

# 达志科技 (300530)

证券研究报告

2021年02月18日

## 切入新能源动力电池领域，打造双主业成长曲线

### 达志科技：打造双主业齐头并进的化学品企业

公司成立于2002年，作为国内最早从事新型环保表面工程化学品生产的企业之一，在涂镀添加剂、涂镀中间体等领域享有较高盛誉。公司抓住新能源汽车风口期，开始涉入新能源动力电池行业，将开启“表面工程化学品+新能源动力电池”的双主营业务的发展模式。

### 表面工程化学品：受益于节能环保趋势，高端国产替代前景广阔

表面工程的发展与社会经济各行各业息息相关。据中国工程院相关统计结果显示：世界钢材10%、机电产品70%、产品制造和使用过程中三分之一的能源直接消耗于摩擦磨损。外资企业在我国表面工程化学品市场占据一半以上的市场，随着国内企业技术增强，高品质产品的“进口替代”效应逐步体现，行业市场竞争优势开始由国外厂商逐步向国内优势企业转移。

### 新能源动力电池：“高成长+大空间”的优质赛道

国际能源署报告预测，2040年全球新能源汽车或将占轿车半数以上；我国计划到2025年新能源汽车目标销量占比为25%，目前不到5%。动力电池作为最核心零部件，成本占比约为40%，全球市场逐步形成多寡头稳定态势，行业头部效应显著且进一步扩大；国内市场本土厂商占据绝大多数份额，2019年CR10近88%。**第一梯队：**绝对龙头宁德时代等；**潜在上升的第二梯队：**国轩高科、中航锂电、孚能科技、亿纬锂能、欣旺达等。达志科技产能释放后，公司有望分得行业一杯羹。

### 公司核心竞争力：“技术+基因+客户”构筑三重护城河

1) **注重团队建设，核心技术持续迭代：**公司研发团队均具有丰富的表面工程化学品行业从业经验；动力电池技术研发团队成员主要来自业界主要电池企业或国内外知名车企。2) **产业基础与产业基因优势凸显：**公司全资子公司湖南领湃、四川新雅敏、苏州领湃新能源等的研发积累，为公司快速布局动力电池业务提供产业基础。3) **区位优势较为明显，上下游绑定能力强：**公司在传统表面工程化学品方面具备区位优势；公司控股股东的股权架构与威马汽车存在联系，动力电池也与威马汽车形成产业链上下游关系，产业协同效应或将为公司在动力电池领域开疆拓土提供良好的支持。

**盈利预测与估值：**预计2020-2022年公司归母净利润分别为0.30/0.47/0.91亿元，对应P/E分别为81.41/52.17/27.10X。参考可比公司估值法，给予公司2022年43.02倍P/E，目标价为24.60元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**市场需求波动风险，新产品投产不及预期，公司新增关联交易风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	183.35	173.50	94.65	262.09	704.62
增长率(%)	30.83	(5.37)	(45.45)	176.91	168.84
EBITDA(百万元)	66.95	51.92	43.02	66.82	121.24
净利润(百万元)	55.17	29.49	30.16	47.07	90.60
增长率(%)	1.95	(46.55)	2.26	56.07	92.48
EPS(元/股)	0.35	0.19	0.19	0.30	0.57
市盈率(P/E)	44.50	83.26	81.41	52.17	27.10
市净率(P/B)	4.85	4.68	5.71	6.41	6.41
市销率(P/S)	13.39	14.15	25.94	9.37	3.48
EV/EBITDA	31.70	66.42	57.01	36.90	20.48

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	15.5元
目标价格	24.60元

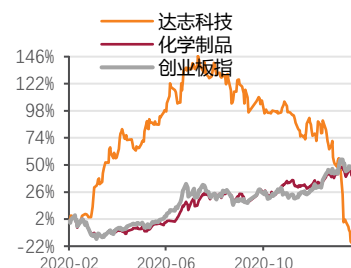
### 基本数据

A股总股本(百万股)	158.41
流通A股股本(百万股)	96.87
A股总市值(百万元)	2,455.41
流通A股市值(百万元)	1,501.44
每股净资产(元)	2.24
资产负债率(%)	66.95
一年内最高/最低(元)	56.70/14.38

### 作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004 zourunfang@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001 hulih@tfzq.com	
崔宇	分析师
SAC执业证书编号：S1110518060002 cuiyu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 达志科技：打造双主业齐头并进的化学品企业</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司战略：深耕表面工程化学品，布局新能源动力电池蓝图.....	4
1.2. 股东结构逐渐优化，为新业务布局保驾护航.....	5
1.3. 财务指标较为稳健，转型期资金需求较大.....	6
1.4. 公司业务整体稳定，新业务有望带来亮点.....	6
<b>2. 表面工程化学品：受益于节能环保趋势，进口替代前景广阔</b> .....	<b>7</b>
2.1. 表面工程化学品是稳健增长型赛道.....	7
2.2. 竞争格局：外资企业占主导，高品质“进口替代”逐步凸显.....	8
2.3. 达志科技：致力于提供新兴环保表面工程化学品.....	8
<b>3. 新能源动力电池：“高成长+大空间”的优质赛道</b> .....	<b>9</b>
3.1. 新能源汽车：未来十年近万亿成长空间的优质赛道.....	9
3.2. 动力电池为最核心零部件，占整车成本 40%.....	10
3.3. 动力电池竞争格局：国内厂商占据绝大部分市场.....	10
3.4. 达志科技：争取抢占技术制高点.....	11
<b>4. 公司核心竞争力：“技术+基因+客户”构筑三重护城河</b> .....	<b>11</b>
4.1. 注重团队建设，核心技术持续迭代.....	11
4.2. 产业基础与产业基因优势凸显.....	12
4.3. 区位优势较为明显，上下游绑定能力强.....	13
<b>5. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>13</b>
5.1. 盈利预测.....	13
5.2. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1：达志科技战略布局图.....	4
图 2：达志科技表面工程化学业务布局图.....	4
图 3：公司股权架构图.....	5
图 4：公司控股股东研究.....	5
图 5：凌帕新能源科技（上海）有限公司股权架构.....	5
图 6：公司营收及增速（亿元，%）.....	6
图 7：公司归母净利及增速（亿元，%）.....	6
图 8：达志科技资产、负债与资产负债率（亿元，%）.....	6
图 9：2011-2019 年达志科技固定资产（亿元）.....	6
图 10：公司营收结构（亿元）.....	6
图 11：公司毛利结构（亿元）.....	6
图 12：表面工程化学品在产业链中所处位置.....	7
图 13：2003-2020 年我国 GDP（万亿元）.....	8
图 14：我国表面工程化学品市场空间（亿元）.....	8
图 15：全球各国推出限制或禁止生产销售传统能源汽车的时间表.....	9

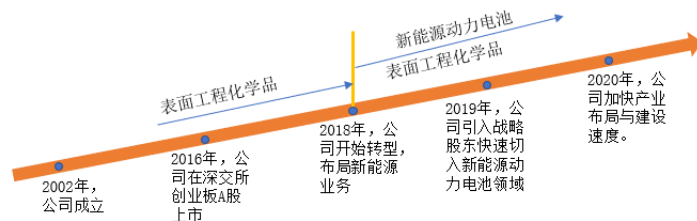
图 16: 我国新能源汽车发展历程 .....	9
图 17: 2012-2019 年我国动力电池装机量与出货量 (GWh) .....	10
图 18: 全球新能源汽车动力电池发展空间 (GWh) .....	10
图 19: 中国新能源汽车动力电池竞争格局 (2019) .....	11
图 20: 达志科技所处产业链环节 .....	11
图 21: 公司研发费用及其占营收比重 (亿元, %) .....	12
图 22: 达志科技专利技术 .....	12
图 23: 达志科技 P/E (TTM) .....	14
图 24: 达志科技 P/B (TTM) .....	14
表 1: 达志科技发展历程 .....	5
表 2: 达志科技募集资金投向 (万元) .....	7
表 3: 达志科技锂离子动力电池 (2.4GWh) 建设项目的的主要测算指标情况 (万元) .....	7
表 4: 达志科技表面工程化学品产量、销量、库存量与产销率 .....	9
表 5: 达志科技现任部分管理层简介 .....	13
表 6: 达志科技财务预测 (单位: 百万元) .....	13
表 7: 可比公司估值情况 .....	14

## 1. 达志科技：打造双主业齐头并进的化学品企业

### 1.1. 公司战略：深耕表面工程化学品，布局新能源动力电池蓝图

公司成立于 2002 年，2016 年 8 月在深交所创业板 A 股上市。公司作为国内最早从事新型环保表面工程化学品生产的企业之一，在涂镀添加剂、涂镀中间体等领域具有较高的知名度。2020 年公司通过控股湖南新敏雅新能源科技有限公司（现湖南领湃新能源）与四川新敏雅电池科技有限公司，涉入新能源动力电池行业，将开启“表面工程化学品+新能源动力电池”的双主营业务的发展模式。

图 1：达志科技战略布局图



资料来源：招股书、公司官网、天风证券研究所

**传统业务稳健经营。**公司表面工程化学品包括涂镀添加剂、涂镀中间体等，1) **涂镀添加剂**：包含前、中、后处理产品系列及其他产品系列。经过多年发展，公司能提供三大系列、超过三百种涂镀添加剂；2) **涂镀中间体**：公司能提供聚碳酸亚酯多元醇等新型环保涂镀中间体。

图 2：达志科技表面工程化学业务布局图

产品系列	工艺	产品	环保特性	产品系列	工艺	产品	环保特性	
前处理系列	前处理工艺	钢铁化学除油粉	无磷、低化学需氧量	电子电镀（镀镍、镀银、镀金）	酸性镀金添加剂	合金化学除油粉	无氟化物	
		钢铁电解除油粉				无氟仿金（玫瑰金）电镀工艺		
		合金电解除油粉				高速电镀光亮纯锡工艺		
		碱性除油添加剂				厚银电镀光亮剂		
		酸性电解除油剂				光亮镀银工艺		
		冷脱剂				高级酸性锡涂镀工艺		无铅、无氟化物
		黄铜件酸洗抛光液				哑锡涂镀工艺		
		铝件化学抛光剂				高速涂镀光亮纯锡工艺		
		环保型铜件清洗光亮剂				高速涂镀哑光纯锡工艺		
		高整平酸铜光亮剂				硫酸型哑光锡涂镀工艺		
酸性光亮镀铜工艺	无镍枪黑涂镀工艺							
滚镀酸铜光亮剂	低盐枪色涂镀工艺							
塑料专用酸铜光亮剂	锡盐代镍涂镀工艺							
滚镀酸铜光亮剂	无铅无镍白铜锡电镀工艺							
印制电路板酸铜添加剂	无氟白铜锡涂镀工艺	无铅、锡、汞、铬，符合RoHS法规						
沙酸铜添加剂	活化胶体靶工艺							
环保碱性镀铜工艺	化学铜工艺							
无氟碱性镀铜工艺	导电胶工艺							
高效能光亮氧化铜涂镀工艺	整板电镀工艺							
焦磷酸铜光亮剂	图形电镀工艺							
高级镀镍光亮剂	活化离子靶工艺							
白亮型挂镀镍光亮剂	化学镍工艺							
白亮型滚镀镍光亮剂	化学金工艺							
白亮型高整平镀镍工艺	OSP有机涂布工艺		无铅、锡、汞、铬，符合RoHS法规					
高耐蚀镍磷合金电镀工艺	镀锌三价铬转化膜封闭剂							
功能性镀镍工艺	镀层防锈封闭剂							
长效快速珍珠镍	镀层专用耐溶剂滑添加剂							
高耐蚀纳米复合镀镍添加剂	镀层防锈封闭剂							
环保高耐蚀镀锌工艺	自干型水溶性罩光漆							
二价白铬电镀工艺	镀层电解除退镀剂							
三价黑铬电镀工艺	锌合金基体电解除退镀剂							
低温高效自调镀锌添加剂	化学镀镀层退镀剂							
高速装饰镀锌添加剂	环保型低温退镀工艺	无铅、锡、汞、铬，符合RoHS法规						
镍络催化剂	镀镍中间体							
镍络抑制剂	酸铜中间体							
高光深耐温型氯化物镀锌添加剂	碱铜中间体							
氯化镀锌光亮剂	酸锌中间体							
低泡高光深氯化物镀锌添加剂	碱锌中间体							
碱性镀锌合金电镀工艺								
碱性无氟光亮镀锌添加剂								
碱性镀锌液综合净化机								

资料来源：2019 年年报、天风证券研究所

**新兴业务加速布局。**达志科技加快探索新的业务模式，为企业寻求新的利润点，公司瞄准

新能源动力电池赛道，拓展新能源动力电池业务，并已于 2018 年起开始布局。

表 1: 达志科技发展历程

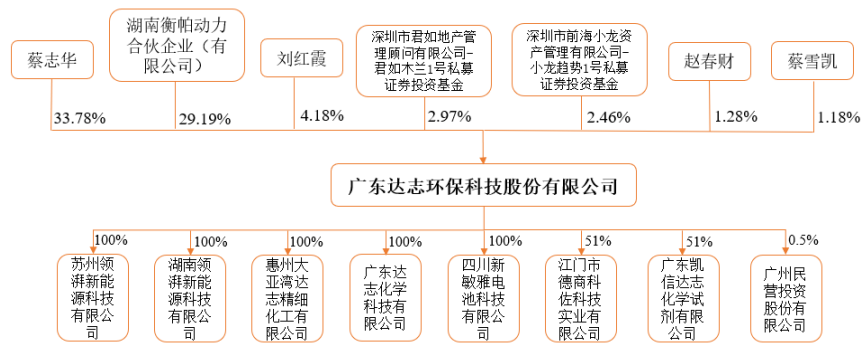
时间	布局新能源业务事件
2018 年 5 月	四川新雅敏电池科技有限公司成立
2018 年 10 月	凌帕新能源（上海）有限公司持有四川新雅敏 100%的股权
2019 年 3 月	凌帕新能源（上海）有限公司出资单独组建湖南新敏雅新能源科技有限公司
2020 年 1 月	公司无偿获赠上海凌帕持有的湖南新敏雅 80%股权及四川新敏雅 80%股权
2020 年 4 月	四川新敏雅、湖南新敏雅成为公司的全资子公司

资料来源：wind、公司官网、招股书、天风证券研究所（注：湖南新敏雅已于 2020 年 9 月 19 日更名为湖南领湃新能源）

### 1.2. 股东结构逐渐优化，为新业务布局保驾护航

为全力拓展新能源动力电池业务，公司通过引入战略股东的方式快速切入动力电池领域。公司原控股股东、实际控制人蔡志华先生及股东刘红霞女士通过协议转让形式累计向战略股东湖南衡帕动力合伙企业转让股份；同时，蔡志华先生、刘红霞女士在股份过户至湖南衡帕动力名下之日起无条件且不可撤销地永久放弃其持有的剩余股份的表决权。**达志科技的控股股东变更为衡帕动力。**

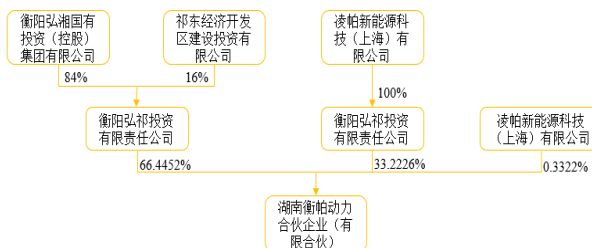
图 3: 公司股权架构图



资料来源：wind、天风证券研究所

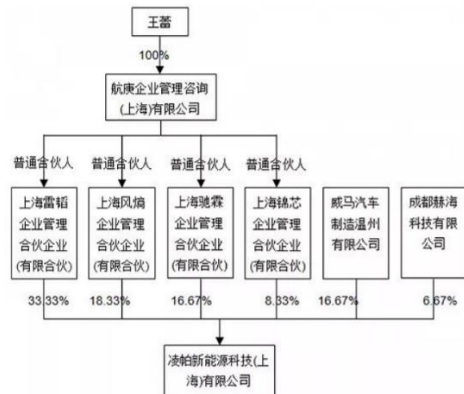
衡帕动力由衡阳弘祁投资有限责任公司、湖南凌帕新能源投资有限公司和凌帕新能源科技（上海）有限公司合伙成立。目前公司董事长为 XU HUANXIN（徐焕新），实际控制人为王蕾女士（亦为威马汽车高管）。这一天然的股权架构协同及产业链协同关系，或为达志科技在新能源动力电池领域开疆拓土提供良好的支持与促进作用。

图 4: 公司控股股东研究



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5: 凌帕新能源科技（上海）有限公司股权架构

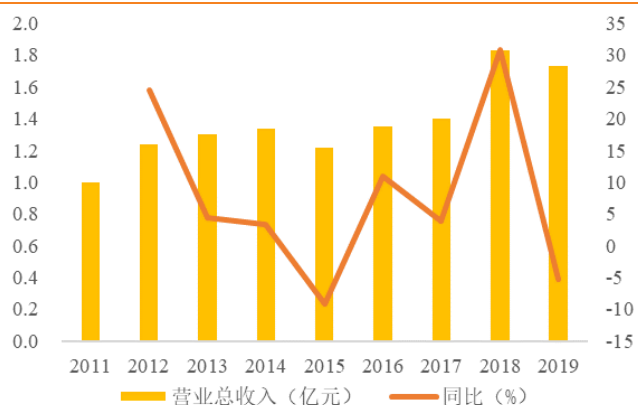


资料来源：2020 年度向特定对象发行 A 股募集书、天风证券研究所

### 1.3. 财务指标较为稳健，转型期资金需求较大

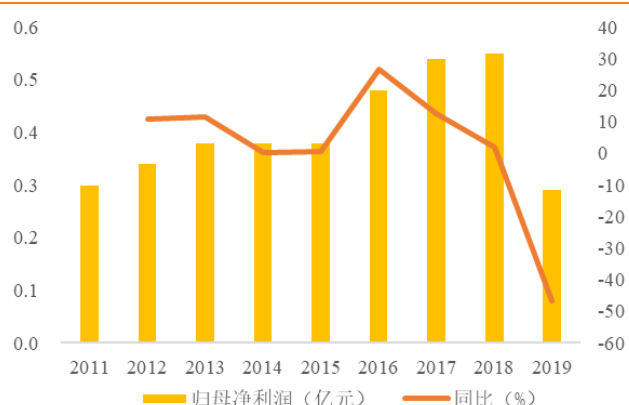
**公司营收和净利整体平稳增长。**2011-2018年，公司营收和归母净利整体上升，营收从1.00亿增至1.83亿，CAGR为9.02%；归母净利从0.30亿增至0.55亿，CAGR为9.05%。公司2019年营收下滑至1.73亿，净利大幅下降至0.29亿，原因是：1) 2019年，受经济环境及下游化工园区整改的影响，公司涂镀添加剂系列产品需求下滑；2) 公司2018年6月授予的限制性股票摊销费用及募投项目在建工程转固定资产后折旧的增加对利润产生影响。

图 6：公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

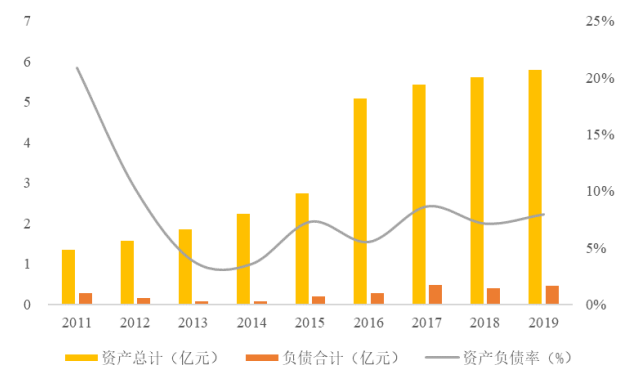
图 7：公司归母净利及增速（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

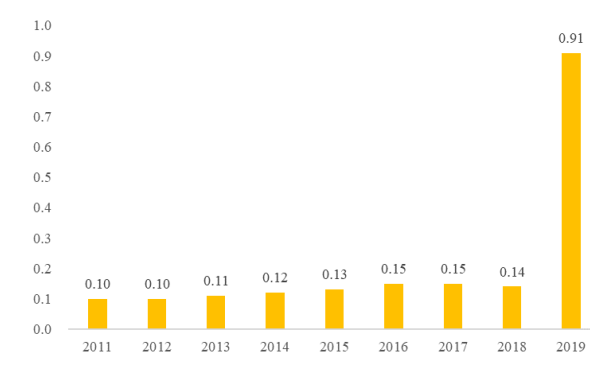
**公司经营及营运能力稳中向好。**1) 公司为轻资产运营模式，资产负债率近5年已稳定至7%左右。2) 2019年公司固定资产大增，主要系子公司惠州大亚湾达志精细化工有限公司的生产基地以及研发中心本期由在建工程转为固定资产。

图 8：达志科技资产、负债与资产负债率（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：2011-2019 年达志科技固定资产（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

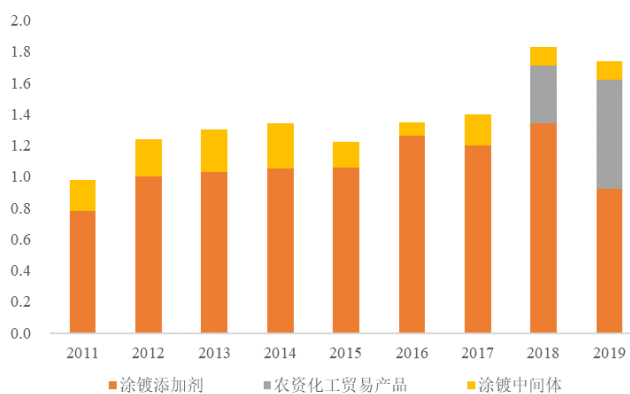
### 1.4. 公司业务整体稳定，新业务有望带来亮点

**公司专注主业。**2011-2017年涂镀添加剂占营收的均值为83%，涂镀中间体占营收的均值为17%。2018-2019年，公司逐步向新能源板块发力，转型期涉猎农资化工贸易产品，2019年公司涂镀添加剂和涂镀中间体分别占营收的53%和7%，分别占毛利的89%和5%。

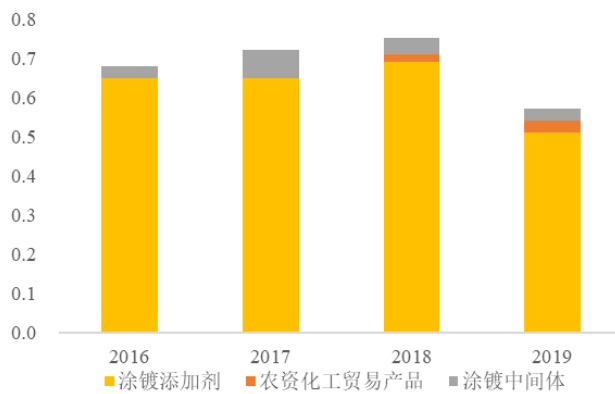
图 10：公司营收结构（亿元）

图 11：公司毛利结构（亿元）





资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

公司抓住新能源汽车风口期，建设新能源动力电池项目。根据公司生产建设规划，动力电池投产时间为 2021 年，量产时间在 2021-2022 年。

表 2: 达志科技募集资金投向 (万元)

序号	项目名称	项目投资金额	拟使用募集资金投入金额
1	锂离子动力电池 (2.4GWh) 建设项目	73,377.40	57,000.00
2	高性能动力电池研发中心项目	54,496.00	50,300.00
合计		127,873.40	107,300.00

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

锂离子动力电池 (2.4GWh) 建设项目实施达产后, 预计年均销售收入 16.7 亿元, 年均税前利润 2.4 亿元, 预计投资回收期(税后)约 6.25 年(含建设期), 内部收益率(税后)为 20.75%。

表 3: 达志科技锂离子动力电池 (2.4GWh) 建设项目的主要测算指标情况 (万元)

项目	锂离子动力电池 (2.4GWh) 建设项目
产能	2.4GWh
达产后年度平均收入	167,409
达产后年度平均总成本	142,704
达产后年均税前利润	24,003
达产后年度平均净利润	20,403
内部收益率 (税后)	20.75%

资料来源: 向特定对象发行 A 股募集说明书、天风证券研究所

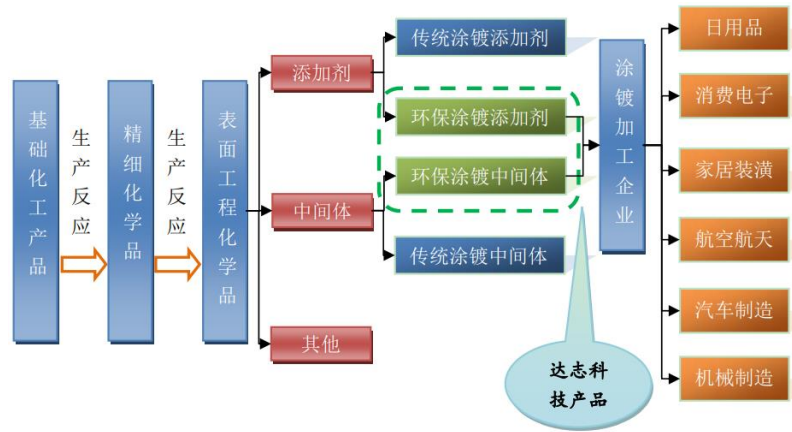
## 2. 表面工程化学品: 受益于节能环保趋势, 进口替代前景广阔

### 2.1. 表面工程化学品是稳健增长型赛道

表面工程是经表面预处理后, 通过表面涂镀、表面改性或多种表面技术复合处理, 改变金属表面或非金属表面的形态、化学成分、组织结构和应力状况, 以获得所需要表面性能的系统工程。表面工程按工艺技术特点可分为表面涂镀技术、表面改性技术和薄膜技术三大类, 其中又以表面涂镀技术为主要应用技术。

据中国工程院相关统计结果: 世界钢材 10%因腐蚀而损失; 机电产品 70%的失效来自于腐蚀和磨损; 产品制造和使用过程中 1/3 的能源直接消耗于摩擦磨损; 全球污染源排放物 70%以上来自制造业。表面工程的发展与社会经济发展息息相关, 应用范围覆盖汽车、机械、电子材料、涂料、建筑、船舶、航空航天等各行各业, 在当前节能环保环境中更为重要。

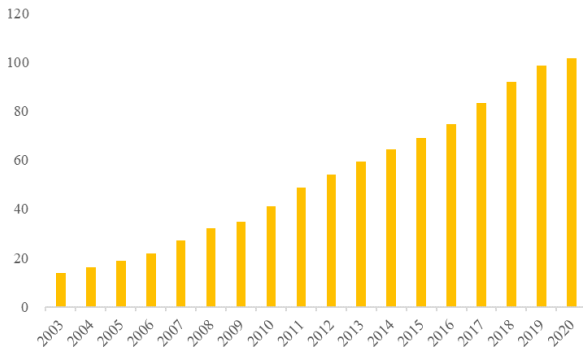
图 12: 表面工程化学品在产业链中所处位置



资料来源：公司公告、天风证券研究所

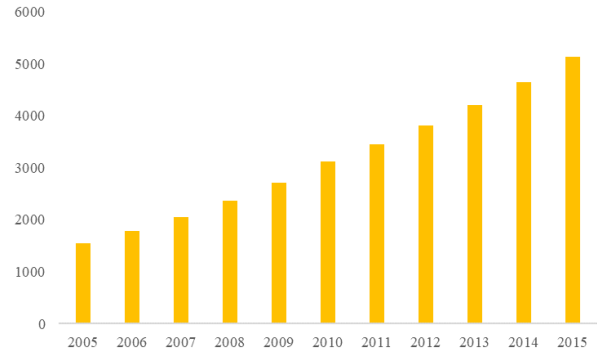
表面工程化学品行业与国民经济发展息息相关，其中表面涂镀化学品在表面工程化学品市场中占据超过 80% 的市场份额。近年来，随着国内 GDP 增长与居民可支配收入提升，表面化学品市场空间有望继续增长。

图 13：2003-2020 年我国 GDP (万亿元)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 14：我国表面工程化学品市场空间 (亿元)



资料来源：浅析我国表面工程及其专用化学品发展现状和趋势\_陈金龙、天风证券研究所

## 2.2. 竞争格局：外资企业占主导，高品质“进口替代”逐步凸显

我国表面工程化学品的发展与欧美发达国家相比相对滞后，产品技术和应用水平尚需改进，外资或合资企业生产的表面工程化学品在高端市场上占据支配地位，虽然国内厂商在近几年已有长足的进步，但由于产业结构、经济环境等历史原因，大部分国内厂商还处于低层次、低价格的竞争格局。

外资企业在我国表面工程化学品市场占据一半以上的市场份额。国内表面工程化学品市场空间广阔，吸引大量的国际企业通过独资、合资等方式进入，如法国道达尔、德国巴斯夫、美国陶氏化学等。跨国企业技术先进、资金实力强大、配套服务设施完善，大多使用国外先进生产设备，在产品技术水平上有很强的竞争优势。

随着国内先进企业不断加大研发投入，提高创新能力，部分企产品已达到或接近国际先进水平。与外资企业相比，国内企业的产品性价比较高，且具备区位优势，如达志科技、广州鸿葳科技股份有限公司、武汉风帆表面工程股份有限公司、上海永生助剂厂等已具备一定实力。因此未来国内企业的竞争力和市占率会有所提高，尤其是国产高品质产品的“进口替代”效应逐步体现，行业市场竞争优势开始由国外厂商逐步向国内优势企业转移。

## 2.3. 达志科技：致力于提供新兴环保表面工程化学品



达志科技致力于提供表面工程化学品，取代重污染、高泡、难降解的传统产品，如以无六价铬、铅、镉、汞的高污染产品；以低钴或无钴代替高钴产品，以无镍产品替代含镍产品；以新型的无氰工艺替代氰化工艺；以环保的聚碳酸亚酯多元醇替代传统的石油基产品聚醚和聚酯多元醇。产品受市场认可，产销率较高。

公司新型环保涂镀中间体聚碳酸亚酯多元醇采用工业生产过程中的废气二氧化碳为主要原料之一制备，能减少温室气体排放，降低石油资源消耗。采用聚碳酸亚酯多元醇进一步合成的涂镀产品具有粘结力强、表面硬度高、耐磨性和耐水性好的性能优势；具有毒性小、无挥发性有机化合物、不易燃烧、无污染、安全节能等环保优势，且兼具成本优势。

公司生产涂镀添加剂主要用于下游涂镀加工企业的工业产品生产加工过程，能有效降低下游生产加工企业的废水处理压力，并同时使其一次性生产加工产品合格率大幅提高，减少返工带来的能源和物料消耗。

表 4: 达志科技表面工程化学品产量、销量、库存量与产销率

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
销售量 (吨)	4,344.75	5,161.63	5,052.35	6,042.02	5,610.74
生产量 (吨)	4,651.15	5,126.73	5,088.69	5,609.29	5,767.54
库存量 (吨)	688.06	653.17	1,203.55	770.82	927.62
产销率 (%)	93.41%	100.68%	99.29%	107.71%	97.28%

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

### 3. 新能源动力电池：“高成长+大空间”的优质赛道

#### 3.1. 新能源汽车：未来十年近万亿成长空间的优质赛道

新能源汽车“高成长+大空间”优质赛道。目前汽车行业是全球石油消耗量最大的行业之一，占石油总体消耗量的 20%以上。国际能源署报告预测 2040 年全球近半数轿车将是新能源电动车。全球各国已陆续推出限制或禁止生产销售传统能源汽车的时间表，部分整车企业亦在加速布局新能源汽车发展规划。

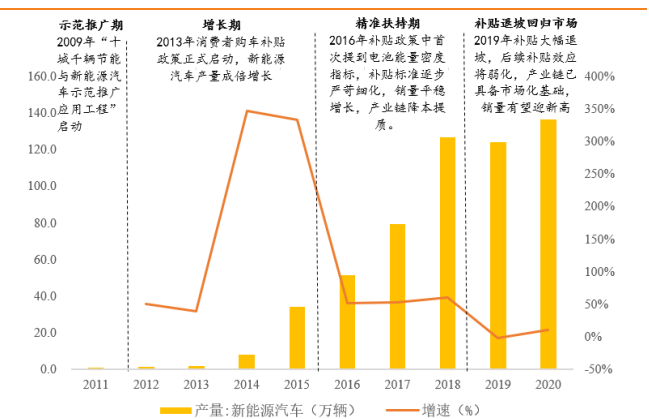
我国新能源汽车经过四个发展阶段，政策上国内双积分和欧盟日趋严格的碳排放及各国新能源补贴，产品上新势力放量和传统车企布局电动化平台，两者共振将新能源车带入全新发展阶段。根据 Marklines 数据，随着我国新能源汽车产业技术水平显著提升、产业体系日趋完善、企业竞争力大幅增强，产销量、保有量已连续四年居世界首位。

根据中国汽车工业协会数据，截至 2019 年底，全国新能源汽车保有量达 381 万辆，仅占汽车总量的 1.46%。其中，2019 年我国新能源汽车销量 120.6 万辆，占全部汽车销量的 4.68%，而根据工信部 2019 年 12 月发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿），到 2025 年，我国新能源汽车目标销量占比为 25%，市场空间仍为广阔。

图 15: 全球各国推出限制或禁止生产销售传统能源汽车的时间表

国家或组织	具体政策或规划
挪威	从 2025 年起限制燃油汽车销售
荷兰	从 2030 年起所有汽车（新车）实现零排放
德国	从 2030 年起禁售传统汽车
印度	从 2030 年起仅销售电动汽车，全面停止以石油燃料为动力的车辆销售
以色列	从 2030 年起禁止销售新的汽油或柴油动力汽车
比利时	计划 2030 年禁售燃油车
瑞典	计划 2030 年禁售燃油车
瑞士	计划 2030 年禁售燃油车
英国	从 2040 年起全面停止出售汽油车和柴油车，到 2050 年，行驶在英国道路上的汽车将全部实现零排放
法国	从 2040 年起全面停止出售汽油车和柴油车
西班牙	计划在 2040 年前禁止出售依赖化石燃料（包括混合燃料）的车辆，由电动车接管人们的出行
零排放车辆同盟	2050 年禁止销售燃油车（联盟由德国、英国、荷兰、挪威，以及美国 18 个国家组成）

图 16: 我国新能源汽车发展历程



资料来源：招股书、天风证券研究所

资料来源：wind、天风证券研究所

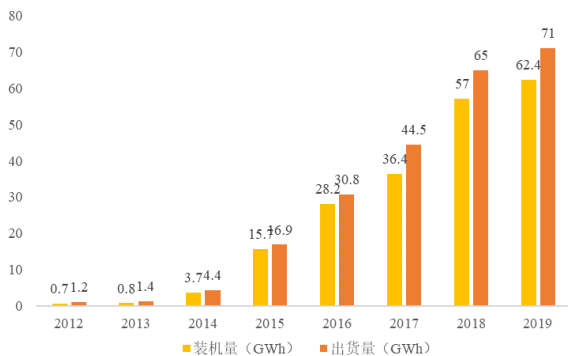
### 3.2. 动力电池为最核心零部件，占整车成本 40%

**新能源汽车动力电池主要系锂离子电池。**锂离子电池主要依靠锂离子在正极和负极之间来回移动进行工作。在充放电过程中，锂离子在两个电极之间往返嵌入和脱嵌。相较于铅酸电池、镍氢电池等其他电池体系，锂离子电池具有能量密度高、工作电压高、自放电小、无记忆效应、循环寿命长、充电快速、重量轻、体积小、低污染等优势。

**锂离子动力电池技术趋于成熟，为目前技术发展的主流。**锂离子动力电池作为新能源汽车最为关键的核心组件之一，占整车成本的 40%左右；此外，动力电池直接影响新能源汽车的续航里程、安全性、使用寿命、充电时间和高低温适应性等性能。突破动力电池能量密度、提升续航里程、提高安全性能、延长使用寿命、缩短充电时间、优化低温性能、降低电池成本等是提高渗透率、由政策驱动转为消费驱动的关键因素。

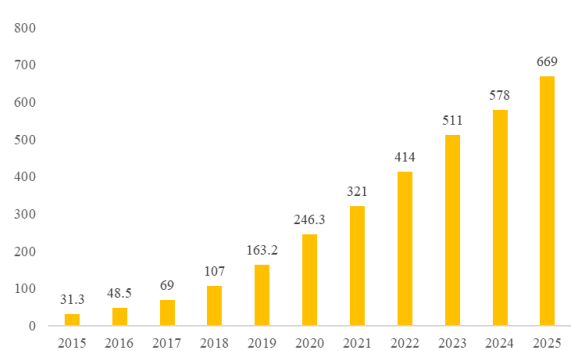
**受益于 2014 年以来新能源汽车产业的迅速发展，动力电池需求增长迅猛。**根据 Marklines 数据，全球动力电池出货量从 2013 年 13.8GWh 增至 2019 年 116.6GWh，CAGR 为 42.72%。高工产业研究院预计，2025 年全球乘用车动力电池需求量将达 747.5GWh。在国内，2013-2019 年，我国动力电池出货量和装机量从均不足 1.5GWh 增长到 71.0GWh 和 62.4GWh，新能源乘用车产量与渗透率有望继续保持高增长。

图 17：2012-2019 年我国动力电池装机量与出货量 (GWh)



资料来源：募集说明书、天风证券研究所

图 18：全球新能源汽车动力电池发展空间 (GWh)



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

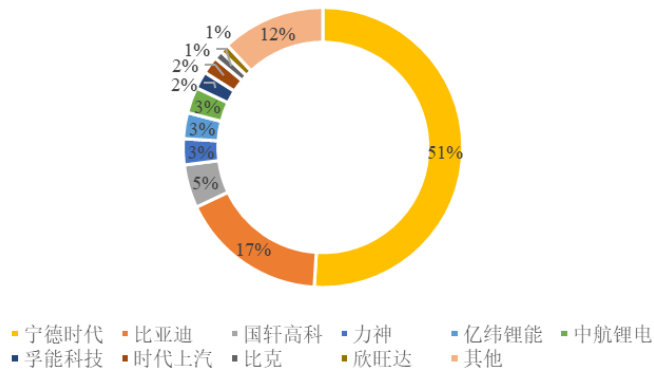
### 3.3. 动力电池竞争格局：国内厂商占据绝大部分市场

**全球市场中本土动力电池厂商市场份额占比过半。**从近年来全球动力电池的出货份额来看，中日韩企业占据前十名额，CR10 占比在 80%以上，主要企业为中国的宁德时代等，日本的松下，韩国的 LG 化学、三星 SDI、SKI，逐步形成多寡头稳定态势，行业头部效应显著且在进一步扩大。

**国内市场本土厂商占据绝大多数市场份额。**由于财政补贴、动力电池白名单等限制，外资在国内装机量很低。根据中国化学与物理电源行业协会动力电池应用分会统计分析，2019 年我国新能源汽车共有配套动力锂离子电池企业 79 家，相较 2018 年减少 13 家。根据高工产研电动车研究所数据，2018、2019 年中国前十动力电池企业装机量占市场份额分别为 82.9%、87.98%，行业集中度持续提升、行业竞争趋于激烈。此外，随着外资动力电池企业及整车企业加速进入中国市场，国内动力电池行业也将面临更加激烈的市场竞争。

伴随着国内新能源车由补贴驱动到需求驱动的过程，动力电池经历大浪淘沙。据 GGII 统计，2019 年国内动力电池装机量 TOP5 企业分别为 CATL(51%)、比亚迪(17%)、国轩高科(5%)、力神(3%)、亿纬锂能(3%)。第一梯队：绝对龙头宁德时代等；潜在上升的第二梯队，如国轩高科、中航锂电、孚能科技、亿纬锂能、欣旺达等。达志科技未来产能释放后，有望分得行业一杯羹。

图 19：中国新能源汽车动力电池竞争格局（2019）



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟、前瞻产业研究院、天风证券研究所

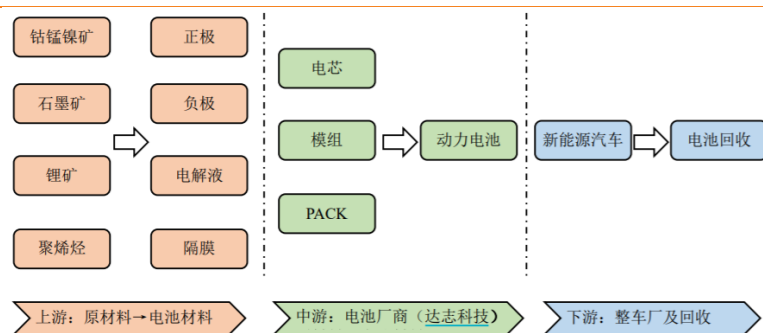
### 3.4. 达志科技：争取抢占技术制高点

我国逐步收紧新能源汽车的补贴额度、提高补贴门槛，引导行业淘汰劣质产能，发展综合性能更优质产品，加速产业集中。**新进入者**通过直接投资、产业转型或收购兼并等方式参与竞争，**现有动力电池企业**亦纷纷扩充产能，使得动力电池企业竞争日趋激烈。**动力电池企业**需要通过降低生产成本、提升产品综合性能等多方面保证自身的竞争优势。

达志科技拥有专业化、多元化、国际化的管理团队和技术团队，核心管理人员在动力电池及相关领域积累深厚。目前公司已经在各细分市场全面布局，加大三元高能量密度、叠片技术、快充等差异化产品方面研发投入，在 VDA/MEB 标准模组基础上，开发基于车型的 CTP 系统，抢占技术制高点。

**公司积极推进电池生产基地和研发中心建设。**1) 公司在湖南、四川建设动力电池生产基地，配备国内外先进设备，建设智能化锂离子动力电池产线。2) 公司在江苏昆山建设行业领先的高性能动力电池研发中心，打造先进的产品研发及量产技术孵化平台，快速实现高性能锂离子动力电池的研发及量产工艺输出。

图 20：达志科技所处产业链环节



资料来源：向特定对象发行 A 股招股募集书、天风证券研究所

## 4. 公司核心竞争力：“技术+基因+客户” 构筑三重护城河

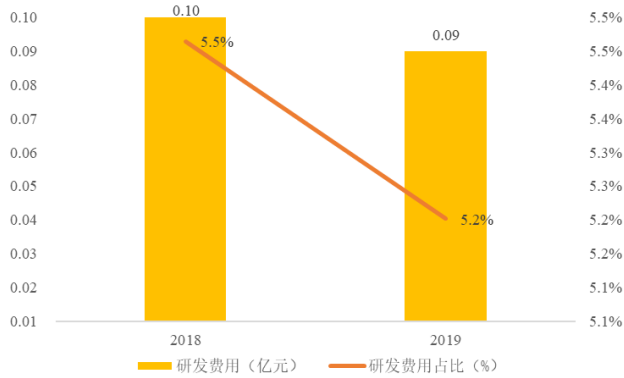
### 4.1. 注重团队建设，核心技术持续迭代

**公司注重团队及人才优势。**1) **传统表面工程化学品业务**：公司研发团队均具有丰富的表面工程化学品行业从业经验。2) **新能源动力电池业务**：公司全资子公司苏州凌威设立研究院和技术中心专门从事研发工作，技术研发团队成员主要来自于业界主要电池企业或知

名车企，曾服务于宝马、保时捷、大众、雪佛兰等众多知名的国际项目，或在锂电行业从业数余年。截至 2020 年 9 月 30 日，公司新能源动力电池业务板块共有员工 194 名，其中动力电池研发技术人员 106 人，技术人员占比约 55%。

**公司重视研发创新，技术持续迭代。**1) **新型环保表面工程化学品**：公司是参与核心产品国家和行业标准的制订的国内领先的新型环保表面工程化学品企业，并被全国金属与非金属覆盖层标准化技术委员会授予“国家标准制定单位”和“机械行业标准制定单位”称号。

图 21：公司研发费用及其占营收比重（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 22：达志科技专利技术

序号	名称	技术类型
1	碱性无氰锌酸盐镀锌光亮剂及其组合物光亮剂	专利技术
3	一种环保三价铬电镀液及其电镀方法	专利技术
4	一种三价铬氧化物体系镀锌阳极	专利技术
5	一种高耐蚀环保三价铬电镀液及其电镀方法	专利技术
6	一种环保滚镀型三价铬电镀液及其滚镀方法	专利技术
7	一种镍电镀液及其电镀方法	专利技术
8	一种功能性铜的电镀液及其方法	专利技术
9	一种铜电镀液及其电镀工艺	专利申请已被受理
10	一种三价铬镀液及在三价铬镀液中电沉积铬镀层的方法	专利申请已被受理
11	一种应用于碱性锌镍合金电镀的阳极	专利申请已被受理
12	一种微钴枪色电镀液及其电镀方法	专利申请已被受理
13	一种光亮型碱性无氰镀锌电镀液及制备方法	专利申请已被受理
14	一种碱性锌镍电镀液、制备方法及其电镀方法	专利申请已被受理
15	高性能酸铜电镀添加剂技术	非专利技术
16	无氰无铅白铜锡涂镀技术	非专利技术
17	甲基磺酸镀镍添加剂技术	非专利技术
18	一种环保型无铅化学镀金的生产方法	非专利技术
19	一种环保型无铅化学镀金的生产方法	非专利技术

资料来源：招股书、天风证券研究所

## 2) 锂离子动力电池：

**a.公司在新能源动力电池的研发以高能量密度的电芯、方形铝壳锂离子电池为主要方向**，着重于利用化学体系的改善提高能量密度，而非仅依靠结构优化来达成能量密度的要求。公司核心技术包括铝壳叠片技术、高镍硅碳负极技术、电解液及添加剂技术、电池盖结构技术、复合聚合固态电解质技术、电极制造工艺技术、电池叠片工艺技术、电池烘干工艺技术、电池注液工艺技术、电池测试技术等。截至 2020 年 9 月 30 日，公司已获得授权的动力电池相关专利共 28 项、已获受理的在申请动力电池相关专利共 130 项。

**b.公司集中研发资源，在高镍硅碳叠片方形铝壳产品实现技术突破**，将通过产品技术领先优势争取以车企第二供应商作为切入点进入市场，逐步获得客户认可，树立品牌形象并提升规模优势，打破头部企业马太效应。

**c.作为新能源汽车的核心部件，锂离子动力电池技术仍处于不断探索阶段**，目前电池技术发展路线尚未形成明确共识，技术发展、迭代频率较快。公司秉持生产一代、研发一代、储备一代、预研一代的理念，产品规划紧贴下游客户需求，同时对市场保持快速反应，持续进行新技术拓展，确保公司产品具备一定的技术领先性。

**d.公司锂离子动力电池核心竞争力：**  
**①安全性能更优：**公司通过低热收缩率陶瓷涂层隔膜及自有知识产权的极片毛刺控制技术能有效降低电芯自放电率，预防电芯潜在内部微短路风险。研发专用的电解液配方，具有更好的正极、负极电解液界面成膜效果及更高的电化学氧化电位，以提升电芯的材料体系的热稳定性。  
**②能量密度更高：**公司逐步积累高充电电压、高极片压实密度的三元材料体系电芯技术方案，在确保安全性能满足国家标准要求的同时，电芯的能量密度比常规电压体系提高 10%以上。  
**③使用寿命更长：**公司通过采用陶瓷-胶涂层隔离膜技术、高温负压化成技术等全面优化电芯设计和制程工艺，经优化处理后，电芯循环寿命预计可达到 2000-2500 次，支持 500 公里续航的电动汽车累计行驶 100 万公里。  
**④综合成本更低：**公司在研产品采用最新的低钴配方体系和高电压配方体系，减少贵金属钴含量，提高材料的可用比容量比例，有效控制成本。  
**⑤充电速度更快：**公司 590 模组及电芯产品本着低内阻、动力学性能优良设计思路，充电速度更快。

## 4.2. 产业基础与产业基因优势凸显



**从子公司角度看**，公司全资子公司湖南领湃新能源、四川新敏雅、苏州领湃新能源等公司研发积累和研发能力，为公司快速布局动力电池业务提供良好的产业基础。上述公司在三元高能量密度、叠片技术、快充等差异化产品方面研发投入，在 MEB 标准模组基础上开发基于车型的综合供电系统，将成为公司在动力电池领域的核心竞争力和快速产业化的基础。

**从核心管理人员角度看**，目前公司董事长 XU HUANXIN（徐焕新），工学博士，具备数十年产业背景；实际控制人王蕾女士，为威马汽车的高管；威马汽车创始人、董事长兼 CEO 沈晖（SHEN HUI）和联合创始人兼 COO 侯海靖，分别在凌帕新能源担任董事长和董事。公司控股股东的股权架构与威马汽车存在一定的联系，动力电池产业也与威马汽车形成产业链上下游关系，产业协同效应或为达志科技在动力电池领域开疆拓土提供良好支持。

表 5：达志科技现任部分管理层简介

姓名	职务	简介
XU HUANXIN (新加坡籍)	董事长、 总经理等	博士，曾任中国汽车工程学会理事，上海内燃机学会理事，曾就职于德国 FEV 发动机公司，戴姆勒-奔驰集团，大众汽车，采埃孚集团，沃尔沃汽车，威睿汽车，德国 SF-Auto AG，威马汽车等。
SHEN HUI (加拿大籍)	董事	硕士，曾任博格华纳(中国)投资有限公司总裁，菲亚特动力科技有限公司中国区首席执行官，沃尔沃汽车全球董事兼高级副总裁，吉利集团董事兼副总裁。 <b>现任威马汽车董事长。</b>
曹文明	副总经理	工学学士，工商管理硕士。曾就职于通用汽车，华晨汽车，吉利汽车，英国上市公司锰铜控股集团，威睿电动汽车，威马汽车等。 <b>现任苏州凌威新能源科技有限公司总经理。</b>
林玉春	首席技术 官	厦门大学化学系本科及硕士学位，美国西密歇根大学物理化学博士学位，美国加州大学伯克利分校博士后经历，学术背景横跨化学、生物、物理、计算机科学以及数学等领域。
郭谦	董事	硕士，高级工程师，现任副总经理。毕业于清华大学，曾在一汽大众、北京汽车工业集团、北京吉普、北京现代、大众中国、奇瑞汽车有限公司、观致汽车任职。 <b>现分管公司战略规划等工作。</b>

资料来源：wind、天风证券研究所

### 4.3. 区位优势较为明显，上下游绑定能力强

**公司在传统表面工程化学品方面具备业务区位优势：**1) 市场开拓方面，公司地处下游涂镀生产加工企业较为集中的珠江三角洲区域，利于及时了解客户需求、把握市场趋势、调整产品结构。2) 原材料供应方面，公司位于广州和江门的两个生产基地，紧邻广东省三大重要化工原料生产基地，原材料供应充足，运输成本较低。

**公司在新能源动力电池业务具备渠道、客户优势：**1) 公司确立基于 VDA、MEB 平台的 355、590 模组及其对应的系列电芯的发展路径，技术路线具有市场前景性。目前，VDA 平台车型已得到众多厂家广泛使用；大众、福特、奇瑞、吉利、广汽等新能源品牌已在同期进行 MEB 平台车型的研发及布局。公司相关产品处于样件测试阶段，已与数家目标客户进行接洽，并与部分目标客户进入深入技术交流。2) 公司控股股东的股权架构与威马汽车存在一定的联系，动力电池产业也与威马汽车形成产业链上下游关系。威马汽车是国产新势力，2020 年销量 22495 辆，同比+33.3%，实现逆势增长。

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 盈利预测

公司现已确定新的战略发展方向，采取双主业并行发展的模式，未来将逐步加大新能源电池生产设备投入，预计新能源电池产品的销售将成为主要收入来源。预计 2020-2022 年公司营业总收入分别为 0.95/2.62/7.05 亿元，归母净利分别为 0.30/0.47/0.91 亿元。

表 6：达志科技财务预测（单位：百万元）

报告期	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
涂镀添加剂	105.58	125.52	120.15	133.82	91.71	68.78	51.59	38.69

收入		18.89%	-4.28%	11.38%	-31.47%	-25.00%	-25.00%	-25.00%
YOY	51.15	60.27	54.93	64.75	40.86	31.79	23.93	17.69
成本	54.43	65.26	65.21	69.07	50.85	36.99	27.66	21.00
毛利	105.58	125.52	120.15	133.82	91.71	68.78	51.59	38.69

**涂镀中间体**

收入	16.07	9.44	19.98	12.35	12.18	11.94	11.34	10.77
YOY		-41.26%	111.65%	-38.19%	-1.38%	-2.00%	-5.00%	-5.00%
成本	12.14	6.88	13.09	8.82	9.07	8.88	8.32	7.98
毛利	3.93	2.56	6.89	3.53	3.12	3.06	3.02	2.79

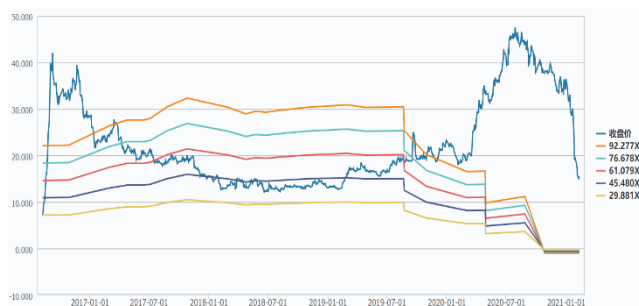
**新能源动力电池**

收入							196.34	654.48
YOY								233.34%
成本							133.51	445.05
毛利							62.83	209.43

**农资化工贸易**

收入			37.16	69.58	13.92	2.78	0.56
YOY				87.24%	-80.00%	-80.00%	-80.00%
成本			34.96	66.75	13.22	2.64	0.53
毛利			2.21	2.83	0.70	0.14	0.03

资料来源: wind、天风证券研究所

**图 23: 达志科技 P/E (TTM)**


资料来源: wind、天风证券研究所

**图 24: 达志科技 P/B (TTM)**


资料来源: wind、天风证券研究所

采用可比公司估值法,选择表面工程化学品领域具有代表性的标的德联集团、松井股份;同时选择新能源动力电池相关二线标的亿纬锂能和国轩高科作为可比公司。测算得到 2021、2022E 年 PE 算数平均值分别为 57.74X、43.02X。选择 2022 年 43.02X 作为目标估值,目标价格为 24.60 元。首次覆盖,给予“买入”评级。

**表 7: 可比公司估值情况**

单位: 百万元		归母净利润			总市值		PE		
股票代码	公司名称	2020E	2021E	2022E	20210211	2020E	2021E	2022E	
002666.SZ	德联集团	227.65	275.53	327.11	3319.05	14.58	12.05	10.15	
688157.SH	松井股份	87.70	158.80	219.36	7761.80	88.50	48.88	35.38	
300014.SZ	亿纬锂能	1778.99	2937.46	3,929.32	209664.06	117.86	71.38	53.36	
002074.SZ	国轩高科	320.52	524.95	707.65	51798.02	161.61	98.67	73.20	
可比公司均值						<b>95.64</b>	<b>57.74</b>	<b>43.02</b>	

资料来源: wind、天风证券研究所



## 5.2. 风险提示

- 1) **市场需求波动风险**：表面工程化学品广泛应用于汽车、机械、电子材料、涂料等国民经济各个行业，如上述行业出现需求下降的情况，可能会影响表面工程化学品市场需求。
- 2) **新产品投产不及预期**：公司开始布局新能源动力电池领域，产品投产能否达预期存在一定风险，公司能否持续高效地转化为新产品并获得市场认同仍存在不确定性。
- 3) **新增关联交易风险**：公司实际控制人之配偶、公司董事 SHENHUI 现为威马汽车的实际控制人，威马汽车是公司目标客户之一。未来相关关联交易如若未能按关联交易制度执行，公司将存在因关联交易损害公司和其他股东利益的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	47.08	74.76	109.52	148.13	162.98
应收票据及应收账款	72.24	97.02	47.33	0.00	0.00
预付账款	0.82	4.19	1.64	7.26	17.45
存货	18.40	21.98	0.14	63.34	115.29
其他	318.82	269.75	62.13	40.84	45.26
<b>流动资产合计</b>	<b>457.36</b>	<b>467.70</b>	<b>220.76</b>	<b>259.58</b>	<b>340.98</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	14.40	91.29	183.71	211.12	227.27
在建工程	69.35	0.21	150.16	112.62	84.46
无形资产	16.15	17.02	16.17	15.32	14.47
其他	3.77	2.55	2.80	2.62	2.61
<b>非流动资产合计</b>	<b>103.67</b>	<b>111.07</b>	<b>352.85</b>	<b>341.68</b>	<b>328.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>561.02</b>	<b>578.77</b>	<b>573.60</b>	<b>601.26</b>	<b>669.78</b>
短期借款	0.00	0.00	100.00	150.00	180.00
应付票据及应付账款	6.54	9.84	3.71	14.99	37.36
其他	18.62	24.58	13.83	28.31	42.17
<b>流动负债合计</b>	<b>25.16</b>	<b>34.42</b>	<b>117.54</b>	<b>193.30</b>	<b>259.53</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.63	11.41	16.54	14.19	14.05
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.63</b>	<b>11.41</b>	<b>16.54</b>	<b>14.19</b>	<b>14.05</b>
<b>负债合计</b>	<b>39.79</b>	<b>45.83</b>	<b>134.08</b>	<b>207.49</b>	<b>273.58</b>
少数股东权益	14.50	8.75	9.37	10.68	13.12
股本	70.41	105.61	158.41	158.41	158.41
资本公积	211.37	171.99	171.99	171.99	171.99
留存收益	442.91	422.53	271.74	224.67	224.67
其他	(217.95)	(175.94)	(171.99)	(171.99)	(171.99)
<b>股东权益合计</b>	<b>521.24</b>	<b>532.94</b>	<b>439.52</b>	<b>393.76</b>	<b>396.20</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>561.02</b>	<b>578.77</b>	<b>573.60</b>	<b>601.26</b>	<b>669.78</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	56.88	30.44	30.16	47.07	90.60
折旧摊销	2.73	6.26	8.48	10.98	12.86
财务费用	(0.26)	(0.06)	(0.31)	(0.36)	(0.34)
投资损失	(17.03)	(11.20)	(12.79)	(13.67)	(12.55)
营运资金变动	(40.97)	265.95	7.30	23.39	(30.45)
其它	29.54	(308.91)	0.63	1.31	2.43
<b>经营活动现金流</b>	<b>30.89</b>	<b>(17.52)</b>	<b>33.46</b>	<b>68.72</b>	<b>62.55</b>
资本支出	16.02	18.03	244.88	2.34	0.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(14.41)	36.22	(219.69)	11.33	12.41
<b>投资活动现金流</b>	<b>1.61</b>	<b>54.25</b>	<b>25.19</b>	<b>13.67</b>	<b>12.55</b>
债权融资	0.00	0.00	100.00	150.00	180.00
股权融资	4.67	(1.20)	57.07	0.36	0.34
其他	(37.46)	(7.42)	(180.96)	(194.14)	(240.60)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(32.79)</b>	<b>(8.62)</b>	<b>(23.89)</b>	<b>(43.78)</b>	<b>(60.26)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(0.30)</b>	<b>28.11</b>	<b>34.76</b>	<b>38.61</b>	<b>14.85</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>183.35</b>	<b>173.50</b>	<b>94.65</b>	<b>262.09</b>	<b>704.62</b>
营业成本	108.52	116.67	53.43	168.28	471.13
营业税金及附加	1.88	1.84	1.03	2.78	7.54
营业费用	6.42	6.84	3.73	9.17	24.66
管理费用	17.04	22.58	8.56	20.97	49.32
研发费用	10.50	8.96	5.68	18.35	56.37
财务费用	(0.41)	(0.35)	(0.31)	(0.36)	(0.34)
资产减值损失	2.24	(1.56)	0.47	0.38	(0.24)
公允价值变动收益	0.00	7.40	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.03	11.20	12.79	13.67	12.55
其他	(45.61)	(37.08)	(25.58)	(27.34)	(25.11)
<b>营业利润</b>	<b>65.74</b>	<b>36.99</b>	<b>34.85</b>	<b>56.19</b>	<b>108.72</b>
营业外收入	0.74	0.53	1.52	0.93	0.99
营业外支出	0.03	0.43	0.16	0.21	0.27
<b>利润总额</b>	<b>66.45</b>	<b>37.09</b>	<b>36.22</b>	<b>56.92</b>	<b>109.45</b>
所得税	9.58	6.65	5.43	8.54	16.42
<b>净利润</b>	<b>56.88</b>	<b>30.44</b>	<b>30.79</b>	<b>48.38</b>	<b>93.03</b>
少数股东损益	1.70	0.94	0.63	1.31	2.43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>55.17</b>	<b>29.49</b>	<b>30.16</b>	<b>47.07</b>	<b>90.60</b>
每股收益(元)	0.35	0.19	0.19	0.30	0.57

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	30.83%	-5.37%	-45.45%	176.91%	168.84%
营业利润	9.97%	-43.73%	-5.79%	61.24%	93.47%
归属于母公司净利润	1.95%	-46.55%	2.26%	56.07%	92.48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.81%	32.75%	43.55%	35.79%	33.14%
净利率	30.09%	17.00%	31.86%	17.96%	12.86%
ROE	10.89%	5.63%	7.01%	12.29%	23.65%
ROIC	13.13%	6.39%	15.18%	11.11%	23.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.09%	7.92%	23.38%	34.51%	40.85%
净负债率	-9.03%	-14.03%	-2.17%	0.47%	4.30%
流动比率	18.18	13.59	1.88	1.34	1.31
速动比率	17.45	12.95	1.88	1.02	0.87
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.87	2.05	1.31	11.08	#DIV/0!
存货周转率	9.10	8.59	8.56	8.26	7.89
总资产周转率	0.33	0.30	0.16	0.45	1.11
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.35	0.19	0.19	0.30	0.57
每股经营现金流	0.19	-0.11	0.21	0.43	0.39
每股净资产	3.20	3.31	2.72	2.42	2.42
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.50	83.26	81.41	52.17	27.10
市净率	4.85	4.68	5.71	6.41	6.41
EV/EBITDA	31.70	66.42	57.01	36.90	20.48
EV/EBIT	33.02	75.42	71.01	44.16	22.91

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，并应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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com