

# 天齐锂业 (002466.SZ)

## 锂矿资源优势显著，稳步扩张锂盐产能

买入

### 核心观点

**公司发布 2022 年年报：**实现营收 404.49 亿元，同比+427.82%；实现归母净利润 241.25 亿元，同比+1060.47%。其中 22Q4 实现营收 158.03 亿元，环比+52.69%；实现归母净利润 81.43 亿元，环比+44.02%。

**核心产品产销量：**2022 年锂矿产量为 134.86 万吨，同比+41.37%，销量为 75.90 万吨，同比+37.70%，库存量为 29.60 万吨，同比+51.07%；锂化合物产量为 4.73 万吨，同比+8.16%，销量为 5.81 万吨，同比+21.77%，库存量为 2928.6 吨，同比+150.78%。

**公司 2022 年利润分配预案：**拟向全体股东派发现金红利，每 10 股派发现金股利 30 元(含税)，总计拟派发现金红利总额约为 49.22 亿元。

**公司发布《未来五年 (2023-2027 年) 战略规划》。**在稳步落实公司锂产品扩产计划方面，公司将延续既有的“垂直一体化整合”的商业模式，稳步落实基础锂盐产能扩张计划，力争到 2027 年达到 30 万吨左右碳酸锂当量的锂化工产品产能，进一步发挥产业链协同效应。

### 公司手握全球最优质锂资源，冶炼端产能稳步推进

**资源端：**格林布什锂矿现有年产 162 万吨锂精矿产能，未来总产能要达到 210 万吨/年以上。IGO 公告显示，格林布什 22Q1/Q2/Q3/Q4 锂精矿产量分别为 27.0/33.8/36.1/37.9 万吨；格林布什化学级锂精矿 2022 年上半年包销价格为 1770 美金/吨 FOB，下半年包销价格提升至 4187 美金/吨 FOB，且矿山于今年开始调整定价机制，调价周期从半年度调整到一个季度，今年一季度包销价格进一步提升至 5957 美金/吨 FOB。另外公司正在就重启四川雅江措拉锂矿建设进行可行性研究。

**产品端：**公司目前在国内有 3 个生产基地，锂盐产能合计约为 4.48 万吨。另外澳大利亚奎纳纳项目一期年产 2.4 万吨电池级氢氧化锂生产线已进入试生产阶段；遂宁安居年产 2 万吨电池级碳酸锂生产线正在建设中。

**投资端：**公司目前持有 SQM 22.16% 股权，是其第二大股东，2022 年确认的投资收益为 56.41 亿元。SQM 是全球最大的盐湖提锂生产企业，现有年产 18 万吨碳酸锂产能，2022 年锂盐销量约为 15.68 万吨，同比增长 55.09%。

**风险提示：**项目建设进度不达预期；锂矿和锂盐产品产销量不达预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。

考虑到锂价近期有比较明显的调整，所以下修了公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收分别为 440.68/311.25/279.67 (原预测 521.95/488.59/-) 亿元，同比增速 8.9%/-29.4%/-10.1%；归母净利润分别为 172.29/138.13/139.97 (原预测 224.97/227.36/-) 亿元，同比增速-28.6%/-19.8%/1.3%；摊薄 EPS 分别为 10.50/8.42/8.53 元，当前股价对应 PE 为 7.6/9.5/9.4X。考虑到公司拥有全球最好的锂辉石和锂盐湖资源，资源端仍有极强的扩产潜能，为中游锂盐产能的扩张提供坚实的原料保障，中长期成长性值得期待，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7663	40449	44068	31125	27967
(+/-%)	136.6%	427.8%	8.9%	-29.4%	-10.1%
净利润(百万元)	2079	24125	17229	13813	13997
(+/-%)	-213.4%	1060.5%	-28.6%	-19.8%	1.3%
每股收益(元)	1.41	14.70	10.50	8.42	8.53
EBIT Margin	54.6%	83.3%	81.1%	75.5%	69.6%
净资产收益率 (ROE)	16.3%	49.7%	28.5%	19.7%	17.5%
市盈率 (PE)	56.9	5.4	7.6	9.5	9.4
EV/EBITDA	31.4	4.4	4.1	6.0	7.1
市净率 (PB)	9.27	2.71	2.17	1.87	1.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

### 有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

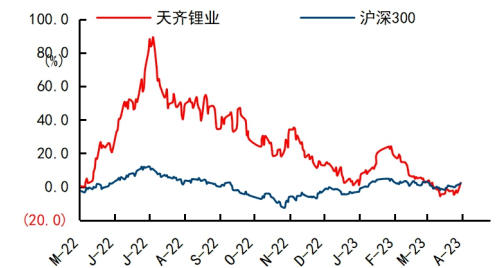
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		80.09 元
总市值/流通市值		131445/131244 百万元
52 周最高价/最低价		148.57/58.05 元
近 3 个月日均成交额		2296.64 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

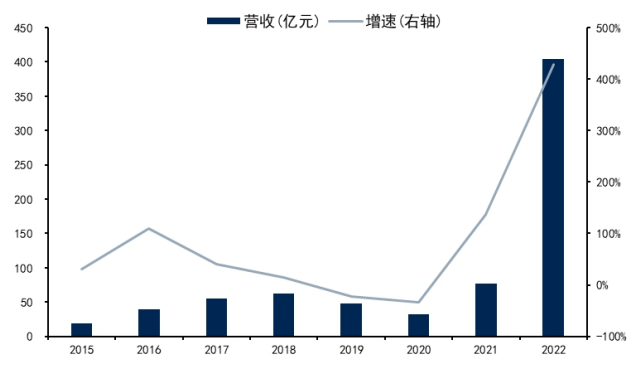
### 相关研究报告

- 《天齐锂业 (002466.SZ) - 三季度克服多重因素挑战，维持强劲的利润兑现能力》——2022-10-30
- 《天齐锂业 (002466.SZ) —— 半年报点评-全面完成降杠杆目标，新产能建设稳步推进》——2022-08-31
- 《天齐锂业 (002466.SZ) 2021 年年报&2022 年一季报点评：手握全球最优质锂矿资源，业绩弹性逐步兑现》——2022-05-01
- 《天齐锂业-002466-2021 年业绩预告点评：锂资源王者，业绩弹性逐步凸显》——2022-01-28

◆ 公司 2022 年实现归母净利润约 241 亿元，同比增长约 10.6 倍

公司发布 2022 年年报：全年实现营收 404.49 亿元，同比+427.82%；实现归母净利润 241.25 亿元，同比+1060.47%，业绩在此前预告接近中值左右的水平；实现扣非归母净利润 230.59 亿元，同比+1628.88%，业绩也在此前预告接近中值左右的水平；实现经营活动产生的现金流量净额 202.98 亿元，同比+869.11%。公司 22Q4 实现营收 158.03 亿元，同比+316.90%，环比+52.69%；实现归母净利润 81.43 亿元，同比+425.69%，环比+44.02%；实现扣非归母净利润 81.39 亿元，同比+459.13%，环比+44.33%；实现经营活动产生的现金流量净额 85.62 亿元，同比+1099.16%，环比+83.30%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**核心产品产销量数据方面：**公司 2022 年锂矿产量为 134.86 万吨，同比+41.37%，销量为 75.90 万吨，同比+37.70%，库存量为 29.60 万吨，同比+51.07%；公司 2022 年锂化合物产品产量为 4.73 万吨，同比+8.16%，销量为 5.81 万吨，同比+21.77%，库存量为 2928.6 吨，同比+150.78%。

**公司 22Q4 利润环比 22Q3 有明显提升的主要原因包括：**

1) 预计公司 22Q4 锂盐销售均价环比 22Q3 有所提升。亚金网数据显示，22Q3/Q4 国产电碳均价分别为 48.56/56.37 万元/吨(含税)，Q4 均价环增约 16%；国产电氢均价分别为 48.06/55.25 万元/吨(含税)，Q4 均价环增约 15%。公司锂盐价格随行就市，能够享受锂价上涨所带来利润的增厚。

2) 预计公司 22Q4 格林布什锂精矿包销价格环比 22Q3 持平。格林布什化学级锂精矿上半年包销价格为 1770 美金/吨 FOB，下半年包销价格提升至 4187 美金/吨 FOB，对应单吨锂盐产品成本增加约 13-14 万元。22Q4 包销价格相比 22Q3 并没有调整，所以公司锂盐产品成本相对稳定。

3) 预计公司 22Q4 锂盐产销量环比 22Q3 有明显提升。公司 22Q3 受四川地区限电限产影响，锂盐产能利用率未完全释放；22Q4 这部分影响因素消除后，公司锂盐产销量规模有明显提升。

**公司 2022 年利润分配预案：**公司拟向全体股东派发现金红利，每 10 股派发现金股利 30 元(含税)，不实施资本公积转增股本，不派送红股。截至 2022 年 12 月 31 日，公司总股本约为 16.41 亿股，其中公司回购账户约 46.80 万股不参与利润分配，以此计算拟派发现金红利总额约为 49.22 亿元。

**公司发布《未来五年（2023-2027 年）战略规划》。**未来五年，公司将“夯实上游、做强中游、渗透下游”。其中，在稳步落实公司锂产品扩产计划方面，公司

将延续既有的“垂直一体化整合”的商业模式，稳步落实基础锂盐产能扩张计划，力争到 2027 年达到 30 万吨左右碳酸锂当量的锂化工产品产能，进一步发挥产业链协同效应。公司将充分发挥和提升自动化生产的技术优势和经验，不断提高资源利用率，持续引领全球锂盐工厂的自动化生产水平。

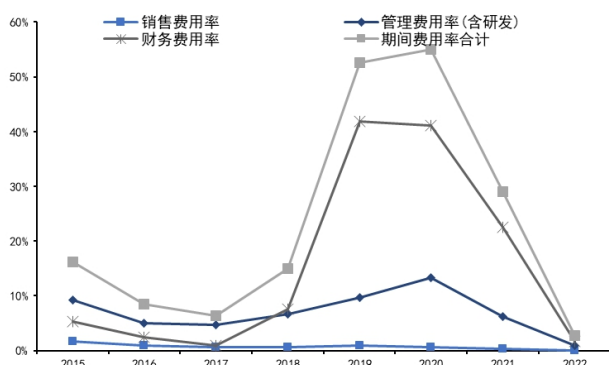
**财务数据方面**，截至 2022 年末公司资产负债率为 25.09%，相比 2021 年末下降 33.81 个百分点；在手货币资金约 125 亿元，同比增长约 5.3 倍；在手存货 21.44 亿元，同比增长约 1.5 倍。期间费用方面，2022 年销售费用约 2903 万元，同比+41.71%；管理费用约 3.77 亿元，同比-16.93%；研发费用约 2670 万元，同比+41.84%；财务费用约 6.75 亿元，同比-61.02%，主要系公司于 2022 年提前偿还银团贷款，利息费用下降；综上所述 2022 年期间费用率合计为 2.74%，同比下降 26.28 个百分点。

图3：公司资产负债率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司手握全球最优质锂资源，冶炼端产能稳步推进

公司以前瞻的眼光，战略性布局中国、澳大利亚和智利的优质资源，建设打造规模领先、技术先进的锂化合物生产基地，并凭借垂直一体化全球产业链优势致力于实现“夯实上游、做强中游、渗透下游”的长期发展战略，已携手全球战略合作伙伴推动电动汽车和储能产业实现锂离子电池技术的长期可持续发展，力争成为有全球影响力的能源变革推动者。

**资源端**，公司以西澳大利亚格林布什锂矿为资源基地，且以四川雅江措拉锂矿为资源储备。格林布什锂矿随着尾矿库项目建成投产，锂精矿产能从 134 万吨/年扩大到 162 万吨/年。IGO 公告显示，格林布什 22Q1/Q2/Q3/Q4 锂精矿产量分别为 27.0/33.8/36.1/37.9 万吨；格林布什化学级锂精矿 2022 年上半年包销价格为 1770 美金/吨 FOB，下半年包销价格提升至 4187 美金/吨 FOB，且矿山于今年开始调整定价机制，调价周期从半年度调整到一个季度，今年一季度包销价格进一步提升至 5957 美金/吨 FOB。另外，格林布什还有 2 个扩产规划：1) CGP3 正在加紧建设当中，其设计产能为 52 万吨/年，预计 2025 年 3 月完工投产；2) CGP4 预计将于 CGP3 项目后再启动，也是新增年产 52 万吨化学级锂精矿产能，初步规划是于 2027 年建成投产。长期来看，格林布什锂矿产能有望达到 266 万吨/年，折合约 35 万吨 LCE。天齐锂业引入 IGO 作为战略投资者之后，间接持有格林布什锂矿 26.01% 股权，但仍掌握着格林布什锂矿的控制权，能 100% 满足公司现有锂盐产能的生产需求，并且为未来锂盐产能的扩张提供了坚实的原料保障。

公司拥有四川雅江措拉锂矿开采权，全资子公司盛合锂业于 2012 年 4 月 6 日取得原四川省国土厅颁发的采矿许可证。公司正在就重启雅江措拉锂辉石矿采选一期

工程选厂进行可行性研究，该项目建成后，有利于进一步加强公司的资源保障能力，提升公司生产原料供应链的稳定性。

表1: 公司核心控制锂矿项目资源量和储量数据

	格林布什矿场 中央矿脉区及卡潘加区	格林布什矿场 尾矿储存设施1区	雅江措拉矿场
获得日期	2014年5月		2008年10月
运营状态	运营中		就未来发展而持有
地址	格林布什, 澳洲		措拉, 雅江, 四川, 中国
资源种类	锂辉石		锂辉石
锂资源量 (百万吨 LCE, 品位除外)	探明资源量	0.04	-
	控制资源量	10.30	0.50
	推断资源量	2.70	0.10
	总资源量	13.10	0.60
	品位 (Li2O)	1.60%	1.30%
锂储量 (百万吨 LCE, 品位除外)	证实储量	0.04	-
	概略储量	8.20	0.40
	总储量	8.30	0.40
	品位 (Li2O)	2.00%	1.40%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司核心产业链布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司澳洲控股子公司 TLEA 于 2023 年 1 月 8 日与澳大利亚上市公司 ESS 签订《计划实施协议》，以每股 0.50 澳元，合计约 1.36 亿澳元（折合人民币约 6.32 亿元）的价格购买 ESS 全部股份。ESS 拥有 Pioneer Dome 锂矿项目 100% 的所有权及其他矿产项目的所有权。Pioneer Dome 锂矿资源总量为 1,120 万吨，平均氧化锂含量 1.16%，合计 12.9 万吨氧化锂当量。位于 Pioneer Dome 锂矿项目北部地区的 Dome North 锂矿资源是澳大利亚已公布的 13 个符合 JORC 标准的硬岩锂辉石矿资源之一。目前双方正按照流程推进此次交易，预计 ESS 将在 4 月 20 日召开股东大会审批本次交易。如本次交易完成，将会为公司资源开发提供更多路径来源。

**产品端**，公司目前在国内有 3 个生产基地，其中四川射洪生产基地产能是 2.4 万吨/年，其中有 5000 吨氢氧化锂；江苏张家港生产基地是全球首条全自动碳酸锂生产工厂，产能 2 万吨/年；重庆铜梁生产基地主要从事金属锂产品的研发和生产，产能 600 吨/年，铜梁基地拟分两期扩建 2000 吨金属锂项目。另外公司目前正在四川省遂宁市安居区建设年产 2 万吨碳酸锂项目，项目建设正在有序推进，预计将于 2023 年下半年建设完成并进入调试环节。

公司在海外有 1 个生产基地，在澳大利亚奎纳纳有两期共计年产 4.8 万吨电池级氢氧化锂生产线。其中，项目一期 2.4 万吨产能调试工作正常推进中，经过反复调试和优化，首批约 10 吨氢氧化锂产品通过公司内部实验室取样检测，并于 2022 年 5 月 19 日确认所有参数达到电池级氢氧化锂标准。TLK 后续将提供产品给不同客户进行品质认证，这一流程预计需要 4-8 个月的时间。在此期间，公司和 TLK 将继续专注于实现和巩固工厂稳定、一致和可靠的运营。另外，奎纳纳基地 2017 年所启动建设的项目二期主体工程已基本完成，目前仍处暂缓建设状态。公司将在有效验证一期项目成熟运营的基础上，结合市场需求、公司流动性等情况综合论证和调整二期氢氧化锂项目建设计划。

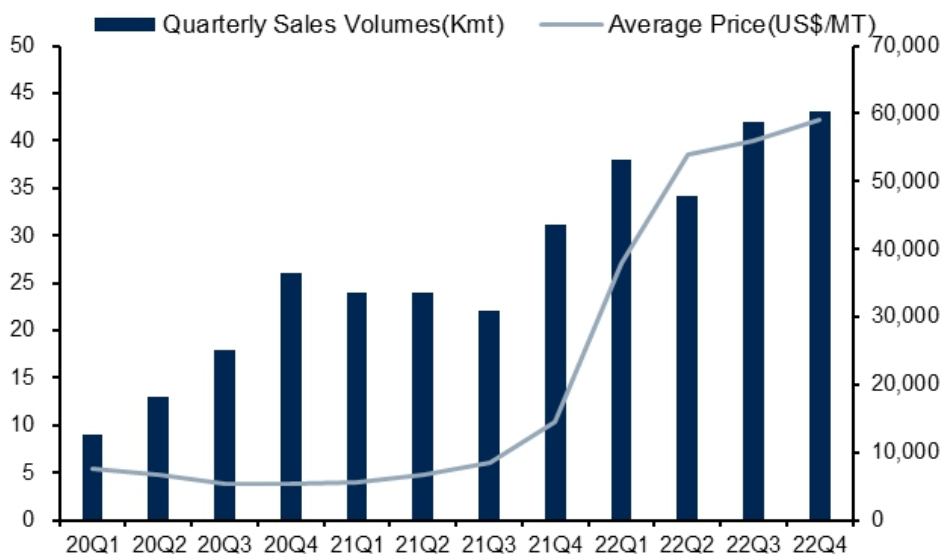
表2: 公司全球锂产品综合产能概况

锂盐加工	权益比例	现有产能	计划新增产能	未来合计
四川射洪	100%	2.42	-	2.42
重庆铜梁	86.38%	0.06	-	0.06
四川安居	100%	-	2.00	2.00
江苏张家港	100%	2.00	-	2.00
澳洲奎纳纳	51%	2.40	2.40	4.80
合计	-	6.88	4.40	11.28

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资端**，公司目前持有 SQM 22.16% 股权。SQM 是全球最大的盐湖提锂生产企业，现有年产 18 万吨的碳酸锂和 3 万吨的氢氧化锂产能，2022 年锂盐销量约为 15.68 万吨，同比增长 55.09%。根据 SQM 公告显示，2023 年将进一步提高碳酸锂和氢氧化锂产能分别达到 21 万吨和 4 万吨。目前 SQM 碳酸锂销售结构当中，约 15% 订单是以固定价格或者特定区间销售，约 70% 订单是采用与特定基准挂钩的可变价格合同，约 15% 订单价格未锁定。除此之外，SQM 还持有西澳 Mt Holland 项目 50% 股权，远景产能是年产 5 万吨氢氧化锂。公司作为 SQM 第二大股东有望从其快速的产能扩张中获得更高的投资收益。

图6: SQM 锂盐销量和售价



资料来源：SQM 公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: SQM 未来规划产能

产品名称	碳酸锂(万吨)	氢氧化锂(万吨)
2021年有效产能	12	2.15
2022年新增产能	+6	+0.85
2023年新增产能	+3	+1
2023年合计产能	21	4

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

另外于2022年5月,公司与中创新航签署《战略合作伙伴协议》和《碳酸锂供应框架协议》,拟在锂电产业链各个环节展开相关合作;与此同时中创新航作为基石投资人投资约5000万美元参与公司的首次公开发行境外上市外资股(H股)。2022年9月21日,公司第五届董事会第三十次会议审议通过了《关于作为基石投资者参与中创新航香港首次公开发行的议案》,公司全资子公司天齐锂业香港有限公司拟使用自有资金不超过1亿美元作为基石投资者参与认购中创新航在联交所首次公开发行股份,并于2022年9月21日与中创新航、华泰金融控股(香港)有限公司及其他包销商(如适用)共同签署《基石投资协议》。中创新航已于2022年10月6日在香港联交所挂牌并开始上市交易,发行价格为38港元/股,发行股数为265,845,300股。公司作为其本次发行最大的基石投资人之一,共计投资约1亿美元,认购20,217,200股,占本次发行股份7.47%,占本次发行后股本1.12%,基石投资人锁定期为6个月。

#### ◆ 盈利预测

考虑到近期锂价出现较为剧烈的调整,从2022年11月中旬开始到目前为止国产电池级锂盐价格下滑幅度超过50%,主要是由于下游需求疲软,叠加电池厂压价预期所致,所以我们下修了未来3年锂价的预期,公司的盈利预测也随之进行较大幅度的调整。我们的盈利预测基于以下假设条件:

#### 行业方面:

2023-2025年国产电池级碳酸锂含税均价分别为30、20、15万元/吨,其中23、24年价格假设相比前一次预测分别下调约25%和43%;

2023-2025年国产电池级氢氧化锂含税均价分别为30、20、15万元/吨,其中23、24年价格假设相比前一次预测分别下调约25%和43%;

2023-2025年海外电池级氢氧化锂含税均价分别为50、33、25美元/千克,其中23、24年价格假设相比前一次预测分别下调约17%和34%;

#### 公司方面:

2023-2025年泰利森格林布什锂矿产量分别为150、160、185万吨;

2023-2025年公司电池级碳酸锂产量分别为3.8、4.8、5.8万吨;

2023-2025年公司电池级氢氧化锂产量分别为5.46、5.90、7.40万吨(包含公司委托其他企业所代工的产量);

2023-2025年公司期间费用保持相对稳定。

表4: 公司产品价格和产量假设

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>商品价格</b>							
国产电池级碳酸锂(99.5%min)	元/吨, 含税价	43,979.10	121,832.50	475,333.33	300,000.00	200,000.00	150,000.00
国产单水氢氧化锂(56.5%min)	元/吨, 含税价	50,343.85	112,456.25	457,370.83	300,000.00	200,000.00	150,000.00
海外单水氢氧化锂(56.5%min)	美元/千克, 含税价	9.97	16.92	67.88	50.00	33.00	25.00
<b>锂精矿产量</b>							
碳酸锂产量(含委托代工)	吨	579,974.00	953,971.00	1,348,616.46	1,500,000.00	1,600,000.00	1,850,000.00
氢氧化锂产量(含委托代工)	吨	NA	NA	NA	38,000.00	48,000.00	58,000.00
营业收入	百万元	3,239.45	7,663.32	40,448.88	44,067.56	31,124.62	27,967.19
营业成本	百万元	1,895.25	2,914.36	6,017.23	7,444.92	7,012.04	7,926.37
营业毛利	百万元	1,344.20	4,748.96	34,431.66	36,622.63	24,112.59	20,040.81
毛利率		41.49%	61.97%	85.12%	83.11%	77.47%	71.66%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 维持“买入”评级。**预计公司 2023-2025 年营收分别为 440.68/311.25/279.67 (原预测 521.95/488.59/-) 亿元, 同比增速 8.9%/-29.4%/-10.1%; 归母净利润分别为 172.29/138.13/139.97 (原预测 224.97/227.36/-) 亿元, 同比增速 -28.6%/-19.8%/1.3%; 摊薄 EPS 分别为 10.50/8.42/8.53 元, 当前股价对应 PE 为 7.6/9.5/9.4X。考虑到公司拥有全球最好的锂辉石和锂盐湖资源, 资源端仍有极强的扩产潜能, 为中游锂盐产能的扩张提供坚实的原料保障, 中长期成长性值得期待, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1987	12461	33622	51737	67010	营业收入	7663	40449	44068	31125	27967
应收款项	1235	7958	8670	6124	5502	营业成本	2914	6017	7445	7012	7926
存货净额	872	2144	2478	2177	2429	营业税金及附加	71	290	353	249	224
其他流动资产	2373	3427	3733	2637	2369	销售费用	20	29	44	31	28
<b>流动资产合计</b>	<b>6470</b>	<b>25990</b>	<b>48504</b>	<b>62674</b>	<b>77310</b>	管理费用	454	377	584	454	423
固定资产	10434	11801	13631	15308	16787	研发费用	19	27	35	37	45
无形资产及其他	3096	3579	3436	3293	3149	财务费用	1731	675	300	0	0
投资性房地产	1573	3894	3894	3894	3894	投资收益	1461	7846	6000	6000	6000
长期股权投资	22592	25582	25582	25582	25582	资产减值及公允价值变动	77	(899)	(100)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>44165</b>	<b>70846</b>	<b>95048</b>	<b>110751</b>	<b>126723</b>	其他收入	(22)	(96)	112	110	102
短期借款及交易性金融负债	9813	173	500	500	500	营业利润	3989	39911	41354	29488	25469
应付款项	1033	2711	3134	2753	3072	营业外净收支	(25)	(10)	0	0	0
其他流动负债	2914	4670	5542	4804	5304	<b>利润总额</b>	<b>3964</b>	<b>39901</b>	<b>41354</b>	<b>29488</b>	<b>25469</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13760</b>	<b>7555</b>	<b>9177</b>	<b>8057</b>	<b>8876</b>	所得税费用	1374	8793	9098	5455	3820
长期借款及应付债券	10628	8263	8263	8263	8263	少数股东损益	511	6984	15027	10219	7651
其他长期负债	1625	1960	1960	1960	1960	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2079</b>	<b>24125</b>	<b>17229</b>	<b>13813</b>	<b>13997</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12253</b>	<b>10224</b>	<b>10224</b>	<b>10224</b>	<b>10224</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>26014</b>	<b>17779</b>	<b>19400</b>	<b>18281</b>	<b>19100</b>	净利润	2079	24125	17229	13813	13997
少数股东权益	5390	4574	15093	22246	27602	资产减值准备	(41)	89	56	20	18
股东权益	12761	48494	60555	70224	80022	折旧摊销	410	589	1157	1447	1645
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44165</b>	<b>70846</b>	<b>95048</b>	<b>110751</b>	<b>126723</b>	公允价值变动损失	(77)	899	100	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1731	675	300	0	0
每股收益	1.41	14.70	10.50	8.42	8.53	营运资本变动	(1814)	(7512)	(2)	2845	1474
每股红利	1.08	5.54	3.15	2.52	2.56	其它	158	4264	10463	7134	5338
每股净资产	8.64	29.55	36.90	42.79	48.76	<b>经营活动现金流</b>	<b>715</b>	<b>22454</b>	<b>29003</b>	<b>25258</b>	<b>22472</b>
ROIC	11%	100%	88%	73%	65%	资本开支	0	(997)	(3000)	(3000)	(3000)
ROE	16%	50%	28%	20%	17%	其它投资现金流	(4)	4	0	0	0
毛利率	62%	85%	83%	77%	72%	<b>投资活动现金流</b>	<b>869</b>	<b>(3983)</b>	<b>(3000)</b>	<b>(3000)</b>	<b>(3000)</b>
EBIT Margin	55%	83%	81%	75%	70%	权益性融资	(41)	11284	0	0	0
EBITDA Margin	60%	85%	84%	80%	75%	负债净变化	6242	(2365)	0	0	0
收入增长	137%	428%	9%	-29%	-10%	支付股利、利息	(1602)	(9085)	(5169)	(4144)	(4199)
净利润增长率	-213%	1060%	-29%	-20%	1%	其它融资现金流	(9832)	3620	327	0	0
资产负债率	71%	32%	36%	37%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(592)</b>	<b>(7997)</b>	<b>(4842)</b>	<b>(4144)</b>	<b>(4199)</b>
股息率	1.2%	6.9%	3.9%	3.2%	3.2%	<b>现金净变动</b>	<b>993</b>	<b>10474</b>	<b>21161</b>	<b>18114</b>	<b>15273</b>
P/E	56.9	5.4	7.6	9.5	9.4	货币资金的期初余额	994	1987	12461	33622	51737
P/B	9.3	2.7	2.2	1.9	1.6	货币资金的期末余额	1987	12461	33622	51737	67010
EV/EBITDA	31.4	4.4	4.1	6.0	7.1	企业自由现金流	1576	18360	26040	20431	16664
						权益自由现金流	(11294)	19615	26463	20925	17534

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032