

强烈推荐-A (维持)

天赐材料 002709.SZ

目标估值: 66.5-66.5 元

当前股价: 42.28 元

2017年04月23日

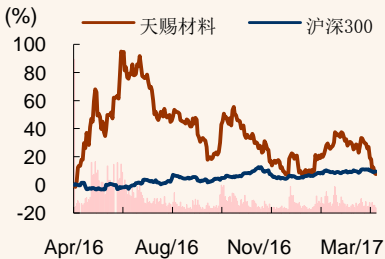
锂盐新产能投产和锂电新材料开发驱动全年业绩增长

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 3173 |
| 总股本(万股) | 32504 |
| 已上市流通股(万股) | 16349 |
| 总市值(亿元) | 137 |
| 流通市值(亿元) | 69 |
| 每股净资产(MRQ) | 5.2 |
| ROE(TTM) | 23.0 |
| 资产负债率 | 29.9% |
| 主要股东 | 徐金富 |
| 主要股东持股比例 | 41.49% |

股价表现

| | | | |
|------|-----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -17 | -29 | 6 |
| 相对表现 | -17 | -33 | -3 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天赐材料(002709): 强成长的电池材料生产商!》2017-04-11
- 2、《天赐材料(002709): 前三季度业绩高增长, 六氟磷酸锂产能持续释放》2016-10-26
- 3、《天赐材料(002709): 行业周期带来业绩高增长, 成长属性支撑长期发展》2016-08-23

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

天赐材料 2017 年 1 季度营业收入 3.79 亿元, 同比增长 9.92%, 扣非后归母净利润 6184 万元, 同比降低 12.23%, 我们认为公司的个人护理品添加剂业务成本增长, 而产品售价端未及时传导, 是公司一季度业绩同比下滑主要原因。随着天赐材料六氟磷酸锂新产能投产和锂电新材料产品开发顺利推进, 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.90, 2.63, 3.54, 基于公司 2017 年业绩和利润增速, 我们给予天赐材料 35 倍估值, 和 66.5 元目标价。维持强烈推荐评级。

- **天赐材料 2017 年一季度业绩小幅下滑。** 据天赐材料公告内容, 2017 年 1 季度公司营业收入 3.79 亿元, 同比增长 9.92%, 归属母公司净利润 6396 万元, 同比降低 9.84%, 扣非后归母净利润 6184 万元, 同比降低 12.23%。通过分析财务数据, 公司一季度收入增长, 而毛利率同比下滑明显, 我们认为主要是因为公司个人护理品业务原料上涨而产品售价未及时传导所致。
- **电解液业务一季度盈利尚可, 六氟磷酸锂产能释放可支持天赐材料电解液出货量增长, 并降低产品成本。** 受下游需求影响, 天赐材料 1 季度电解液出货情况基本与去年同期持平, 但六氟磷酸锂自产率提升, 使公司 1 季度电解液业务利润实现小幅增长。根据天赐材料全年六氟磷酸锂产能投产建设和投产计划, 天赐材料 2017 年电解液出货规模扩张的同时, 成本端有望得到显著降低, 此布局有助于公司应对 2017 年电解液行业的产品售价降低所带来的影响。
- **新产品产业化, 强化公司成长股属性, 并为天赐材料带来业绩增量。** 天赐材料投建的新型锂盐和新型添加剂的生产线正逐步投产, 该产品对于提升天赐材料电解液产品综合竞争力具有重要价值。同时新材料具有良好的盈利能力, 所以其产能投建可为公司 2017 年业绩带来新的增量。
- **维持强烈推荐评级。** 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.90, 2.63, 3.54, 基于公司 2017 年业绩和利润增速, 给予天赐材料 35 倍估值, 和 66.5 元目标价。维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 国内新能源汽车产业发展低于预期; 公司六氟磷酸锂产能投放和市场需求低于预期; 公司新材料开发及应用低于预期。

财务数据与估值 (不考虑股本增厚 带来EPS摊薄的影响)

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 946 | 1837 | 2838 | 4028 | 5005 |
| 同比增长 | 34% | 94% | 54% | 42% | 24% |
| 营业利润(百万元) | 95 | 457 | 745 | 1037 | 1401 |
| 同比增长 | 46% | 382% | 63% | 39% | 35% |
| 净利润(百万元) | 100 | 396 | 618 | 854 | 1149 |
| 同比增长 | 62% | 298% | 56% | 38% | 35% |
| 每股收益(元) | 0.77 | 1.22 | 1.90 | 2.63 | 3.54 |
| PE | 55.2 | 34.7 | 22.2 | 16.1 | 12.0 |
| PB | 4.6 | 8.4 | 6.6 | 5.0 | 3.8 |

资料来源: 公司数据、招商证券

天赐材料 2017 年 1 季报情况

天赐材料披露公司 2017 年一季度报告, 一季度公司营业收入 3.79 亿元, 同比增长 9.92%, 归属母公司净利润 6396 万元, 同比降低 9.84%, 扣非后归母利润 6184 万元, 同比降低 12.23%。自 2016 年以来, 公司盈利规模提升, 并加快新的产品产能建设, 所以归母净资产从去年同期 16.27 亿元提升至 16.91 亿元。但是公司一季度盈利规模下滑, 一方面是因为新产能建设尚未正式生产, 但增加人员工资支出和相关固定资产的资本性支出 (如折旧、摊销等); 另一方面, 公司个人护理品添加剂业务由于去年年底原料成本上升, 但公司还没有来得及向下游传递, 所以该业务 1 季度盈利水平有所下滑, 这也是天赐材料一季度毛利率下滑的重要原因。

需要说明的是, 天赐材料一季度电解液出货量情况较去年同期基本持平, 虽然一季度存在售价下滑情况, 但自供六氟磷酸锂比例提升, 所以我们预计公司一季度电解液业务盈利水平也基本与去年同期持平。

表 1: 天赐材料 2017 年一季度利润表情况

| 单位: 百万元 | 2016Q1 | 2016Q4 | 2017Q1 | 同比增加 | 环比增加 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 345.17 | 491.56 | 379.40 | 9.9% | -22.8% |
| 营业毛利 | 142.99 | 176.90 | 138.00 | -3.5% | -22.0% |
| 营业费用 | 17.72 | 24.42 | 20.90 | 17.9% | -14.4% |
| 管理费用 | 36.54 | 64.81 | 39.18 | 7.2% | -39.5% |
| 财务费用 | 0.82 | 0.99 | 1.03 | 25.9% | 3.9% |
| 投资收益 | 1.46 | 9.51 | 3.30 | 126.0% | -65.3% |
| 营业利润 | 83.69 | 92.18 | 70.34 | -16.0% | -23.7% |
| 所得税 | 13.35 | 17.47 | 9.00 | -32.6% | -48.5% |
| 归属母公司净利润 | 70.93 | 79.67 | 63.96 | -9.8% | -19.7% |
| EPS (元) | 0.22 | 0.25 | 0.20 | -9.8% | -19.7% |
| 主要比率 | | | | | |
| 毛利率 | 41.4% | 36.0% | 36.4% | | |
| 营业费用率 | 5.1% | 5.0% | 5.5% | | |
| 管理费用率 | 10.6% | 13.2% | 10.3% | | |
| 营业利润率 | 24.2% | 18.8% | 18.5% | | |
| 有效税率 | 3.9% | 3.6% | 2.4% | | |
| 净利率 | 20.5% | 16.2% | 16.9% | | |

资料来源: wind, 招商证券

表 2: 天赐材料 2017 年 3 月 31 日资产负债表主要变化科目说明

| 单位: 百万元 | 2017-03-31 | 2016-12-31 | 变化 | 变化原因 |
|---------------|-----------------|-----------------|-------------|--------------------------------------|
| 流动资产: | | | | |
| 货币资金 | 138.46 | 198.13 | -30.1% | 支付江西艾德纳米科技有限公司增资款 |
| 其他应收款 | 22.49 | 7.17 | 213.7% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围 |
| 存货 | 247.10 | 187.00 | 32.1% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围 |
| 其他流动资产 | 53.89 | 29.92 | 80.1% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围, 以及九江天赐待抵扣税金增加 |
| 流动资产合计 | 1,234.87 | 1,155.65 | 6.9% | |
| 非流动资产: | | | | |
| 长期股权投资 | 156.33 | 241.16 | -35.2% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围, 对江西艾德由权益法改为成本法进行核算。 |
| 在建工程 | 222.39 | 137.62 | 61.6% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围, 以及九江天赐项目投资建设增加 |

| 单位: 百万元 | 2017-03-31 | 2016-12-31 | 变化 | 变化原因 |
|----------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------------------------------|
| 其他非流动资产 | 64.62 | 14.22 | 354.4% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围, 以及预付固定资产、工程款项增加。 |
| 非流动资产合计 | 1,329.77 | 1,179.74 | 12.7% | |
| 资产总计 | 2,564.64 | 2,335.38 | 9.8% | |
| 流动负债: | | | | |
| 应付账款 | 333.31 | 286.79 | 16.2% | 发放 2016 年度奖金 |
| 其他流动负债 | 45.58 | 5.82 | 683.2% | 九江天赐进行融资租赁业务 |
| 流动负债合计 | 753.16 | 692.50 | 8.8% | |
| 非流动负债: | | | | |
| 递延收益-非流动负债 | 11.02 | 5.18 | 112.7% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围, 以及政府补助增加 |
| 非流动负债合计 | 14.54 | 8.70 | 67.1% | |
| 负债合计 | 767.70 | 701.20 | 9.5% | |
| 所有者权益: | | | | |
| 实收资本(或股本) | 325.04 | 325.04 | 0.0% | |
| 资本公积金 | 551.67 | 551.67 | 0.0% | |
| 归属于母公司所有者权 | 1,691.53 | 1,627.57 | 3.9% | |
| 少数股东权益 | 105.41 | 6.61 | 1494.7% | 将江西艾德纳入合并财务报表范围, 公司持有江西艾德 51% 的股权 |
| 所有者权益合计 | 1,796.94 | 1,634.18 | 10.0% | |

资料来源: wind, 招商证券

六氟磷酸锂产能投放和锂电新材料开发顺利进行

2016 年, 国内受益于国内动力电池需求大幅上升, 六氟磷酸锂价格快速攀升。天赐材料具备 2000 吨六氟磷酸锂产能规模, 所以 2016 年业绩实现快速发展。

但是需要说明的是, 由于天赐材料通过电解液产品, 下游直接与国内电池生产企业合作, 所以在 2016 年下游需求极度旺盛情况下, 天赐材料也存在六氟磷酸锂供不应求局面, 所以 2016 年也对外采购部分高价六氟磷酸锂, 这对于企业盈利带来一定负面影响。如 2016 年东莞凯欣(天赐材料全资子公司)由于外购原料成本较高, 最终全年业绩大幅下滑。

2017 年, 随着天赐材料六氟磷酸锂产能规模增加, 我们预计公司电解液成本将得到大幅降低。同时下游市场集中度趋势提升, 天赐材料重点服务的 CATL、国轩高科、万向等客户 2017 年有望增速高于行业水平, 这也带动了天赐材料出货规模的提升。

表 3: 天赐材料六氟磷酸锂产能构建节奏

| 产能规模 | 开建/投产时间 | 目前运营状况 | 备注 |
|--------------------|--------------|----------------|--------------|
| 300t/a 晶体六氟磷酸锂产能 | 2011 年 3 月投产 | 目前正常运行 | - |
| 700t/a 晶体六氟磷酸锂产能 | 2013 年上半年开建 | 已投产使用 | - |
| 1000t/a 晶体六氟磷酸锂产能 | 2013 年上半年开建 | 已投产使用 | - |
| 6,000t/a 液体六氟磷酸锂项目 | 2016 年上半年开建 | 已投产使用 | 折合晶体为 2000 吨 |
| 2000 t/a 晶体六氟磷酸锂项目 | 以自有资金建设 | 预计 2017 年三季度投产 | - |

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 天赐材料国内动力电池客户



资料来源: 招商证券

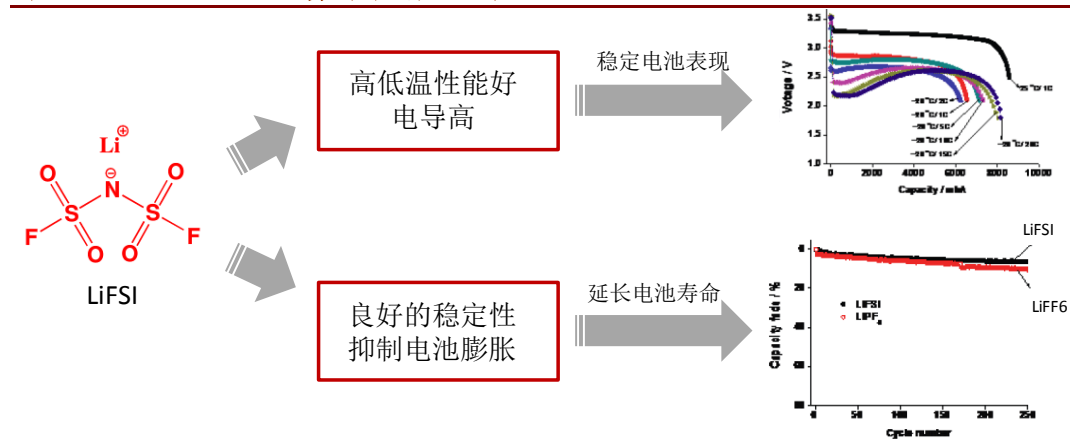
另一方面, 天赐材料新产品开发进展顺利, 新型锂盐 (LFSI) 及新型添加剂 (DTD、二氟磷酸锂) 产能建设已逐步进入投产阶段, 我们预计 2017 年能够为公司带来近半亿的增量净利润。新材料的开发, 对于天赐材料提电解液产品竞争力和盈利水平, 同时不断优化客户结构, 具有重要意义。

表 4: 天赐材料新型锂盐投资说明

| 投建新型电解质类型 | 投建产能 | 投资规模 |
|-------------------|----------|-----------|
| LiFSI | 2,000t/a | 18,286 万元 |
| 二氟磷酸锂 | 150t/a | |
| 4,5-二氟基-2-三氟甲基咪唑锂 | 150t/a | 1,920 万元 |

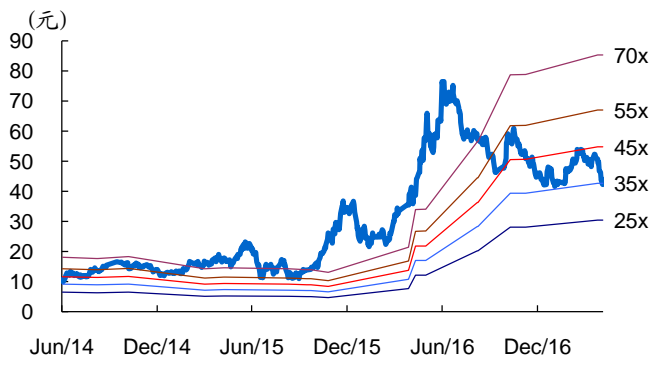
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: LiFSI 关键性能优势对下游应用的变化



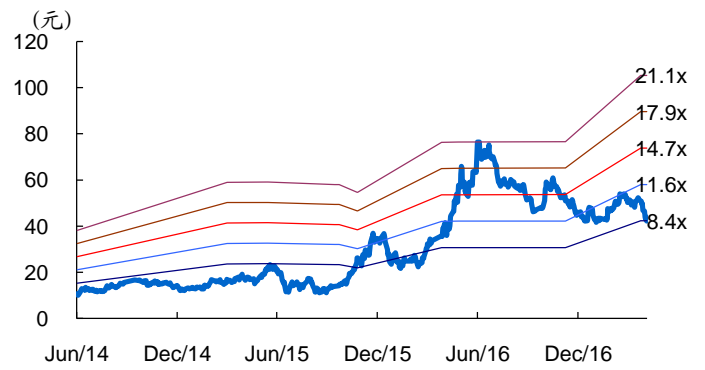
资料来源: 招商证券

图 3: 天赐材料历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 天赐材料历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 782 | 1156 | 1788 | 2720 | 3803 |
| 现金 | 222 | 198 | 371 | 720 | 1345 |
| 交易性投资 | 0 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 应收票据 | 114 | 241 | 373 | 529 | 658 |
| 应收款项 | 266 | 443 | 655 | 930 | 1155 |
| 其它应收款 | 8 | 7 | 11 | 16 | 20 |
| 存货 | 125 | 187 | 271 | 385 | 460 |
| 其他 | 47 | 53 | 81 | 114 | 140 |
| 非流动资产 | 845 | 1180 | 1232 | 1274 | 1308 |
| 长期股权投资 | 60 | 241 | 241 | 241 | 241 |
| 固定资产 | 480 | 529 | 622 | 693 | 726 |
| 无形资产 | 71 | 85 | 77 | 69 | 62 |
| 其他 | 233 | 324 | 292 | 270 | 279 |
| 资产总计 | 1626 | 2335 | 3020 | 3994 | 5111 |
| 流动负债 | 424 | 693 | 901 | 1175 | 1355 |
| 短期借款 | 20 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 应付账款 | 157 | 287 | 434 | 616 | 736 |
| 预收账款 | 10 | 19 | 29 | 41 | 48 |
| 其他 | 236 | 297 | 349 | 428 | 481 |
| 长期负债 | 11 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 11 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 负债合计 | 435 | 701 | 910 | 1183 | 1364 |
| 股本 | 130 | 325 | 325 | 325 | 325 |
| 资本公积金 | 648 | 524 | 524 | 524 | 524 |
| 留存收益 | 405 | 778 | 1234 | 1902 | 2795 |
| 少数股东权益 | 9 | 7 | 27 | 59 | 103 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1183 | 1628 | 2083 | 2752 | 3645 |
| 负债及权益合计 | 1626 | 2335 | 3020 | 3994 | 5111 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-----------|-------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 90 | 234 | 429 | 612 | 955 |
| 净利润 | 100 | 396 | 618 | 854 | 1149 |
| 折旧摊销 | 58 | 75 | 81 | 92 | 101 |
| 财务费用 | 5 | 2 | 7 | 11 | 15 |
| 投资收益 | (1) | (30) | (62) | (69) | (78) |
| 营运资金变动 | (69) | (207) | (251) | (327) | (291) |
| 其它 | (3) | (4) | 37 | 51 | 59 |
| 投资活动现金流 | (296) | (252) | (136) | (136) | (136) |
| 资本支出 | (123) | (164) | (136) | (136) | (136) |
| 其他投资 | (173) | (88) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 274 | (3) | (120) | (127) | (194) |
| 借款变动 | 84 | (61) | (12) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 10 | 195 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 241 | (123) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (60) | (65) | (163) | (185) | (256) |
| 其他 | (1) | 52 | 55 | 58 | 63 |
| 现金净增加额 | 68 | (22) | 173 | 348 | 625 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 946 | 1837 | 2838 | 4028 | 5005 |
| 营业成本 | 652 | 1107 | 1675 | 2377 | 2841 |
| 营业税金及附加 | 5 | 16 | 17 | 24 | 20 |
| 营业费用 | 60 | 83 | 142 | 201 | 250 |
| 管理费用 | 122 | 190 | 284 | 403 | 500 |
| 财务费用 | 3 | 3 | 7 | 11 | 15 |
| 资产减值损失 | 8 | 38 | 31 | 44 | 54 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 投资收益 | 1 | 30 | 36 | 43 | 51 |
| 营业利润 | 95 | 457 | 745 | 1037 | 1401 |
| 营业外收入 | 26 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 营业外支出 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 115 | 464 | 753 | 1044 | 1409 |
| 所得税 | 16 | 69 | 114 | 159 | 216 |
| 净利润 | 99 | 395 | 639 | 885 | 1193 |
| 少数股东损益 | (0) | (1) | 21 | 31 | 44 |
| 归属于母公司净利润 | 100 | 396 | 618 | 854 | 1149 |
| EPS (元) | 0.77 | 1.22 | 1.90 | 2.63 | 3.54 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 34% | 94% | 54% | 42% | 24% |
| 营业利润 | 46% | 382% | 63% | 39% | 35% |
| 净利润 | 62% | 298% | 56% | 38% | 35% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.0% | 39.8% | 41.0% | 41.0% | 43.2% |
| 净利率 | 10.5% | 21.6% | 21.8% | 21.2% | 23.0% |
| ROE | 8.4% | 24.4% | 29.7% | 31.0% | 31.5% |
| ROIC | 7.0% | 22.2% | 28.7% | 30.4% | 31.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 26.7% | 30.0% | 30.1% | 29.6% | 26.7% |
| 净负债比率 | 1.6% | 4.4% | 3.0% | 2.3% | 1.8% |
| 流动比率 | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 2.3 | 2.8 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 2.0 | 2.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 存货周转率 | 5.8 | 7.1 | 7.3 | 7.2 | 6.7 |
| 应收帐款周转率 | 4.2 | 5.2 | 5.2 | 5.1 | 4.8 |
| 应付帐款周转率 | 5.4 | 5.0 | 4.6 | 4.5 | 4.2 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.77 | 1.22 | 1.90 | 2.63 | 3.54 |
| 每股经营现金 | 0.69 | 0.72 | 1.32 | 1.88 | 2.94 |
| 每股净资产 | 9.10 | 5.01 | 6.41 | 8.47 | 11.21 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.50 | 0.57 | 0.79 | 1.06 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 55.2 | 34.7 | 22.2 | 16.1 | 12.0 |
| PB | 4.6 | 8.4 | 6.6 | 5.0 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 90.1 | 26.0 | 16.5 | 12.0 | 9.0 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。