

评级：买入（首次）

市场价格：42.32元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

电话：

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

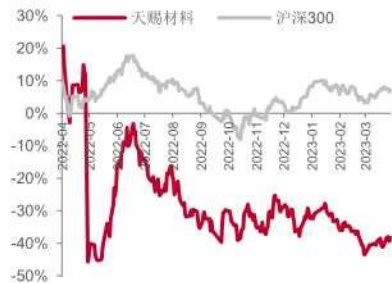
电话：

Email: zhubr@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,927
流通股本(百万股)	1,384
市价(元)	42.32
市值(百万元)	81,536
流通市值(百万元)	58,574

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,091	22,317	28,473	35,845	43,411
增长率 yoy%	169%	101%	28%	26%	21%
净利润(百万元)	2,208	5,714	5,044	6,224	7,676
增长率 yoy%	314%	159%	-12%	23%	23%
每股收益(元)	1.15	2.97	2.62	3.23	3.98
每股现金流量	1.06	2.16	2.58	3.06	3.73
净资产收益率	30%	45%	29%	27%	25%
P/E	36.9	14.3	16.2	13.1	10.6
PEG	0.2	0.1	0.6	0.5	0.5
P/B	11.4	6.5	4.8	3.6	2.7

备注：股价为2023年4月21日收盘价

投资要点

- **电解液龙头，日化业务稳步发展。**公司主要锂电材料产品有：动力电池、储能电池、3C 电池用电解液，其中可以自产部分上游材料六氟磷酸锂和添加剂，主要客户是宁德时代、比亚迪、国轩高科、LG 等大型电池厂。日化业务与宝洁、欧莱雅等多家快消企业达成合作，产品结构优化，实现稳步增长。
- **天赐材料市占率连续多年位居第一。**据 EVTANK 统计，从中国主要电解液企业来看，天赐材料以 32 万吨的出货量排名第一，超过 10 万吨的企业还包括新宙邦和比亚迪。市占率方面，天赐材料占比 35.9%，大幅领先排名第二的新宙邦 23.6 个百分点。并且，自 2018 年以来，天赐材料的电解液出货量一直排名国内第一，优势明显。同时，根据公司公告，2022 年上半年电解液产能 17.4 万吨，预计全年年化产能 35 万吨以上。公司产能利用率较高。
- **天赐材料也自产电解液关键原材料六氟磷酸锂。**根据公司公告统计，预计 2022 年底公司六氟磷酸锂折固产能达 5.8 万吨。根据 GGII 数据，1 吨电解液大约需要 0.12 吨六氟磷酸锂，则公司现有六氟产能可以满足 48 万吨电解液生产需求。根据公司公告统计，2019-2022H1 公司六氟磷酸锂自供率一直维持在 90% 以上。
- **除了电解液之外，公司还布局了磷酸铁锂正极的关键原材料磷酸铁。**根据公司公告，2022Q3 年产 30 万吨磷酸铁项目一期的 10 万吨产能已经投产，剩余 20 万吨也将在 23 年及之后逐渐投产。预计 23 年磷酸铁销量有大幅提升。
- **盈利预测、估值及投资评级：**预计公司 2023-2025 年营收分别为 284.7、358.4、434.1 亿元，实现归母净利润分别为 50.4、62.2、76.8 亿元。按照 2023 年 4 月 21 日的收盘价，可比公司新宙邦、恩捷股份、宁德时代 2023 年平均 PE 为 21 倍。预计天赐材料 2023 年归母净利润为 50.4 亿元，对应 PE 估值为 16 倍。考虑公司电解液市占率优势明显，磷酸铁放量有望贡献新增长点，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**电解液价格下降超预期、新建产能利用率不及预期、研报使用信息数据更新不及时风险。

内容目录

1、历史沿革及股权结构.....	- 3 -
2、营收结构及利润来源.....	- 4 -
3、电解液龙头，市占率遥遥领先.....	- 6 -
4、盈利预测与估值.....	- 10 -
5、风险提示.....	- 11 -

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	- 3 -
图表 2: 公司股权结构 (2022 年报数据).....	- 4 -
图表 3: 公司历年营业收入变化.....	- 4 -
图表 4: 公司历年归母净利润.....	- 4 -
图表 5: 公司历年分业务营业收入结构.....	- 5 -
图表 6: 公司历年分业务毛利润结构.....	- 5 -
图表 7: 公司历年分业务的毛利率.....	- 5 -
图表 8: 公司历年分业务营业成本结构.....	- 5 -
图表 9: 公司历年研发费用及占营收的比例.....	- 6 -
图表 10: 公司历年期间费用率.....	- 6 -
图表 11: 电解液是锂电池中离子传输的载体.....	- 6 -
图表 12: 锂电池电解液结构图.....	- 7 -
图表 13: 中国电解液年度出货量.....	- 8 -
图表 14: 2022 年中国电解液竞争格局.....	- 8 -
图表 15: 2018-2022 年中国电解液出货排名.....	- 8 -
图表 16: 天赐材料电解液年度出货量.....	- 9 -
图表 17: 天赐材料电解液产能.....	- 9 -
图表 18: 天赐材料电解液产量.....	- 9 -
图表 19: 天赐材料六氟磷酸锂产量及自供率.....	- 9 -
图表 20: 天赐材料六氟磷酸锂产能.....	- 9 -
图表 21: 天赐材料磷酸铁产能.....	- 9 -
图表 22: 天赐材料分业务业绩预测.....	- 10 -
图表 23: 天赐材料相对估值 (市值选取日期为 2023 年 4 月 21 日).....	- 11 -
图表 25: 三张报表摘要.....	- 12 -

1、历史沿革及股权结构

- **电解液+日化材料双赛道并行，产能技术国内领先。**公司成立于 2000 年，成立之初主要从事有机硅、个人护理材料等业务。2007 年成立九江天赐布局锂电池材料。2014 年于深交所成功上市，2015 年收购东莞凯欣进入宁德时代供应链。近年来通过多起收购及增资，控股了多家子公司，实现了在 LiFSI、六氟磷酸锂、溶剂、添加剂、正极材料等的全面布局，电解液产能也迅速扩张。目前公司已经形成锂电池材料、日化材料及特种化学品两大业务板块并行发展的格局。
- **电解液确立龙头企业地位，日化材料先驱者。**公司布局锂电池材料较早，主要锂电池材料产品有：动力电池、储能电池、3C 电池用电解液，其中可以自产部分上游材料六氟磷酸锂和添加剂，主要客户是宁德时代、比亚迪、国轩高科、LG 等大型电池厂商。日化业务与宝洁、欧莱雅等多家快消企业达成合作，产品结构优化，实现稳步增长。

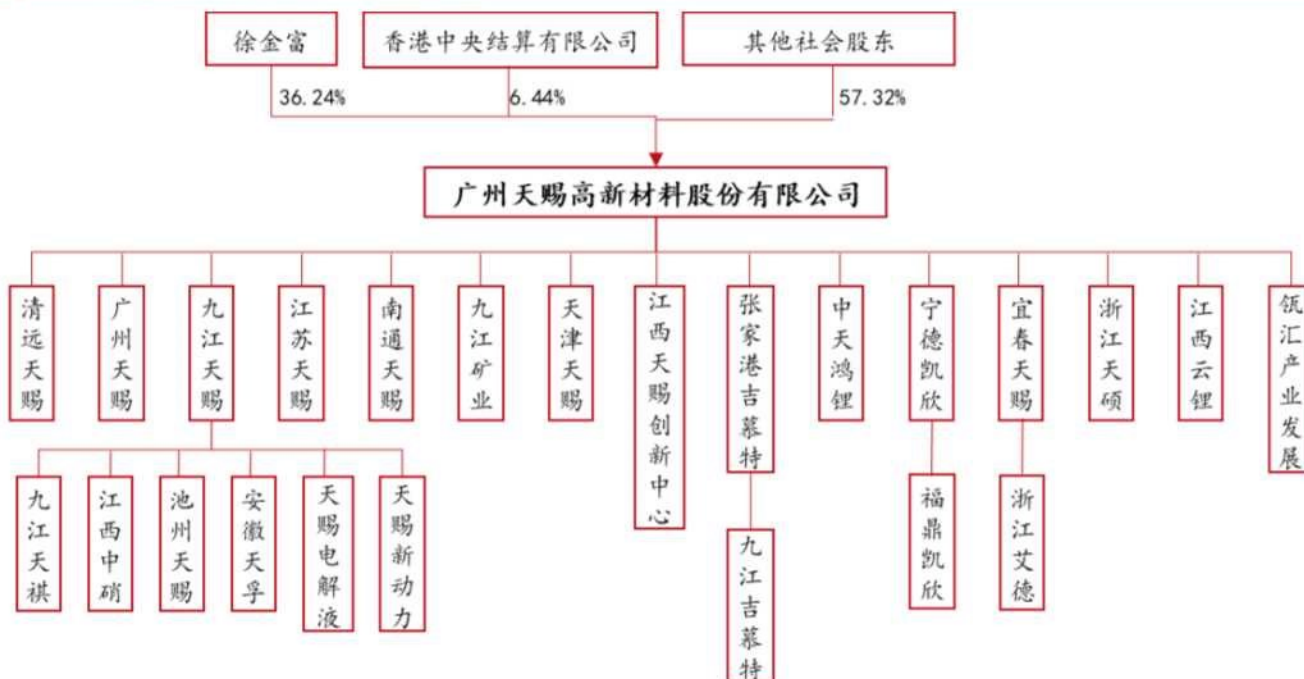
图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **股权相对集中，董事长持股多。**截至 2022 年报，董事长徐金富持股 36.2%，具有控制权；香港中央结算有限公司持股 6.4%；其他股东的持股比例都在 2% 以下。旗下子公司业务涵盖电解液、六氟磷酸锂、电池正极、硅类高新材料、日化中间品及原材料等。
- **董事长学历背景突出，高管团队产业履历丰富。**公司创始人、董事长及总经理徐金富是中科院的化学硕士，曾任广州市道明化学的经理。公司高管团队都拥有相关产业背景，顾彬曾任蓝月亮董事，具有日化行业积累；徐三善在浙江巨化的电机厂、氟聚厂均有任职，具备化学材料的研发经验。此外，公司的独立董事中不乏高校博导、研究所所长，促进了公司的产学结合。

图表 2: 公司股权结构 (2022 年报数据)



来源: wind, 中泰证券研究所

2、营收结构及利润来源

- **2022 年公司业绩维持高增。**根据公司年报, 2022 年公司实现营收 223.2 亿元, 同比增长 101%; 归母净利润 57.1 亿元, 同比增长 159%; 扣非净利润 55.4 亿元, 同比增长 155%。2022Q4 归母净利润 13.5 亿元, 同比增长 107%; 扣非净利润 12.8 亿元, 同比增长 95%。公司已经连续三年实现归母净利润增长 100% 以上。

图表 3: 公司历年营业收入变化



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 4: 公司历年归母净利润



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- **盈利主要来源为锂电材料业务。**公司主营业务分为锂电材料业务和个护日化业务两大类。2016-2020 年锂电材料业务的营收占比维持在 60% 左右, 2021-2022 年占比连续实现较大提升。根据 2022 年

报，公司锂电材料收入占比已达 93.3%，并预计后续仍将维持上升趋势。从毛利润的构成看，2021-2022 年锂电材料占比提升也非常明显，2022 年达到 94.7%。从分业务的毛利率看，2018-2022 年锂电材料毛利率呈上升趋势，从 24.2% 提升至 38.6%。

图表 5: 公司历年分业务营业收入结构



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 6: 公司历年分业务毛利润结构



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 7: 公司历年分业务的毛利率



来源：公司年报，中泰证券研究所

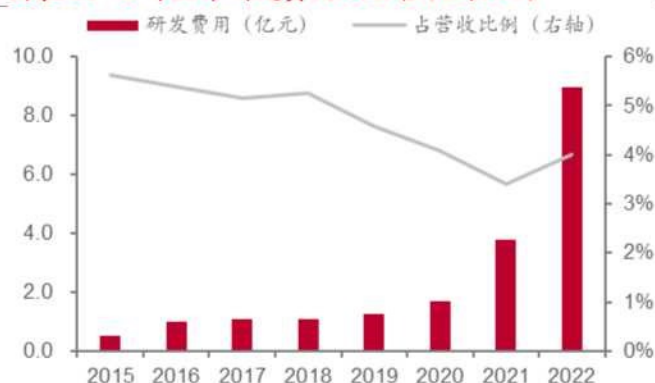
图表 8: 公司历年分业务营业成本结构



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **研发费用高增，其他期间费用率持续下行。**公司一直高度重视研发创新，2022 年公司研发费用 8.9 亿元，同比增长 136%；占营业收入的比例 4.0%，同比提升 0.6 个百分点。除研发费用外，公司其他的期间费用率近年来呈现明显下降趋势。2022 年管理费用率（不含研发）2.5%，同比下降 0.7 个百分点；销售费用率 0.5%，同比下降 0.2 个百分点；财务费用率 0.1%，同比下降 0.25 个百分点。

图表 9: 公司历年研发费用及占营收的比例



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 10: 公司历年期间费用率

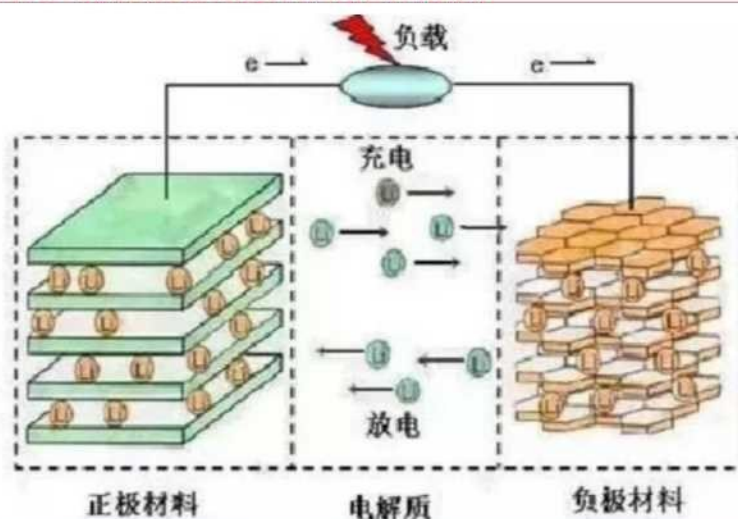


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

3、电解液龙头，市占率遥遥领先

- **锂电池电解液是锂电池的重要组成部分，需要充分润湿两极提供电池反应条件。** 电解液是离子传输的载体，在正负极之间起到传导锂离子的作用，为锂离子提供一个自由脱嵌的环境。电解液对锂电池的能量密度以及循环、倍率、储存、安全等性能影响极大，其粘度越小、离子输运能力越强，离子电导能力越高。
- **电解质性能要求：**（1）电导率：高电导率使电池反应更完全、更充分。（2）浸润性：保持长时间可以充分润湿正负极，不根据环境变化改变其润湿度。（3）成膜性：保持成 SEI 膜减少正负极损耗，提高锂电池充放电寿命。（4）高低温稳定性：电解液高低温性能差异较大，下游动力电池、储能和 3C 对稳定的电解液都提出了耐高低温的要求。（5）耐高压：更高能量密度的电池对电解液耐高压性提出了更高的要求。

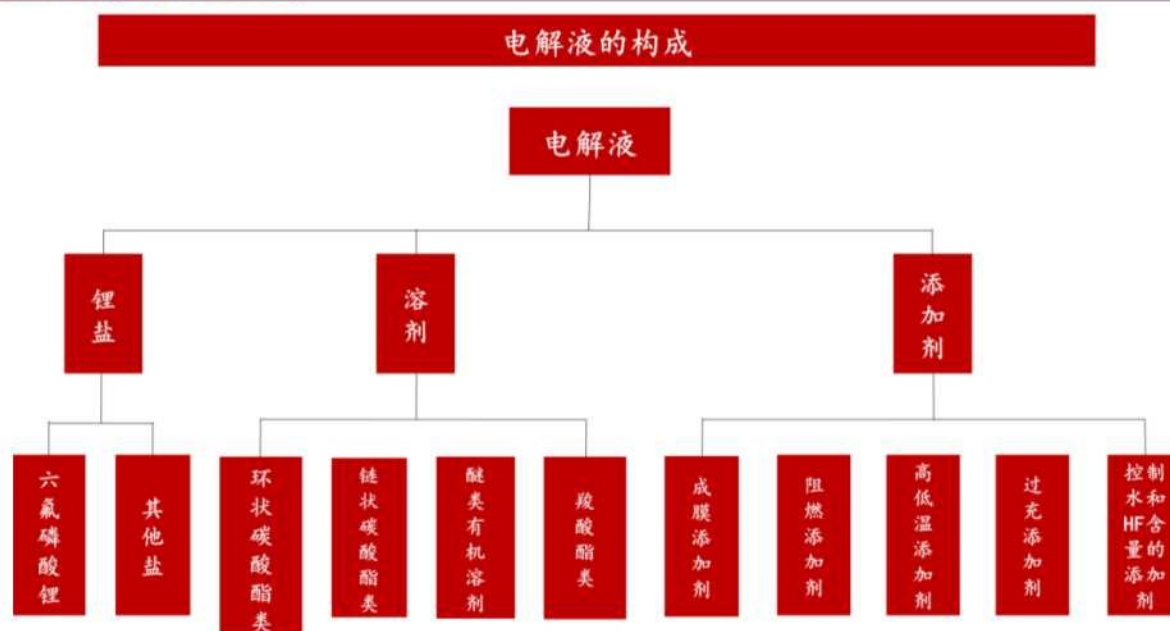
图表 11: 电解液是锂电池中离子传输的载体



来源: 电池中国, 中泰证券研究所

- 锂电池电解液由溶剂、锂盐、添加剂构成。
- 1) 溶剂是用来溶解锂盐的，主要有环状碳酸酯(PC、EC);链状碳酸酯(DEC、DMC、EMC);羧酸酯类(MF、MA、EA、MA、MP等)。
- 2) 锂盐对于锂电池的能量密度、功率密度、电化学窗口、循环寿命、安全性能等方面都有着较大的影响，常见的锂盐有 LiPF₆、LiClO₄、LiBF₄、LiAsF₆等。
- 3) 添加剂的种类多、分量少、作用广，主要有成膜添加剂、导电添加剂、阻燃添加剂、过充保护添加剂、控制电解液中 H₂O 和 HF 含量的添加剂、改善低温性能的添加剂、多功能添加剂等。
-

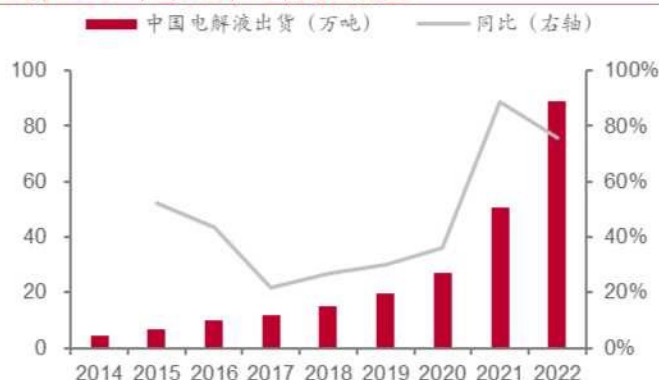
图表 12: 锂电池电解液结构图



来源: wind, 中泰证券研究所

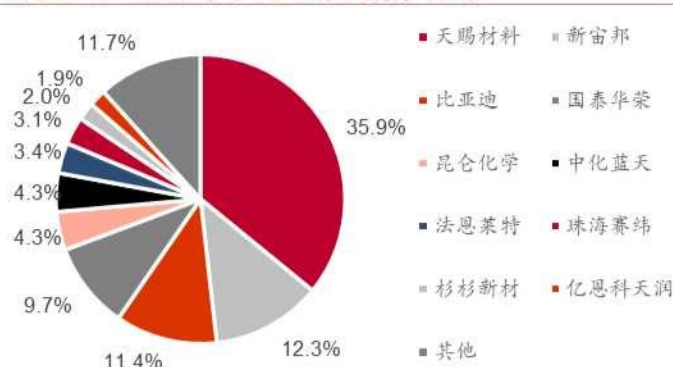
- 2022 年中国电解液出货同比增长 76%，全球占比提升。据 EVTank 统计数据，2022 年全球锂电池电解液出货量突破百万吨，达到 104.3 万吨，同比增长 70.4%。中国电解液出货量同比增长 75.7%，达 89.1 万吨，在全球出货量中的占比增长至 85.4%。得益于中国电解液企业大规模的扩产，预计未来中国企业电解液出货量全球占比将进一步提升。
- 天赐材料市占率连续多年位居第一。据 EVTANK 统计，从中国主要电解液企业来看，2022 年天赐材料以 32 万吨的出货量排名第一，超过 10 万吨的企业还包括新宙邦和比亚迪。市占率方面，天赐材料占比 35.9%，大幅领先排名第二的新宙邦 23.6 个百分点。并且，自 2018 年以来，天赐材料的电解液出货量一直排名国内第一，优势明显。

图表 13: 中国电解液年度出货量



来源: EV TANK, 中泰证券研究所

图表 14: 2022 年中国电解液竞争格局



来源: EV TANK, 中泰证券研究所

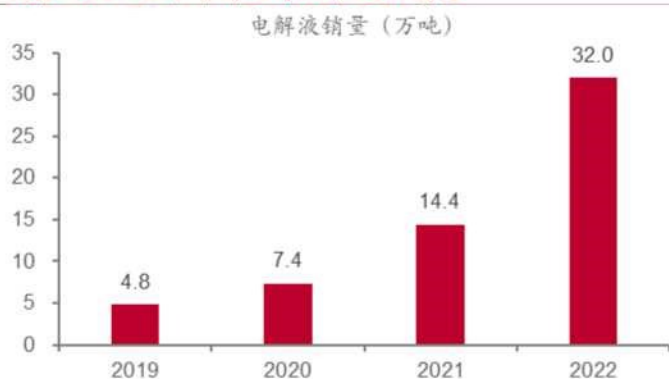
图表 15: 2018-2022 年中国电解液出货排名

2018年		2019年		2020年		2021年		2022年	
排序	企业	排序	企业	排序	企业	排序	企业	排序	企业
1	天赐材料	1	天赐材料	1	天赐材料	1	天赐材料	1	天赐材料
2	新宙邦	2	国泰华荣	2	新宙邦	2	新宙邦	2	新宙邦
3	国泰华荣	3	新宙邦	3	国泰华荣	3	国泰华荣	3	比亚迪
4	杉杉新材	4	杉杉新材	4	杉杉新材	4	比亚迪	4	国泰华荣
5	比亚迪	5	比亚迪	5	比亚迪	5	珠海赛纬	5	昆仑化学
6	金光高科	6	珠海赛纬	6	法恩莱特	6	中化蓝天	6	中化蓝天
7	天津金牛	7	金光高科	7	珠海赛纬	7	昆仑化学	7	法恩莱特
8	珠海赛纬	8	法恩莱特	8	昆仑化学	8	杉杉新材	8	珠海赛纬
9	昆仑化学	9	昆仑化学	9	金光高科	9	洛阳大生	9	杉杉新材
10	北化所	10	天津金牛	10	天津金牛	10	法恩莱特	10	亿恩科天润

来源: EV TANK, 中泰证券研究所

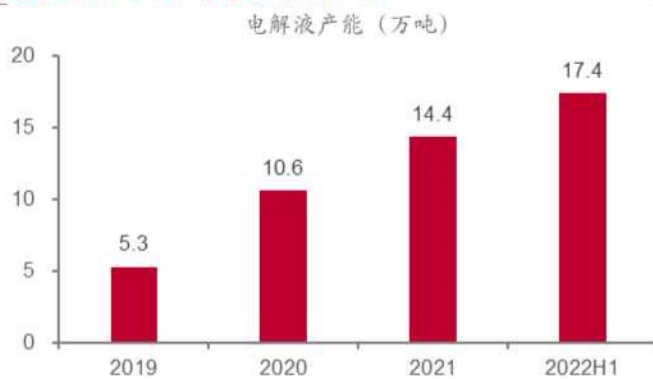
- 根据 EVTANK 数据, 预计 2022 年天赐材料电解液销量 32 万吨, 同比增长 122%。同时, 根据公司公告, 2022 年上半年电解液产能 17.4 万吨, 预计全年年化产能 35 万吨以上。公司产能利用率较高。
- 天赐材料也自产电解液关键原材料六氟磷酸锂, 根据公司公告统计, 预计 2022 年底公司六氟磷酸锂折固产能达 5.8 万吨。根据 GGII 数据, 1 吨电解液大约需要 0.12 吨六氟磷酸锂, 则公司现有六氟产能可以满足 48 万吨电解液生产需求。根据公司公告统计, 2019-2022H1 公司六氟磷酸锂自供率一直维持在 90% 以上。
- 除了电解液之外, 公司还布局了磷酸铁锂正极的关键原材料磷酸铁, 根据公司公告, 2022Q3 年产 30 万吨磷酸铁项目一期的 10 万吨产能已经投产, 剩余 20 万吨也将在 23 年及之后逐渐投产。预计 23 年公司磷酸铁销量有大幅提升。

图表 16: 天赐材料电解液年度出货量



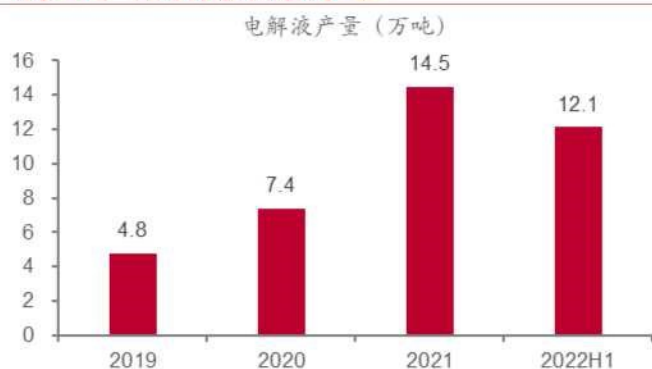
来源: 公司公告, EV TANK, 中泰证券研究所

图表 17: 天赐材料电解液产能



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 天赐材料电解液产量



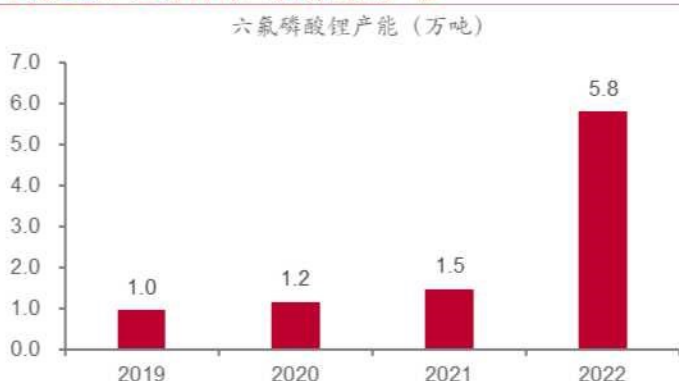
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 19: 天赐材料六氟磷酸锂产量及自供率



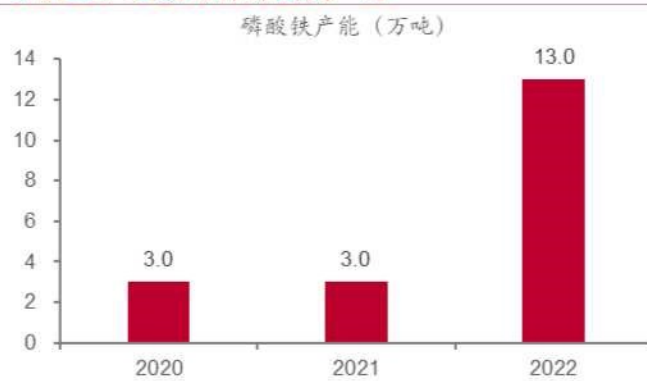
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: 天赐材料六氟磷酸锂产能



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 21: 天赐材料磷酸铁产能



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

4、盈利预测与估值

■ 盈利预测的核心假设:

- 考虑到截至 2022 年上半年电解液产能 17.4 万吨，预计全年年化产能 35 万吨以上。同时根据 2022 年年报，公司电解液在建产能包括：年产 50 万吨电解液项目、年产 50 万吨锂电池电解液改扩建项目。我们预计 2023-2025 年公司电解液销量 50、70、90 万吨。
- 根据公司公开交流信息，2022Q3 年产 30 万吨磷酸铁一期 10 万吨已投产，剩余 20 万吨正在建设中。我们预计 2023-2025 年公司磷酸铁销量分别为 15、25、35 万吨。
- 参考 WIND 公开统计的电解液价格年度降幅，考虑碳酸锂降价趋势下电解液价格跟随下行，预期 23-25 年电解液税后价为 4.7/4.2/4.0 万元/吨。参考 WIND 公开统计的磷酸铁年度价格，考虑磷酸铁供应偏宽松后价格回落，预计 23-25 年税后价为 1.4/1.2/1.1 万元/吨。

图表 22: 天赐材料分业务业绩预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电解液收入, 百万	1608.4	2423.4	8615.8	18648.2	23310.2	29370.8	35874.4
YOY		50.7%	255.5%	116.4%	25.0%	26.0%	22.1%
正极材料收入, 百万	32.6	80.4	466.0	1197.2	2394.2	3416.6	4196.7
YOY		146.4%	479.4%	156.9%	100.0%	42.7%	22.8%
其他锂电材料收入, 百万	57.0	156.0	651.0	976.7	1047.2	1119.2	1181.3
YOY		173.5%	317.3%	50.0%	7.2%	6.9%	5.6%
锂电材料收入合计, 百万	1698.1	2659.8	9732.8	20822.1	26751.5	33906.6	41252.4
YOY		56.6%	265.9%	113.9%	28.5%	26.7%	21.7%
锂电材料毛利率	27.2%	27.6%	36.0%	38.6%	30.0%	29.0%	29.0%
锂电材料毛利合计, 百万	461.2	734.4	3506.7	8026.9	8025.5	9832.9	11963.2
日化业务收入, 百万	801.3	1213.4	1101.9	1135.2	1271.4	1398.6	1538.4
YOY		51.4%	-9.2%	3.0%	12.0%	10.0%	10.0%
日化业务毛利率	33.8%	57.0%	33.6%	29.8%	28.0%	28.0%	28.0%
日化业务毛利, 百万	271.0	691.3	370.0	338.6	356.0	391.6	430.8
其他业务收入, 百万	255.2	245.9	256.1	359.7	449.6	539.5	620.5
YOY		-3.6%	4.1%	40.5%	25.0%	20.0%	15.0%
其他业务毛利率	-10.2%	6.0%	1.1%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务毛利, 百万	-25.9	14.8	2.8	108.2	134.9	161.9	186.1
公司总收入, 百万	2754.6	4119.1	11090.8	22316.9	28472.5	35844.7	43411.3
YOY		49.5%	169.3%	101.2%	27.6%	25.9%	21.1%
公司毛利率	25.6%	35.0%	35.0%	38.0%	29.9%	29.0%	29.0%
公司毛利, 百万	706.3	1440.4	3879.6	8473.7	8516.3	10386.4	12580.1

来源: WIND, 中泰证券研究所测算

- 预计公司 2023-2025 年营收分别为 284.7、358.4、434.1 亿元，实现归母净利润分别为 50.4、62.2、76.8 亿元。考虑公司电解液市占率优

势明显，磷酸铁放量有望贡献新增长点，首次覆盖给予“买入”评级。

- 按照 2023 年 4 月 21 日的收盘价，可比公司新宙邦、恩捷股份、宁德时代 2023 年平均 PE 为 21 倍。预计天赐材料 2023 年归母净利润为 50.4 亿元，对应 PE 估值为 16 倍。

图表 23：天赐材料相对估值（市值选取日期为 2023 年 4 月 21 日）

证券简称	代码	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)		PE (倍)	
			2022	2023E	2022	2023E
新宙邦	300037.SZ	379.93	17.58	15.63	21.61	24.31
恩捷股份	002812.SZ	962.56	40.00	60.29	24.06	15.97
宁德时代	300750.SZ	9891.41	307.29	456.87	32.19	21.65
平均值					25.95	20.64
天赐材料	002709.SZ	815.36	57.14	50.44	14.27	16.17

来源：WIND，中泰证券研究所

注：可比公司盈利预测为 WIND 一致预期

5、风险提示

- 电解液价格下跌超预期

若下游需求增长不及预期，电解液、磷酸铁及其他锂电材料价格可能会面临下降幅度过大的风险，影响公司净利润。

- 新建产能利用率不及预期

考虑公司目前在建产能包括年产 50 万吨电解液项目、年产 50 万吨锂电池电解液改扩建项目，远超目前现有产能。若投产后产能利用率不及预期，可能会影响电解液的单位成本。

- 研报使用信息数据更新不及时风险

研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

图表 24: 三张报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,664	8,542	13,847	20,739	营业收入	22,317	28,473	35,845	43,411
应收票据	0	0	0	0	营业成本	13,843	19,956	25,458	30,831
应收账款	4,634	5,693	6,892	8,222	税金及附加	158	201	254	307
预付账款	343	494	630	763	销售费用	109	188	287	304
存货	2,374	3,422	4,366	5,287	管理费用	547	854	1,004	1,172
合同资产	0	0	0	0	研发费用	894	1,227	1,545	1,871
其他流动资产	3,165	4,038	5,084	6,157	财务费用	21	-35	-134	-172
流动资产合计	15,179	22,190	30,819	41,169	信用减值损失	-48	-50	-50	-50
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-40	-200	-150	-100
长期股权投资	190	190	190	190	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,381	4,191	4,085	4,052	投资收益	140	140	140	140
在建工程	2,370	2,470	2,470	2,370	其他收益	71	50	60	80
无形资产	824	1,054	1,261	1,448	营业利润	6,872	6,016	7,426	9,162
其他非流动资产	2,587	2,634	2,671	2,702	营业外收入	7	59	69	80
非流动资产合计	10,352	10,539	10,678	10,761	营业外支出	7	7	7	7
资产合计	25,531	32,728	41,497	51,930	利润总额	6,872	6,068	7,488	9,235
短期借款	798	326	226	335	所得税	1,028	910	1,123	1,385
应付票据	47	68	86	104	净利润	5,844	5,158	6,365	7,850
应付账款	4,674	6,737	8,595	10,409	少数股东损益	130	114	141	174
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,714	5,044	6,224	7,676
合同负债	1,180	1,506	1,895	2,295	NOPLAT	5,862	5,128	6,252	7,704
其他应付款	564	564	564	564	EPS (按最新股本摊薄)	2.97	2.62	3.23	3.98
一年内到期的非流动负债	194	194	194	194					
其他流动负债	1,072	1,301	1,458	1,621	主要财务比率				
流动负债合计	8,528	10,696	13,019	15,523	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	776	1,241	1,707	2,172	成长能力				
应付债券	3,189	3,189	3,189	3,189	营业收入增长率	101.2%	27.6%	25.9%	21.1%
其他非流动负债	200	200	200	200	EBIT增长率	151.6%	-12.5%	21.9%	23.2%
非流动负债合计	4,165	4,630	5,096	5,561	归母公司净利润增长率	158.8%	-11.7%	23.4%	23.3%
负债合计	12,693	15,326	18,115	21,083	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,546	16,996	22,835	30,125	毛利率	38.0%	29.9%	29.0%	29.0%
少数股东权益	292	406	547	721	净利率	26.2%	18.1%	17.8%	18.1%
所有者权益合计	12,838	17,402	23,382	30,846	ROE	44.5%	29.0%	26.6%	24.9%
负债和股东权益	25,531	32,728	41,497	51,930	ROIC	45.5%	30.3%	28.0%	26.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	49.7%	46.8%	43.7%	40.6%
					债务权益比	40.2%	29.6%	23.6%	19.7%
					流动比率	1.8	2.1	2.4	2.7
					速动比率	1.5	1.8	2.0	2.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
					应收账款周转天数	65	65	63	63
					应付账款周转天数	90	103	108	111
					存货周转天数	47	52	55	56
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.97	2.62	3.23	3.98
					每股经营现金流	2.16	2.58	3.06	3.73
					每股净资产	6.51	8.82	11.85	15.64
					估值比率				
					P/E	14	16	13	11
					P/B	6	5	4	3
					EV/EBITDA	71	78	65	54

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。