

# 赣锋锂业 (002460)

证券研究报告

2017年03月06日

## 锂业巨头 赣锋问鼎

### 赣锋锂业正在成长为新的锂业巨头

赣锋锂业在过去两年中不断扩张，在锂产业链上不断布局。公司每吨碳酸锂产能的投资仅为同行的三分之一左右，公司在目前最赚钱的锂盐方面快速扩张，有望在未来几年形成 7.67 万吨碳酸锂和氢氧化锂产能；过去制约公司发展的原料问题也在 MT Marion 投产后初步得到解决，有望在 2018 年生产 41 万吨左右的锂精矿（权益产量 21 万吨，其余部分也由赣锋锂业包销）；下游新能源方面，公司除了三元前驱体生产线和锂离子电池产线外，公司参股新能源汽车企业长城华冠，全资子公司还涉及镍氢电池、钠硫电池、锂电保护装置的研发生产和销售。在全部扩产完成后，赣锋锂业将成为集锂资源、锂加工、锂电池及其他储能材料于一身的锂业巨头。

### 低成本扩张最赚钱的锂盐产业

锂盐仍然是目前产业中盈利较高的环节，每吨电池级碳酸锂的毛利仍在 6 万元以上。公司平均新建每吨碳酸锂产能的投资 2.27 万元仅为同行的三分之一。公司得以在锂盐环节大幅扩张，在建锂盐产能 5.25 万吨，建设完成后公司将获得锂盐产能 7.67 万吨。按照目前的价格测算，项目完全达产后，按照目前价格测算，仅锂盐业务就能给公司带来 57.1 亿元的毛利。

### 资源瓶颈正转化为资源优势

公司资源保障能力正在形成。随着公司投资的 MT Marion 开始放量，公司有望在 18-19 年控制 41 万吨锂精矿销售折合碳酸锂 6.07 万吨，加上参股盐湖部分放量，公司的资源自给率有望超过 85%。再加上公司通过长单获得的卤水资源，公司资源保障率超过 90%，可谓资源无忧。

### 布局下游 为未来奠基

公司还积极锂电下游进行布局。2013 年建设的 4500 吨三元前驱体项目已经达产，16-17 年公司还建设了 2 条锂离子电池生产线，并参动力锂电池的下游企业长城华冠。公司通过投资客户的下游来关注市场变化，在技术变化较快的锂离子电池领域更加难能可贵。

### 盈利预测与评级

我们预测公司 2016-2018 年的 EPS 分别为：0.60 元，1.42 元和 2.54 元，对应 3 月 3 日收盘价 31.76 元，公司的动态 P/E 分别为 53 倍，22 倍和 12 倍。公司发展的资源瓶颈得到突破，低投资扩张优势有望在盈利较高的锂盐领域得到充分发挥，有望成为新的锂业巨头。因此给予公司“增持”评级。

**风险提示：**非公开发行延期的风险，产品价格下跌的风险，新建项目延期的风险，美拜电子低于预期的风险。

### 投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	31.76 元
目标价格	40 元
上次目标价	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	752.70
流通 A 股股本(百万股)	520.75
A 股总市值(百万元)	23,905.61
流通 A 股市值(百万元)	16,539.09
每股净资产(元)	3.01
资产负债率(%)	33.87
一年内最高/最低(元)	75.30/24.40

### 作者

孙亮 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	869.48	1,353.92	2,856.78	3,999.49	5,999.24
增长率(%)	26.70	55.72	111.00	40.00	50.00
EBITDA(百万元)	156.64	228.16	616.96	1,411.03	2,504.57
净利润(百万元)	85.73	125.15	456.26	1,090.71	1,960.15
增长率(%)	15.65	45.99	264.56	139.05	79.71
EPS(元/股)	0.11	0.17	0.60	1.42	2.54
市盈率(P/E)	278.86	191.01	52.60	22.43	12.48
市净率(P/B)	17.24	12.70	9.56	7.77	5.73
市销率(P/S)	27.49	17.66	8.40	6.12	4.08
EV/EBITDA	33.89	104.07	39.35	16.70	9.52

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资要点

### 核心观点

赣锋锂业在过去两年中不断扩张，在锂产业链上不断布局。公司每吨碳酸锂产能的投资仅为同行的三分之一左右，公司在目前最赚钱的锂盐方面快速扩张，有望在未来几年形成 7.67 万吨碳酸锂和氢氧化锂产能；过去制约公司发展的原料问题也在 MT Marion 投产后初步得到解决，有望在 2018 年生产 41 万吨左右的锂精矿（权益产量 21 万吨，其余部分也由赣锋锂业包销）；下游新能源方面，公司除了三元前驱体生产线和锂离子电池产线外，公司参股新能源汽车企业长城华冠，全资子公司还涉及镍氢电池、钠硫电池、锂电保护装置的研发生产和销售。在全部扩产完成后，赣锋锂业将成为集锂资源、锂加工、锂电池及其他储能材料于一身的锂业巨头。

### 关键假设

工业级碳酸锂价格维持在 12 万元上下。

### 估值分析

按照公司 17 年公司 15 亿净利润计算，公司目前 P/E 仅为 15 倍。

### 与市场预期差

市场对于公司锂盐扩张带来的盈利没有清醒的认识。

本报告为市场第一篇对此进行测算的深度报告。

### 股价催化剂

锂电随着第二批补贴目录出台，再次成为市场热点；公司主力矿山 MT Marion 第一批产品近期装船。

### PE-Band

#### 赣锋锂业历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

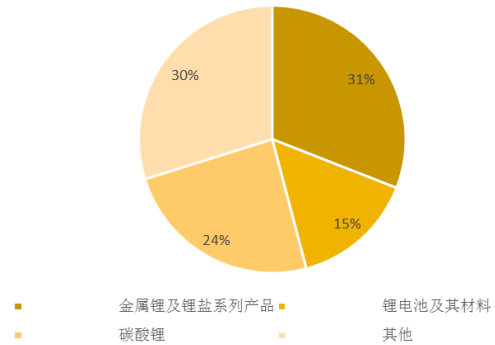
### 公司简介

公司是专业从事于锂铷铯和锂电新材料系列产品研发、生产及销售的国际知名企业。经过十余年的快速发展，亿成为中国深加工锂产品行业的龙头企业，是全球最大的金属锂供应商，拥有特种无机锂、有机锂、金属锂和里合金等产品。

### 简要行业分析

锂行业仍然是新能源汽车放量最为受益的行业，根据我们的测算按照 200 万辆新能源汽车，每一辆汽车 120 度电的情况下碳酸锂的消耗量为 12.34 万吨左右占 15 年全球碳酸锂（折合）产量 16.91 万吨的 72.97%。矿山的盐湖的放量速度可能与需求持平，碳酸锂价格可能继续维持在 12 万元左右。

### 重要图表：公司收入、利润结构



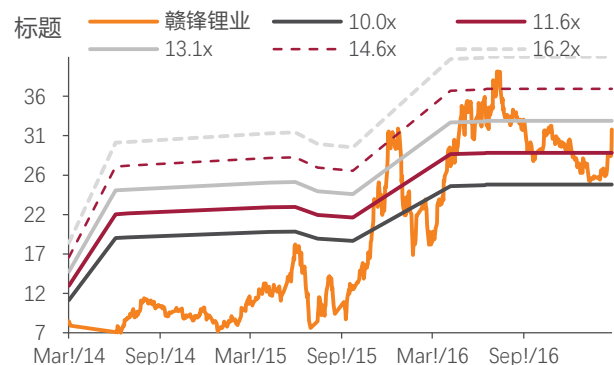
### 分产品毛利

单位：百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E
金属锂及锂盐	84.54	99.51	105	110	115
盐					
锂电池及材料	0	40.66	20	20	80
碳酸锂	32.98	64.17	300	1000	2000
其他	72.38	100.82	200	800	1600

数据来源：公司公告，天风证券研究所

### PB-Band

#### 赣锋锂业历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

1. 锂业巨头 赣锋问鼎 .....	4
2. 高投资效率保障最赚钱锂盐业务扩张 .....	4
2.1. 产业链中锂盐仍是最赚钱环节 .....	4
2.2. 低成本扩张产能有望达到 7.67 万吨 .....	5
2.3. 项目完全达产后，锂盐环节有望带来 57.1 亿元毛利 .....	6
3. 资源突破-再造一个 Greenbushes .....	6
3.1. 锂精矿放量在即 .....	6
3.2. 盐湖产量可期 .....	7
3.3. 实现资源自给不是梦 .....	7
4. 布局下游 展望明天 .....	7
5. 盈利预测与评级 .....	8
6. 风险提示 .....	8

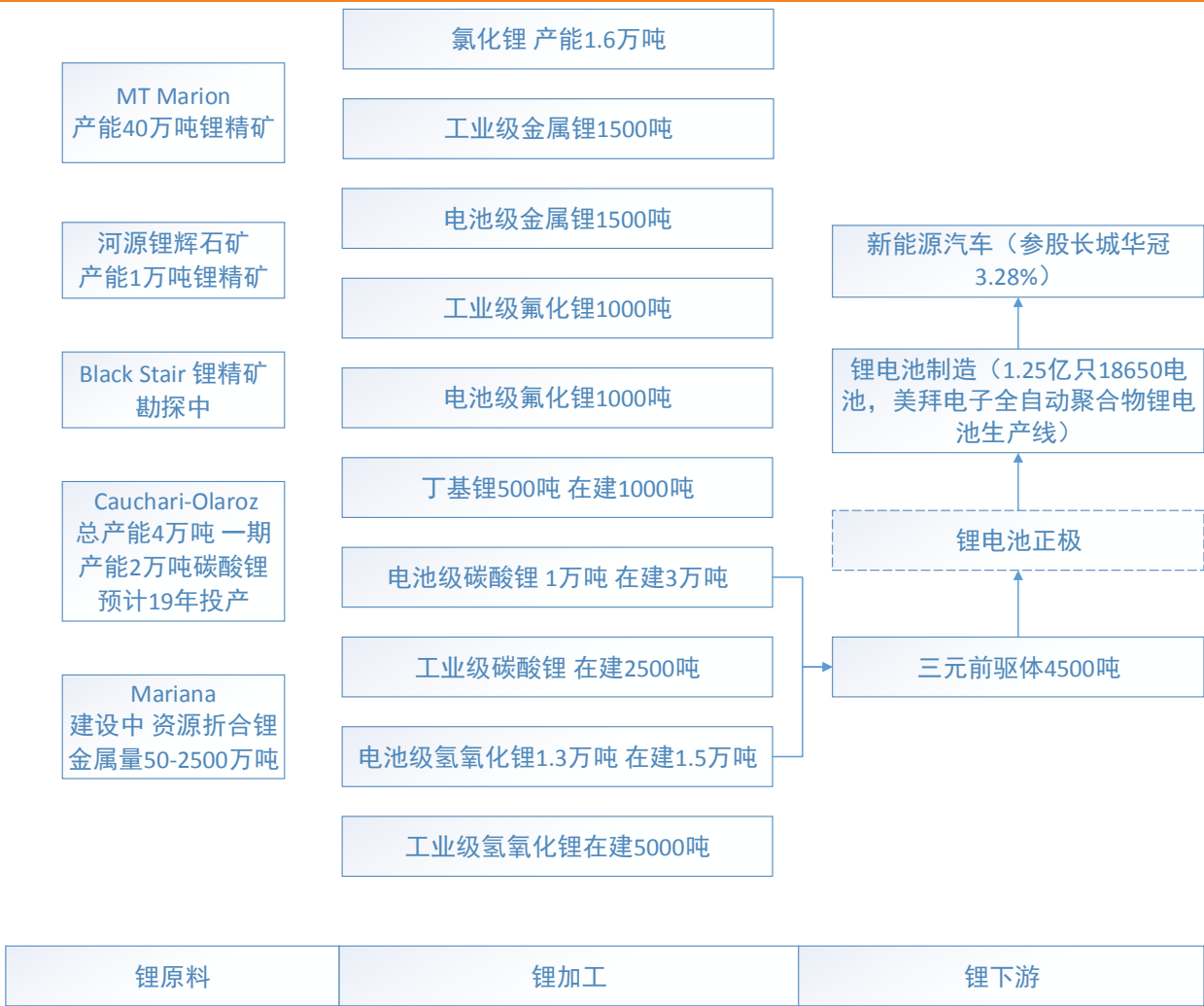
## 图表目录

图 1：公司锂产业仍在扩张 .....	4
表 1：锂盐加工毛利仍然较高 .....	5
表 2：公司扩产投资远低于同行 .....	5
表 3：公司新建锂盐项目产能 5.25 万吨 .....	5
表 4：公司有序扩产 .....	6
表 5：锂盐项目达产后有望带来 57.1 亿元毛利 .....	6
表 6：公司控制锂精矿产量折合 2.7 万吨碳酸锂当量 .....	7
表 7：公司盐湖权益资源量折合 214.7 万吨碳酸锂当量 .....	7
表 8：公司锂产业下游投资情况 .....	8
表 9：公司新能源相关子公司情况 .....	8

## 1. 锂业巨头 赣锋问鼎

赣锋锂业在过去两年中不断扩张，在锂产业链上不断布局。公司每吨碳酸锂产能的投资仅为同行的三分之一左右，公司在目前最赚钱的锂盐方面快速扩张，有望在未来几年形成 7.67 万吨碳酸锂和氢氧化锂产能；过去制约公司发展的原料问题也在 MT Marion 投产后初步得到解决，有望在 2018 年生产 41 万吨左右的锂精矿（权益产量 21 万吨，其余部分也由赣锋锂业包销）；下游新能源方面，公司除了三元前驱体生产线和锂离子电池产线外，公司参股新能源汽车企业长城华冠，全资子公司还涉及镍氢电池、钠硫电池、锂电保护装置的研发生产和销售。在全部扩产完成后，赣锋锂业将成为集锂资源、锂加工、锂电池及其他储能材料于一身的锂业巨头。

图 1：公司锂产业仍在扩张



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 高投资效率保障最赚钱锂盐业务扩张

锂加工一直是公司的强项，目前公司碳酸锂和氢氧化锂产能合计 2.42 万吨，在建产能 5.25 万吨，项目建成后公司将获得锂盐产能 7.67 万吨，成为全球最大的锂盐供应商。目前锂行业中的利润仍然集中在锂盐生产，按照目前的锂价计算每吨电池级碳酸锂的毛利高达 7.6 万元，按此计算公司 7.67 万吨产能满产时毛利有望达到 57.1 亿元。

### 2.1. 产业链中锂盐仍是最赚钱环节

碳酸锂与氢氧化锂盈利仍然很高。受到新能源汽车放量影响，碳酸锂价格与氢氧化锂价格自 2015 年末以来居高不下。我们按照目前原料成本及产品售价计算，每吨电池级碳酸锂

的毛利仍高达 6.5 万元，电池级氢氧化锂更是在 8 万元以上。

表 1：锂盐加工毛利仍然较高

原料	用量（吨）	价格（元）	成本（元）	毛利（元）
锂精矿	7	4485	31395	
纯碱	1.6	2000	3200	
硫酸	2.3	370	851	
电量（千瓦时）	2900	0.5	1450	
燃煤	6.8	400	2720	
工业级其他成本			8000	
工业级碳酸锂		120000	47616	61866.7
电池级成本			8000	
电池级碳酸锂		132000	55616	65285.5
工业级氢氧化锂		150000	50000	85470.1
电池级氢氧化锂		161000	60000	86324.8

资料来源：生意社、天齐锂业 IPO 说明书、天风证券研究所

## 2.2. 低成本扩张产能有望达到 7.67 万吨

公司平均新建每吨碳酸锂产能的投资仅为同行的三分之一。公司平均每吨碳酸锂的投资额 2.27 亿元，仅为同行的 20-40%。锂行业在 15 年之前因价格较低盈利有限，16 年开始能用来投资的资金有限。高投资效率可以让赣锋以较低的资金量大幅提升锂盐产能。

表 2：公司扩产投资远低于同行

项目情况	生产规模（万吨）	投资（亿美元）	每吨碳酸锂产能投资额（万美元）	备注
RB 能源 矿石提锂	2	2.07	1.035	
美洲锂业 卤水提锂	2.5	2.69	1.076	
天齐锂业 收购银河锂业项目	1.7	1.732	1.02	1.015 亿债务加 0.72 亿交易价
赣锋锂业 2 万吨氢氧化锂	2	0.45	0.22	
赣锋锂业 1.75 万吨电池级碳酸锂	1.75	0.74	0.42	汇率按照 6.8 折算
赣锋锂业 1.5 万吨电池集碳酸锂	1.5	0.574	0.382	

资料来源：公司公告、《天齐锂业 2015 年 2 月重大资产购买报告书》、天风证券研究所

公司在建锂盐项目超过 5 万吨。公司 16-17 年投资 12.27 亿元新建碳酸锂和氢氧化锂产能共计 5.25 万吨，丁基锂产能 1000 吨。按照公司披露的建设计划，大部分产能都将在 2019 年投放。项目建设完成后，公司将拥有碳酸锂和氢氧化锂产能 7.67 万吨。

表 3：公司新建锂盐项目产能 5.25 万吨

项目时间	扩产项目	投资额（亿元）	产品类型	产能情况（吨）	建设期
2016 年	2 万吨单水氢氧化锂	3.028	电池级氢氧化锂 工业级氢氧化锂	15000 5000	1.5 年
2016 年	1000 吨丁基锂	0.3184	丁基锂	1000	
2017 年	1.75 万吨电池级碳酸锂	5.03	电池级碳酸锂 工业级碳酸锂	15000 2500	1.5 年
2016 年非公开发行	年产 1.5 万吨电池级碳酸锂	3.9	电池级碳酸锂	15000	1.5 年

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 4：公司有序扩产

产品	目前产能	建设中产能	全部达产后产能
氯化锂	16000	0	16000
工业级金属锂	1500	0	1500
电池级金属锂	800	0	800
丁基锂	500	1000	1500
高纯碳酸锂	1200	0	1200
工业级氟化锂	1000	0	1000
电池级氟化锂	1000	0	1000
工业级氢氧化锂		5000	5000
电池级氢氧化锂	13000	15000	28000
工业级碳酸锂		2500	2500
电池级碳酸锂	10000	30000	40000
三元前驱体	4500	0	4500
锂盐产能总计	24200	52500	76700

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 2.3. 项目完全达产后，锂盐环节有望带来 57.1 亿元毛利

项目完全达产后，参照目前盈利，仅锂盐环节就有望带来 57.1 亿元毛利。

表 5：锂盐项目达产后有望带来 57.1 亿元毛利

	达产后产能(吨)	吨毛利（元）	毛利
工业级氢氧化锂	6200	85470.1	5.30
电池级氢氧化锂	28000	86324.8	24.17
工业级碳酸锂	2500	61866.67	1.55
电池级碳酸锂	40000	65285.47	26.11
总计	76700		57.1

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 3. 资源突破-再造一个 Greenbushes

没有资源保障锂盐产能的扩张也是镜花水月。随着公司投资的 MT Marion 开始放量，公司有望在 18-19 年控制 41 万吨锂精矿销售折合碳酸锂 6.07 万吨，加上参股盐湖部分放量，公司的资源自给率有望超过 85%。再加上公司通过长单获得的卤水资源，公司资源保障率超过 90%，可谓资源无忧。

### 3.1. 锂精矿放量在即

公司锂矿山权益资源量折合碳酸锂 200 万吨。公司即将放量的主力矿山 MT Marion 资源量折合碳酸锂当量 262.9 万吨，河源锂辉石矿资源量折合碳酸锂当量 86.8 万吨，总计 348.8 万吨，几乎达到全球最大的锂辉石矿 Greenbushes 的 710 万吨碳酸锂当量的一半。公司还持有勘探中的 Black Stair 锂辉石矿项目 55% 的股权，该矿山品位较高，现探明的 8 个矿脉平均品位 1.5-2%，未来可能成长为公司新的重要锂精矿来源。



MT Marion 放量在即，产量有与 Greenbushes 持平。公司持股 43.1%的 MT Marion 原设计产能 20 万吨 6%锂精矿，经过 2 次技术改造，将产能扩展至 40 万吨。该矿生产的第一批 1.5 万吨锂精矿已经于 17 年 2 月装船运往国内。按照矿山投产的一般规律，不出意外 MT Marion 有望在 17-18 年达产。加上国内河源锂辉石矿的 1 万吨产量，项目达产后，公司相关锂辉石矿的产量有望达到 41 万吨，与 Greenbushes 近年来 43 万吨左右的产量相差无几。

表 6：公司控制锂精矿产量折合 2.7 万吨碳酸锂当量

矿山名称	股权比例	资源量(万吨)	氧化锂品位	资源折合碳酸锂当量(万吨)	设计产能(万吨)	产能折合碳酸锂当量(万吨)
MT Marion	43.10%	7780	1.37%	262.9	40	5.92
河源锂辉石矿	100%	2640	1%	86.8	1	0.15
Black Stair	55%	勘探中	1.5-2%			
赣锋权益量		5993.18		200.14	18.24	2.7

资料来源：天风证券研究所

公司通过包销协议控制锂辉石销量 40 万吨。公司 2016 年 7 月与 RIM(MT Marion 的母公司，赣锋持有其 43.1%的股权)签订报销协议，在 16-18 年包销 MT Marion 生产的 20 万吨锂精矿并以市场价承购 4-6%的其余锂精矿(20 万吨)，19 年以后包销权益范围内的锂精矿，并以市场价承购 4-6%的其余锂精矿。后经过技术改造原 4-6%的锂精矿产品升级为 6%的标准锂精矿(20 万吨)，赣锋因而掌握了每年 40 万吨锂精矿的销售权。

### 3.2. 盐湖产量可期

公司涉及 3 个盐湖。公司盐湖的权益碳酸锂资源量超过 214.7 万吨，其中通过参股美洲锂业简介持有 8.58%股权的 Cauchari-Olaroz 项目最为成熟，设计产能 5 万吨，一期 2.5 万吨碳酸锂产能预计将于 2019 年左右投产。公司通过包销协议获得了该项目 10%产品的包销权(包销美洲锂业 20%产品，美洲锂业包销项目 50%产品)，项目达产后公司有望包销 5000 吨碳酸锂。

表 7：公司盐湖权益资源量折合 214.7 万吨碳酸锂当量

	公司持股	碳酸锂资源量(万吨)	设计产能	一期规划	投产时间	备注
Cauchari-Olaroz	8.58%	1446.6	5	2.5	2019	赣锋包销产量的 10%
Lithium Nevada	17.15%	528.6	勘探中			
Mariana	80%	锂金属量 50-2500 万吨	勘探中			
公司权益资源量		214.7				

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3.3. 实现资源自给不是梦

经过过去几年的资源扩张，赣锋锂业获得的权益资源量超过 415 万吨碳酸锂当量，在投资项目达产后，公司权益原料碳酸锂当量 3.2 万吨，并将掌握 6.57 万吨碳酸锂当量的原料销售权。对比公司已有加在建锂盐产能 7.67 万吨，公司掌握的资源自给率超过 85.32%，公司还有部分产品通过进口卤水生产，届时公司的原料保障率有望超过 90%。

## 4. 布局下游 展望明天

公司还积极锂电下游进行布局。2013 年建设的 4500 吨三元前驱体项目已经达产，16-17 年公司还建设了 2 条锂离子电池生产线，并参股动力锂电池的下游企业长城华冠。公司通过投资客户的下游来关注市场变化，在技术变化较快的锂离子电池领域更加难能可贵。

表 8：公司锂产业下游投资情况

时间	项目	产品	产能	投资（亿元）	预计营收（亿元）	预计利润（亿元）	达产时间
2013 年 1 月	4500 吨三元前驱体项目	三元前驱体	4500 吨	1.75	3.46	0.37	已经达产
2014 年 6 月	收购美拜电子	电池					
2015 年 12 月	参股长城华冠 3.46% 股权	新能源超跑	目前持股 3.28%				
2016 年 2 月	新建 1.25 亿只 18650 电池项目	18650 锂离子电池	1.25 亿只	5	10.15	1.698	2017 年下半年
2016 年 7 月	美拜电子全自动聚合物锂电池生产线	锂离子电池	日产 24 万只（60 万 AH）	2.28	5.6	0.6	2018 年

资料来源：公司公告、天风证券研究所

新能源的范围广。公司全资子公司还涉及钠硫电池、锂电保护装置等锂电新业务的研发、生产和销售，有望为公司在新能源的新技术做出储备。

表 9：公司新能源相关子公司情况

2017 年增资	增资（亿元）	增资后资产（亿元）	经营范围
江西赣锋电池科技	0.8	1	研发、生产、销售锂电池、镍氢电池、钠硫电池、可充性电池、便携式电子产品及其组合产品和相关零配件，并提供相关产品设计、技术咨询和售后服务
东莞赣锋电子	0.9	1	锂电保护装置、数码产品电池、手机电池、平板电脑电池、笔记本电池、锂离子电池、动力电池、锂离子电池组的研发、生产和销售

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

我们预测公司 2016-2018 年的 EPS 分别为：0.60 元，1.42 元和 2.54 元，对应 3 月 3 日收盘价 31.76 元，公司的动态 P/E 分别为 53 倍，22 倍和 12 倍。公司发展的资源瓶颈得到突破，低投资扩张优势有望在盈利较高的锂盐领域得到充分发挥，有望成为新的锂业巨头。因此给予公司“增持”评级。

## 6. 风险提示

非公开发行延期的风险，产品价格下跌的风险，新建项目延期的风险，美拜电子低于预期的风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	373.78	180.73	228.54	880.28	682.25	营业收入	869.48	1,353.92	2,856.78	3,999.49	5,999.24
应收账款	209.36	368.78	891.58	629.39	1,652.06	营业成本	683.75	1,058.99	1,871.19	2,479.69	3,299.58
预付账款	27.56	20.57	162.14	6.83	225.50	营业税金及附加	2.79	5.67	9.44	14.27	22.12
存货	329.10	313.15	310.58	240.46	309.47	营业费用	27.36	34.55	57.14	59.99	71.99
其他	203.42	123.07	536.78	385.78	877.29	管理费用	59.06	81.01	114.27	79.99	149.98
<b>流动资产合计</b>	<b>1,143.22</b>	<b>1,006.30</b>	<b>2,129.63</b>	<b>2,142.74</b>	<b>3,746.57</b>	财务费用	6.74	18.72	20.00	25.00	40.00
长期股权投资	6.82	168.93	168.93	168.93	168.93	资产减值损失	1.23	26.34	233.00	5.00	5.00
固定资产	574.98	589.60	736.12	776.71	800.74	公允价值变动收益	0.00	(0.59)	(0.95)	0.16	0.21
在建工程	82.22	144.31	122.59	121.55	102.93	投资净收益	3.60	1.45	0.95	0.95	0.95
无形资产	103.97	231.98	224.73	217.48	210.23	其他	(7.19)	(1.72)	0.01	(2.22)	(2.32)
其他	43.25	386.43	323.78	332.06	344.38	<b>营业利润</b>	<b>92.14</b>	<b>129.50</b>	<b>551.74</b>	<b>1,336.67</b>	<b>2,411.73</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>811.23</b>	<b>1,521.25</b>	<b>1,576.14</b>	<b>1,616.73</b>	<b>1,627.20</b>	营业外收入	14.86	22.43	19.24	18.85	20.17
<b>资产总计</b>	<b>1,954.45</b>	<b>2,527.55</b>	<b>3,705.77</b>	<b>3,759.47</b>	<b>5,373.77</b>	营业外支出	5.73	2.04	6.60	4.79	4.47
短期借款	327.48	171.70	381.91	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>101.27</b>	<b>149.90</b>	<b>564.39</b>	<b>1,350.72</b>	<b>2,427.43</b>
应付账款	111.62	177.25	432.57	334.73	664.07	所得税	16.87	25.10	94.01	202.61	364.11
其他	46.16	133.94	131.68	146.09	215.61	<b>净利润</b>	<b>84.40</b>	<b>124.80</b>	<b>470.37</b>	<b>1,148.11</b>	<b>2,063.31</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>485.26</b>	<b>482.88</b>	<b>946.16</b>	<b>480.82</b>	<b>879.68</b>	少数股东损益	(1.33)	(0.36)	14.11	57.41	103.17
长期借款	7.00	106.00	193.22	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>85.73</b>	<b>125.15</b>	<b>456.26</b>	<b>1,090.71</b>	<b>1,960.15</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.11	0.17	0.60	1.42	2.54
其他	74.41	55.49	43.30	57.73	52.17						
<b>非流动负债合计</b>	<b>81.41</b>	<b>161.49</b>	<b>236.52</b>	<b>57.73</b>	<b>52.17</b>						
<b>负债合计</b>	<b>566.67</b>	<b>644.37</b>	<b>1,182.68</b>	<b>538.55</b>	<b>931.85</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	1.23	0.66	14.07	70.52	171.39	<b>成长能力</b>					
股本	356.50	377.81	755.63	770.26	770.26	营业收入	26.70%	55.72%	111.00%	40.00%	50.00%
资本公积	764.20	1,108.79	1,108.79	1,108.79	1,108.79	营业利润	18.63%	40.55%	326.04%	142.27%	80.43%
留存收益	1,049.74	1,483.84	1,753.39	2,380.14	3,500.27	归属于母公司净利润	15.65%	45.99%	264.56%	139.05%	79.71%
其他	(783.89)	(1,087.92)	(1,108.79)	(1,108.79)	(1,108.79)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,387.78</b>	<b>1,883.19</b>	<b>2,523.09</b>	<b>3,220.92</b>	<b>4,441.92</b>	毛利率	21.36%	21.78%	34.50%	38.00%	45.00%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,954.45</b>	<b>2,527.55</b>	<b>3,705.77</b>	<b>3,759.47</b>	<b>5,373.77</b>	净利率	9.86%	9.24%	15.97%	27.27%	32.67%
						ROE	6.18%	6.65%	18.18%	34.62%	45.90%
						ROIC	7.91%	9.35%	25.75%	41.49%	92.52%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	28.99%	25.49%	31.91%	14.33%	17.34%
						净负债率	-26.21%	-7.52%	6.73%	11.60%	-7.85%
						流动比率	2.36	2.08	2.25	4.46	4.26
						速动比率	1.68	1.44	1.92	3.96	3.91
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.55	4.68	4.53	5.26	5.26
						存货周转率	3.17	4.22	9.16	14.52	21.82
						总资产周转率	0.46	0.60	0.92	1.07	1.31
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.11	0.17	0.60	1.42	2.54
						每股经营现金流	0.01	0.49	-0.31	2.36	0.97
						每股净资产	1.84	2.50	3.32	4.09	5.54
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	278.86	191.01	52.60	22.43	12.48
						市净率	17.24	12.70	9.56	7.77	5.73
						EV/EBITDA	33.89	104.07	39.35	16.70	9.52
						EV/EBIT	53.69	160.18	42.47	17.31	9.73

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com