GWh，将出现一定程度的产能过剩，而在这样的预测场景下，产能过剩程度并不算高，在可接受范围内，但是如果①新能源汽车销量增速不及预期；或是②单车带电量增长不及预期，则产能过剩程度将提高，反之亦然。

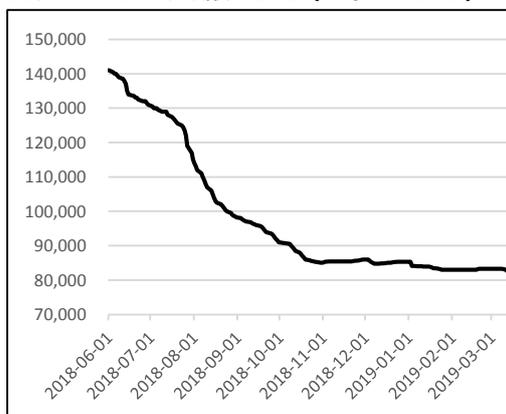
（五）客户布局广，配套企业众多且实力较强

国内来说，宁德时代的下游客户包括了宇通客车、北汽新能源、奇瑞汽车、东风汽车、长城汽车、吉利汽车、广汽集团、上汽集团以及华晨宝马等一众国有自主品牌以及合资品牌，而国外则以宝马为主，同时包括戴姆勒、大众、捷豹路虎等，已经进入欧洲高端品牌市场。

（六）价格成本同时下探，毛利率相对稳定

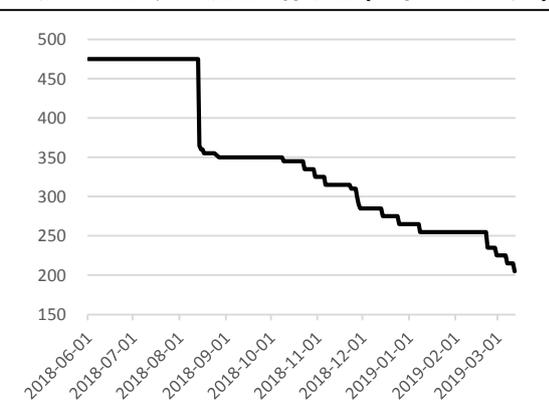
尽管公司动力电池产品价格持续下探，但是随着上游材料价格的下降、技术的成熟，以及持续扩产带来的规模效应，成本也在同时降低，因而公司动力电池产品的毛利率水平也在趋向平稳，并且随着市占率的继续提升，甚至将有重新回升的机会，进一步增强公司的盈利能力。

图表 10 电池级碳酸锂价格（单位：元/吨）



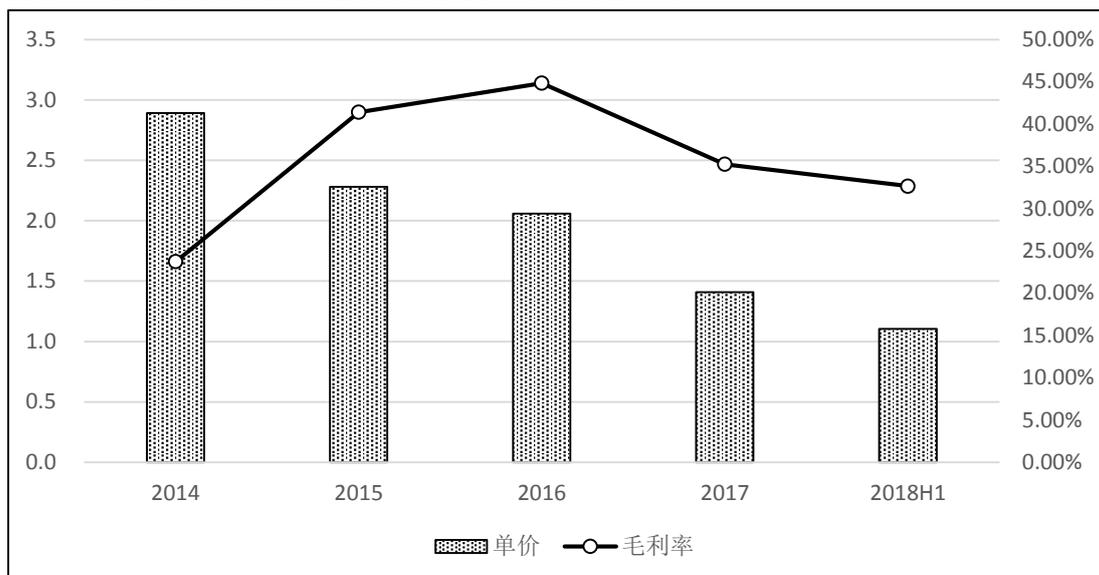
数据来源：Wind，红塔证券

图表 11 四氧化三钴前驱体价格（单位：元/千克）



数据来源：Wind，红塔证券

图表 12 宁德时代动力电池产品单价与毛利率 (单位：元/Wh、%)



数据来源：Wind，红塔证券

三、估值及投资建议

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.65 元、1.99 元和 2.55 元，同比增长-7.71%、22.28%、27.96%。公司在 2019 年优质动力电池产能紧张的情况下有望保持毛利率稳定，市占率有望进一步提高，充分享受新能源汽车高速发展带来的红利，并在随后两年间重新提升毛利率。公司目前静态市盈率 52 倍，基于对公司毛利率稳定和市占率提升的判断，结合横向对行业 PE 水平的对比，我们给予公司 2019 年 50 倍市盈率，目标价 99.5 元，给予公司“买入”评级。

四、风险提示

(一) 原材料价格突涨风险

由于公司对原材料产业并没有完备的布局，因而对于原材料价格波动风险的抵抗能量较弱。一旦以锂为主的一系列原材料出现价格大幅上涨的情况，则公司的成本控制将会遇到很大压力。

(二) 锂电池价格大幅下滑风险

从技术上来看，动力锂电池单位价格始终处于下降区间，而目前电池企业仍能维持利润率的底气来源于两个方面：一是不断改进的技术水平，可以在保持并提高电池性能的同时，改用成本更低廉的材料（例如目前的高镍化进程），以及优化生产流程从而减少损耗；二是上游材料成本的下降。

但是如果未来锂电池价格下降的速度明显高于成本降低的速度，则企业的毛利率水平将不可避免地出现下滑，从而严重影响企业业绩。

(三) 下游新能源汽车销量不及预期风险

由于动力电池产品下游用途相对单一，几乎全部用于新能源汽车，而我们此前对未来新能源汽车销量的预测是基于历史情况以及发展趋势作出的，无法保证其准确性，因而如果下游新能源汽车产销增速不及预期，则整个行业将出现严重产能过剩的问题，从而对公司业绩产生重大影响。

(四) 新能源汽车技术路径改变风险

目前我国新能源汽车的动力源仍以锂电池为主，各大车企也在全面布局锂电池产业。而一旦锂电池技术迟迟没有更新，反而其他技术路径（例如燃料电池）出现技术突破，则锂电池产业可能会迅速没落，对于锂电池企业来说产能将迅速过剩。

五、财务模型预测结果

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5702.88	14878.99	19996.86	29611.35	38494.76	48118.45
增长率(%)	557.93%	160.90%	34.40%	48.08%	30.00%	25.00%
归属母公司股东净利润	931.08	2965.19	3610.63	3578.84	4376.14	5599.91
增长率(%)	1610.73%	218.47%	21.77%	-0.88%	22.28%	27.96%
每股收益(EPS)	0.424	1.351	1.645	1.630	1.994	2.551
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.304	0.956	1.073	2.041	0.979	1.636
销售毛利率	38.64%	43.70%	36.29%	32.35%	32.00%	33.00%
销售净利率	16.68%	20.38%	19.64%	12.40%	11.66%	11.94%
净资产收益率(ROE)	74.27%	19.14%	14.62%	12.65%	13.40%	14.64%
投入资本回报率(ROIC)	188.80%	142.41%	22.92%	14.05%	13.62%	13.63%
市盈率(P/E)	175.87	55.22	45.35	45.75	37.42	29.24
市净率(P/B)	130.62	10.57	6.63	5.79	5.01	4.28
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5702.88	14878.99	19996.86	29611.35	38494.76	48118.45
减: 营业成本	3499.20	8376.80	12740.19	20033.56	26176.43	32239.36
营业税金及附加	39.63	109.22	95.90	148.06	192.47	240.59
营业费用	330.92	632.19	795.77	1273.29	1655.27	2069.09
管理费用	620.58	2152.23	2956.49	3701.42	5004.32	6495.99
财务费用	109.19	80.44	42.17	-52.71	68.39	278.30
资产减值损失	58.64	233.86	244.74	500.00	500.00	500.00
加: 投资收益	1.46	76.08	1344.31	200.00	250.00	300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1046.18	3370.33	4465.91	4207.74	5147.86	6595.11
加: 其他非经营损益	54.44	188.09	16.08	16.08	16.08	16.08
利润总额	1100.62	3558.42	4481.99	4223.82	5163.94	6611.19
减: 所得税	149.61	526.61	555.26	553.22	675.60	867.70
净利润	951.01	3031.81	3926.73	3670.60	4488.35	5743.49
减: 少数股东损益	19.93	66.62	316.10	91.77	112.21	143.59
归属母公司股东净利润	931.08	2965.19	3610.63	3578.84	4376.14	5599.91
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	646.87	1596.97	13186.13	14805.68	19247.38	24059.22
应收和预付款项	2942.07	8171.35	12773.32	16200.00	21600.00	26900.00
存货	1041.61	1359.77	3417.76	5500.00	6500.00	8000.00
其他流动资产	227.86	9760.70	2695.03	2695.03	2695.03	2695.03

长期股权投资	0.00	169.66	791.03	991.03	1241.03	1541.03
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1788.00	4953.60	11193.86	13012.07	14676.91	16188.38
无形资产和开发支出	603.18	722.07	1509.18	1938.92	2352.00	2748.41
其他非流动资产	642.07	716.75	2625.67	2631.02	2576.36	2586.36
资产总计	7891.65	27450.88	48191.98	57773.75	70888.71	84718.43
短期借款	576.56	1226.59	2245.10	2450.52	4503.00	6415.63
应付和预收款项	2995.41	8015.40	14311.30	19500.00	22100.00	25000.00
长期借款	0.00	302.00	2129.10	2646.14	6620.27	9893.86
其他负债	2821.36	2121.17	3049.00	3049.00	3049.00	3049.00
负债合计	6393.32	11665.16	21734.48	27645.65	36272.27	44358.49
股本	470.59	613.32	1955.19	1955.19	1955.19	1955.19
资本公积	369.01	11608.55	15354.59	15354.59	15354.59	15354.59
留存收益	414.06	3266.77	7391.66	10970.49	15346.63	20946.54
归属母公司股东权益	1253.67	15488.65	24701.44	28280.28	32656.41	38256.32
少数股东权益	244.66	302.47	1769.80	1861.56	1973.77	2117.36
股东权益合计	1498.33	15791.12	26471.24	30141.84	34630.19	40373.68
负债和股东权益合计	7891.65	27456.28	48205.72	57787.49	70902.45	84732.17
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	667.21	2099.40	2356.15	4480.50	2149.61	3590.05
投资性现金净流量	-641.35	-12428.41	-7635.81	-3636.13	-3666.13	-3686.13
筹资性现金净流量	439.90	10971.02	8932.73	775.17	5958.23	4907.93
现金流量净额	464.97	639.93	3639.31	1619.55	4441.70	4811.84

财务分析和估值指标汇总

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收益率						
毛利率	38.64%	43.70%	36.29%	32.35%	32.00%	33.00%
三费/销售收入	18.60%	19.25%	18.98%	16.62%	17.48%	18.38%
EBIT/销售收入	21.17%	24.52%	22.55%	14.09%	13.59%	14.32%
EBITDA/销售收入	24.54%	29.79%	29.45%	17.11%	16.60%	16.98%
销售净利率	16.68%	20.38%	19.64%	12.40%	11.66%	11.94%
资产获利率						
ROE	74.27%	19.14%	14.62%	12.65%	13.40%	14.64%
ROA	15.30%	13.29%	9.36%	7.22%	7.38%	8.13%
ROIC	188.80%	142.41%	22.92%	14.05%	13.62%	13.63%
增长率						
销售收入增长率	557.93%	160.90%	34.40%	48.08%	30.00%	25.00%
EBIT 增长率	1833.58%	202.25%	23.58%	-7.49%	25.44%	31.67%
EBITDA 增长率	978.82%	216.77%	32.86%	-13.96%	26.07%	27.90%
净利润增长率	1611.57%	218.80%	29.52%	-6.52%	22.28%	27.96%
总资产增长率	202.55%	247.85%	75.56%	19.88%	22.70%	19.51%
股东权益增长率	388.03%	1135.47%	59.48%	14.49%	15.47%	17.15%

经营营运资本增长率	73.82%	573.06%	-23.10%	36.09%	42.62%	31.59%
资本结构						
资产负债率	81.01%	42.49%	45.10%	47.85%	51.17%	52.36%
投资资本/总资产	26.23%	62.57%	53.32%	57.60%	61.78%	64.59%
带息债务/总负债	9.02%	13.10%	20.13%	18.44%	30.67%	36.77%
流动比率	0.99	2.20	1.90	1.76	1.86	1.94
速动比率	0.73	1.03	1.53	1.39	1.51	1.60
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.72	0.54	0.41	0.51	0.54	0.57
固定资产周转率	4.34	3.99	2.43	2.96	3.30	3.65
应收账款周转率	2.03	1.89	1.62	1.97	1.92	1.92
存货周转率	3.36	6.16	3.73	3.64	4.03	4.03
业绩和估值指标						
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EBIT	1207.13	3648.59	4508.76	4171.11	5232.34	6889.49
EBITDA	1399.46	4433.07	5889.94	5067.81	6389.08	8171.62
NOPLAT	996.01	2947.76	3935.97	3611.27	4533.46	5969.66
净利润	931.08	2965.19	3610.63	3578.84	4376.14	5599.91
EPS	0.424	1.351	1.645	1.630	1.994	2.551
BPS	0.571	7.056	11.253	12.884	14.878	17.429
PE	175.87	55.22	45.35	45.75	37.42	29.24
PEG	3.10	3.99	2.88	N/A	N/A	N/A
PB	130.62	10.57	6.63	5.79	5.01	4.28
PS	28.71	11.01	8.19	5.53	4.25	3.40
PCF	245.42	78.00	69.50	36.55	76.18	45.61
EV/EBIT	29.76	13.00	32.57	36.17	30.00	23.56
EV/EBITDA	25.67	10.70	24.93	29.77	24.57	19.86
EV/NOPLAT	36.07	16.09	37.31	41.77	34.63	27.19
EV/IC	17.35	2.76	5.71	4.53	3.58	2.97
ROIC-WACC	188.80%	142.41%	22.92%	13.11%	12.77%	12.22%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

*以上数据由分析师在<Wind 财务预测和估值系统>上计算生成

*以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	绝对收益在 15%以上
	持有	绝对收益在 5%-15%之间
	减持	绝对收益在-5%-5%之间
	回避	绝对收益在-5%以下

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。