

天赐材料(002709)/化学制品

参股云锂股份，再加码碳酸锂

评级：买入(维持)

市场价格：49.48

目标价格：60

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

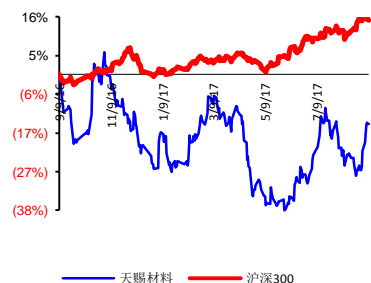
联系人：陈亚琼

电话：021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	340
流通股本(百万股)	187
市价(元)	49.48
市值(百万元)	16,821
流通市值(百万元)	9,261

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 十年磨一剑，王者相尽显
- 2 中报业绩下滑难掩业务亮点，静待中长期高速发展
- 3 锂电航母布局日趋完善，成效显著加速启航
- 4 锂电材料航母进军三元，业绩高增再添动力

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	946	1837	2563	3882	5561
增长率 yoy%	34%	94%	40%	51%	43%
净利润	100	396	438	686	936
增长率 yoy%	62%	298%	11%	56%	36%
每股收益(元)	0.29	1.17	1.35	2.11	2.88
净资产收益率	8.3%	24.2%	20.9%	24.6%	25.1%
P/E	169	42	37	23	17
PEG	1.9	1.3	0.4	0.3	0.5
P/B	14	10	8	6	4

备注：

投资要点

- **参股云锂股份，碳酸锂再布局。**公司公告，以自有资金7500万元认购云锂股份新增的2,500万股股份，其中增加云锂股份注册资本2,500万元，超出公司认购新增注册资本的金额5,000万元计入云锂股份的资本公积。增资完成后，公司持有云锂股份18.58%股权。

云锂股份成立于2016年4月，主营碳酸锂、磷酸铁锂系列产品研发、加工、生产及销售；有色金属材料、钴、镍、铜、铝回收、加工及销售。2016年(经审计)实现营业收入3249万元，净利润755万元；2017年1-7月份(未经审计)实现营收9764万元，净利润673万元。

- **碳酸锂回收到锂电池综合回收利用，云锂股份发展空间大。**

云锂股份创始团队具有三十多年钨冶炼技术，在钨冶炼技术上独创一套提锂工艺，可处理锂云母、含锂回收物料，在原有钨冶炼生产线上改造建成10,000吨/年的碳酸锂产线，可生产工业级和电池级碳酸锂产品。在锂辉石价格高位、资源稀缺，以及碳酸锂价格高景气下，其提锂技术具有原材料低成本、来源广泛等优势，1万吨/年碳酸锂产能充分释放后将大幅拉动云锂股份业绩提升。

此外云锂股份还在开展锂电池综合回收利用和梯次利用项目的建设规划，致力于打造“资源端-使用端-综合回收循环利用”的锂电产业链全生命周期产业建设，提前布局卡位静待动力电池报废高峰到来。

- **锂电航母再次深入布局碳酸锂，锂电材料产业链得到延伸和闭环。**

公司在2015年与容汇锂业合作布局锂资源，合资公司九江容汇在建8000吨/年氢氧化锂和8000吨/年碳酸锂建设项目。此次参股云母股份再次大幅提升公司的碳酸锂权益产能，为后续电解液、正极材料业务扩张提供稳定保障，上游产业链布局更为坚实。

此外，云锂股份的锂电池综合回收利用以及梯次利用项目将与公司形成优势互补，充分体现龙头动力电池客户高共享性以及资源回收后的高利用性，公司锂电材料产业链得到延伸及闭环，平台化协同发展战略再次推进。

- **投资建议：**我们预计公司2017-2019年分别实现净利润4.38、6.86和9.36亿元，同比分别增长11%、56%、36%，当前股价对应三年PE分别为37、23、17倍。考虑到公司属于日化和电解液行业全球龙头，电解液产品市场份额有望进一步扩大，同时正极材料有望从明年开始大幅贡献业绩，我们给予公

司目标价 60 元，“买入”评级。

- **风险提示事件：**新能源车发展不及预期、国内外政策不达预期、大客户流失风险、项目推进不达预期、原材料价格波动风险。

图表 1: 公司盈利预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	946	1837	2563	3882	5561	成长性					
减: 营业成本	652	1107	1655	2463	3611	营业收入增长率	34%	94%	40%	51%	43%
营业税费	5	16	23	31	33	营业利润增长率	46%	382%	11%	58%	37%
销售费用	60	83	128	194	250	净利润增长率	62%	298%	11%	56%	36%
管理费用	122	190	282	427	612	EBITDA增长率	45%	243%	10%	52%	35%
财务费用	3	3	(11)	(12)	(9)	EBIT增长率	52%	367%	8%	58%	38%
资产减值损失	8	38	40	30	30	NOPLAT增长率	49%	360%	8%	58%	38%
加: 公允价值变动收益	0	26	20	0	0	投资资本增长率	42%	50%	23%	-24%	33%
投资和汇兑收益	1	30	40	48	58	净资产增长率	41%	37%	29%	33%	34%
营业利润	95	457	506	797	1091	利润率					
加: 营业外净收支	20	8	10	10	10	毛利率	31%	40%	35%	37%	35%
利润总额	115	464	516	807	1101	营业利润率	10%	25%	20%	21%	20%
减: 所得税	16	69	77	121	165	净利润率	11%	22%	17%	18%	17%
净利润	100	396	438	686	936	EBITDA/营业收入	16%	29%	23%	23%	22%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	10%	25%	19%	20%	19%
货币资金	222	198	385	1381	1865	运营效率					
交易性金融资产	0	26	30	30	30	固定资产周转天数	167	99	79	56	39
应收帐款	274	450	689	821	1187	流动营业资本周转天数	71	49	71	43	32
应收票据	114	241	328	362	472	流动资产周转天数	248	190	206	220	232
预付帐款	25	23	45	62	91	应收帐款周转天数	88	71	80	70	65
存货	125	187	273	275	528	存货周转天数	43	31	32	25	26
其他流动资产	22	30	30	30	30	总资产周转天数	505	388	372	329	306
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	317	240	230	147	103
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	60	241	241	241	241	ROE	8.3%	24.2%	20.9%	24.6%	25.1%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	6.1%	16.9%	14.8%	16.7%	17.6%
固定资产	480	529	594	609	593	ROIC	12.3%	40.0%	28.6%	37.0%	67.1%
在建工程	49	138	94	62	46	费用率					
无形资产	71	85	79	74	68	销售费用率	6.4%	4.5%	5.0%	5.0%	4.5%
其他非流动资产						管理费用率	12.9%	10.3%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	1626	2335	2967	4118	5322	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
短期债务	20	90	102	20	20	三费/营业收入	19.6%	15.0%	15.6%	15.7%	15.3%
应付帐款	271	394	452	918	1090	偿债能力					
应付票据	77	119	161	280	353	资产负债率	26.7%	30.0%	29.2%	32.4%	30.1%
其他流动负债						负债权益比	36.5%	42.9%	41.3%	47.8%	43.0%
长期借款	0	0	46	0	0	流动比率	1.84	1.67	2.19	2.24	2.64
其他非流动负债						速动比率	1.55	1.40	1.86	2.03	2.31
负债总额	435	701	867	1333	1601	利息保障倍数	28.53	177.47	-45.41	-63.26	-117.58
少数股东权益	9	7	7	7	7	分红指标					
股本	130	325	325	325	325	DPS(元)	0.07	0.19	-	-	-
留存收益	1092	1330	1768	2454	3390	分红比率	23.5%	16.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1192	1634	2100	2786	3722	股息收益率	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	99	395	438	686	936	EPS(元)	0.29	1.17	1.35	2.11	2.88
加: 折旧和摊销	58	75	90	105	118	BVPS(元)	3.48	4.79	6.44	8.55	11.43
资产减值准备	8	37	0	0	0	PE(X)	169	42	37	23	17
公允价值变动损失	0	(26)	20	0	0	PB(X)	14	10	8	6	4
财务费用	5	2	(11)	(12)	(9)	P/FCF	(100)	(793)	101	16	33
投资收益	(1)	(30)	(40)	(48)	(58)	P/S	17.8	9.2	6.3	4.1	2.9
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	68.2	25.5	27.0	16.5	11.8
营运资金的变动	(35)	(228)	(318)	412	(490)	CAGR(%)	90.3%	33.3%	90.0%	90.3%	33.3%
经营活动产生现金	90	234	179	1142	497	PEG	1.9	1.3	0.4	0.3	0.5
投资活动产生现金	(296)	(252)	(84)	(32)	(22)	ROIC/WACC	1.1	3.6	2.6	3.3	6.0
融资活动产生现金	274	(3)	91	(114)	10	REP	9.8	2.6	3.4	3.2	1.3

来源: WIND, 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。本报告仅供本公司的客户使用。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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。