

2017年08月23日

# 天赐材料 (002709.SZ)

## 公司快报

### 业绩增长符合预期，静待电解液价格反弹

#### 投资要点

- ◆ **事件：**8月21日，公司发布2017年半年报，17H1实现营业总收入9.35亿元，同比增加16.76%；归母净利润为1.77亿元，同比减少8.22%，符合归母净利润变化-15%至15%的业绩预告。公司预计1-9月归母净利润范围23750-33250万元，同比变化范围-25%~5%。
- ◆ **电池材料业务实现微增，六氟磷酸锂产能释放增强成本控制能力：**公司锂电材料业务主要包括电解液和正极材料。17H1该业务实现营收5.97亿元，同比增加13.67%，占比总营收64%，毛利率45.53%，下降2.64pct。主要是一季度受新能源政策及产业结构调整影响，电解液和六氟磷酸锂价格双双下滑，公司锂电材料毛利率有所下降，同时营收增速放缓，但二季度开始公司盈利能力明显改善。公司电解液产能超3万吨/年，并自供电解质六氟磷酸锂，目前已有2000吨固体和6000吨液体六氟磷酸锂产能（共折合4000吨固体），预计2000吨固体六氟磷酸锂将于今年年底投产，届时公司将实现六氟磷酸锂100%自供，持续增强公司电解液产品的成本控制能力。目前公司下游客户囊括国内主流电池企业，包括CATL、沃特玛、国轩等，并且成功开拓珠海银隆、珠海光宇等国内新主力客户，在海外持续跟进Tesla、Panasonic等潜在客户，将继续保持公司在电解液领域较强的竞争力。
- ◆ **日化材料以及有机硅橡胶材料业务稳健增长，焦距高毛利率产品开发：**公司日化材料业务实现营业收入3.04亿元，同比增长31.81%，毛利率24.41%，比去年同期减少11.62pct，这主要是由于收到上游原材料影响，营业成本同比增加了55.75%造成的。日化材料下游的个人护理品市场规模保持稳定增长，增加彩妆及膏霜类个人护理品高附加值材料品种，持续为下游宝洁、联合利华、欧莱雅等国际厂商供货。公司有机硅橡胶材料业务实现营业收入3090.51万元，同比减少8.13%，毛利率23.35%，比去年同期减少11.20pct。营业收入和毛利率小幅下降主要是因为行业的激烈竞争，公司将继续焦距于高毛利率产品的开发，在液体硅橡胶、电子电力硅橡胶等领域持续发力。
- ◆ **投资建议：**下半年新能源车有望高增长，拉动公司主要产品电解液的需求增长，该产品价格有望实现反弹，17H2营收和毛利率或将双增长。基于公司稳定增长的日化及硅橡胶业务情况，以及或将快速增长的锂电材料业务情况，我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.27元、1.68元、2.14元，对应PE分别为34.5、26.1、20.6倍，继续给予“买入-B”评级，6个月目标价调整为50.80元。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动风险，新能源汽车放量不及预期，公司电解液出货量不及预期，双积分政策落地不及预期

#### 财务数据与估值

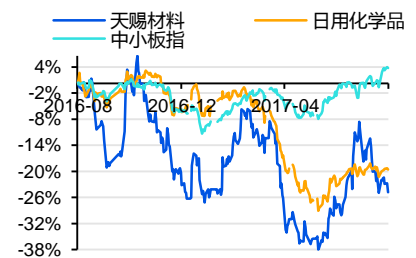
基础化工 | 日用化学品 III

投资评级	买入-B(维持)
6个月目标价	50.8元
股价(2017-08-23)	41.99元

#### 交易数据

总市值(百万元)	14,557.17
流通市值(百万元)	7,000.62
总股本(百万股)	339.96
流通股本(百万股)	163.49
12个月价格区间	34.00/61.96元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.7	7.0	-29.69
绝对收益	-14.24	18.04	-25.95

#### 分析师

林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20655793

#### 报告联系人

肖索  
 xiaosuo@huajinsec.cn  
 021-20655796

#### 相关报告

- 天赐材料：电解液量价齐升助业绩增3倍，平台布局显成效 2017-04-11
- 天赐材料：业绩略超预期，完善锂电上游材料布局 2016-10-26
- 天赐材料：业绩上调，归母净利润同比预增5.5倍 2016-07-18
- 天赐材料：完善上游布局，打造电解液核心价值链 2016-05-26

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	945.8	1,837.2	2,629.1	3,630.8	4,647.4
同比增长(%)	34.0%	94.3%	43.1%	38.1%	28.0%
营业利润(百万元)	94.8	456.8	494.6	653.6	837.8
同比增长(%)	46.0%	381.6%	8.3%	32.2%	28.2%
净利润(百万元)	99.6	396.3	432.8	572.0	725.9
同比增长(%)	61.8%	298.1%	9.2%	32.2%	26.9%
每股收益(元)	0.29	1.17	1.27	1.68	2.14
PE	150.2	37.7	34.5	26.1	20.6
PB	12.6	9.2	7.4	6.1	4.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	945.8	1,837.2	2,629.1	3,630.8	4,647.4	年增长率					
减:营业成本	652.4	1,106.6	1,627.4	2,320.1	2,997.6	营业收入增长率	34.0%	94.3%	43.1%	38.1%	28.0%
营业税费	5.4	16.4	16.6	25.4	34.4	营业利润增长率	46.0%	381.6%	8.3%	32.2%	28.2%
销售费用	60.1	83.2	151.7	201.5	245.5	净利润增长率	61.8%	298.1%	9.2%	32.2%	26.9%
管理费用	122.0	190.0	317.0	427.2	529.3	EBITDA 增长率	45.3%	242.9%	5.7%	28.4%	25.6%
财务费用	3.4	2.6	-1.9	-1.4	-0.5	EBIT 增长率	51.5%	367.3%	7.2%	32.4%	28.4%
资产减值损失	8.2	37.6	17.3	21.0	25.3	NOPLAT 增长率	49.4%	360.2%	8.9%	31.8%	28.2%
加:公允价值变动收益	-	26.2	-17.5	2.9	3.9	投资资本增 率	41.9%	50.4%	5.7%	7.2%	3.5%
投资和汇兑收益	0.7	29.7	11.0	13.8	18.2	净资产增长率	40.7%	37.1%	23.8%	22.6%	23.7%
营业利润	94.8	456.8	494.6	653.6	837.8						
加:营业外净收支	20.2	7.7	11.9	13.3	11.0	<b>盈利能力</b>					
利润总额	115.0	464.5	506.5	666.8	848.8	毛利率	31.0%	39.8%	38.1%	36.1%	35.5%
减:所得税	15.6	69.1	68.8	93.3	120.1	营业利润率	10.0%	24.9%	18.8%	18.0%	18.0%
净利润	99.6	396.3	432.8	572.0	725.9	净利润率	10.5%	21.6%	16.5%	15.8%	15.6%
						EBITDA/营业收入	16.4%	29.0%	21.4%	19.9%	19.5%
						EBIT/营业收入	10.4%	25.0%	18.7%	18.0%	18.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	26.7%	30.0%	25.3%	32.8%	28.1%
货币资金	221.8	198.1	439.0	784.9	1,311.9	负债权益比	36.5%	42.9%	33.8%	48.8%	39.0%
交易性金融资产	-	26.2	8.7	11.7	15.5	流动比率	1.84	1.67	2.39	2.22	2.79
应收帐款	274.1	450.2	572.2	940.6	995.8	速动比率	1.55	1.40	1.86	1.90	2.33
应收票据	113.7	241.4	159.9	456.0	342.7	利息保障倍数	28.53	177.47	-254.86	-480.17	-1,853.1
预付帐款	24.7	22.8	43.9	56.7	70.4	<b>营运能力</b>					
存货	124.9	187.0	355.2	387.4	547.0	固定资产周转天数	167	99	68	43	29
其他流动资产	22.5	29.9	30.9	27.8	29.5	流动营业资本周转天数	71	49	57	58	57
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	248	190	189	212	232
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	88	71	70	75	75
长期股权投资	60.0	241.2	241.2	241.2	241.2	存货周转天数	43	31	37	37	36
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	505	388	345	317	308
固定资产	480.4	529.3	465.2	401.1	337.0	投资资本周转天数	317	240	207	160	131
在建工程	49.0	137.6	137.6	137.6	137.6						
无形资产	71.0	85.1	79.4	73.7	68.0	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	184.3	186.5	172.4	169.8	169.4	销售费用率	6.4%	4.5%	5.8%	5.6%	5.3%
资产总额	1,626.3	2,335.4	2,705.8	3,688.5	4,266.0	管理费用率	12.9%	10.3%	12.1%	11.8%	11.4%
短期债务	20.2	90.2	-	-	-	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
应付帐款	270.5	394.3	437.9	852.8	814.3	三费/营业收入	19.6%	15.0%	17.8%	17.3%	16.7%
应付票据	77.3	119.4	156.4	259.4	266.6	<b>投资回报率</b>					
其他流动负债	56.1	88.6	80.6	87.4	108.1	ROE	8.4%	24.4%	21.5%	23.2%	23.8%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	16.9%	16.2%	15.5%	17.1%
其他非流动负债	10.5	8.7	8.4	9.2	8.8	ROIC	12.3%	40.0%	28.9%	36.1%	43.1%
负债总额	434.6	701.2	683.2	1,208.8	1,197.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	8.6	6.6	11.3	12.8	15.5	DPS(元)	0.07	0.19	0.27	0.34	0.41
股本	130.0	325.0	340.0	340.0	340.0	分红比率	23.5%	16.4%	21.1%	20.3%	19.3%
留存收益	1,091.9	1,329.9	1,671.3	2,126.9	2,712.7	股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	0.9%
股东权益	1,191.7	1,634.2	2,022.5	2,479.6	3,068.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	99.4	395.4	432.8	572.0	725.9	EPS(元)	0.29	1.17	1.27	1.68	2.14
加:折旧和摊销	58.2	75.4	69.8	69.8	69.8	BVPS(元)	3.48	4.79	5.92	7.26	8.98
资产减值准备	8.2	37.1	-	-	-	PE(X)	150.2	37.7	34.5	26.1	20.6
公允价值变动损失	-	-26.2	-17.5	2.9	3.9	PB(X)	12.6	9.2	7.4	6.1	4.9
财务费用	5.1	2.0	-1.9	-1.4	-0.5	P/FCF	-89.0	-704.9	58.9	32.4	22.4
投资损失	-0.7	-29.7	-11.0	-13.8	-18.2	P/S	15.8	8.1	5.7	4.1	3.2
少数股东损益	-0.1	-0.9	5.0	1.5	2.8	EV/EBITDA	35.5	26.6	25.8	19.6	15.0
营运资金的变动	-35.2	-228.4	-140.3	-179.0	-128.4	CAGR(%)	79.3%	22.6%	89.9%	79.3%	22.6%
经营活动产生现金流量	90.2	233.7	336.8	452.1	655.4	PEG	1.9	1.7	0.4	0.3	0.9
投资活动产生现金流量	-296.2	-252.3	46.0	8.0	10.4	ROIC/WACC	1.2	3.8	2.8	3.4	4.1
融资活动产生现金流量	273.6	-2.9	-141.9	-114.2	-138.8						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn