

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

买入

核心观点

公司发布 2021 年年报：实现营收 76.63 亿元，同比+136.56%；实现归母净利润 20.79 亿元，同比+213.37%；实现扣非归母净利润 13.34 亿元，同比+203.04%。公司 2021 年锂矿产量约 95.40 万吨，同比+64.49%，销量约 55.12 万吨，同比+56.26%，库存约 19.59 万吨，同比+5.01%。另外公司现有锂深加工产品产能 4.48 万吨，基本处于满产满销的状态，2021 年锂深加工产品产量约 4.37 万吨，同比+14.84%，销量约 47.71 万吨，同比+33.64%，库存约 1168 吨，同比-22.61%。

公司发布 2022 年一季报：实现营收 52.57 亿元，同比+481.41%；实现归母净利润 33.28 亿元，同比+1442.65%；实现扣非归母净利润 28.34 亿元，同比+1883.09%。公司 22Q1 利润同比和环比均实现较大幅度增长，主要系因为：1) 锂矿和锂深加工产品量价齐升；2) 预计联营公司 SQM22Q1 业绩同比大幅增长，公司投资收益有明显提升。另外，截止至 2021 年末公司资产负债率为 58.90%，同比 2020 年末下降 23.42 个百分点；截止至 2022 年一季度末公司资产负债率进一步降至 51.85%。

公司手握全球最优质锂辉石和锂盐湖资源，业绩弹性有望充分兑现

资源端：格林布什锂矿现有年产 134 万吨锂精矿产能，TRP 尾矿库项目今年 3 月已建成投产，可增加锂精矿年产能 28 万吨。公司引入 IGO 作为战略投资者之后，间接持有格林布什锂矿 26.01%股权，但仍掌握着该矿的控制权。

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 23.83%股权。SQM 现有年产 12 万吨碳酸锂产能，2021 年碳酸锂销量约为 10.11 万吨，同比增长约 53%，预计 2022 年上半年碳酸锂产能将增加到 18 万吨。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。

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。

上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收分别为 364.47/395.98/402.45 亿元，同比增速 375.6%/8.6%/1.6%；归母净利润分别为 145.22/153.55/156.35 亿元，同比增速 598.6%/5.7%/1.8%；摊薄 EPS 分别为 9.83/10.40/10.59 元，当前股价对应 PE 为 7.8/7.4/7.2X。考虑到公司拥有全球最好的锂辉石和锂盐湖资源，资源端有极强的扩产潜能，为中游锂盐产能扩张提供坚实的原料保障，公司在挺过债务危机之后基本面迎来反转，有望充分享受锂行业高景气周期带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3239 | 7663 | 36447 | 39598 | 40245 |
| (+/-%) | -33.1% | 136.6% | 375.6% | 8.6% | 1.6% |
| 净利润(百万元) | -1834 | 2079 | 14522 | 15355 | 15635 |
| (+/-%) | 69.4% | 213.4% | 598.6% | 5.7% | 1.8% |
| 每股收益(元) | -1.24 | 1.41 | 9.83 | 10.40 | 10.59 |
| EBIT Margin | 26.8% | 54.6% | 86.7% | 86.6% | 86.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | -35.2% | 16.3% | 63.3% | 45.6% | 35.0% |
| 市盈率 (PE) | -61.6 | 54.3 | 7.8 | 7.4 | 7.2 |
| EV/EBITDA | 121.9 | 30.2 | 4.1 | 3.7 | 3.7 |
| 市净率 (PB) | 21.68 | 8.85 | 4.92 | 3.35 | 2.53 |

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

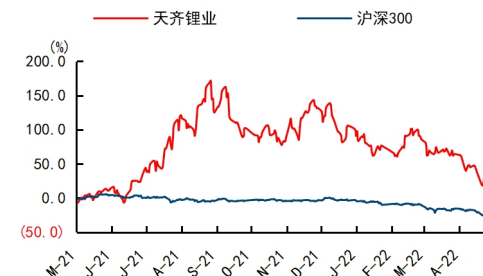
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

| | |
|-------------|-------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 76.43 元 |
| 总市值/流通市值 | 112887/112658 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 143.17/45.68 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 4612.80 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-002466-2021 年业绩预告点评：锂资源王者，业绩弹性逐步凸显》——2022-01-28

◆ 2021 年实现归母净利润 20.79 亿元，22Q1 实现归母净利润 33.28 亿元

公司发布 2021 年年报：实现营收 76.63 亿元，同比+136.56%；实现归母净利润 20.79 亿元，同比+213.37%，数据在此前预告 18-24 亿元范围内；实现扣非归母净利润 13.34 亿元，同比+203.04%，数据在此前预告 10.8-16 亿元范围内；实现经营活动产生现金流量净额 20.94 亿元，同比+200.74%。

公司 21Q4 单季实现营收 37.91 亿元，同比+366.44%，环比+149.11%；实现归母净利润 15.49 亿元，同比+312.06%，环比+248.88%；实现扣非归母净利润 14.56 亿元，同比+554.59%，环比扭亏为盈。

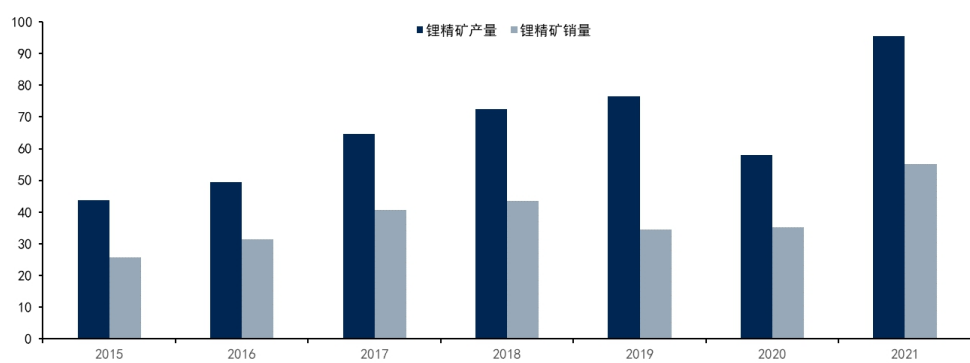
公司 2021 年归母净利润和扣非净利润有 7.45 亿元的差值，其中影响因素包括：

- 1) **债务重组收益及未确认融资费用摊销的影响。**2021 年，公司子公司增资扩股引入战略投资者 IGO Limited 交易完成，确认了与银团并购贷款展期相关的债务重组收益 6.73 亿元及相应期间内未确认融资费用摊销 6.09 亿元。债务重组收益属于非经常性损益，计入投资收益；未确认融资费用摊销不属于非经常性损益，计入财务费用，公司前三季度未确认融资费用摊销了 5.28 亿元，所以在四季度摊销了约 0.81 亿元。
- 2) **领式期权融资业务与套期保值业务导致的公允价值变动。**2021 年度 SQMB 类股领式期权融资业务产生的公允价值变动收益与套期保值业务产生的投资收益约 4,500 万元(税后净额)，较 2020 年同比上升。公司前三季度实现了-8756 万元，所以在四季度预计实现了 1.33 亿元，这部分为非经常性损益。

公司 2021 年净利润同比大幅扭亏为盈，主要受益于：

- 1) **锂价超预期上行。**亚洲金属网数据显示，国产电池级碳酸锂 21Q1/Q2/Q3/Q4 均价分别为 7.50/8.86/11.19/20.83 万元/吨，国产电池级氢氧化锂 21Q1/Q2/Q3/Q4 均价分别为 6.04/8.42/11.65/18.59 万元/吨；目前国产电池级碳酸锂最新报价为 46.25 万元/吨，国产电池级氢氧化锂最新报价为 46.75 万元/吨，供需紧平衡甚至有所短缺状态下价格有望持续维持高位。
- 2) **锂矿和锂深加工产品产销量提升。**泰利森格林布什正在运营三座选矿厂：TGP 年产 14 万吨技术级锂精矿，CGP1 年产 60 万吨化学级锂精矿，CGP2 年产 60 万吨化学级锂精矿，年产能合计 134 万吨锂精矿。其中 CGP2 于 2021 年 5 月开始调试，2021 年下半年逐步爬坡。公司年报披露：2021 年格林布什锂矿产量约 95.40 万吨，同比+64.49%，销量约 55.12 万吨，同比+56.26%，库存约 19.59 万吨，同比+5.01%。另外公司现有锂深加工产品产能 4.48 万吨，基本处于满产满销的状态，2021 年锂深加工产品产量约 4.37 万吨，同比+14.84%，销量约 47.71 万吨，同比+33.64%，库存约 1168 吨，同比-22.61%。

图1：公司锂精矿产销量数据（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

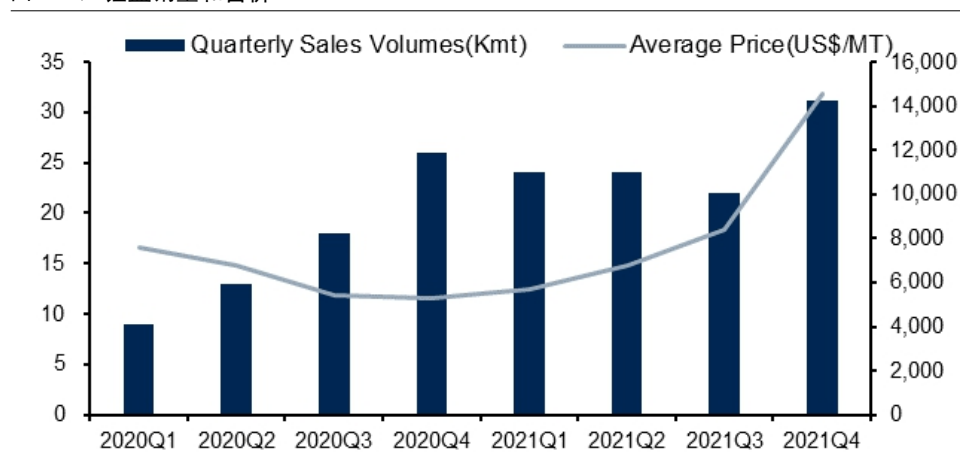
- 3) **SQM 的投资收益增加。**联营公司 SQM 2021 年度业绩同比将大幅增长，公司在报告期确认的对该联营公司的投资收益为 7.6 亿元。根据 SQM 公告显示，2021 年实现净利润约 5.86 美金，同比增长约 255%。SQM2021 年全年锂盐销量约为 10.11 万吨，同比增长约 53%。

表1: SQM 财务数据（分季度）

| US\$ million | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 392 | 459 | 453 | 514 | 528 | 588 | 662 | 1084 |
| Lithium 锂盐 | 65 | 86 | 95 | 137 | 135 | 163 | 185 | 453 |
| SPN 特种植物营养素 | 165 | 183 | 175 | 179 | 194 | 217 | 229 | 268 |
| Iodine 碘 | 98 | 91 | 74 | 72 | 96 | 124 | 109 | 110 |
| Potassium 钾肥 | 43 | 34 | 66 | 66 | 60 | 59 | 89 | 209 |
| Industrial Chemicals 工业化学品 | 15 | 59 | 34 | 53 | 37 | 17 | 41 | 38 |
| Other | 6 | 6 | 9 | 7 | 7 | 8 | 9 | 7 |
| Gross Profit | 108 | 128 | 115 | 133 | 137 | 186 | 225 | 543 |
| Net Income | 45 | 51 | 2 | 67 | 68 | 90 | 106 | 322 |
| Adjusted EBITDA | 133 | 155 | 146 | 146 | 165 | 210 | 251 | 560 |
| Adjusted EBITDA Margin | 34% | 34% | 32% | 28% | 31% | 36% | 38% | 51.60% |
| Earnings per share | 0.17 | 0.19 | 0.01 | 0.25 | 0.26 | 0.31 | 0.37 | 1.13 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 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

2021 年度利润分配预案：公司不进行现金分红、不转增、不送股。主要原因在于：1) 2022 年拟扩大生产规模，增加项目投资，日常经营对资金需求增多，未分配利润用于满足公司日常经营，有利于保障公司正常生产经营和稳定发展；2) 公司尚有未弥补亏损：截至 2021 年 12 月 31 日，公司未分配净利润为负值。

公司发布 2022 年一季报：实现营收 52.57 亿元，同比+481.41%；实现归母净利润 33.28 亿元，同比+1442.65%；实现扣非归母净利润 28.34 亿元，同比+1883.09%；实现经营活动产生现金流量净额 38.37 亿元，同比+980.62%。公司 22Q1 利润同比和环比均实现较大幅度增长，主要系因为：1) 锂矿和锂深加工产品量价齐升；2) 预计联营公司 SQM22Q1 业绩同比将大幅增长，根据规则，SQM 披露季度财务报告的时间晚于公司第一季度报告披露的时间，公司不能先于 SQM，公告其季度财务信息，所以公司是通过财务测算模型并结合 Bloomberg 预测第一季度 EPS 等信息预估 SQM 第一季度经营损益，并按照公司持股比例预估对 SQM 的投资收益。公司 22Q1 实现投资收益约 15.93 亿元。

公司 22Q1 归母净利润和扣非净利润有 4.94 亿元的差值，其中影响因素包括：

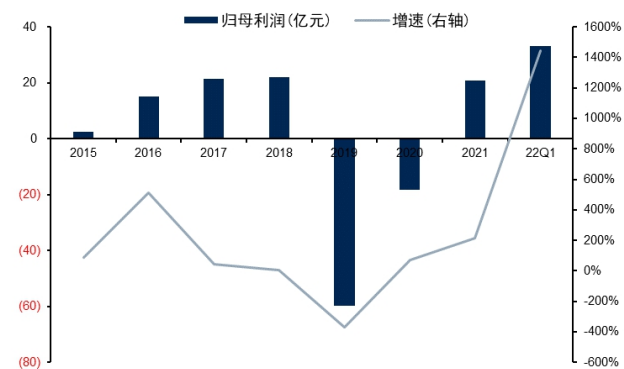
- 1) 非流动资产处置损益的影响：a) 公司参股公司 SES 于 2022 年 2 月开始在纽约证券交易所上市，公司因被动稀释失去对其的重大影响，由长期股权投资变为其他权益工具投资所带来的投资收益；b) 公司处置部分 SQM 长期股权投资 B 类股所带来的投资收益；两者合计带来非流动资产处置收益约 12.18 亿元。
- 2) 领式期权融资业务公允价值变动产生亏损约 7.22 亿元。

图3：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4：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

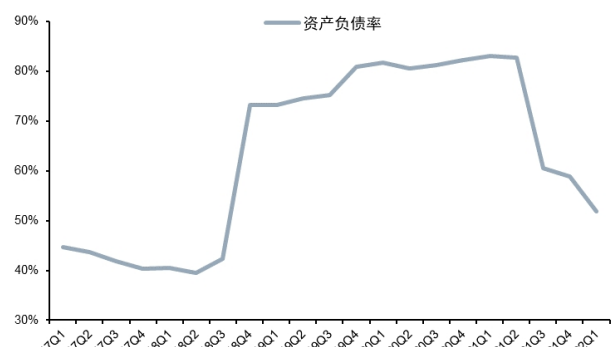


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务数据方面，截止至 2021 年末公司资产负债率为 58.90%，同比 2020 年末下降 23.42 个百分点，主要系公司盈利能力提升，且在引入 IGO 作为战略投资者之后偿还部分银团贷款所致；截止至 2022 年一季度末公司资产负债率进一步降至 51.85%。公司目前的工作重心还是在于要尽可能降低负债率。公司正在进行申请公开发行境外上市外资股 (H 股) 并在香港联交所主板挂牌上市的相关工作，于 2022 年 1 月 27 日收到中国证监会出具《中国证监会行政许可申请受理单》，并于 2022 年 1 月 28 日向香港联交所递交了本次发行上市的申请。另外，截止至 2021 年末公司在手货币资金约 19.87 亿元，同比+99.88%；截止至 2022 年一季度末公司在手货币资金进一步提升至 24.86 亿元。

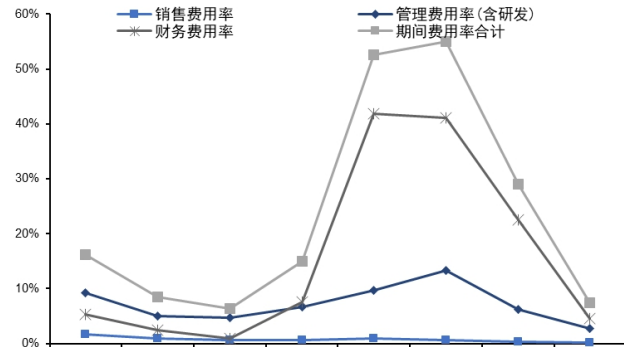
期间费用方面，公司 2021 年销售费用约 2049 万元，同比-0.14%；管理费用约 4.54 亿元，同比+11.98%；研发费用约 1883 万元，同比-22.43%；财务费用约 17.31 亿元，同比+30.18%，主要系报告期内汇率变动导致汇兑损失，而上年是产生汇兑收益；综上市公司 2021 年期间费用率合计为 29.02%，同比下降了 25.92 个百分点，主要系锂矿和锂盐售价同比明显提升，公司营收规模快速扩大所致。

图5：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6：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辉石和锂盐湖资源，业绩弹性有望充分兑现

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，以四川雅江措拉锂矿为资源储备。格林布什锂矿现有在产年产 134 万吨锂精矿产能，另外今年 3 月尾矿库已建成投产，可增加锂精矿年产能 28 万吨，所以格林布什锂矿现有建成产能合计 162 万吨/年。格林布什还有 2 个扩产规划：1) CGP3 预计将于今年启动建设，且将于 2025 年建造完工，将新增年产 52 万吨化学级锂精矿产能，该项目完全建成并投产以后将使得格林布什锂精矿整体产能达到 210 万吨/年以上；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。从长期角度来看，格林布什锂矿产能有望达到 266 万吨/年，折合约 35 万吨 LCE。天齐锂业在引入 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。

表2: 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

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及相关产品的研发和生产，产能 600 吨/年，此外重庆铜梁生产基地拟分两期扩建 2000 吨金属锂项目，预计一期 800 吨将于 2023 年建成运行并投产，二期 1200 吨将于 2025 年建成运行并投产。另外公司在四川遂宁市安居区有“新建年产 2 万吨碳酸锂工厂”的项目规划，项目目前正逐步恢复建设节奏，预计该项目将于 2023 年下半年竣工并进入调试阶段。

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 万吨产能调试工作按既定计划正常推进中，目前已完成公用工程、火法区的回转窑、酸化窑，湿法区的压榨工段、净化除杂和蒸发结晶、干燥等工艺段的负荷调试，已贯通全流程并正式投入试运行。目前

联合工作小组仍然在致力于实现全流程稳定运行及工艺控制参数优化，力争尽快生产出合格的电池级氢氧化锂产品。在试生产过程中公司将根据出现的问题及时开展有针对性的整改工作，使项目逐步达到持续、稳定生产状态，以期实现在 2022 年底达到设计产能的目标。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。

图7：公司核心产业链布局

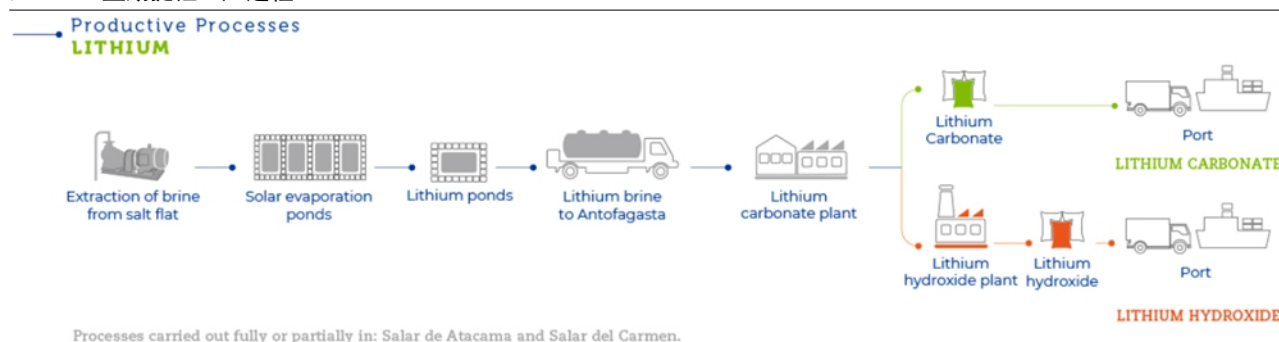


注：上图中锂精矿产能为本报告期内（截至2021年12月31日）的数据。2022年3月，泰利森尾矿库已建成投产，可增加锂精矿产能28万吨/年，截至本报告披露日，泰利森锂精矿建成产能合计为162万吨/年。

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 23.83%股权。SQM 是全球最大的盐湖提锂生产企业，现有年产 12 万吨的碳酸锂和 2.15 万吨的氢氧化锂产能，2021 年锂盐销量约为 10 万吨。根据 SQM 年报显示，其预计 2022 年上半年碳酸锂和氢氧化锂产能分别有望增加到 18 万吨和 3 万吨，同时，SQM 宣布到 2023 年，其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。另外，SQM 预计 2022 年锂盐销量将达到 14 万吨 LCE，其中约 20%订单是以固定价格或者特定区间销售，约 50%订单是采用与特定基准挂钩的可变价格合同，约 30%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8：SQM 盐湖提锂生产过程



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) | 氯化锂(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

投资建议:维持“买入”评级。预计公司 2022-2024 年营收分别为 364.47/395.98/402.45 亿元,同比增速 375.6%/8.6%/1.6%;归母净利润分别为 145.22/153.55/156.35 亿元,同比增速 598.6%/5.7%/1.8%;摊薄 EPS 分别为 9.83/10.40/10.59 元,当前股价对应 PE 为 7.8/7.4/7.2X。考虑到公司拥有全球最好的锂辉石和锂盐湖资源,资源端有极强的扩产潜能,为中游锂盐产能扩张提供坚实的原料保障,公司在挺过债务危机之后基本面迎来反转,有望充分享受锂行业高景气周期带来的业绩弹性,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） | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|----------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 994 | 1987 | 1500 | 18190 | 39691 | 营业收入 | 3239 | 7663 | 36447 | 39598 | 40245 |
| 应收款项 | 701 | 1235 | 5874 | 6381 | 6486 | 营业成本 | 1895 | 2914 | 3821 | 4241 | 4535 |
| 存货净额 | 851 | 872 | 1131 | 1181 | 1238 | 营业税金及附加 | 27 | 71 | 292 | 317 | 322 |
| 其他流动资产 | 308 | 2373 | 11284 | 12259 | 12460 | 销售费用 | 21 | 20 | 36 | 40 | 40 |
| 流动资产合计 | 2854 | 6470 | 19793 | 38016 | 59879 | 管理费用 | 405 | 454 | 780 | 797 | 768 |
| 固定资产 | 11016 | 10434 | 10641 | 11118 | 11474 | 研发费用 | 24 | 19 | 25 | 25 | 25 |
| 无形资产及其他 | 3273 | 3096 | 2972 | 2848 | 2724 | 财务费用 | 1330 | 1731 | 1000 | 800 | 600 |
| 投资性房地产 | 1426 | 1573 | 1573 | 1573 | 1573 | 投资收益 | 148 | 1461 | 4600 | 5400 | 6100 |
| 长期股权投资 | 23465 | 22592 | 22592 | 22592 | 22592 | 资产减值及公允价值变动 | (589) | 77 | (650) | (100) | (100) |
| 资产总计 | 42036 | 44165 | 57571 | 76147 | 98242 | 其他收入 | (143) | (22) | 103 | 103 | 103 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 23694 | 9813 | 3201 | 500 | 500 | 营业利润 | (1022) | 3989 | 34571 | 38806 | 40083 |
| 应付款项 | 1023 | 1033 | 1341 | 1400 | 1468 | 营业外净收支 | (32) | (25) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 2095 | 2914 | 3989 | 4156 | 4297 | 利润总额 | (1054) | 3964 | 34571 | 38806 | 40083 |
| 流动负债合计 | 26813 | 13760 | 8532 | 6056 | 6265 | 所得税费用 | 73 | 1374 | 7951 | 8731 | 8818 |
| 长期借款及应付债券 | 6329 | 10628 | 10628 | 10628 | 10628 | 少数股东损益 | 706 | 511 | 12097 | 14720 | 15629 |
| 其他长期负债 | 1461 | 1625 | 1625 | 1625 | 1625 | 归属于母公司净利润 | (1834) | 2079 | 14522 | 15355 | 15635 |
| 长期负债合计 | 7790 | 12253 | 12253 | 12253 | 12253 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 34603 | 26014 | 20785 | 18309 | 18519 | 净利润 | (1834) | 2079 | 14522 | 15355 | 15635 |
| 少数股东权益 | 2226 | 5390 | 13859 | 24163 | 35103 | 资产减值准备 | (5259) | (41) | 14 | 3 | 1 |
| 股东权益 | 5206 | 12761 | 22927 | 33675 | 44620 | 折旧摊销 | 343 | 410 | 753 | 1045 | 1167 |
| 负债和股东权益总计 | 42036 | 44165 | 57571 | 76147 | 98242 | 公允价值变动损失 | 589 | (77) | 650 | 100 | 100 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 1330 | 1731 | 1000 | 800 | 600 |
| 每股收益 | (1.24) | 1.41 | 9.83 | 10.40 | 10.59 | 营运资本变动 | (4414) | (1814) | (12412) | (1305) | (151) |
| 每股红利 | 0.87 | 1.08 | 2.95 | 3.12 | 3.18 | 其它 | 6459 | 158 | 8454 | 10302 | 10939 |
| 每股净资产 | 3.52 | 8.64 | 15.52 | 22.80 | 30.21 | 经营活动现金流 | (4116) | 715 | 11981 | 25498 | 27692 |
| ROIC | -3% | 11% | 107% | 90% | 89% | 资本开支 | 0 | 245 | (1500) | (1500) | (1500) |
| ROE | -35% | 16% | 63% | 46% | 35% | 其它投资现金流 | 48 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 41% | 62% | 90% | 89% | 89% | 投资活动现金流 | 1736 | 1114 | (1500) | (1500) | (1500) |
| EBIT Margin | 27% | 55% | 87% | 87% | 86% | 权益性融资 | (29) | 8994 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 37% | 60% | 89% | 89% | 89% | 负债净变化 | (7869) | 6242 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -33% | 137% | 376% | 9% | 2% | 支付股利、利息 | (1282) | (1602) | (4357) | (4606) | (4691) |
| 净利润增长率 | -69% | -213% | 599% | 6% | 2% | 其它融资现金流 | 17265 | (19112) | (6612) | (2701) | 0 |
| 资产负债率 | 88% | 71% | 60% | 56% | 55% | 融资活动现金流 | (1065) | (837) | (10968) | (7308) | (4691) |
| 息率 | 1.1% | 1.4% | 3.9% | 4.1% | 4.2% | 现金净变动 | (3445) | 993 | (487) | 16690 | 21501 |
| P/E | (61.6) | 54.3 | 7.8 | 7.4 | 7.2 | 货币资金的期初余额 | 4439 | 994 | 1987 | 1500 | 18190 |
| P/B | 21.7 | 8.8 | 4.9 | 3.4 | 2.5 | 货币资金的期末余额 | 994 | 1987 | 1500 | 18190 | 39691 |
| EV/EBITDA | 121.9 | 30.2 | 4.1 | 3.7 | 3.7 | 企业自由现金流 | 0 | 1576 | 11186 | 24824 | 26565 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | (11294) | 3949 | 21812 | 26673 |

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