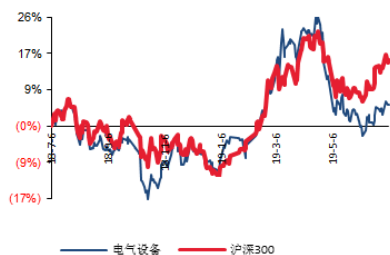


容百科技(688005): 高镍三元锂电龙头

■ 走势比较



相关研究报告:

《新能源汽车深度研究之正极材料:三元胜出,高镍确立》--2018/8/29

证券分析师: 张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010005

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

证券分析师: 方杰

电话: 010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

报告摘要

正极材料龙头, 技术行业领先。公司成立于 2014 年, 主要从事锂电池正极材料及其前驱体的研发、生产和销售, 主要产品包括 NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等系列三元正极材料及其前驱体。公司在技术与规模方面具备优势, 公司客户包括宁德时代、比亚迪、LG 化学、比克等国内外主流电池厂商。三元正极材料主要用于新能源汽车动力电池、储能设备和电子产品等领域。公司提前布局高镍三元正极材料研发及工艺革新, 于 2016 年率先突破并掌握了高镍三元正极材料的关键工艺技术, 并于 2017 年成为国内首家实现 NCM811 量产的正极材料企业。公司不断改进高镍产品综合性能, 保持着行业领先地位。

受益行业蓬勃发展, 盈利能力稳步攀升。发展新能源汽车是国家战略, 整个产业已经从萌芽走向成长, 随着我国新能源汽车补贴的退坡到退出, 新能源汽车市场化将正式来临。高镍动力电池已经得到了国际市场认可, 国内高镍三元动力电池必将迎来爆发, 高镍三元正极材料的需求也将不断扩大。公司三元材料和前驱体的营收和出货量保持快速增长, 2018 年公司毛利率为 16.62%, 净利率 6.94%, 近三年保持稳中有升。

多技术路线并存, 高镍三元潜力最大。新能源汽车是拉动锂电池市场高速成长的核心动力, 这一趋势将长期延续, 叠加储能和 3C 等领域的应用, 预计到 2023 年出货量将突破 380GWh。三元正极材料的优势在于克容量较高, 稳定性好, 能更好满足新能源乘用车对长里程的需求。2019 年, 国家补贴大幅度退坡, 新的补贴政策中也没有明确鼓励高能量密度的车型, 这会使得部分中低端车型转向磷酸铁锂。但是, 新能源汽车市场大潮已经来临, 更高品质的车型是消费者的首选, 我们认为高能量密度的动力电池是推动新能源汽车向更高水平发展的核心要素之一, 高镍三元材料锂也将成为市场需求主导。

投资建议: 公司专注三元正极材料的研发、生产, 是国内最早实现 NCM811 材料量产的企业, 并得到了国内大型动力电池企业的认可。管理团队技术出身, 深耕行业多年, 具有丰富的实战经验。我们认为, 公司有实力在保持高速增长, 引领高镍市场。我们预测公司 2019 年归母净利润 3.5-4 亿元, 给予公司 PE30-40 倍, 对应 IPO 摊薄后估值约

执业资格证书编码: S1190517120002

为 105-160 亿元。

风险提示: 市场竞争加剧, 盈利能力下降; 新品开发进度低于预期; 新能源车产销不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3041	4509	6286	8473
(+/-%)	62%	48%	39%	35%
净利润(百万元)	213	353	509	693
(+/-%)	584%	66%	44%	36%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.89	1.28	1.74
市盈率(PE)				

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司基本情况及股权结构	5
二、 工艺技术领先，盈利能力稳步增长	5
三、 多技术路线并存，高镍三元潜力最大	7
四、 募投项目扩大产能，巩固优势地位	11
五、 盈利预测	12
六、 风险提示	12

图表目录

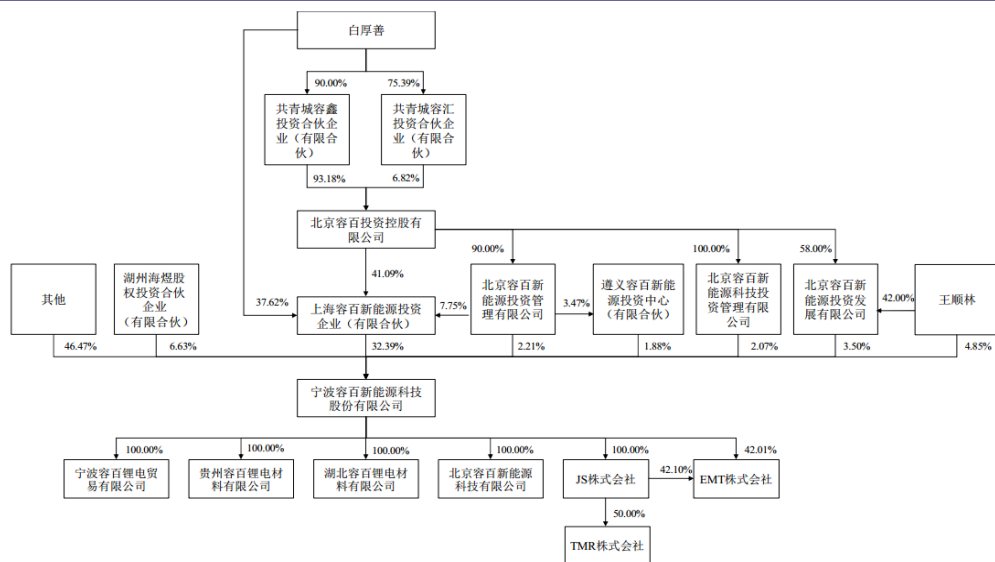
图表 1：容百科技股权结构	5
图表 2：公司产品介绍	6
图表 3：公司 2016-2018 年主要产品营收状况	7
图表 4：公司盈利能力分析	7
图表 5：中国锂电池产品结构变化	10
图表 6：NCM 三元正极材料市场规模（单位：亿元）	10
图表 7：锂电池正极材料发展趋势	10
图表 8：2025 动力型锂电材料综合基地（一期）项目投资概算	11
图表 9：2025 动力型锂电材料综合基地（一期）项目建设周期	11
图表 10：相关可比公司估值	12

一、公司基本情况及股权结构

容百科技主要从事锂电池正极材料及其前驱体的研发、生产和销售，主要产品包括 NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等系列三元正极材料及其前驱体。三元正极材料主要用于锂电池的制造，并主要应用于新能源汽车动力电池、储能设备和电子产品等领域。公司与宁德时代、比亚迪、LG 化学、天津力神、孚能科技、比克动力等国内外主流锂电池厂商建立了良好的合作关系，并通过持续的技术优化和产品迭代稳定与深化客户合作。

公司于 2014 年 9 月重组建立，前身为宁波金和新材料股份有限公司，由中韩两支均拥有二十余年锂电正极材料行业成功创业经验的团队共同打造。容百科技 2014-2018 年经过多轮融资，2017 年 5 月完成 2 亿左右的 A 轮融资，2017 年 7 月完成 10 亿元的 B 轮融资，2018 年完成 C 轮融资，估值超 100 亿。白厚善通过控制公司股东上海容百、容百管理、容百发展、容百科投及遵义容百合计控制公司 42.05% 股权。此外，白厚善先生担任公司董事长，对公司生产经营、重大决策等具有实际的控制力。公司股权结构如下：

图表 1：容百科技股权结构



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

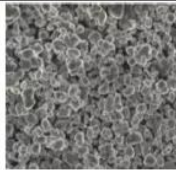
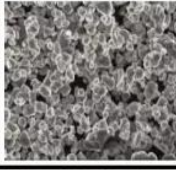
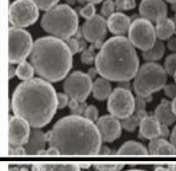
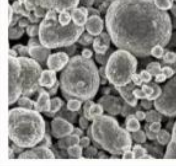
二、工艺技术领先，盈利能力稳步增长

公司主要产品为三元正极材料及其前驱体。三元正极材料是层状镍钴锰（铝）酸锂复合材料，按照镍、钴、锰（铝）的大致构成比例，可以分为 NCM333、NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等型号，能量密度会随着镍含量的提高而提升。公司的主要产品为 NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等三元材料。相较于 NCM333、NCM523 等常规三元正极材料，NCM622、NCM811、NCA 等高镍三元正极材

料在能量密度上具有更大优势。

首先，高镍三元材料可较好的实现未来新能源汽车对长续航里程的要求。其次高镍三元材料在生产规模不断扩大的背景下，随着生产控制技术持续改进，成本将不断降低，因此未来市占率有望进一步提升。第三，高镍三元材料可有效减少价格昂贵的金属钴用量，在进一步提高能量密度的同时，减少对于稀缺资源的依赖，进一步增强材料的成本优势。第四，在乘用车小型化以及电池轻量化的趋势下，高镍三元成为主流车企动力电池的技术方案。最后，高镍三元是符合目前国内补贴政策的可行方案，受到产业政策的支持。因此，在现有技术体系中，高镍三元是最可行的商业化方案，未来三元正极高镍化趋势显著。

图表 2: 公司产品介绍

产品	示例图 (SEM 电镜形貌)	主要技术指标	最终用途	备注
NCM523		外观: 黑色粉末; 未振实密度: 2.20g/cm ³ ; 克比容量 ≥160mAh/g; 首次效率 ≥87.0%	3C 电子产品、电动工具、新能源汽车	公司的单晶523产品较传统523产品具有压实密度高、循环性好、使用电压高等优点, 并较钴酸锂材料有明显的成本优势
NCM622		外观: 黑色粉末; 振实密度: 2.15g/cm ³ ; 克比容量 ≥170mAh/g; 首次效率 ≥87.0%	新能源汽车、3C 产品	公司的单晶622 产品, 较传统 622 产品能量密度更高, 兼顾成本优势的同时, 有效提升新能源汽车续航里程
NCM811		外观: 黑色粉末; 振实密度: 2.45g/cm ³ ; 克比容量 ≥190mAh/g; 首次效率 ≥87.0%	新能源汽车、3C 产品	经过多次技术升级迭代, 公司推出了多代高镍811产品, 具有更好的能量密度优势
NCA		外观: 黑色粉末; 振实密度: 2.65g/cm ³ ; 克比容量 ≥195mAh/g; 首次效率 ≥86.0%	新能源汽车、3C 产品	公司的高镍NCA 产品不仅容量高, 还采用了大小颗粒掺混技术提升压实密度, 具有更高的能量密度优势

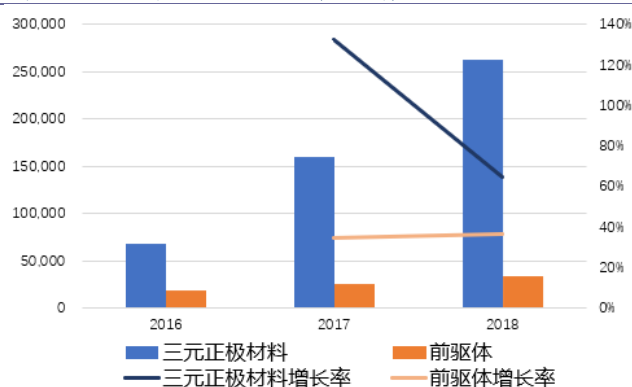
资料来源: 招股说明书, 太平洋研究院整理

公司管理层提前布局高镍三元正极材料的产品研发及工艺革新, 于 2016 年率先突破并掌握了高镍三元正极材料的关键工艺技术, 并于 2017 年成为国内首家实现 NCM811 量产的正极材料企业。在此基础上, 公司不断改进高镍产品综合性能, 力争保持行业领先地位。

受益于新能源汽车的旺盛需求, 特别是新能源汽车对更高续航里程的需求, 三元正极材料的市场规模迎来爆发性增长。容百科技的三元材料和前驱体的营收和出货量也出现了快速增长。2016-2018 年, 公司营收和净利润保持较快增速, 分别实现营业收入 8.85、18.79 和 30.41 亿元,

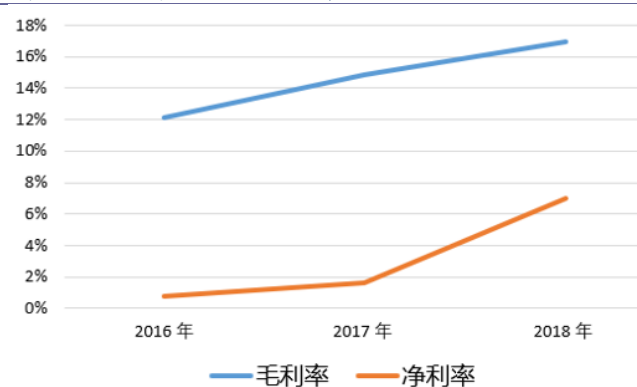
2017-2018 年同比分别增长 112.24%和 61.88%; 分别实现归母净利润 0.07、0.31 和 2.13 亿元, 同比分别增长 352.63% 和 583.92%。招股书显示, 2016 年至 2018 年, 容百科技主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.53%、99.33%和 98.38%。2016 年度、2017 年度和 2018 年度, 容百科技三元正极材料的销售收入分别为 6.87 亿元、15.97 亿元和 26.30 亿元, 占主营业务收入的比重分别为 78.01%、85.60%和 87.90%, 三年来该数据一直呈高速增长态势; 容百科技的三元正极材料国内市场占有率稳定在 10%左右。2018 年公司毛利率为 16.62%, 净利率 6.94%, 近三年稳中有升。

图表 3: 公司 2016-2018 年主要产品营收状况



资料来源: 招股说明书, 太平洋研究院整理

图表 4: 公司盈利能力分析



资料来源: 招股说明书, 太平洋研究院整理

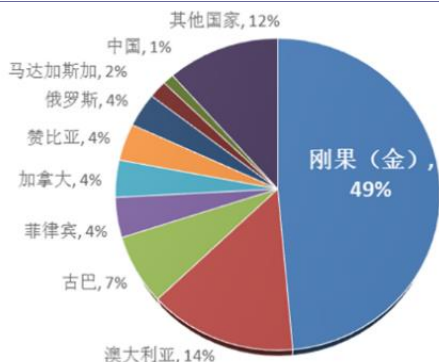
三、多技术路线并存, 高镍三元潜力最大

随着锂电池在电动汽车、3C 等领域的应用快速增长, 我国锂电池产量逐年增长。2018 年中国锂电池出货量达 102GWh, GGII 预测未来五年中国锂电池出货量将保持 30.6%年复合增长, 到 2023 年出货量将突破 380GWh。在全国新能源汽车产业爆发前, 3C 是我国锂电池主要应用领域, 占据锂电池一半以上的产量。近年来全国新能源汽车对锂电池的需求快速增长, 并在 2016 年超过 3C 领域成为锂电池的主要消费终端。

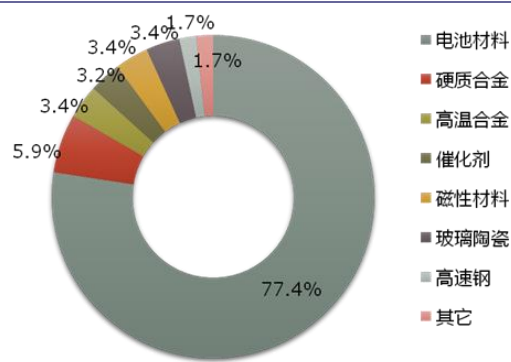
钴资源在外, 受制于人。全球陆地已探明钴资源量 780 万吨, 49%分布在刚果(金), 14%在澳大利亚, 中国仅 1%, 是典型的贫钴国。2017 年, 全球钴消费 11.5 万金属吨, 同比增长 11%, 其中锂电池用钴量 6.8 万金属吨, 占比 59%; 高温合金用钴量 1.7 万金属吨, 占比 15%, 是用钴大户。中国钴消费量 6.5 万金属吨, 同比增长 22%, 锂电池占比 77.4%, 钴酸锂消费 3.6 万金属吨, 三元材料消费 1.44 万金属吨。

图表 31: 全球钴储量分布

图表 32: 2107 年, 中国精炼钴市场



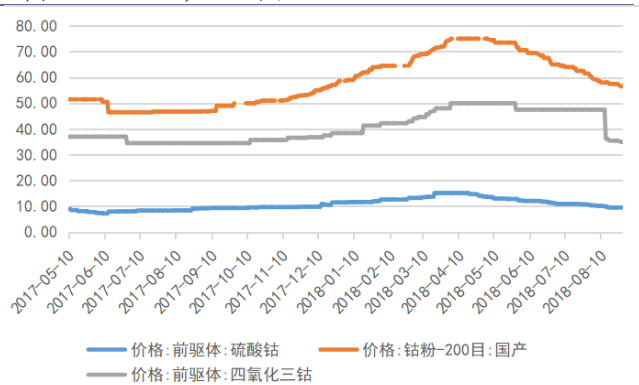
资料来源: USGS, 太平洋研究院整理



资料来源: 安泰科, 太平洋研究院整理

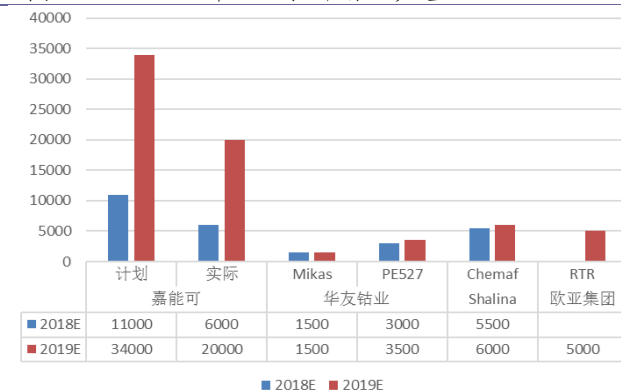
钴价高位, 供需紧平衡。鉴于新能源汽车对钴需求预期, 钴价格也大幅上涨, 国内金属钴价格 60 万元/吨以上。随着嘉能可 KCC 提前复产 (产量指引: 2018-2020 年, 目标产量为 11000 吨、34000 吨和 32000 吨, 嘉能可有能力视市场需求安排产量); 欧亚资源 RTR 一期项目 10 月份投产, 半年多时间产能爬坡, 最终产能 14000 吨粗制氢氧化钴, 二期 7000 吨计划在 2020 年达产, 华友钴业、Mikas 和 PE527 (4000-6000 吨) 和金川 Chemaf (增产 1000 吨) 逐步达产。2018-2020 年, 钴金属的供应紧平衡, 价格稳定。

图表 33: 钴及产品价格 万元/吨



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 34: 18-19 年 全球新增钴产量 吨



资料来源: 太平洋研究院整理

三元材料高镍化使得镍的需求扩大, 锂的需求相对稳定, 钴的需求逐渐降低。钴酸锂对钴的需求量大, 目前在 3C 领域开始掺杂三元材料。动力电池领域, 国内以 NCM523/622 为主, 国外以混合三元和 NCA 为主。随着新能源汽车的发展, 高镍三元材料的研发力度和产业化进程不断向前, 三元材料快速向 NCM811 和 NCA 演变。

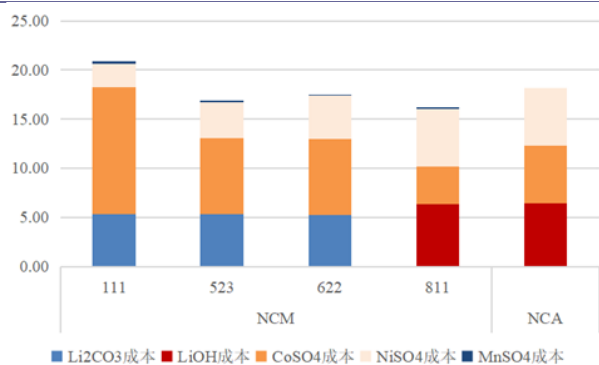
图表 35: 含钴正极材料各元素比例

材料类型	列1	Li	Ni	Co	Mn	Al	O	相对分子质量	Co占比	Li占比	Ni占比	Mn/Al占比
NCM	111	1	0.33	0.33	0.33		2	96.46	20.37%	7.20%	20.28%	18.98%
	523	1	0.5	0.2	0.3		2	96.55	12.21%	7.19%	30.39%	17.07%
	622	1	0.6	0.2	0.2		2	96.93	12.16%	7.16%	36.33%	11.34%
	811	1	0.8	0.1	0.1		2	97.28	6.06%	7.13%	48.27%	5.65%
NCA		1	0.8	0.15		0.05	2	96.08	9.20%	7.22%	48.87%	1.40%
LCO		1		1			2	97.87	60.21%	7.09%		

资料来源：太平洋研究院整理

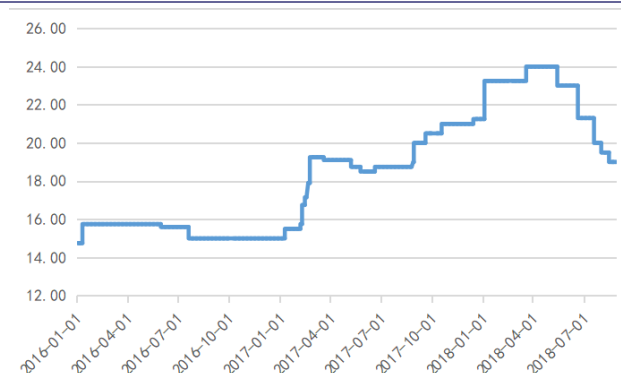
资源涨价向材料端传导。据正极材料公司公告，上游资源占材料成本的80-90%，原材料的价格直接决定了正极材料的价格。锂和钴资源价格快速向材料端传导，以三元正极材料为例，截止到2018年8月，523正极材料的价格约为19万元/吨，较年初下跌10.6%，NCM811价格在24-26万/吨，其材料成本更低，随着产销量的大幅提升、技术水平的进步，加工费有下降空间。另外，由于正极材料能量密度的提高，其他材料的用量都可以相应的减少，以55度电为例：采用622电池重量会大幅降低，比NCM523减少6kg，比NCM333减少12kg，比磷酸铁锂减少30kg，考虑到负极材料，重量和体积都将大幅减轻，动力电池的成本将明显下降。

图表 36：正极材料成本分析



资料来源：太平洋研究院整理

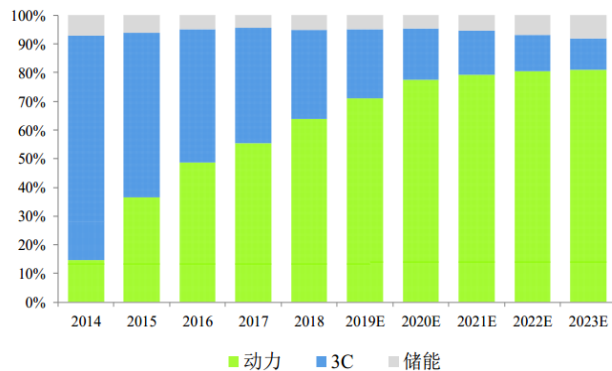
图表 37：NCM523 材料价格 万元/吨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

基于下游应用市场的驱动，锂电池正极材料经历了三个发展阶段。第一阶段受消费电池驱动，正极材料以钴酸锂为代表；第二阶段，随着新能源汽车市场放量，磷酸铁锂快速增长；第三阶段，受新能源乘用车对长里程需求与国家政策的推动，三元材料已成为市场需求主导。2019年，国家补贴大幅度退坡，新的补贴政策中也没有明确鼓励高能量密度的车型，这会使得部分中低端车型转向磷酸铁锂。但是，新能源汽车市场大潮已经来临，更高品质的车型是消费者的首选，我们认为高能量密度的动力电池是推动新能源汽车向更高水平发展的核心要素之一，高镍三元材料锂也将成为市场需求主导。

图表 5: 中国锂电池产品结构变化



资料来源: 招股说明书, 太平洋研究院整理

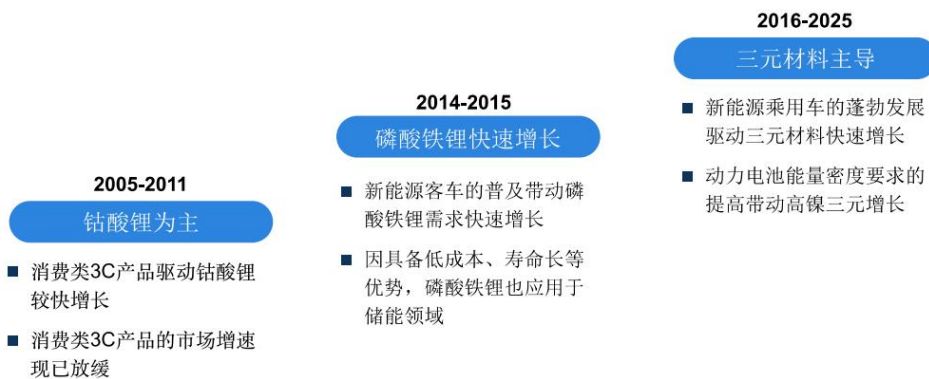
图表 6: NCM 三元正极材料市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 太平洋研究院整理

高镍正极材料的优势在于克容量较高, 从各国动力电池技术路径规划来看, 2020 年动力电池电芯能量密度普遍将达到 300Wh/kg 以上, 在现有技术体系中, 高镍三元是最可行的商业化方案, 三元正极高镍化趋势明朗。目前, NCM811 动力电池产品相较 NCM523 产品能量密度可提升 25%, 后续高镍正极产品性能的进一步优化可使得能量密度优势提升 30% 以上。NCM811 作为高镍三元正极材料的新一代产品, 预计将具有更加广阔的应用与更加快速增长。2017 年开始, 随着电芯技术的不断进步、大企业的持续研发投入, 公司等少数厂商陆续实现了 NCM811 的量产。国内主要圆柱电池企业, 如比克动力、天津力神、福斯特、德朗能等陆续进入 811 电池量产阶段, 未来随着设备自动化程度逐渐提高、生产环境管控能力逐步加强, 预计 2019 年 NCM811 正极材料及相关电池产品占比将大幅提升。

图表 7: 锂电池正极材料发展趋势



资料来源: 招股说明书, 太平洋研究院整理

四、募投项目扩大产能，巩固优势地位

公司本次拟公开发行不超过 4500 万股人民币普通股（A 股），募集资金总额将根据实际发行数量及发行价格确定，预计达 16 亿元。本次募集资金主要用于 2025 年动力型锂电材料综合基地（一期）建设扩大前驱体产能，另外募集资金补充营运资金。

2025 动力型锂电材料综合基地（一期）。该项目总投资 18.80 亿元，引进国内外先进生产和研究设备，将建成年产 6 万吨三元正极材料前驱体生产线。该项目的实施有助于公司解决前驱体产能不足的问题、进一步优化产品生产工艺、提高智能制造及信息化水平，巩固公司在高镍三元正极材料行业中的优势地位。

图表 8：2025 动力型锂电材料综合基地（一期）项目投资概算

费用名称	投资额（万元）	占项目投入总投资的比例
1.建设投资	149,226	79.36%
1.1 厂房建设费	40,884	21.74%
1.2 设备及工器具购置费	82,370	49.13%
1.3 工程建设及其他费用	15,972	8.49%
2.流动资金	38,800	20.64%
3.项目投入总投资（1+2）	188,026	100%

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 9：2025 动力型锂电材料综合基地（一期）项目建设周期

序号	任务名称	1-2 月	3-4 月	5-7 月	8-9 月	10-11 月	12-14 月	15-16 月
1	工程调研、招标、设计阶段							
2	设备采购阶段							
3	施工阶段							
4	装修、设备安装调试阶段							
5	人员培训							
6	设备及生产调试							
7	项目验收阶段							

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

五、盈利预测

关键假设:

- (1) 伴随新能源汽车动力电池装机高速增长, 高镍三元材料保持较高速增长, 普通三元材料领域保持稳定增长。
- (2) 下游动力电池客户保持稳定, 订单获取及交付平稳。
- (3) 毛利率保持基本稳定, 价格相对稳定, 降价幅度有限。
- (4) 研发费用率保持较高水平, 期间费用控制良好。

基于以上假设, 预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 3.53 亿元、5.09 亿元和 6.93 亿元。在 A 股的可比公司中, 当升科技与公司业务较为相似, 除锂电材料业务, 当升还有部分智能装备业务 (占比约 10%), 容百科技锂电材料业务收入占比达 90%, 因此可比性较高。此外, A 股从事锂电池正极材料研发生产的企业杉杉股份、格林美等可作为估值参考。2019 年相关可比公司的一致预期 PE 为 20X 左右。

图表 10: 相关可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300073.SZ	当升科技	25.09	109.57	0.78	0.90	1.24	32.1	27.7	20.3
600884.SH	杉杉股份	11.41	128.11	0.89	0.86	0.98	12.8	13.3	11.6
002340.SZ	格林美	4.53	187.98	0.18	0.23	0.29	25.6	19.3	15.4
	平均值						23.5	20.1	15.8

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

公司专注三元正极材料的研发、生产, 是国内最早实现 NCM811 材料量产的企业, 并得到了国内大型动力电池企业的认可。管理团队技术出身, 深耕行业多年, 具有丰富的实战经验。我们认为, 公司有实力在保持高速增长, 引领高镍市场。按照公司 2019 年预测归母净利润 3.5-4 亿元, 假设给予公司中性 30X、乐观 40XPE 估值进行测算, 得出公司对应的 IPO 摊薄后估值约为 105 亿元、160 亿元。

六、风险提示

市场竞争加剧, 盈利能力下降; 新品开发进度低于预期; 新能源车产销不及预期。

盈利预测表:

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1879	3041	4509	6286	8473	成长性					
减: 营业成本	1600	2536	3714	5163	6957	营业收入增长率	112%	62%	48%	39%	35%
营业税费	3	11	17	24	32	营业利润增长率	473%	390%	101%	44%	36%
销售费用	14	24	38	50	69	净利润增长率	353%	584%	66%	44%	36%
管理费用	103	80	249	347	468	EBITDA增长率	138%	162%	25%	42%	33%
财务费用	13	20	(1)	(1)	(1)	EBIT增长率	179%	170%	29%	44%	36%
资产减值损失	27	39	25	30	31	NOPLAT增长率	323%	464%	55%	44%	36%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	563%	109%	-34%	111%	-14%
投资和汇兑收益	4	14	6	8	9	净资产增长率	542%	103%	11%	15%	17%
营业利润	48	235	473	682	926	利润率					
加: 营业外净收支	(7)	0	(2)	(2)	(1)	毛利率	15%	17%	18%	18%	18%
利润总额	41	235	471	679	925	营业利润率	3%	8%	10%	11%	11%
减: 所得税	14	24	118	170	231	净利率	2%	7%	8%	8%	8%
净利润	31	213	353	509	693	EBITDA/营业收入	8%	14%	12%	12%	12%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	7%	12%	10%	11%	11%
货币资金	204	231	1596	2838	4236	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	42	64	64	51	38
应收账款	765	1085	1228	2326	2438	流动营业资本周转天数	95	154	92	99	110
应收票据	166	661	123	1105	706	流动资产周转天数	223	266	256	323	347
预付账款	26	75	27	132	95	应收帐款周转天数	103	109	92	102	101
存货	377	462	512	1037	1033	存货周转天数	47	50	39	44	44
其他流动资产	171	264	154	196	205	总资产周转天数	286	382	370	399	402
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	152	251	190	168	158
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	24	29	29	29	29	ROE	1.8%	6.7%	10.1%	12.8%	14.8%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	1.2%	4.9%	7.1%	5.7%	7.0%
固定资产	331	752	856	919	891	ROIC	19.6%	16.7%	12.3%	27.0%	17.4%
在建工程	89	294	147	29	0	费用率					
无形资产	16	270	264	258	253	销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产						管理费用率	5.5%	2.6%	5.5%	5.5%	5.5%
资产总额	2188	4263	4999	8942	9975	财务费用率	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	8	50	28	26	24	三费/营业收入	6.9%	4.1%	6.3%	6.3%	6.3%
应付账款	279	632	850	1378	1269	偿债能力					
应付票据	252	214	497	550	790	资产负债率	29.5%	26.5%	30.4%	55.4%	53.0%
其他流动负债						负债权益比	41.9%	36.1%	43.6%	124.1%	113.0%
长期借款	3	0	0	2835	3015	流动比率	2.76	2.78	2.48	3.73	3.98
其他非流动负债						速动比率	2.15	2.32	2.13	3.22	3.50
负债总额	646	1132	1518	4951	5291	利息保障倍数	10.19	18.13	-471.52	-680.51	-924.85
少数股东权益	5	1	1	1	1	分红指标					
股本	344	398	398	398	398	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	1190	2729	3082	3591	4284	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1541	3131	3481	3990	4684	股息收益率					
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	27	211	353	509	693	EPS(元)	0.08	0.53	0.89	1.28	1.74
加: 折旧和摊销	25	54	49	60	63	BVPS(元)			8.74	10.02	11.76
资产减值准备	27	39	0	0	0	PE(X)	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)			0	0	0
财务费用	7	20	(1)	(1)	(1)	P/FCF			0	0	0
投资收益	(4)	(14)	(6)	(8)	(9)	P/S			0	0	0
少数股东损益	(4)	(2)	0	0	0	EV/EBITDA	0	0	0	0	0
营运资金的变动	(900)	(952)	1011	(2171)	464	CAGR(%)	165.4%	48.7%	299.0%	165.4%	48.7%
经营活动产生现金	(638)	(543)	1406	(1610)	1210	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金	(310)	(870)	6	8	9	ROIC/WACC	1.3	1.1	0.8	1.8	1.2
融资活动产生现金	1003	1428	(47)	2844	179	REP	-	-	-	-	-

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。