

天赐材料 (002709.SZ)
个护和锂电池材料双翼齐发展

评级:

前次:

目标价(元):

11.60-12.05

分析师

联系人

燕云

刘强

S0740513110001

0531-68889344

021-20315127

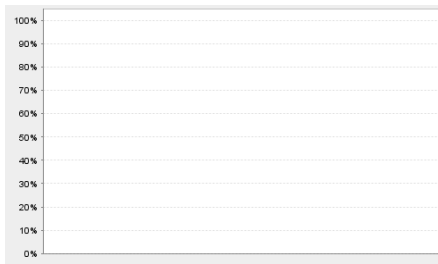
liuqiang@r.qlzq.com.cn

yanyun@r.qlzq.com.cn

2014年1月8日

基本状况

总股本(百万股)	98.80
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	470.91	554.12	615.40	811.85	1,081.95
营业收入增速	29.19%	17.67%	11.06%	31.92%	33.27%
净利润增长率	18.65%	36.83%	20.20%	13.34%	18.86%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.64	0.58	0.65	0.77
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	4.22	4.88	6.27	6.92	7.70
每股现金流量	0.32	1.28	0.48	0.43	0.42
净资产收益率	11.06%	13.09%	9.17%	9.42%	10.07%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	98.80	98.80	131.80	131.80	131.80

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司是国内个人护理品材料和锂离子电池材料的领先企业, 主营三大业务板块: 个人护理品材料、锂离子电池材料(电解液和六氟磷酸锂)及有机硅橡胶材料。2013年上半年这三大业务板块的收入占比分别为58%、25%和17%。未来公司将在个人护理品材料和锂电池材料方向重点发展。
- 个人护理品材料方面, 卡波姆树脂产能居全球第二, 个护高粘度硅油产品的规模居全国前列。与国内企业相比, 公司在技术水平、研发能力、质量控制与市场规模方面具有一定的竞争优势。跨国客户的采购规模约是本土企业的三倍, 公司未来的战略是进入发展空间更广阔的跨国客户采购体系。目前, 已通过了包括宝洁、欧莱雅和联合利华在内的中高端客户的认证并供货。
- 锂离子电池材料方面, 公司是唯一同时具有六氟磷酸锂和电解液生产能力的上市公司, 质量位于先进水平, 成本比日本企业低。电解液市场份额由2009年的4%迅速提升到2012年的10%。未来市场份额将借助成本优势进一步增长。目前公司电解液产能3200吨, 行业第五; 电解质产能300吨, 行业第四。
- 总体, 我们认为个人护理品材料行业发展空间广阔, 将保持稳定发展; 锂离子电池材料行业短期竞争激烈, 利润空间收窄, 仍需静待新能源汽车的发展。
- 公司本次拟公开发行不超过3300万股的普通股, 占发行后总股本的25%, 募集资金2.6亿元, 拟用于建设年产能3800吨电解液、1000吨六氟磷酸锂和3000吨卡波姆树脂项目。募投项目建成后, 公司卡波姆树脂产能达到5000吨; 锂离子电解液和电解质产能将分别达到7000吨和2000吨, 产能均将进入行业前列; 另外3150万元将用于研发中心的建设。

- 我们预测公司 2013-2015 年的营业收入分别为 6.15 亿元、8.12 亿元和 10.82 亿元，同比分别增长 11.1%、31.9%和 33.3%；归属于母公司的净利润分别为 0.76 亿元、0.86 亿元和 1.02 亿元，同比分别增长 20.2%、13.3%和 18.9%；如果按照新增发行股数 3300 万股计算，2013-2015 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.65 元和 0.77 元。根据相对估值法，给予公司 2013 年 20-25×PE，询价区间为 11.60-14.50 元。另外，考虑到老股转让的股份数不能超过 850 万股，**我们建议的询价区间为 11.60-12.05 元。**
- 风险提示：技术竞争加剧的风险；个护外企采购体系的维持及锂电池等产品价格下跌风险。

内容目录

公司主营业务和产品	- 4 -
公司主营业务收入及利润表现	- 5 -
公司股权结构	- 6 -
行业发展的现状及趋势	- 6 -
个人护理品材料行业的现状	- 6 -
个人护理材料行业的发展趋势	- 7 -
锂离子电池材料行业的现状	- 7 -
锂离子电池材料行业的发展趋势	- 8 -
有机硅橡胶材料行业的现状与发展趋势	- 10 -
公司发展前景	- 11 -
个人护理品材料的行业地位	- 11 -
锂离子电池材料的行业地位	- 11 -
有机硅橡胶材料行业地位	- 13 -
公司的竞争优势	- 13 -
技术研发优势	- 13 -
产品质量保障优势	- 15 -
国际市场开拓优势	- 15 -
未来盈利能力分析	- 15 -
个人护理品材料进入跨国公司采购体系，竞争力提升，未来发展空间广阔	- 15 -
锂离子电池材料增长稳定，新能源汽车的发展将带来指数级增长	- 16 -
募投项目	- 16 -
盈利预测、估值与投资建议	- 16 -
盈利预测	- 16 -
PE 相对估值法：询价区间 11.60-12.05 元	- 19 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 公司主要产品的的基本情况.....	- 4 -
图表 2: 公司主营业务定位	- 4 -
图表 3: 公司近五年营业收入及增速	- 5 -
图表 4: 公司近五年净利润及增速.....	- 5 -
图表 5: 近五年销售毛利率与净利率	- 5 -
图表 6: 2009-2011 年主营收入构成	- 5 -
图表 7: 公司股权结构图	- 6 -
图表 8: 中国日用化妆品市场年销售额	- 7 -
图表 9: 本土个人护理品材料供应商客户定位.....	- 7 -
图表 10: 锂离子电池的应用	- 8 -
图表 11: 锂离子电池的构成.....	- 8 -
图表 12: 2002-2011 年全球锂离子电池市场格局	- 8 -
图表 13: 全球锂电池的市场规模	- 9 -
图表 14: 锂离子电池在各领域应用占比	- 9 -
图表 15: 各国新能源汽车发展规划.....	- 10 -
图表 16: 2015 年六氟磷酸锂需求量将达 6000 吨	- 10 -
图表 17: 液体硅橡胶的应用领域	- 10 -
图表 18: 国内外个人护理品材料生产企业	- 11 -
图表 19: 公司锂离子电池电解液全球市场占有率	- 12 -
图表 20: 公司电解液行业地位 (2013 年)	- 12 -
图表 21: 公司电解质行业地位 (2013 年)	- 12 -
图表 22: 有机硅橡胶产品的竞争状况	- 13 -
图表 23: 有机硅橡胶生产企业侧重领域	- 13 -
图表 24: 公司研究成果所获荣誉	- 14 -
图表 25: 公司柔性平台示意图	- 14 -
图表 26: 主要跨国公司客户的销售情况及占当期个护收入的比例	- 15 -
图表 27: 天赐材料募投项目概况	- 16 -
图表 28: 天赐材料销售收入预测表-1 (万元)	- 17 -
图表 29: 天赐材料销售收入预测表-2 (万元)	- 18 -
图表 30: 天赐材料可比公司估值	- 19 -
图表 31: 天赐材料不同发行价格下的情景分析.....	- 19 -
图表 32: 财务预测简表.....	- 20 -

公司基本情况

公司主营业务和产品

- 公司主要从事精细化工新材料的研发、生产和销售，包括个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大业务板块。

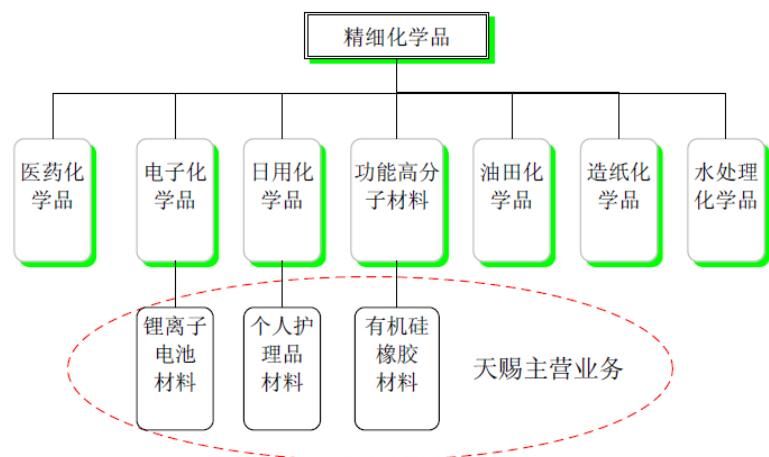
图表 1: 公司主要产品的的基本情况

产品类别	主要产品系列	主要客户
个人护理品材料	阳离子调理剂系列	宝洁、广东拉芳、RITA、拜尔斯道夫 (BDF)
	硅油系列	
	表面活性剂系列	
	水溶性聚合物系列	
锂离子电池材料	动力锂离子电池功能电解液系列	万向电动汽车、深圳沃特玛、合肥国轩
	传统锂离子电池功能电解液系列	
有机硅橡胶材料	液体硅橡胶系列	泉州伟邦、中山泰峰

来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

- 个人护理品材料领域：公司在稳定发展国内市场的基础上，积极拓展跨国公司业务。报告期内公司已进入宝洁、RITA、拜尔斯道夫 (BDF)、高露洁和欧莱雅等跨国个人护理品企业全球采购体系。
- 锂离子电池材料领域：公司已成为国内新能源汽车企业万向电动汽车、合肥国轩等的电解液供应商，随着公司六氟磷酸锂产品顺利投产及新能源汽车行业的迅猛发展，公司面临实现跨越式发展的机遇。

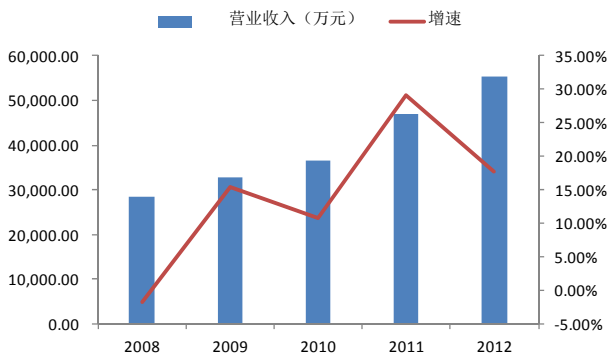
图表 2: 公司主营业务定位



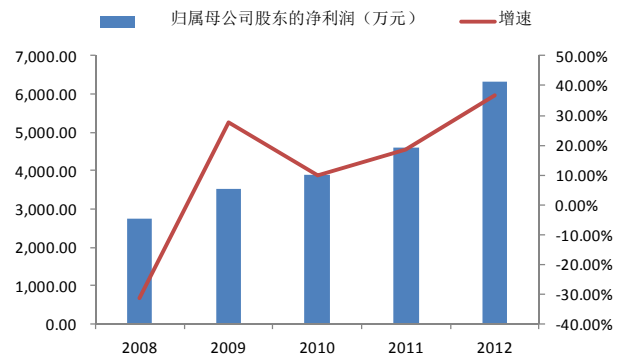
来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

公司主营业务收入及利润表现

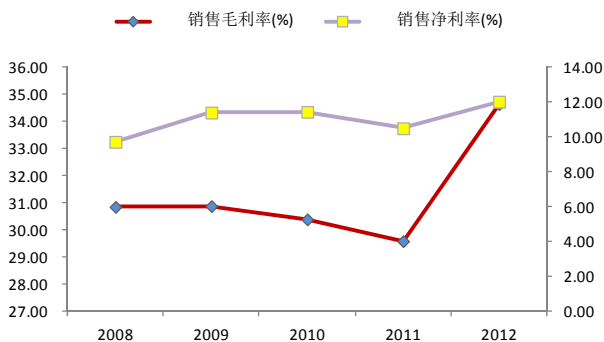
- 2010-2012 年公司的营业收入分别为 3.65 亿元、4.71 亿元和 5.54 亿元，复合增长率为 **23%**。实现归属母公司股东的净利润为 0.39 亿元、0.46 亿元和 0.63 亿元，复合增长率为 **27%**。
- 2013 年上半年，公司个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大系列营业收入占比分别为 **57.89%**、**24.68%**和 **17.10%**。目前个人护理品材料系列是公司营业收入的主要来源，未来增长的看点是锂离子电池材料系列产品随新能源汽车的爆发。
- 2010-2012 年，公司综合毛利率分别为 30.39%、29.59%和 34.64%。2012 年毛利率大幅上升的主要原因是锂离子电池材料的毛利率比个人护理材料和有机硅橡胶材料毛利率高，随着六氟磷酸锂的投产及锂离子电池材料系列产品的放量，综合毛利率有所提升。

图表 3: 公司近五年营业收入及增速


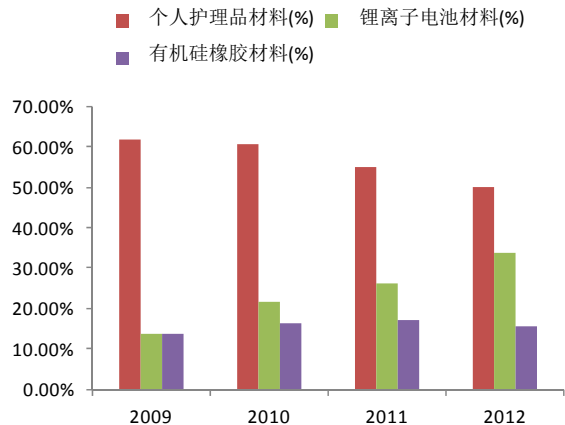
来源: wind, 齐鲁证券研究所

图表 4: 公司近五年净利润及增速


来源: wind, 齐鲁证券研究所

图表 5: 近五年销售毛利率与净利率


来源: wind, 齐鲁证券研究所

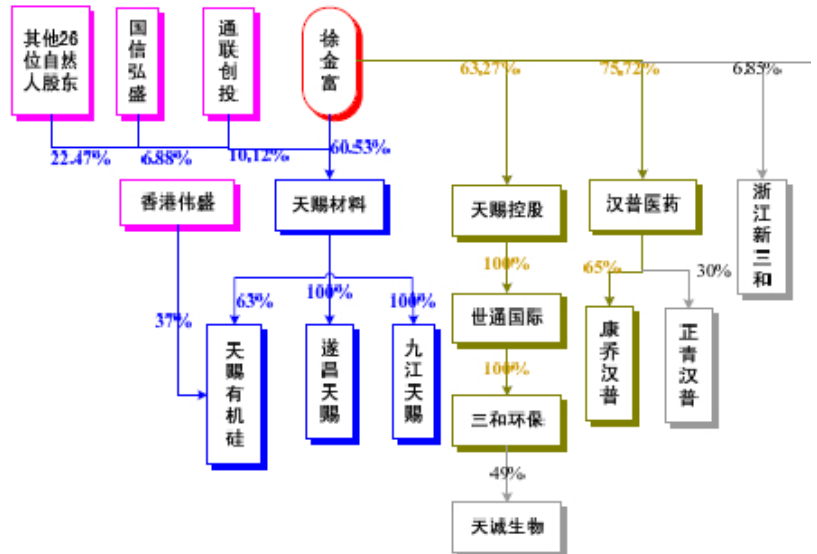
图表 6: 2009-2011 年主营收入构成


来源: wind, 齐鲁证券研究所

公司股权结构

- 公司控股股东、实际控制人为徐金富先生，其持有公司 5,980.03 万股，占发行前总股本（9,880 万股）的 60.53%。本次发行人首次公开发行 3,300 万股人民币普通股，发行后总股本为 13,180 万股。发行后的实际控制人仍为徐金富先生，其相应持股比例为 45.37%。

图表 7: 公司股权结构图

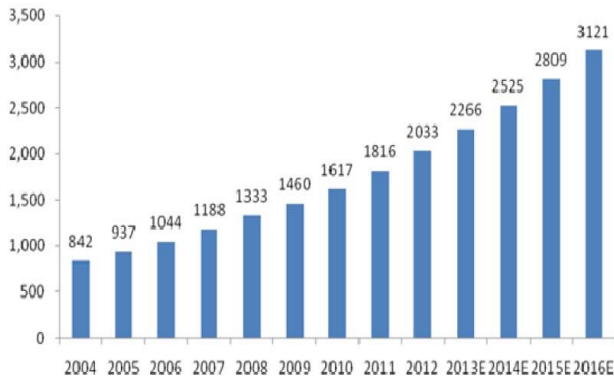


来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

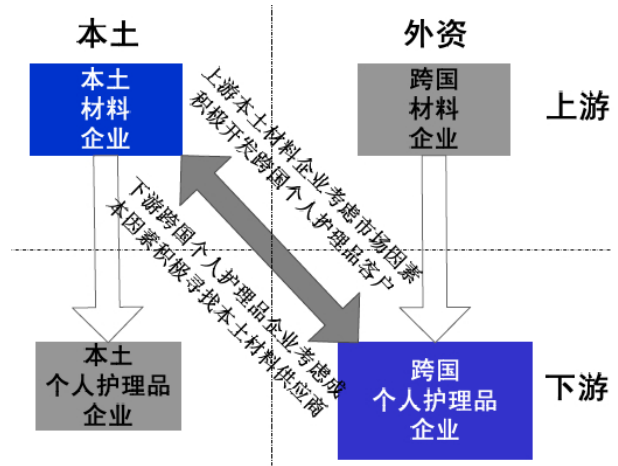
行业发展的现状及趋势

个人护理品材料行业的现状

- 个人护理品材料，是指个人护理品生产过程中要用到的、起某种特定功能的精细化学品材料。受益于下游个人护理品行业的稳定增长，个人护理品材料行业近几年也保持了较快的增长速度。尤其是随着生活水平的提高，消费结构不断升级，个人护理品对材料要求不断提高，这一变化趋势给个人护理品材料企业带来较大的市场空间。
- 一般认为，个人护理品材料与个人护理品的平均产值比为 1: 10。受益于经济发展和人民生活水平的提高，2006-2011 年中国日用化妆品市场年复合增长 11.7%，是全球发展最快的市场之一，预计到 2015 年中国日化市场销售额将达到 2809 亿元，年复合增长 8%。

图表 8: 中国日用化妆品市场年销售额


来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 本土个人护理品材料供应商客户定位


来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

- 中国的个人护理品材料市场竞争较为激烈, 行业集中度较低。分布在中国的本土个人护理材料供应商较多, 其客户集中于国内个人护理品企业; 进入中国的国外个人护理品材料供应商, 主要针对中高端市场等跨国个人护理品企业, 占据着较大的市场份额。
- 由于中国市场的迅速壮大以及生产成本等因素, 一些跨国个人护理品企业也逐步将原料采购从欧美企业转移到成本更有优势的中国本土材料提供商上来。

个人护理材料行业的发展趋势

- 个人护理品材料成为个人护理品品牌成功的重要保障。随着工艺技术的突破、产品的不断升级, 一些效果更好、稳定性更高、复配性更佳的原料将逐步取代原有普通材料。以增稠剂为例, 具有更好增稠、稳定效果的卡波姆树脂系列产品应用将更为广泛。
- 考虑到成本及市场因素, 个人护理品材料企业逐渐将生产基地转移到中国、印度等新兴市场国家。

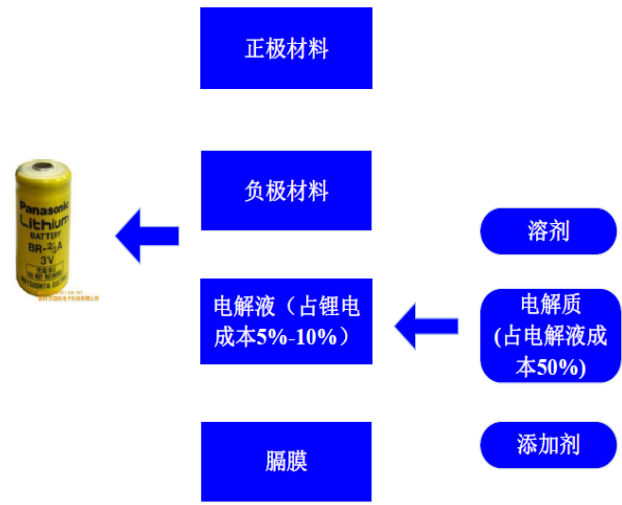
锂离子电池材料行业的现状

- **锂离子电池**具有能量密度高、循环寿命长、自放电率小、无记忆效应和绿色环保等突出优势, 是目前最为理想的二次电池。
- 受益于以手机、笔记本电脑、数码产品等为代表的消费电子产品的旺盛需求, 全球锂离子电池产业近几年来一直保持高速增长的态势。根据日本 IIT 的研究数据, 2012 年全球锂离子电池的市场规模达到 1,200 亿元, 到 2020 年全球锂电池市场规模达到 3,700 亿元。

图表 10: 锂离子电池的应用

锂离子电池应用领域	下游应用产品	
现有应用领域	手机	
	笔记本	
	相机	
	电动工具	
	电动自行车	
新兴应用领域	储能领域	
	新能源汽车	

来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

图表 11: 锂离子电池的构成


来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

- 日本、韩国和中国是全球锂离子电池主要生产国，由于中国相对低廉的人工成本以及巨大的市场空间，日本、韩国等锂离子电池生产厂商也纷纷在中国投资生产线，全球锂离子电池的制造中心正向中国转移。

图表 12: 2002-2011 年全球锂离子电池市场格局

国别	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
日本	65.28%	61.82%	57.67%	58.01%	54.39%	51.40%	49.97%	45.50%	41.50%	38.43%
中国	11.24%	12.62%	19.10%	19.52%	22.95%	23.03%	23.17%	16.50%	18.76%	18.63%
韩国	10.67%	12.17%	16.20%	17.39%	18.40%	21.32%	22.08%	31.70%	35.27%	38.51%

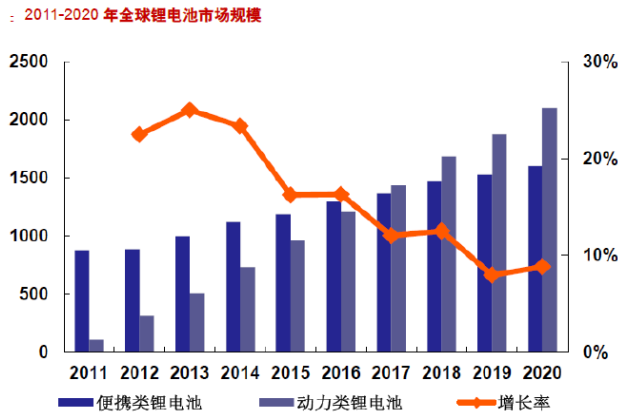
来源：IIT 报告，齐鲁证券研究所

锂离子电池材料行业的发展趋势

- 传统消费电子领域的发展以及锂离子电池替代效应将推动锂离子电池产业持续增长。
 - 手机是锂离子电池的最大用户，虽然近几年全球手机销售增速放缓，但由于新兴市场特别是印度、非洲国家需求强劲，全球仍将保持较快增速。
 - 笔记本电脑是锂离子电池的第二大应用领域，笔记本电脑的兴起与广泛应用也对锂离子电池及电解液的应用起到了推动作用。
 - 电动工具是锂离子电池的第三大应用领域，全球电动工具一年需要 7 亿多颗电池，其中只有略高于 10% 是用锂离子电池，镍镉电池仍为主要材质，但存在环境污染问题。全球电动工具的需求以每年 5% 左右的速度增长，预计未来两三年内使用锂离子电池作为动力的电动工具将有望超过 50% 的增速，带动全球锂离子电池及电解液市场

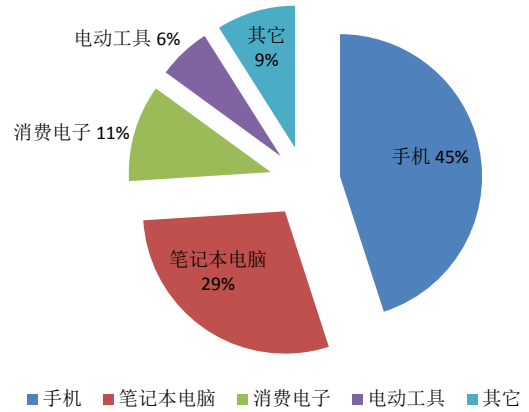
- 规模，
- 综合考虑到消费电子产品的长期增长趋势，以及锂离子电池在电动工具、电动自行车领域的替代效应，预计锂离子电池市场将持续稳定增长。

图表 13: 全球锂电池的市场规模



来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

图表 14: 锂离子电池在各领域应用占比



来源: 齐鲁证券研究所

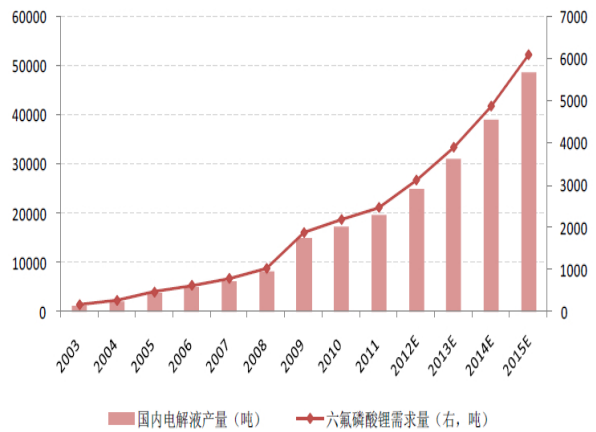
- 新能源汽车领域的快速发展将给锂离子电池产业带来爆发性增长。随着汽车行业的发展，大量的汽车尾气的排放所引起的环境污染问题以及能源问题逐渐引起全社会的重视。转变原有的能源消费结构，更合理有效地利用能源，发展新能源汽车已成为未来汽车工业可持续发展的必然选择。
- 2012 年以来，全球新能源汽车迎来井喷行情，以特斯拉 (TESLA) 为代表的电动汽车成功地从公共交通领域转移到私人消费领域，充分证明了现有材料系统的极限应用已经可以提供让广大消费者满意的产品。2012 年新能源汽车销量较 2011 年增长一倍。
 - 新能源汽车对锂离子电池材料的消耗量相当于传统便携式数码产品的数千倍，据测算，一辆电动汽车所需锂离子电池电解液 40-50 公斤，一辆电动大巴所需锂离子电池电解液 300-400 公斤。
 - 据日本信息技术综合研究所 (IIT) 预测，从 2010 年开始新能源汽车进入快速增长期，镍氢电池汽车逐步被锂离子电池取代，2013 年起采用锂离子动力电池的新能源汽车进入快速增长期，镍氢电池汽车产量开始下降，预计到 2019 年全球新能源汽车产量将达到 689 万辆，我们按照平均一辆新能源汽车需消耗锂离子电池电解液 40 千克计算，到 2019 年全球新能源汽车所需锂离子电池电解液约为 27.58 万吨，复合增长率高达 86%。
 - 储能领域的发展对于锂离子电池的需求巨大。2008 到 2018 年全球储能市场将从 111,263 兆瓦增长到 4,661,970 兆瓦，复合增长率 45%，储能领域的发展将大幅增加对锂离子电池材料的需求。

图表 15: 各国新能源汽车发展规划

国家	2015年	2020年	2030年
美国	100万辆 (保有量) 插电式混合动力、增程型电动车、纯电动车		
英国	24万辆 (保有量) 电动车		
德国		100万辆 (保有量) 电动车	500万辆 (保有量) 电动车
法国		200万辆 (累计产量) 清洁能源汽车	
日本		200万辆 (年销量) 电动车 (80万)、混合动力 (120万)	新能源汽车占比达到70%
韩国	120万辆 (产量, 10%世界电动车市场)	小型电动车普及率10%	
中国	50万辆 (累计产销) 插电式混合动力、纯电动	500万辆 (累计产销), 插电式混合动力汽车、纯电动汽车	

来源: 齐鲁证券研究所

图表 16: 2015 年六氟磷酸锂需求量将达 6000 吨



来源: 高工锂电, 齐鲁证券研究所

- 按照一般锂离子电池电解液中六氟磷酸锂与有机溶剂 1:7 的用量比例关系, 预计未来六氟磷酸锂的市场容量将呈现快速增长, 一旦新能源汽车市场有所突破, 将给上游的锂离子电池电解液以及六氟磷酸锂带来几何级的增长速度。

有机硅橡胶材料行业的现状与发展趋势

- 有机硅橡胶是有机硅的深加工产品, 也是目前产量最大的深加工产品, 占到有机硅深加工产品的 60-70%。有机硅橡胶按产品状态可分为固体硅橡胶和液体硅橡胶两大类。本公司的主营产品主要为液体有机硅橡胶, 主要应用在电子以及模具行业。

图表 17: 液体硅橡胶的应用领域

行业	利用的特性	主要应用范围
建筑	耐老化、易着色、粘接性	用作公路接缝的密封剂, 高层建筑物嵌板、幕墙和内墙接缝的密封, 厨房瓷砖周围空隙的填平和浴盆、水斗、便池周围的密封等
电子	介电性、耐候、粘接行、易用性	用作包封、灌注、粘接、浸渍和涂覆等材料
电力	电绝缘性、耐候、防潮	用于互感器、冷缩附件、绝缘子、避雷器的生产
航空宇航	耐高低温、耐腐蚀、耐辐射	用于宇宙飞船窗口、真空泵系统和电子设备的密封, 烧蚀涂层, 耐油部位的密封
汽车	耐疲劳、粘接性	用作现场成形的密封垫圈, 汽车挡风玻璃、门窗框架、反光灯、排气管及易受水淋设备的粘接密封
医疗	生理惰性	用作隐形眼镜、人工角膜、齿科印模、防噪音耳塞的材料
其他	粘接性、仿真性	用于制作古代文物复制品的模具, 常规武器的密封

来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

- 随着世界制造业向中国转移, 液体硅橡胶的重要应用领域模具、电器、电子、电力、汽车、医疗、日化等下游行业的需求旺盛, 中国液体硅橡胶正迎来一个高速发展期, 行业的景气将会因下游需求的旺盛得到较长时间的维持。

公司发展前景

个人护理品材料的行业地位

- 公司是国内最大的卡波姆树脂产品、个人护理品用高粘度硅油系列产品生产企业之一。与国内企业相比，公司在技术水平、研发能力与市场规模方面具有一定的竞争优势。
- 报告期内，公司凭借稳定的产品质量已成为宝洁、拜尔斯道夫、高露洁、欧莱雅和安利等国际知名企业的个人护理品材料供应商。

图表 18: 国内外个人护理品材料生产企业

企业名称	总部	简介	主要产品
罗地亚	法国	罗地亚公司是全球领先的精细化工生产商，下属八大企业。在日用精细化学品领域、特种材料与其他精细化学品领域都拥有雄厚的技术实力	表面活性剂、聚合物、高性能白炭黑、己二酸、聚酰胺工程塑料、医药活性成分和香精香料添加剂
道康宁	美国	成立于1943年，长期致力于开发有机硅的各种潜能，由康宁玻璃公司和陶氏化学公司合资而成，道康宁已成长为硅基技术及创新领域的全球领导者	为全世界有着不同需求的25,000家客户提供增强性能的解决方案，并提供7,000多种产品和服务
爱美高	美国	是陶氏化学公司的子公司，为全球生产和销售个人护理产品的功能性添加剂	调理剂、润肤剂、增稠剂和保湿剂，用于秀发与肌肤护理产品
路博润	美国	创建于1928年，是一家创新型特种化学品的全球性公司，其中明星产品是水溶性聚合物卡波姆树脂，全球市场占有率超过80%	个人护理用丙烯酸基液体增稠剂、头发定型剂、软化剂、表面活性剂、乳化剂和增湿剂等
中狮化学	南京	1998年7月成立的精细化学品合资企业	美白剂、防腐剂、杀菌剂、调理剂、增稠剂、温和表面活性剂、乳化剂、增溶剂、防晒剂等
东雄化工	广州	工成立于1994年，是国内最早洗涤日化原料供应商之一	阳离子调理剂，温和表面活性剂及特色添加剂

来源：齐鲁证券研究所

锂离子电池材料的行业地位

- 目前，全球锂离子电池电解液的供应商主要集中在中国、日本、韩国。日本及韩国厂商主要供应日本、韩国本土企业和部分国内日资、韩资企业。
- 公司是国内较早开始研究与开发锂离子电池材料的企业，是国内主要的锂离子电池电解液供应商之一。
- 2012年，广州天赐电解液占据全国电解液销售市场份额的10%，而在2009年时仅占全国市场份额4%；3年时间，公司全国市场份额提高6%，是电解液领域名副其实的黑马。
- 2011年公司成功实现了六氟磷酸锂的自产，降低了锂离子电池电解液的生产成本，提升了公司锂离子电池电解液产品的盈利水平及行业地位。

图表 19: 公司锂离子电池电解液全球市场占有率

公司锂离子电池电解液	2012年	2011年	2010年
销量 (吨)	2,596	1,687	953
销售额 (万元)	18,788	12,375	7,856
增长率	51.83%	57.52%	76.46%
全球锂离子电池电解液销量 (吨)	83,360	48,720	31,000
公司全球市场占有率	3.11%	3.46%	3.07%

来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

图表 20: 公司电解液行业地位 (2013 年)

可比公司	电解液				
	国泰华荣	新宙邦	东莞杉杉	天津金牛	广州天赐
简介	控股子公司华荣化工主要生产锂离子电池电解液和硅烷偶联剂	国内主要的锂离子电池电解液供应商之一, 顺利成为索尼、松下、三星的合格供应商	目前我国最大的锂离子电池材料综合供应商 (正极、负极、电解液三块)	以中海油天津化工研究院设计院为技术依托, 主要从事锂离子电池电解液的生产和销售	专业从事个人护理品功能材料、锂离子电池材料、有机硅橡胶材料的高科技民营企业
产能	10,000 吨	8600吨	5000吨	3800吨	3200吨
毛利率	39.99%	28.89%	19.11%		44.07%
行业地位	锂电电解液龙头, 行业第一	公司市场份额16%, 行业第二	综合性锂电巨头, 市场占有率14%, 国内第三	采用自主研发技术、国产原料与装备生产六氟磷酸锂的企业	行业第五

来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

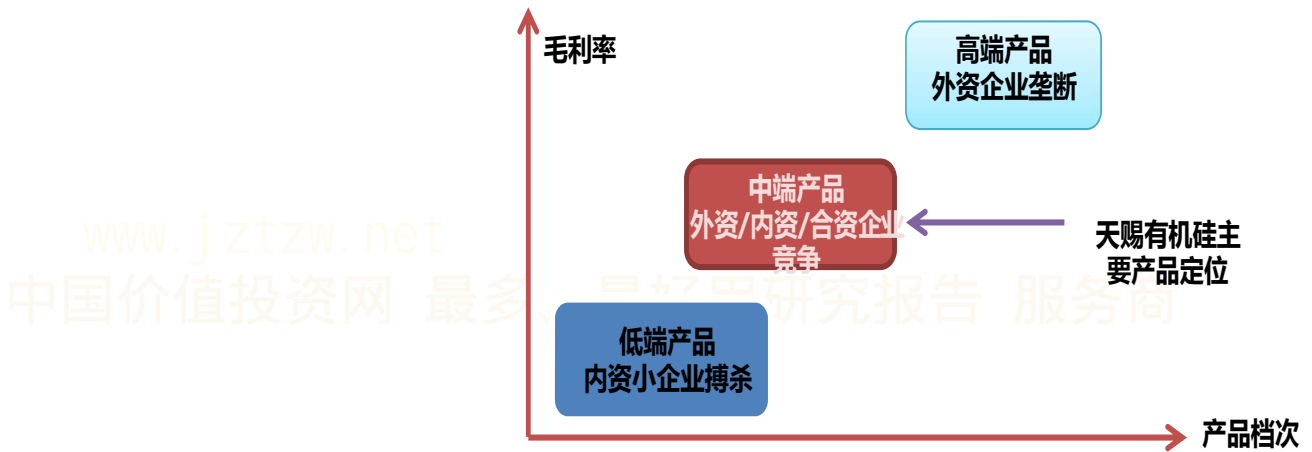
图表 21: 公司电解质行业地位 (2013 年)

可比公司	电解质							
	多氟多	九九久	天津金牛	广州天赐	日本森田化学	日本stella	日本关东电化	韩国蔚山
简介	拥有从萤石—高纯 HF—LiF—LiPF ₆ —锂电池完整产业链, LiPF ₆ 主要原材料均能自产, 生产成本相对较低	国内六氟磷酸锂一流的供应商	自用	自用	主要供给三菱化学	供给韩国 ECOPEO	供给宇部公司	供给三星电子
产能	2200吨	700吨	700吨	300吨	1620吨	1300吨	1300吨	350吨
行业地位	无机氟化盐行业国内龙头, 全球第一	产品品质已经可与日本森田媲美		募投扩产	全球第二			

来源: 齐鲁证券研究所

有机硅橡胶材料行业地位

- 目前国内液体硅橡胶行业生产厂家众多,但大部分集中在低端产品领域,中端产品主要由外资企业、合资企业及行业内个别龙头企业生产,高端产品大部分依赖进口。
- 公司有机硅橡胶材料主要为液体硅橡胶,主要应用于模具及电子行业等,产品结构及应用领域与其他有机硅橡胶材料大公司有差异。

图表 22: 有机硅橡胶产品的竞争状况


来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

图表 23: 有机硅橡胶生产企业侧重领域

公司	主营产品	应用领域	毛利率
广州新展	有机硅密封胶	建筑、工业、汽车、太阳能领域	
杭州之江	有机硅密封胶, 聚氨酯密封胶和聚硫密封胶	产品广泛应用于建筑、汽车、机械、电子、电器、太阳能光伏等行业	
广州白云	硅酮胶粘剂	各类建筑和工业	
北京天山	厌氧胶、硅橡胶、聚氨酯粘接剂、环氧胶、丙烯酸酯胶、氯丁胶等六大类	中国工程胶粘剂行业已处于领先地位, 成为机器制造、装配、维修的用胶专家	
硅宝科技	有机硅室温硫化硅橡胶、相关技术和设备	有机硅室温胶生产行业领先企业, 主要应用于建筑领域	36.71%
回天胶业	有机硅、聚氨酯、环氧胶、丙烯酸、厌氧胶等多种胶粘剂	主要用于各类工程胶粘剂	43.57%
广州天赐	液体硅橡胶	模具及电子行业	28.81%

来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所; 注: 产品结构及应用领域不同, 毛利率有相应差别

公司的竞争优势
技术研发优势

- 高素质、专业化的研发团队: 公司创始人徐金富先生是中国科学院化学专业硕士研究生, 一直从事精细化学品的生产与研究, 有着深厚的

理论功底和丰富的行业经验，电解液研发团队人员保持较强稳定性，并且是国内罕有在研究及检测设备初期便投入超过 1000 万元的企业。

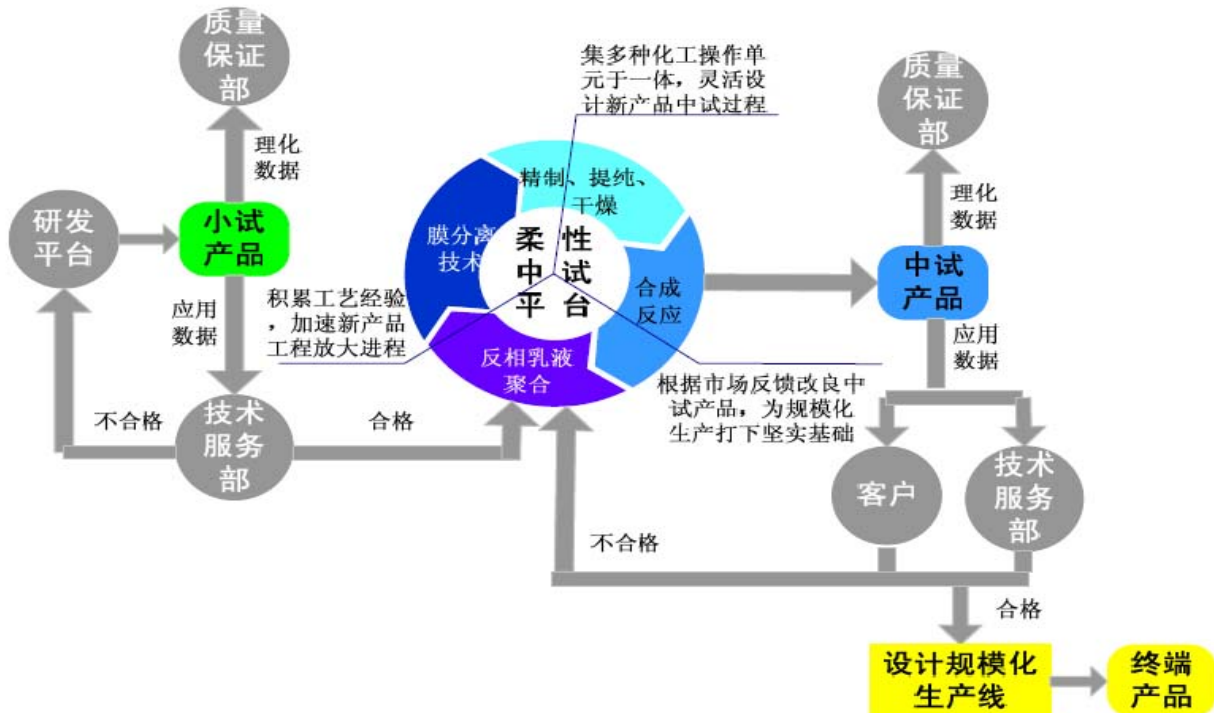
- 研发成果：公司拥有省级“企业技术中心”及“广东省精细化工材料工程技术研究开发中心”，共拥有专利 15 项，其中发明专利 11 项，实用新型 1 项，外观专利 3 项。

图表 24：公司研究成果所获荣誉

研发项目	所获荣誉
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	国家火炬计划项目
高性能塑料合金用含硅聚合物的制备	科学技术成果鉴定证书
动力型超级电容器用功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
新型快速成型用模具硅橡胶的研究与应用	科学技术成果鉴定证书
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
锂二次电池功能电解质的研究与开发	科学技术成果鉴定证书
锂离子电池功能电解质的研究与产业化应用	广东省科学技术奖励一等奖

来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

- 行业领先的柔性中试、化工产业化体系：公司于 2008 年建立了包含完整化工操作单元的中试平台，形成了行业领先的柔性中试平台，为不断推出高附加值产品提供了高效的产业化平台。

图表 25：公司柔性平台示意图


来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

产品质量保障优势








- 严格的品质管理,公司除了建立 ISO9000、TS16949 质量管理体系以外,还引进吸收消化和应用国际先进水平的品质保障系统 (QAE),公司的质量管理体系和能力已经获得多家跨国公司的认可。

国际市场开拓优势

- 公司是个人护理品行业内较早推进国际业务并积极接触跨国公司客户的企业之一。经过多年发展,公司已经与宝洁、RITA、高露洁、拜尔斯道夫 (BDF) 等跨国公司建立了合作关系,成为其材料供应商。
- 由于这些公司选择的供应商和“外部协作”企业都需要满足严格的条件,并经历长达数年的考察,因此这种合作不仅在一定程度上标志着本公司产品质量和技术水平赢得了国际市场的认可,也为公司进一步开拓市场创造了有利条件。

www.jztzw.net

图表 26: 主要跨国公司客户的销售情况及占当期个护收入的比例

跨国公司客户	2013年1-6月	占比	2012年	占比	2011年	占比	2010年	占比
	788.11	5.08%	1,070.69	3.87%	1,575.66	6.07%	1,675.48	7.58%
	1,154.36	7.44%	3,471.79	12.56%	607.65	2.34%	—	—
	441.99	2.85%	853.92	3.09%	423.37	1.63%	275.66	1.25%
	169.95	1.10%	492.58	1.78%	352.69	1.36%	318.37	1.44%
	1,834.61	11.82%	1,076.38	3.89%	240.58	0.93%	25.86	0.12%
	251.91	1.62%	229.06	0.83%	31.26	0.12%	—	—
	341.83	2.20%	102.65	0.37%	—	—	—	—

来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

未来盈利能力分析

个人护理品材料进入跨国公司采购体系, 竞争力提升, 未来发展空间广阔

- 公司的个人护理品材料实施进入跨国公司采购体系的发展战略: 报告期内, 已有宝洁、RITA、拜尔斯道夫、亚什兰、高露洁、安利、利洁时 7 家跨国公司进入公司个人护理品材料前十大客户之列。
- 2011 年公司成为宝洁公司、欧莱雅、BDF (妮维雅)、高露洁等个人护理品材料领域的跨国公司配套扩建了表面活性剂甜菜碱的产能 5000 吨、

新建了挥发性透明硅油系列产品 5000 吨项目，及在公司全资子公司九江天赐新建了 2000 吨卡波姆树脂项目，加上此次募集投资 3000 吨水溶性聚合树脂，随着与宝洁等跨国公司合作的深入，产能利用率将持续提升，公司盈利能力将得到较大提高。

锂离子电池材料增长稳定，新能源汽车的发展将带来指数级增长

- 国内六氟磷酸锂的扩产导致其价格及电解液价格持续下滑，通过 2012-2014 年这波龙头企业产能的快速扩充，六氟磷酸锂全球市场格局将主要由中国企业主导。
- 募投项目建成后，公司锂离子电解液和电解质产能将分别达到 6000 吨和 2000 吨，产能都将进入行业前三。
- 2012 年全球电解液需求量在 6 万吨左右。2016 年后随着动力电池和储能领域的应用打开，电解液的需求将得到快速提升。

募投项目

- 公司本次拟公开发行 3300 万股，占发行后总股本的 25.04%。
- 募集资金拟用于电解液、六氟磷酸锂和卡波姆树脂项目建设，提升公司在个人护理品材料和锂电池材料行业市场份额，推动公司快速发展。

图表 27：天赐材料募投项目概况

项目名称	计划投资额 (万元)	募集资金投入 (万元)	投资回收期 (税后)	内部收益率 (税后)	项目进度	达产后新增利润 (万元/年)
6,000t/a 锂电池和动力电池材料项目（二期）	10,964.00	10,964.00	5.28年	17.45%	已完成基本建设，正在调试设备，预计2013年底投产	3,308.00
1,000t/a 锂离子电池电解质材料项目	7,477.14	7,477.14	5.67年	15.63%	2012年开始实施，目前处于土建阶段，2014年投产	1,276.00
3,000t/a 水溶性聚合物树脂材料项目	4,932.52	4,932.52	4.24年	29.78%	2013年起实施，2014年投产	3,747.23
广州天赐高新材料股份有限公司研发中心	3,150.00	3,150.00				提升研发实力

来源：招股意向书，齐鲁证券研究所

盈利预测、估值与投资建议

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年的营业收入分别为 6.15 亿元、8.12 亿元和 10.82 亿元，同比分别增长 11.1%、31.9%和 33.3%；归属于母公司的净利润分别为 0.76 亿元、0.86 亿元和 1.02 亿元，同比分别增长 20.2%、13.3%和 18.9%；如果按照新增发行股数 3300 万股计算，2013-2015 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.65 元和 0.77 元。

图表 28: 天赐材料销售收入预测表-1 (万元)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
两性表面活性剂					
销售收入	5,736.78	8,215.90	10,000.00	13,500.00	17,750.00
增长率 (YOY)	—	43.21%	21.72%	35.00%	31.48%
毛利率	17.00%	18.00%	23.00%	22.00%	21.00%
销售成本	4,761.53	6,737.04	7,700.00	10,530.00	14,022.50
增长率 (YOY)	—	41.49%	14.29%	36.75%	33.17%
毛利	975.25	1,478.86	2,300.00	2,970.00	3,727.50
增长率 (YOY)	—	51.64%	55.52%	29.13%	25.51%
占总销售额比重	12.18%	14.81%	16.25%	16.63%	16.41%
占主营业务利润比重	7.01%	7.70%	11.20%	12.05%	11.71%
氨基酸表面活性剂					
销售收入	1,478.40	2,102.31	2,100.00	3,010.00	4,340.00
增长率 (YOY)	—	42.20%	-0.11%	43.33%	44.19%
毛利率	35.00%	33.00%	32.00%	38.40%	38.20%
销售成本	960.96	1,408.55	1,428.00	1,854.16	2,682.12
增长率 (YOY)	—	46.58%	1.38%	29.84%	44.65%
毛利	517.44	693.76	672.00	1,155.84	1,657.88
增长率 (YOY)	—	34.08%	-3.14%	72.00%	43.44%
占总销售额比重	3.14%	3.79%	3.41%	3.71%	4.01%
占主营业务利润比重	3.72%	3.61%	3.27%	4.69%	5.21%
硅油					
销售收入	8,047.13	7,267.33	6,880.00	7,175.00	7,215.00
增长率 (YOY)	—	-9.69%	-5.33%	4.29%	0.56%
毛利率	27.00%	29.02%	28.69%	29.20%	28.95%
销售成本	5,874.40	5,158.35	4,906.13	5,079.90	5,126.26
增长率 (YOY)	—	-12.19%	-4.89%	3.54%	0.91%
毛利	2,172.73	2,108.98	1,973.87	2,095.10	2,088.74
增长率 (YOY)	—	-2.93%	-6.41%	6.14%	-0.30%
占总销售额比重	17.08%	13.10%	11.18%	8.84%	6.67%
占主营业务利润比重	15.62%	10.98%	9.61%	8.50%	6.56%
阳离子调理剂					
销售收入	3,188.64	3,265.08	3,588.00	5,070.00	5,670.00
增长率 (YOY)	—	2.40%	9.89%	41.30%	11.83%
毛利率	26.00%	27.93%	30.00%	29.50%	29.20%
销售成本	2,359.59	2,353.14	2,511.60	3,574.35	4,014.36
增长率 (YOY)	—	-0.27%	6.73%	42.31%	12.31%
毛利	829.05	911.94	1,076.40	1,495.65	1,655.64
增长率 (YOY)	—	10.00%	18.03%	38.95%	10.70%
占总销售额比重	6.77%	5.89%	5.83%	6.25%	5.24%
占主营业务利润比重	5.96%	4.75%	5.24%	6.07%	5.20%
卡波姆树脂					
销售收入	3,508.80	3,430.42	6,232.00	8,064.00	11,780.00
增长率 (YOY)	—	-2.23%	81.67%	29.40%	46.08%
毛利率	25.00%	37.00%	45.00%	44.00%	42.00%
销售成本	2,631.60	2,161.16	3,427.60	4,515.84	6,832.40
增长率 (YOY)	—	-17.88%	58.60%	31.75%	51.30%
毛利	877.20	1,269.26	2,804.40	3,548.16	4,947.60
增长率 (YOY)	—	44.69%	120.95%	26.52%	39.44%
占总销售额比重	7.45%	6.19%	10.13%	9.93%	10.89%
占主营业务利润比重	6.30%	6.61%	13.65%	14.39%	15.54%
OAA单体					
销售收入	0.00	0.00	0.00	2,108.00	5,270.00
增长率 (YOY)	—	—	—	—	150.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	23.00%	24.00%
销售成本	0.00	0.00	0.00	1,623.16	4,005.20
增长率 (YOY)	—	—	—	—	146.75%
毛利	0.00	0.00	0.00	484.84	1,264.80
增长率 (YOY)	—	—	—	—	160.87%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	2.60%	4.87%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	1.97%	3.97%
其它聚合物					
销售收入	1,685.42	666.71	3,380.00	3,355.00	3,640.00
增长率 (YOY)	—	-60.44%	406.97%	-0.74%	8.49%
毛利率	73.00%	49.00%	55.00%	51.00%	50.00%
销售成本	455.06	340.02	1,521.00	1,643.95	1,820.00
增长率 (YOY)	—	-25.28%	347.32%	8.08%	10.71%
毛利	1,230.36	326.69	1,859.00	1,711.05	1,820.00
增长率 (YOY)	—	-73.45%	469.04%	-7.96%	6.37%
占总销售额比重	3.58%	1.20%	5.49%	4.13%	3.36%
占主营业务利润比重	8.84%	1.70%	9.05%	6.94%	5.72%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 29: 天赐材料销售收入预测表-2 (万元)

丙二醇					
销售收入	0.00	0.00	569.80	1,139.60	2,464.00
增长率 (YOY)	—	—	—	100.00%	116.22%
毛利率	0.00%	0.00%	9.00%	11.00%	12.00%
销售成本	0.00	0.00	518.52	1,014.24	2,168.32
增长率 (YOY)	—	—	—	95.60%	113.79%
毛利	0.00	0.00	51.28	125.36	295.68
增长率 (YOY)	—	—	—	144.44%	135.87%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.93%	1.40%	2.28%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.25%	0.51%	0.93%
其它					
销售收入	2,297.25	2,700.00	3,115.20	3,132.00	3,120.00
增长率 (YOY)	—	17.53%	15.38%	0.54%	-0.38%
毛利率	18.00%	16.02%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本	1,883.75	2,267.46	2,585.62	2,599.56	2,589.60
增长率 (YOY)	—	20.37%	14.03%	0.54%	-0.38%
毛利	413.51	432.54	529.58	532.44	530.40
增长率 (YOY)	—	4.60%	22.44%	0.54%	-0.38%
占总销售额比重	4.88%	4.87%	5.06%	3.86%	2.88%
占主营业务利润比重	2.97%	2.25%	2.58%	2.16%	1.67%
电解液					
销售收入	12,365.71	18,795.04	15,903.00	17,775.00	23,790.00
增长率 (YOY)	—	51.99%	-15.39%	11.77%	33.84%
毛利率	35.15%	49.20%	40.00%	30.00%	32.00%
销售成本	8,019.16	9,547.88	9,541.80	11,909.25	16,177.20
增长率 (YOY)	—	19.06%	-0.06%	24.81%	35.84%
毛利	4,346.55	9,247.16	6,361.20	5,865.75	7,612.80
增长率 (YOY)	—	112.75%	-31.21%	-7.79%	29.78%
占总销售额比重	26.25%	33.89%	25.84%	21.89%	21.99%
占主营业务利润比重	31.24%	48.12%	30.97%	23.79%	23.92%
六氟磷酸锂					
销售收入	0.00	0.00	200.00	6,488.00	12,000.00
增长率 (YOY)	—	—	—	3144.00%	84.96%
毛利率	0.00%	0.00%	20.00%	24.00%	24.00%
销售成本	0.00	0.00	160.00	4,930.88	9,120.00
增长率 (YOY)	—	—	—	2981.80%	84.96%
毛利	0.00	0.00	40.00	1,557.12	2,880.00
增长率 (YOY)	—	—	—	3792.80%	84.96%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.32%	7.99%	11.09%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.19%	6.32%	9.05%
有机硅橡胶					
销售收入	8,001.00	8,716.84	9,472.00	10,368.00	11,156.25
增长率 (YOY)	—	8.95%	8.66%	9.46%	7.60%
毛利率	29.68%	30.64%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	5,626.30	6,046.00	6,630.40	7,257.60	7,809.38
增长率 (YOY)	—	7.46%	9.67%	9.46%	7.60%
毛利	2,374.70	2,670.84	2,841.60	3,110.40	3,346.88
增长率 (YOY)	—	12.47%	6.39%	9.46%	7.60%
占总销售额比重	16.98%	15.72%	15.39%	12.77%	10.31%
占主营业务利润比重	17.07%	13.90%	13.83%	12.62%	10.52%
其他业务					
其他业务收入	800.00	300.00	100.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	—	-62.50%	-66.67%	-100.00%	—
毛利率	22.00%	25.00%	33.00%	0.00%	0.00%
其他业务成本	624.00	225.00	67.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)	—	-63.94%	-70.22%	-100.00%	—
毛利	176.00	75.00	33.00	—	—
增长率 (YOY)	—	-57.39%	-56.00%	—	—
占总销售额比重	1.70%	0.54%	0.16%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	1.27%	0.39%	0.16%	—	—
销售收入小计	47109.13	55459.63	61540.00	81184.60	108195.25
销售成本小计	33196.36	36244.61	40997.66	56532.89	76367.33
毛利	13912.77	19215.02	20542.34	24651.71	31827.92
平均毛利率	29.53%	34.65%	33.38%	30.37%	29.42%

来源: 齐鲁证券研究所

PE 相对估值法：询价区间 11.60-12.05 元

- 我们选取目前上市的业务相近企业作为可比公司，计算出 2013 年的平均 PE 为 26 倍，考虑到目前一级市场询价的总体估值水平，给予公司 2013 年 20-25×PE，询价区间为 11.6-14.50 元。另外，考虑到老股转让的股份数不能超过 850 万股，因此我们**建议的询价区间为 11.60-12.05 元**。

图表 30：天赐材料可比公司估值

股票代码	证券简称	14/01/07前30交 易日收盘均价	EPS				PE			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
002091.SZ	江苏国泰	11.67	0.53	0.57	0.70	0.88	22	20	17	13
300037.SZ	新宙邦	18.59	0.76	0.71	0.88	1.14	24	26	21	16
600884.SH	杉杉股份	11.77	0.39	0.48	0.59	0.77	30	25	20	15
300041.SZ	回天胶业	16.23	0.67	0.50	0.68	0.85	24	32	24	19
300019.SZ	硅宝科技	12.51	0.60	0.47	0.61	0.79	21	27	21	16
	平均						24	26	20	16
002709.SZ	天赐材料		0.48	0.58	0.65	0.77				

来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 31：天赐材料不同发行价格下的情景分析

	发行价格（元/股）						
	9	10	11	12	12.05	13	14
发行新股数量（万股）	3,280	2,952	2,684	2,460	2,450	2,271	2,109
老股转让数量（万股）	20	348	616	840	850	1,029	1,191
发行后总股本（万股）	13,160	12,832	12,564	12,340	12,330	12,151	11,989
预测2013年EPS（元/股）	0.58	0.59	0.60	0.61	0.61	0.62	0.63
预测2013年PE	15.63	16.93	18.23	19.54	19.60	20.84	22.14

来源：齐鲁证券研究所，（新股发行数量=（本次发行募投项目所需资金+发行上市费用 3,000 万元）/发行价格）

风险提示

- 市场风险。尽管公司个人护理品材料进入跨国公司采购体系，但如果公司无法持续提高研发水平和生产规模，不能满足跨国公司对产品功能、质量和数量的要求，将对公司未来增长产生不利影响。
- 技术竞争加剧的风险。
- 锂离子电池电解液以及六氟磷酸锂价格下降导致经营业绩下滑的风险。

图表 32: 财务预测简表

损益表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	36,452	47,091	55,412	61,540	81,185	108,195
增长率	10.85%	29.2%	17.7%	11.1%	31.9%	33.3%
营业成本	-25,374	-33,158	-36,218	-40,998	-56,533	-76,367
%销售收入	69.6%	70.4%	65.4%	66.6%	69.6%	70.6%
毛利	11,078	13,934	19,194	20,542	24,652	31,828
%销售收入	30.4%	29.6%	34.6%	33.4%	30.4%	29.4%
营业税金及附加	-130	-306	-351	-369	-495	-649
%销售收入	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,824	-2,280	-3,321	-3,459	-4,628	-5,951
%销售收入	5.0%	4.8%	6.0%	5.6%	5.7%	5.5%
管理费用	-4,598	-5,863	-7,608	-8,123	-10,497	-13,849
%销售收入	12.6%	12.5%	13.7%	13.2%	12.9%	12.8%
息税前利润 (EBIT)	4,526	5,484	7,914	8,591	9,032	11,379
%销售收入	12.4%	11.6%	14.3%	14.0%	11.1%	10.5%
财务费用	-447	-544	-371	594	937	874
%销售收入	1.2%	1.2%	0.7%	-1.0%	-1.2%	-0.8%
资产减值损失	-93	-242	-273	-251	-56	-121
公允价值变动收益	0	-3	3	0	0	0
投资收益	0	3	18	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,987	4,698	7,292	8,934	9,912	12,132
营业利润率	10.9%	10.0%	13.2%	14.5%	12.2%	11.2%
营业外收支	878	1,032	568	553	820	600
税前利润	4,865	5,730	7,860	9,487	10,732	12,732
利润率	13.3%	12.2%	14.2%	15.4%	13.2%	11.8%
所得税	-695	-784	-1,198	-1,404	-1,578	-1,846
所得税率	14.3%	13.7%	15.2%	14.8%	14.7%	14.5%
净利润	4,170	4,946	6,662	8,083	9,155	10,886
少数股东损益	285	337	356	503	563	675
归属于母公司的净利润	3,885	4,609	6,306	7,580	8,591	10,211
净利率	10.7%	9.8%	11.4%	12.3%	10.6%	9.4%

现金流量表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	4,170	4,946	6,662	8,083	9,155	10,886
少数股东损益	0	0	0	503	563	675
非现金支出	1,076	2,326	2,792	3,015	3,069	3,496
非经营收益	59	272	506	-523	-820	-600
营运资金变动	-4,583	-4,372	2,644	-4,216	-5,713	-8,227
经营活动现金净流	722	3,172	12,604	6,861	6,254	6,229
资本开支	8,012	5,512	6,401	6,090	9,229	4,293
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-8,012	-5,512	-6,401	-6,090	-9,229	-4,293
股权募资	11,938	0	0	26,859	0	0
债权募资	-2,251	2,680	-1,680	-1,000	0	0
其他	-1,487	-649	-2,726	-30	0	0
筹资活动现金净流	8,200	2,031	-4,406	25,829	0	0
现金净流量	910	-309	1,797	26,601	-2,975	1,936

资产负债表 (人民币万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	4,307	4,598	8,385	34,483	30,944	32,206
应收账款	12,433	16,055	16,629	19,268	25,093	33,452
存货	7,732	8,362	8,364	9,615	13,351	17,952
其他流动资产	4,134	1,230	1,534	1,704	2,351	3,048
流动资产	28,607	30,245	34,912	65,070	71,739	86,657
%总资产	55.0%	53.1%	51.0%	63.5%	61.7%	65.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	20,689	23,934	30,313	34,336	41,428	42,941
%总资产	39.8%	42.0%	44.3%	33.5%	35.6%	32.4%
无形资产	2,554	2,510	2,848	2,704	2,647	2,652
非流动资产	23,368	26,743	33,577	37,456	44,492	46,010
%总资产	45.0%	46.9%	49.0%	36.5%	38.3%	34.7%
资产总计	51,974	56,988	68,489	102,526	116,231	132,667
短期借款	0	2,686	4,970	3,970	3,970	3,970
应付账款	8,884	6,837	12,548	11,088	14,870	19,383
其他流动负债	919	497	918	2,472	3,241	4,278
流动负债	9,803	10,020	18,436	17,530	22,081	27,631
长期贷款	3,879	0	0	0	0	0
其他长期负债	38	3,936	513	513	513	513
负债	13,720	13,956	18,949	18,044	22,594	28,145
普通股股东权益	37,143	41,665	48,182	82,622	91,213	101,424
少数股东权益	1,111	1,367	1,358	1,860	2,424	3,099
负债股东权益合计	51,974	56,988	68,489	102,526	116,231	132,667

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.393	0.467	0.638	0.575	0.652	0.775
每股净资产 (元)	3.759	4.217	4.877	6.269	6.921	7.695
每股经营现金净流 (元)	0.073	0.321	1.276	0.482	0.432	0.421
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.46%	11.06%	13.09%	9.17%	9.42%	10.07%
总资产收益率	7.47%	8.09%	9.21%	7.39%	7.39%	7.70%
投入资本收益率	10.25%	10.51%	14.53%	13.55%	11.55%	12.75%
增长率						
营业总收入增长率	10.85%	29.19%	17.67%	11.06%	31.92%	33.27%
EBIT增长率	21.48%	21.18%	44.30%	8.56%	5.13%	25.99%
净利润增长率	9.85%	18.65%	36.83%	20.20%	13.34%	18.86%
总资产增长率	44.29%	9.65%	20.18%	49.70%	13.37%	14.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.4	92.8	91.1	93.0	92.0	92.5
存货周转天数	94.6	88.6	84.3	85.6	86.2	85.8
应付账款周转天数	47.8	40.8	60.0	75.0	72.0	70.0
固定资产周转天数	114.7	145.6	144.7	133.9	103.2	77.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.12%	4.61%	-6.89%	-36.12%	-28.81%	-27.01%
EBIT利息保障倍数	10.1	10.1	21.3	-14.5	-9.6	-13.0
资产负债率	26.40%	24.49%	27.67%	17.60%	19.44%	21.21%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。