

天赐材料 (002709)

强烈推荐

行业：其他化学制品

电解液及正极材料全产业链布局，打造锂电材料闭环生态

公司为电解液龙头企业，专注电解液及周边产品的生产。除电解液外，公司的六氟磷酸锂、新型锂盐及添加剂同步实现产业化。公司横向布局正极材料，并通过参股容汇锂业纵向布局碳酸锂，氢氧化锂等锂电上游材料。公司还将六氟磷酸锂的副产品用于生产正极材料前驱体磷酸铁和光引发剂等，打造锂电材料闭环生态，实现节能环保循环经济，并形成产业集群效应。

投资要点：

- ✦ **2017 上半年电解液市场需求不及预期，下半年有望充分放量。**由于 2017 年补贴政策退坡及高能量密度引导等，一季度新能源汽车销量同比下降。各整车厂及锂电厂商逐步进行产线调整，二季度新能源汽车产销回暖迹象明显。随着产线调整逐步到位，新能源汽车推广目录及免购置税目录不断推出，下半年新能源汽车产销有望充分放量。受市场环境的影响，二季度电解液需求情况已经好于一季度，下半年有望充分放量。
- ✦ **六氟磷酸锂产能扩张正当时，2017 年公司有望实现六氟磷酸锂的自给自足。**2016 年公司自产六氟磷酸锂未能满足电解液生产的需求，部分外购，导致电解液产品整体毛利率水平降低。公司现有晶体六氟磷酸锂产能 2000 吨，6000t/a 液体六氟磷酸锂（约合 2000 吨晶体）产能近期实现投产，六氟磷酸锂产能逐步释放，规模效应逐步提升。目前正在建设的 2000t/a 固体六氟磷酸锂项目预计将于今年年底投产，2017 年公司六氟磷酸锂产能有望翻番，基本实现本年度电解液用六氟磷酸锂的自给自足，显著降低原料成本。
- ✦ **电解液市场价格承压，公司 2017 年电解液出货量有望保持较高增速。**公司电解液下游客户包含大多数的主流锂电池厂商。随着锂电行业集中度的提高，今年锂电龙头业务增速有望高于行业水平。由于下游客户基本为主流锂电龙头，有望带动公司电解液出货量高于行业增速。受整车补贴退坡，上游六氟磷酸锂降价，扩充产能释放等影响，目前电解液市场价格呈下降趋势，公司电解液产品营收的增长将主要依赖于出货量的增长。公司六氟磷酸锂及电解液产能均在稳步扩张中，为市场需求放量做准备，2017 年公司业绩有望受益于电解液需求的增长。
- ✦ **公司新型锂盐 LiFSI 已实现产业化，提升电解液市场综合竞争力。**相较于六氟磷酸锂，LiFSI 具备提高电解液耐高温和高压性能的优势。随着新能源汽车补贴政策对锂电池能量密度要求的提升，LiFSI 在电解液中的使用将逐步增加。目前国内新型锂盐 LiFSI 主要依赖进口，成本极高。而公司自产的 300t/a 新型锂盐 LiFSI 生产线已实现产品产出，规划建设 2300t/a LiFSI 生产线正在加速建设中。目前公司已在电解液配方中使用 LiFSI，新

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 57.28

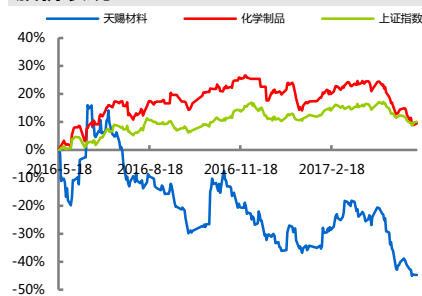
当前股价： 39.18

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	325
流通股本(百万股)	179
总市值(亿元)	127
流通市值(亿元)	70
成交量(百万股)	6.37
成交额(百万元)	241.06

股价表现



相关报告

型锂盐的产业化将有利于降低成本，提升公司电解液产品的综合竞争力。

- ◇ **磷酸铁锂正极材料已供货，三元正极材料技术获得突破。**公司规划在台州新建年产 25000 吨锂电三元正极材料的项目和迁建年产 25000 吨磷酸铁锂产线回台州的项目，由子公司九江容汇提供正极材料所需的电池级碳酸锂及氢氧化锂原材料，打通正极材料产业链。公司磷酸铁锂正极材料主要下游客户为钱江锂电，已实际供货。公司有望通过拓展自身的电解液客户，拓宽正极材料的销售渠道。
- ◇ **打造锂电材料生产的闭环生态，实现六氟磷酸锂副产品的有效利用。**将生产六氟磷酸锂得到的副产品硫酸，用于生产磷酸铁锂正极材料的前驱体磷酸铁。公司 2016 年定增项目规划建设 30,000 吨/年的磷酸铁锂前驱体项目。另外，六氟磷酸锂生产线的其他副产品，也可用于生产光引发剂等。打造锂电材料生产的闭环生态，不但降低了公司处理副产品的成本，而且延伸了六氟磷酸锂产业链，同时降低了公司正极材料的生产成本，一举多得。
- ◇ **2017 年公司盈利能力有望提升，主要受益六氟磷酸锂自给率提升及新型锂盐 LiFSI 产业化。**2016 年，公司部分六氟磷酸锂外购，外购成本远远高于自产成本。今年电解液市场价格承压，公司有望通过使用更多的自产六氟磷酸锂保持电解液产品毛利率的相对稳定。新型锂盐的产业化提高公司电解液的竞争力的同时，有望提供一定的增量利润空间。
- ◇ **盈利预测：**预测 2017-2019 年公司的 EPS 为 1.79/2.35/3.00,对应 PE 为 22/17/13 倍,考虑到公司新型锂盐业务拓展顺利,正极材料产能扩张顺利,带来新增利润空间,给予公司 2017 年 32 倍 PE,对应目标价 57.28 元。
- ◇ **风险提示：**新型锂盐投产不达预期，新能源汽车放量不及预期的风险

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1837	2668	3621	4720
收入同比(%)	94%	45%	36%	30%
归属母公司净利润	396	581	764	974
净利润同比(%)	298%	47%	32%	27%
毛利率(%)	39.8%	40.0%	39.7%	39.5%
ROE(%)	24.4%	25.8%	25.5%	24.7%
每股收益(元)	1.22	1.79	2.35	3.00
P/E	32.26	22.01	16.73	13.13
P/B	7.85	5.67	4.27	3.24
EV/EBITDA	23	17	13	10

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1156	1796	2665	3794
现金	198	506	983	1689
应收账款	443	685	925	1197
其它应收款	7	16	20	25
预付账款	23	40	56	70
存货	187	187	187	187
其他	298	363	494	627
非流动资产	1180	1162	1208	1220
长期投资	241	181	201	194
固定资产	529	597	629	637
无形资产	85	105	121	139
其他	324	279	258	250
资产总计	2335	2958	3873	5014
流动负债	693	687	862	1047
短期借款	90	90	90	90
应付账款	287	380	535	699
其他	316	217	236	258
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	9	9	9	9
负债合计	701	696	871	1056
少数股东权益	7	9	11	12
股本	325	325	325	325
资本公积	552	552	552	552
留存收益	778	1359	2078	3011
归属母公司股东权益	1628	2253	2992	3945
负债和股东权益	2335	2958	3873	5014

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	234	307	619	818
净利润	395	584	765	976
折旧摊销	75	70	83	94
财务费用	3	2	2	1
投资损失	-30	-30	-30	-30
营运资金变动	-223	-362	-245	-267
其它	13	44	43	44
投资活动现金流	-252	-23	-95	-71
资本支出	164	80	83	82
长期投资	-98	-60	20	-7
其他	-187	-3	8	5
筹资活动现金流	-3	24	-47	-42
短期借款	70	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	195	0	0	0
资本公积增加	-135	0	0	0
其他	-133	24	-47	-42
现金净增加额	-20	308	477	705

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1837	2668	3621	4720
营业成本	1107	1601	2183	2855
营业税金及附加	16	21	30	38
营业费用	83	137	179	236
管理费用	190	266	371	486
财务费用	3	2	2	1
资产减值损失	38	19	21	23
公允价值变动收益	26	17	20	19
投资净收益	30	30	30	30
营业利润	457	669	885	1130
营业外收入	13	17	16	17
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	464	682	896	1141
所得税	69	98	131	166
净利润	395	584	765	976
少数股东损益	-1	3	1	2
归属母公司净利润	396	581	764	974
EBITDA	535	741	970	1225
EPS (元)	1.22	1.79	2.35	3.00

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	94.3%	45.2%	35.7%	30.3%
营业利润	381.6%	46.6%	32.2%	27.7%
归属于母公司净利润	298.1%	46.5%	31.6%	27.4%
获利能力				
毛利率	39.8%	40.0%	39.7%	39.5%
净利率	21.6%	21.8%	21.1%	20.6%
ROE	24.4%	25.8%	25.5%	24.7%
ROIC	31.0%	34.8%	40.0%	44.9%
偿债能力				
资产负债率	30.0%	23.5%	22.5%	21.1%
净负债比率	14.61%	14.46%	11.62%	9.56%
流动比率	1.67	2.62	3.09	3.62
速动比率	1.40	2.34	2.88	3.44
营运能力				
总资产周转率	0.93	1.01	1.06	1.06
应收账款周转率	5	4	4	4
应付账款周转率	4.99	4.80	4.77	4.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.79	2.35	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.94	1.90	2.52
每股净资产(最新摊薄)	5.01	6.93	9.21	12.14
估值比率				
P/E	32.26	22.01	16.73	13.13
P/B	7.85	5.67	4.27	3.24
EV/EBITDA	23	17	13	10

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业分析师,北京大学金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434