

2014年1月8日

天赐材料 (002709.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

锂电池电解液行业新星

■卡波姆树脂打破垄断，日化产品规模增长迅速：公司是国内个人护理品材料行业龙头，产品系列覆盖个人护理所需多种功能，包括表面活性剂、水溶性聚合物、硅油、阳离子调理剂4大系列数百个品种。其中卡波姆、甜菜碱、硅油、阳离子调理剂等产品市场份额全国领先。公司产品已成功进入宝洁、联合利华、欧莱雅、拜尔斯多夫、RITA、高露洁、利洁时等主要跨国公司采购体系，成为其个人护理品材料供应商，对上述公司的业务规模逐年提升，也为公司进一步开拓市场创造了有利条件。

■六氟磷酸锂—电解液一体化，维持较高毛利率：外购六氟磷酸锂电解液企业毛利率仅为20%，而自备六氟磷酸锂电解液企业毛利率高达36%。自备六氟磷酸锂电解液企业综合盈利能力和价格竞争力明显较强。公司是唯一的既生产电解液又自备六氟磷酸锂产品的上市公司，公司的电解液的毛利率远远高于其他上市公司。

■有机硅橡胶业务稳定增长：有机硅橡胶材料是公司主营业务收入的稳定来源之一。报告期内，公司有机硅橡胶材料业务稳步增长，2010年、2011年、2012年及2013年1-6月分别实现销售收入5,897.99万元、7,994.83万元、8,717.50万元及4,581.82万元，2011年及2012年分别较上年增长35.55%及9.04%。

■投资建议：我们预测公司2013年-2015年净利润分别为7607万元、8050万元、9429万元，按照2014年20倍-23倍市盈率估值，公司估值14.49亿元-16.1亿元。我们根据市值反推，针对不同发行新股数量的情景分析，公司的每股合理估值区间在11.68元-13.31元。考虑到二级市场的因素，建议定价区间为14.02元-15.97元。

■风险提示：产能过剩风险，应收账款上升风险

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	470.9	554.1	598.5	807.9	1,042.2
净利润	46.1	63.1	76.1	80.5	94.3
每股收益(元)	0.38	0.52	0.63	0.67	0.78
每股净资产(元)	3.46	3.99	5.65	7.23	8.01

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	29.6%	34.6%	32.6%	30.0%	28.0%
净利润率	9.8%	11.4%	12.7%	10.0%	9.0%
净资产收益率	11.0%	13.1%	13.2%	9.0%	9.5%
ROIC	12.2%	14.5%	14.1%	13.1%	14.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

询价区间： 11.68—13.31 元
定价区间： 14.02—15.97 元

发行数据

总股本(万股)	9,880
发行数量(万股)	3,300
网下发行(万股)	2,000
网上发行(万股)	1,300
保荐机构	国信证券
发行日期	2014/1/13
发行方式	全额预缴,比例配售,余额转存

股东信息

徐金富	60.53%
通联创投	10.12%
国信弘盛	6.88%
其他	22.46%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

报告联系人

张丽新

021-68763580

zhanglx3@essence.com.cn

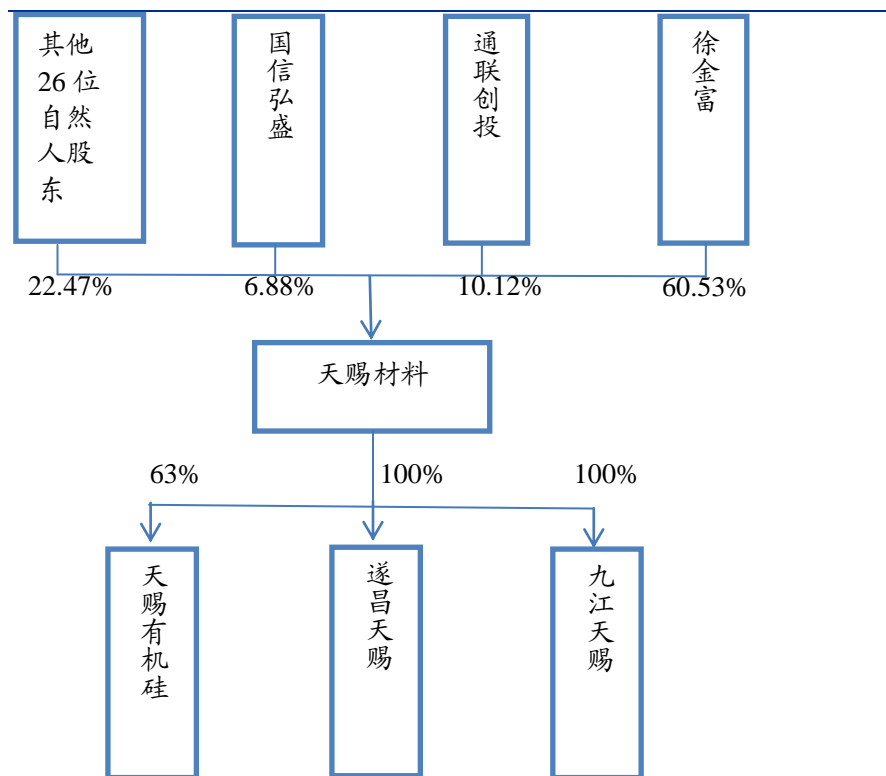
相关报告

1. 公司简介

1.1. 公司股权结构

公司成立于 2000 年 6 月 6 日，2007 年 11 月 23 日经广州市工商局核准，天赐有限整体变更为广州天赐高新材料股份有限公司，本次发行前，公司注册资本为 9,880 万元，法定代表人为徐金富。徐金富先生为公司控股股东、实际控制人，现任公司董事长。本次公开发行 3,300 万股，占发行后总股本的比例为 25.04%。

图 1：广州天赐发行前股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 1：广州天赐发行前后股权结构

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后		
		股本数量 (万股)	所占比例	股本数量 (万股)	所占比例	
1	徐金富	5,980.03	60.53%	5,980.03	45.37%	
2	通联创投	1,000.00	10.12%	1,000.00	7.59%	
3	国信弘盛 (SS)	680.00	6.88%	465.17	3.53%	
4	全国社保基金	-	-	214.83	1.63%	
5	其他 26 位自然人	2,219.97	22.47%	2,219.97	16.84%	
6	社会公众投资者	-	-	3,300.00	25.04%	
合计		-	9,880.00	100.00%	13,180.00	100.00%

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

注：国信弘盛为国信证券全资子公司，国信证券的国有法人股东占其股权比例为 65.10%，因此，本次划转股份=本次发行股份×10%×65.10%，在公司发行上市时转由全国社会保险基金理事会持有。

1.2. 主营业务简介

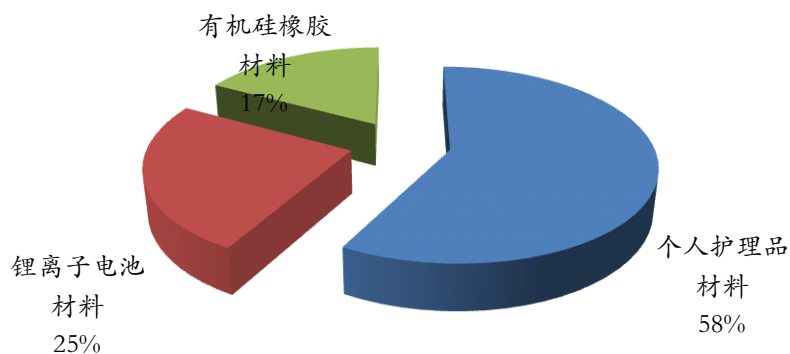
公司主营业务为精细化工新材料的研发、生产和销售，属于精细化工行业。公司的主要

产品为个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料，都属于精细化工新材料产品。



2013 年上半年，公司收入结构中个人护理材料占比 58%，有机硅材料占比 17%，锂离子电池材料占比 25%。

图 2：2013 年 1-6 月主营业务收入占比情况

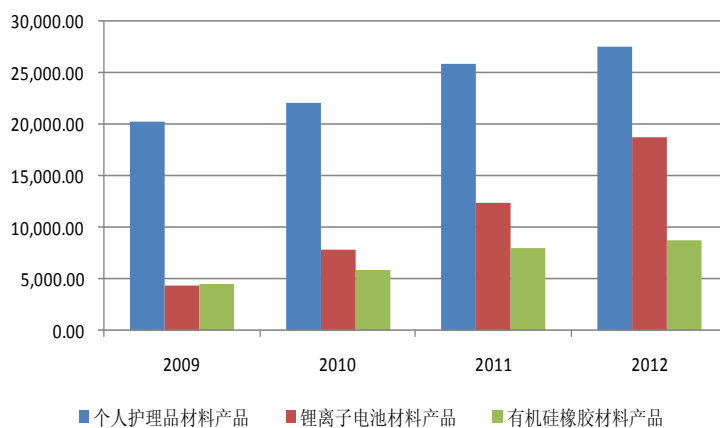


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

近年日化产品的复合增长率为 10.8% 锂离子电池材料的复合增长率为 61% 有机硅橡胶的复合增长率为 24%

图 3：公司主营业务收入构成

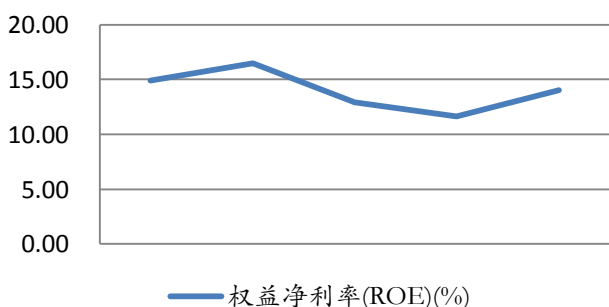
单位：万元



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

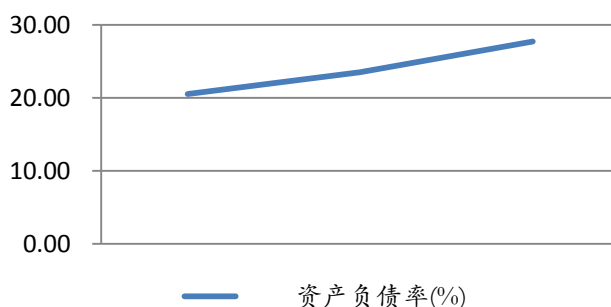
1.3. 公司简要财务情况及财务比率

图 4：权益净利率 ROE (%)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

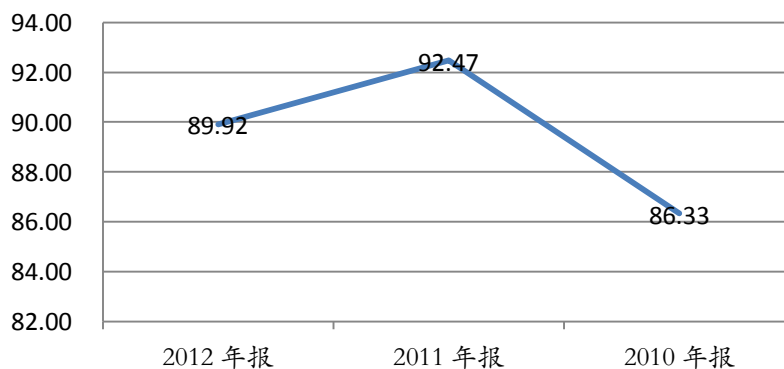
图 5：资产负债率 (%)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 6：应收账款周转天数

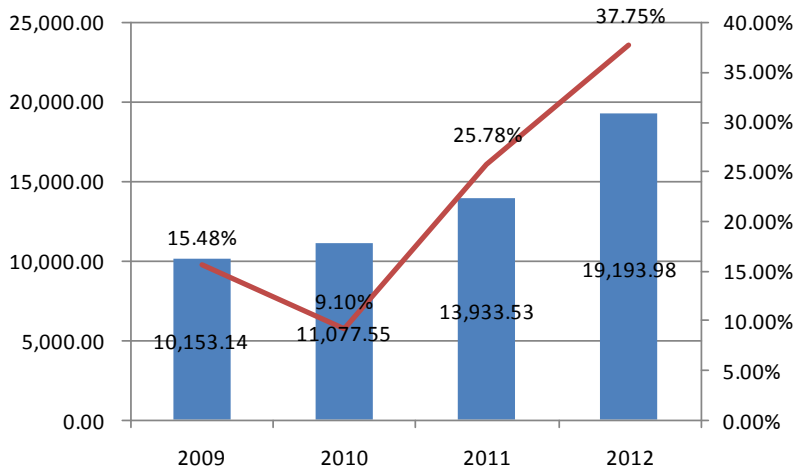
单位：天



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

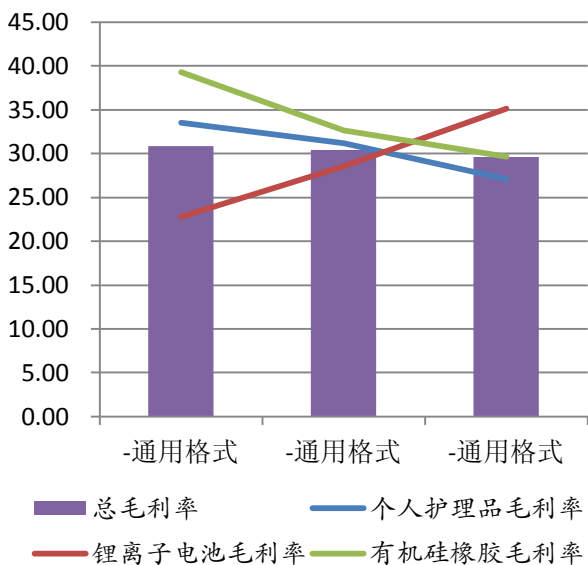
图 7: 毛利情况与增长率

单位: 元



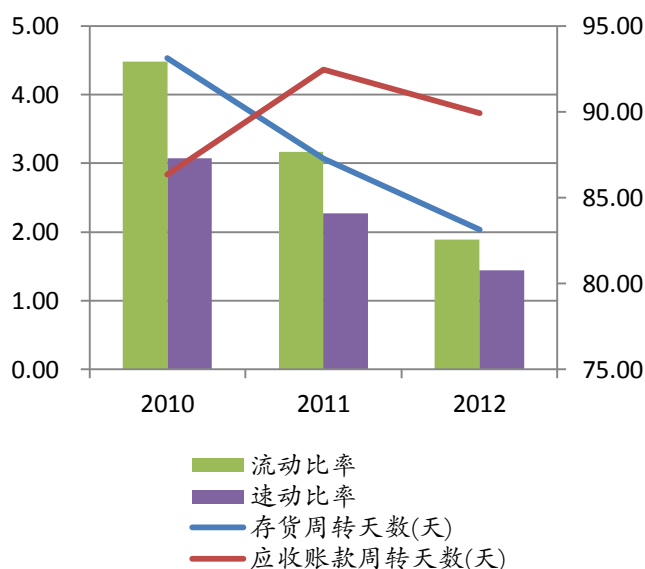
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

图 8: 公司毛利率与各产品毛利率 (%)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

图 9: 营运能力与短期偿债能力 (%)



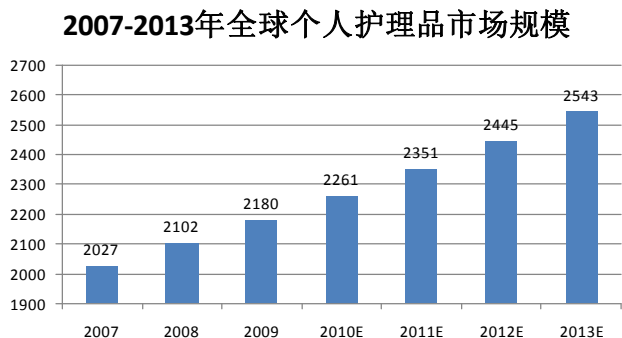
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

2. 日化行业与公司分析

2.1. 个人护理品市场规模

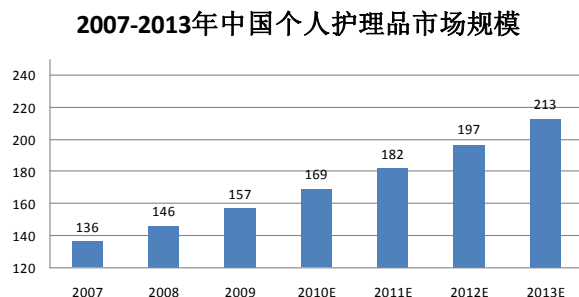
据 Datamonitor 统计, 2006 年全球个人护理品市场已达 1,955 亿美元, 2002 至 2006 年复合增长率达 3.6%, 其中美国、日本、中国是全球前三大市场, 中国是增长速度最快的国家之一; 预计 2010 年, 全球个人护理品市场的规模将达到 2,261 亿美元, 2006 年至 2010 年全球个人护理品市场的复合增长率为 3.7%。随着新兴市场消费能力的增强, 预计 2010 年到 2013 年全球个人护理品的复合增长率将达到 4%, 2013 年全球个人护理品的市场规模将达到 2,543 亿美元。

图 10: 2007-2013 全球个人护理品市场 (亿美元)



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心整理

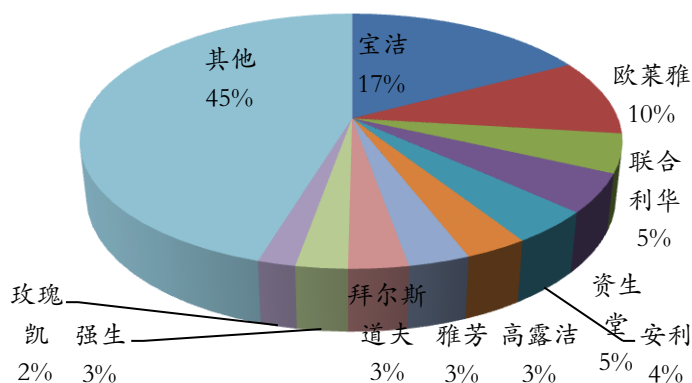
图 11: 2007-2013 全国个人护理品市场 (亿美元)



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心整理

中国个人护理品行业的增长速度高于全球平均水平, 2004-2008 年复合增长率达 7.4%, 预计到 2010 年市场规模将达 169 亿美元, 占全球 7.5%, 全球份额比 2006 年的 6.5% 高出一个百分点。预计 2010 年到 2013 年中国个人护理品的复合增长率将达到 8%, 2013 年中国个人护理品的市场规模将达到 213 亿美元。

图 12: 2009 年中国日化产品公司占有率



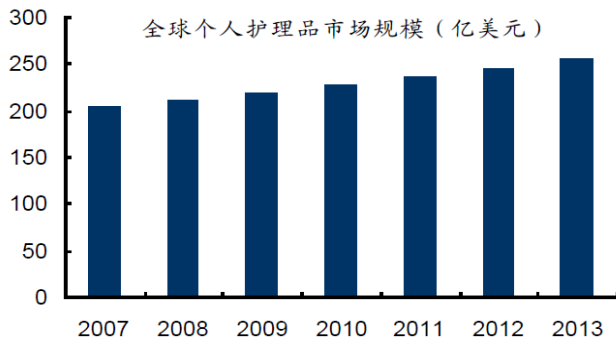
数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心整理

在个人护理品行业内, 2009 年国内销售规模前十大企业均为外资或者合资企业, 合计占据市场份额达到 54.7%, 并且呈现上升趋势。销售规模最大的十个品牌全部为外资品牌。

2.2. 个人护理品材料市场规模

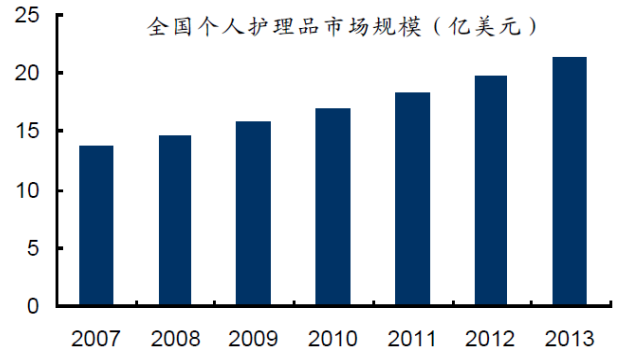
根据经验, 个人护理品材料与个人护理品的平均产值比为 1: 10, 行业增速与下游一致。但是个人护理品材料品种非常多, 不同产品、不同客户群体之间差异非常大。

图 13: 2007-2013 世界个人护理品材料 (亿美元)



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心整理

图 14: 2007-2013 全国个人护理品材料 (亿美元)



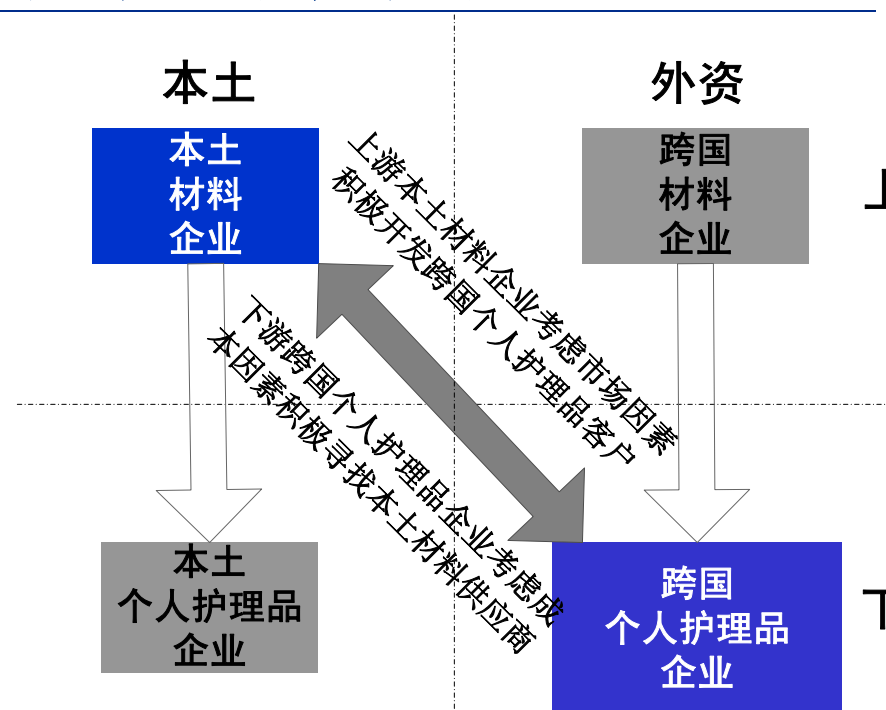
数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心整理

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。

护理品企业市场份额逐步扩大, 本土个人护理品企业市场空间受到国际品牌的挑战, 随着研发水平的提升, 一些优秀的个人护理品材料企业开始凭借稳定的产品质量进入跨国个人护理品企业的材料采购体系。

与此同时, 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。

图 15: 个人护理品与材料企业市场关系



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

2.3. 公司护理品材料情况分析

公司是国内个人护理品材料行业龙头, 产品系列覆盖个人护理所需多种功能, 包括表面活性剂、水溶性聚合物、硅油、阳离子调理剂 4 大系列数百个品种。其中卡波姆、甜菜

碱、硅油、阳离子调理剂等产品市场份额全国领先。

表2: 公司的主要日化材料产品

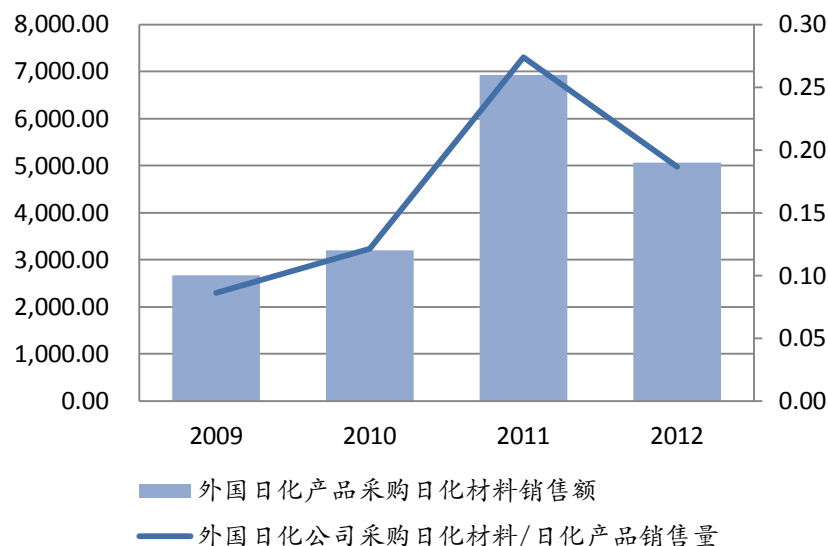
产品类别	主要产品系列	典型产品
个人护理品材料	硅油系列	透明硅油、乳化硅油
	水溶性聚合物系列	卡波姆树脂、反相乳液
	阳离子调理剂系列	瓜尔胶、纤维素
	表面活性剂系列	甜菜碱、咪唑啉

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

公司产品已成功进入宝洁、联合利华、欧莱雅、拜尔斯多夫、RITA、高露洁、利洁时等主要跨国公司采购体系, 成为其个人护理品材料供应商, 对上述公司的业务规模逐年提升, 也为公司进一步开拓市场创造了有利条件。

图 16: 外国日化产品采购天赐日化产品材料

单位: 万元



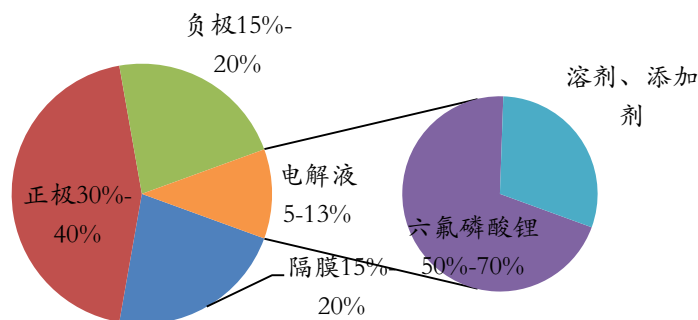
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

3. 锂电池行业与公司分析

3.1. 电解液——六氟磷酸锂简介

六氟磷酸锂为锂电池电解液的主要成分, 也是整个锂电池中技术含量最高的关键材料之一。六氟磷酸锂与电解液的用量之比为 1: 8, 六氟磷酸锂约占电解液成本 50-70%, 在锂电池中占比 3-8%。锂电产业发展将直接拉动六氟磷酸锂需求。

图 17: 锂离子电池材料构成



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

六氟磷酸锂 (LiPF₆) 是锂离子电池电解液的核心材料, 俗称锂盐, 是性能最好、使用量最多的电解质。六氟磷酸锂与有机溶剂 (含添加剂) 用量比例大约为 1:7, 其成本约占整个电解液生产成本的 50%-70%。六氟磷酸锂的技术研发水平、生产供应能力、价格水平等在很大程度上影响着锂离子电池行业的发展规模和利润水平。

表 3: 各种锂盐的优缺点

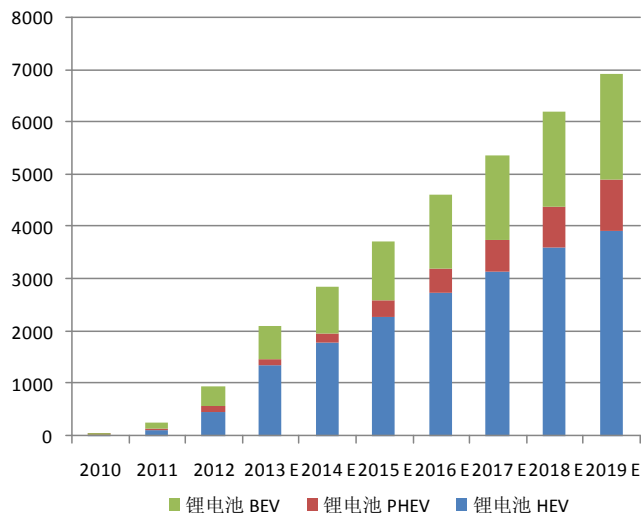
锂盐种类	优点	缺点
六氟磷酸锂	循环效率最好, 热稳定性较好, 电导率几乎最高, 曾用于产业化	抗热性和抗水解性较差, 但通过提纯可以改善。
六氟砷酸锂	有着适当的电导率, 热稳定性和抗氧化稳定性, 研究历史最长	环境污染严重, 应用受限
高氯酸锂	价格便宜	只适合研究工作体系, 不能用于实用性电池中, 易引起电池爆炸, 安全性差
四氟硼酸锂	与水反应活性低, 热稳定性好	热稳差, 易于水解且电导率最低, 氧化电位较低, 对循环寿命不利
氮双三氟甲基磺酸亚铵锂	良好的离子电导率和电化学稳定性, 废电池处理简单, 环保	电导率低, 高压时与集流体铝发生反应。

数据来源: 赛迪顾问, 安信证券研究中心整理

3.2. 新能源汽车对锂电池需求拉动明显

一辆电动车的锂离子电池容量是手机电池容量的一万倍。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, 75 万辆电动轿车对锂离子电池电解液的需求相当于 2010 年全球锂离子电池电解液的容量总和。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%。

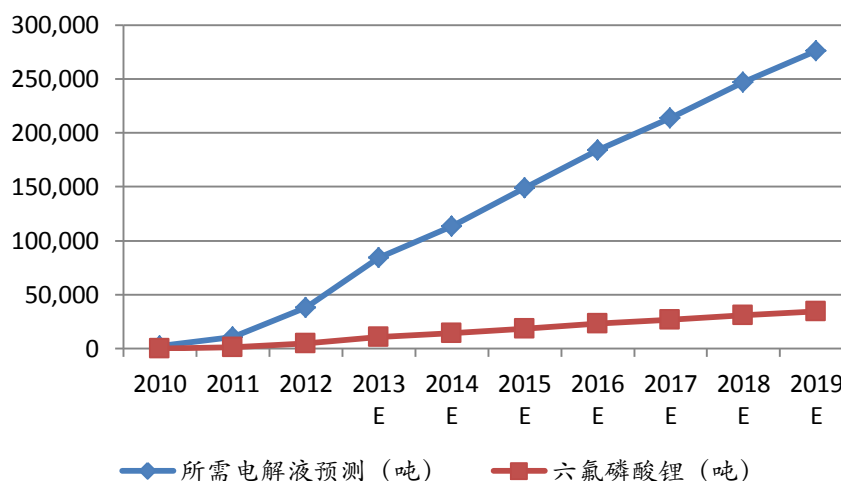
图 18: 新能源汽车未来增长量预测 单位: 万辆



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心整理

注: BEV 纯电动汽车 PHEV 混合动力车 HEV 插电式混合动力车

图 19: 新能源汽车的增长带动电解液和六氟磷酸锂增长量



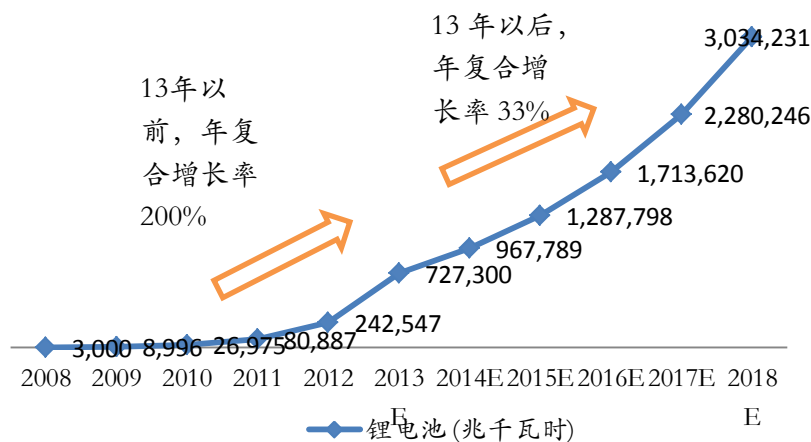
数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

3.3. 锂电池在储能领域的需求拉动

锂电池在储能领域可应用于后备电源、风电和太阳能发电系统并网平滑、电网的“削峰填谷”等多个方面。其中用于后备电源已经比较成熟,南方电网、国家电网新能源发电并网平滑示范项目已经成功运营,如果能够顺利推广,市场空间不小于新能源汽车市场。

根据中国化学与物理电源行业协会的预测,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%,其中应用锂离子电池作为储能技术近十年复合增长率高达 99.75%,储能领域的发展将大幅增加对锂离子电池材料的需求。

图 20: 储能技术带动锂电池增长



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

综合以上几个方面, 长期锂电池需求在新能源汽车和储能系统领域爆发, 预期未来几年六氟磷酸锂需求复合增长率在 35% 左右。

3.4. 六氟磷酸锂市场分析

3.4.1. 六氟磷酸锂市场继续保持寡头垄断的局面

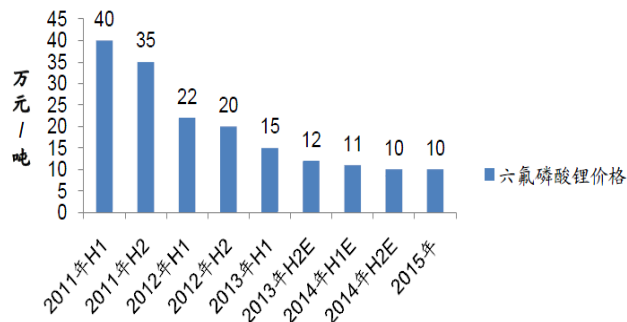
上游锂电池厂商进入六氟磷酸锂行业的经济意义有限。锂盐占锂电池生产总成本的比例很小。因此, 从锂电池制造商的角度来看, 降低成本的主要空间并不在于锂盐, 而在于占据锂电池总成本一半左右的设备折旧和人工成本。

电解液行业和六氟磷酸锂行业的行业性质迥异, 现有电解液厂商并不具备向上游整合的能力。相对技术壁垒高、前期投入大的六氟磷酸锂行业, 电解液行业更强调和下游电池厂商的合作。

3.4.2. 六氟磷酸锂的市场价格将继续下降

六氟磷酸锂行业历史上由日韩厂商垄断。相比竞争激烈的电解液行业, 六氟磷酸锂行业的技术壁垒较高, 因此掌握核心生产技术、具备规模化生产能力的企业极少, 历史上由日韩厂商垄断。近几年, 国内的六氟磷酸锂产能迅速增加, 六氟磷酸锂产能利用率不高, 供给大于需求, 预计整个市场的六氟磷酸锂的市场价格将继续下降。由于国产的六氟磷酸锂具有成本优势, 六氟磷酸锂的国产化率将继续提升, 逐渐取代进口, 未来有可能向出口方向转化。

图 21: 六氟磷酸锂价格走势



数据来源: 招股说明书

表 4: 2013 年六氟磷酸锂重要厂商的产能

产商	现有产能	备注
日本森田化学	1,380 吨	全球最大的六氟磷酸锂供应商, 主要供应日本三菱和国泰华荣
日本关东电化	950 吨	主要供给日本宇部实业公司
SUTERAKEMIFA	800 吨	主要供给韩国 ECOPEO
蔚山化学	350 吨	-
多氟多	2,200 吨	2013 年投产
九九久	2000 吨	2012 年投产
发行人	300 吨	2011 年 3 月建成投产, 正新建 700 吨
天津金牛	1700 吨	
合计	9680 吨	未来预计产能 10000-12000 吨, 产能基本释放完毕, 很少有要继续开工建设的项目。

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

3.4.3. 预计六氟磷酸锂需求复合增长率 35%左右

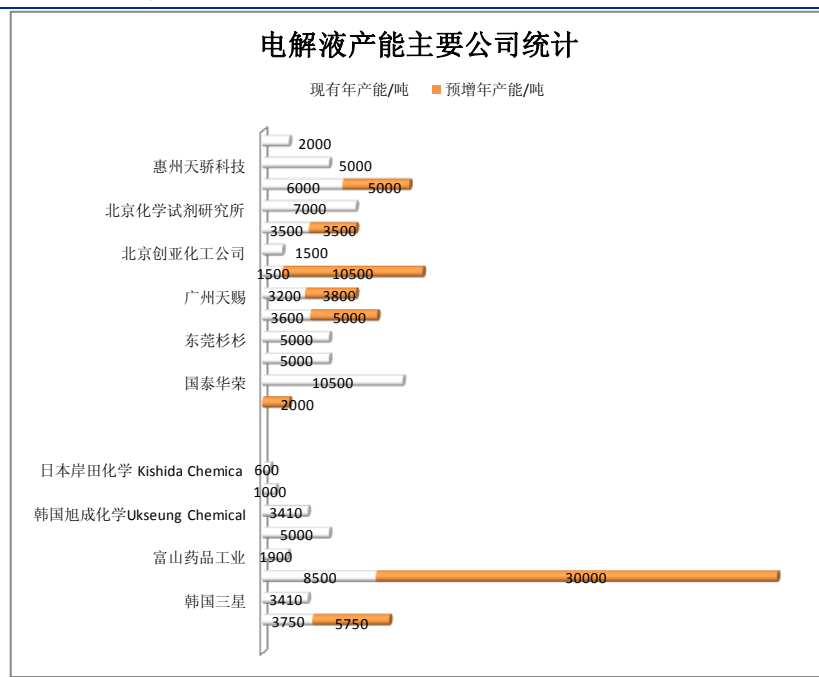
长期来看, 长期锂电池需求在新能源汽车和储能系统领域爆发, 预期未来几年六氟磷酸锂需求复合增长率在 35%左右。

3.5. 电解液市场分析

电解液市场近期产能增加过快, 电解液成本价格优势抢占市场份额。近年来电解液行业出现分化, 行业集中度提高。江苏国泰、杉杉股份、新宙邦、天赐等规模企业保持较快增长的同时, 规模较小、成本较高的企业正逐步退出电解液行业。在激励的竞争中, 凭借成本价格优势, 抢占市场份额是行业趋势。六氟磷酸锂约占电解液成本一半, 且毛利率高, 掌握六氟磷酸锂自给就掌握了电解液成本优势。

电解液当前年产能为 8.1370 万吨, 而未来 1 年内预计新增的电解液产能为 14.692 万吨。

图 22: 电解液产能主要公司产能统计

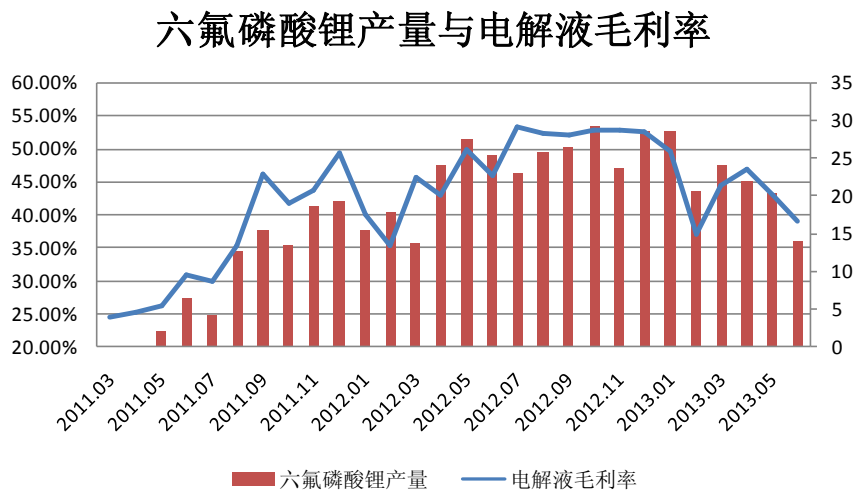


数据来源: 各大公司网站, 安信证券研究中心整理

3.6. 公司六氟磷酸锂——电解液产业分析

外购六氟磷酸锂电解液企业毛利率仅为 20%，而自备六氟磷酸锂电解液企业毛利率仍高达 36%。自备六氟磷酸锂电解液企业综合盈利能力和价格竞争力明显较强。公司是唯一的既生产电解液又自备六氟磷酸锂产品的公司，公司的电解液的毛利率远远高于上市公司。

图 23: 公司六氟磷酸锂产量与电解液毛利率



数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

表 5: 重要电解液厂商毛利率

公司	股票代码	2013 年 1-6 月	2012 年	2011 年	2010 年
江苏国泰	002091	39.99%	33.56%	30.32%	32.22%
新宙邦	300037	28.89%	29.92%	29.46%	26.79%
杉杉股份	600884	19.11%	20.73%	23.02%	20.08%
算术平均值		29.33%	28.07%	27.60%	26.36%
公司		44.07%	49.20%	35.15%	28.58%

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

4. 有机硅橡胶材料行业分析

4.1. 有机硅橡胶材料分析

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。

在两类有机硅橡胶中,液体硅橡胶相比固体硅橡胶有着无可比拟的特性,例如能耗低,工效高,物理性能及电性能好,生产场地小,可现场施工。在很多应用领域正逐步替代固体硅橡胶成为有机硅橡胶的主导产品。

液体硅橡胶应用领域广泛,产品性能较固体硅橡胶产品优越,市场前景较为广阔。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。

表 6: 有机硅橡胶材料用途

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、粘接性、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

数据来源: 招股说明书 安信证券研究中心

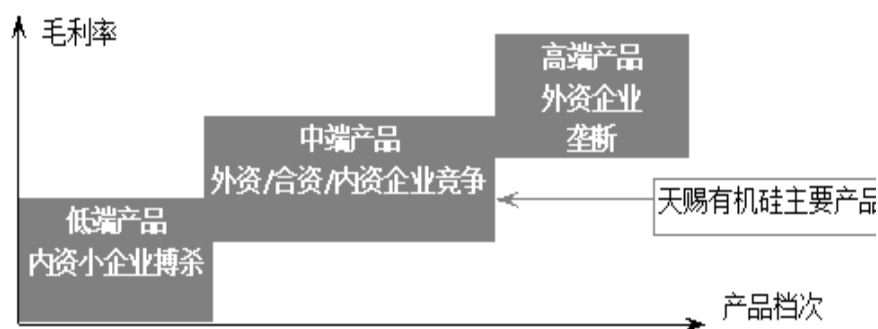
近年来中国的液体硅橡胶需求量的年均增长率一直保持在较高水平,已经成为世界上最主要的消费市场。

中国作为最具发展潜力、增长速度最快的有机硅市场,吸引了世界各主要有机硅生产商的直接投资。随着世界有机硅产能进一步向中国转移,国内市场的竞争将会加剧。与国际企业相比,国内企业在资本、技术及研发方面均存在差距,尤其是国内企业在开发销售高品质、高性能产品,进入高端产品市场过程中,将不可避免地与他们进行竞争。

4.2. 公司有机硅主要产品分析

有机硅橡胶材料被广泛应用于建筑、电子、电力、航空、医疗等领域,其生产销售一直是公司主营业务收入的稳定来源之一。与国际企业相比,国内企业在资本、技术及研发方面均存在差距,尤其是国内企业在开发销售高品质、高性能产品方面。

图 24：有机硅橡胶产品的竞争状况



数据来源：招股说明书

公司有机硅橡胶材料业务稳步增长，2010 年、2011 年、2012 年及 2013 年 1-6 月分别实现销售收入 5,897.99 万元、7,994.83 万元、8,717.50 万元及 4,581.82 万元，2011 年及 2012 年分别较上年增长 35.55%及 9.04%。

5. 公司募集项目

公司规划募资 26523.66 万元，将全部用于四个公司主营业务相关的项目。其中，预计投资 10964 万元用于 6000t/a 锂电池和动力电池材料项目（二期）；预计投资 7477.14 万元用于 1000t/a 锂离子电池电解质材料项目；预计投资 4932.52 万元用于 3000t/a 水溶性聚合物树脂材料项目；预计投资 3150 万元用于广州天赐高新材料股份有限公司研发中心。

表 7：公司募集资金项目

项目名称	周期	预计每年利润贡献
6000t/a 锂电池和动力电池材料项目（二期）	16 个月	5256 万元
1000t/a 锂离子电池电解质材料项目	18 个月	5032 万元
3000t/a 水溶性聚合物树脂材料项目	12 个月	2810 万元
广州天赐高新材料股份有限公司研发中心	24 个月	-

数据来源：招股说明书

6. 盈利预测与公司估值

我们预测公司 2013 年-2015 年净利润分别为 7607 万元、8050 万元、9429 万元，按照 2014 年 20 倍-23 倍市盈率估值，公司估值 14.49 亿元-16.1 亿元。我们根据市值反推，针对不同发行新股数量的情景分析，公司的每股合理估值区间在 11.68 元-13.31 元。考虑到二级市场的因素，建议定价区间为 14.02 元-15.97 元。

表 8: 根据 2014 年净利润推测股价区间

净利润 (万元)	8050
PE (L)	18
PE (H)	20
市值 (L) (万元)	144900
市值 (H) (万元)	161000
新增市值(万元)	29523.66
老股价值 (L)(万元)	115376.34
老股价值 (H)(万元)	131476.34
发行前股份 (万股)	9880
股价 (L) (元/股)	11.68
股价 (H) (元/股)	13.31
新发行股数(H) (万股)	2528.19
新发行股数(L) (万股)	2218.60
发行后总股本(L) (万股)	12098.60
发行后总股本(H) (万股)	12408.19
EPS(L) (元/股)	0.65
EPS(H) (元/股)	0.67

数据来源: 安信证券研究中心

7. 风险提示

7.1. 六氟磷酸锂和电解液产能过剩, 使募投项目毛利率下降

如前分析, 今年来国内六氟磷酸锂和电解液产能扩张迅速。如果考虑国内其他企业、新上马项目, 以及东南亚其他国家的产量, 日本原有产量, 保守估计全行业六氟磷酸锂产能可能会超过 10000 吨。

对于这种局面, 产能过剩带来的副作用可能会导致市场竞争的加剧, 并由此引发剧烈的价格战。预计未来六氟磷酸锂的价格将继续下滑

7.2. 应收账款比重上升风险

报告期内天赐材料, 应收账款占营业收入比重呈上涨趋势。公司采取赊销策略, 这其实是一种主动示弱的做法。为了能够扩大销售量, 只能主动迎合客户的需求, 如给予信用期。但这样的策略存在着不小的风险, 如导致企业资金周转放慢、经营成本加大, 以及增加坏账风险等。未来, 天赐材料也坦承随着公司经营规模不断扩大, 应收账款规模会继续增加。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月07日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	470.9	554.1	598.5	807.9	1,042.2	成长性					
减:营业成本	331.6	362.2	403.4	565.5	750.4	营业收入增长率	29.2%	17.7%	8.0%	35.0%	29.0%
营业税费	3.1	3.5	3.8	5.1	6.6	营业利润增长率	17.8%	55.2%	-0.5%	22.6%	19.1%
销售费用	22.8	33.2	35.9	46.1	56.3	净利润增长率	18.6%	36.8%	20.6%	5.8%	17.1%
管理费用	58.6	76.1	77.8	101.0	125.1	EBITDA 增长率	35.5%	39.7%	10.7%	14.2%	11.6%
财务费用	5.4	3.7	3.1	1.3	-2.0	EBIT 增长率	18.2%	46.2%	-1.3%	19.4%	15.1%
资产减值损失	2.4	2.7	2.0	-	-	NOPLAT 增长率	19.1%	43.5%	-1.1%	19.4%	15.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.7%	2.2%	28.4%	1.9%	13.0%
投资和汇兑收益	-	0.2	-	-	-	净资产增长率	12.9%	14.5%	16.3%	55.7%	11.2%
营业利润	47.0	72.9	72.5	88.9	105.9	利润率					
加:营业外净收支	10.3	5.7	23.0	12.0	12.0	毛利率	29.6%	34.6%	32.6%	30.0%	28.0%
利润总额	57.3	78.6	95.5	100.9	117.9	营业利润率	10.0%	13.2%	12.1%	11.0%	10.2%
减:所得税	7.8	12.0	14.3	15.1	17.7	净利润率	9.8%	11.4%	12.7%	10.0%	9.0%
净利润	46.1	63.1	76.1	80.5	94.3	EBITDA/营业收入	15.5%	18.3%	18.8%	15.9%	13.8%
						EBIT/营业收入	11.1%	13.8%	12.6%	11.2%	10.0%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	146	143	158	129	90
货币资金	46.0	83.9	47.9	333.8	356.8	流动营业资本周转天数	125	102	109	111	109
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	207	210	211	258	293
应收帐款	140.9	140.8	158.4	256.0	272.5	应收帐款周转天数	95	92	90	92	91
应收票据	19.3	25.4	24.4	34.5	47.8	存货周转天数	61	54	59	60	62
预付帐款	4.8	13.9	6.3	22.0	15.5	总资产周转天数	400	406	421	415	407
存货	83.6	83.6	113.2	157.2	199.9	投资资本周转天数	312	293	314	264	220
其他流动资产	1.5	1.5	1.1	1.4	1.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.0%	13.1%	13.2%	9.0%	9.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.7%	9.7%	11.4%	7.5%	8.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	12.2%	14.5%	14.1%	13.1%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	213.9	224.9	302.0	275.4	247.7	销售费用率	4.8%	6.0%	6.0%	5.7%	5.4%
在建工程	24.4	75.9	25.2	25.2	25.2	管理费用率	12.5%	13.7%	13.0%	12.5%	12.0%
无形资产	24.7	28.1	31.6	34.9	38.0	财务费用率	1.2%	0.7%	0.5%	0.2%	-0.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	18.4%	20.4%	19.5%	18.4%	17.2%
资产总额	565.3	684.9	715.4	1,145.6	1,209.7	偿债能力					
短期债务	26.8	10.0	19.1	-	-	资产负债率	23.5%	27.7%	19.4%	21.7%	17.5%
应付帐款	53.1	88.2	50.7	144.4	125.6	负债权益比	30.7%	38.3%	24.1%	27.7%	21.3%
应付票据	6.6	32.4	10.2	49.5	29.7	流动比率	3.17	1.89	3.36	3.60	4.64
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.27	1.44	2.28	2.90	3.61
长期借款	-	-	5.0	-	-	利息保障倍数	9.63	20.65	24.71	68.07	-51.29
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	132.8	189.5	139.0	248.3	212.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	13.7	13.6	18.5	23.7	29.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	98.8	98.8	98.8	120.9	120.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	320.0	383.0	459.1	752.7	847.0						
股东权益	432.5	495.4	576.3	897.3	997.4						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	49.5	66.6	76.1	80.5	94.3	EPS(元)	0.38	0.52	0.63	0.67	0.78
加:折旧和摊销	20.8	25.2	37.0	38.3	39.6	BVPS(元)	3.46	3.99	5.65	7.23	8.01
资产减值准备	2.4	2.7	-	-	-	PE(X)	26.2	19.2	15.9	15.0	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.5	1.8	1.4	1.2
财务费用	4.3	4.0	3.1	1.3	-2.0	P/FCF	-462.4	32.7	-24.4	26.6	71.6
投资损失	-	-0.2	-	-	-	P/S	2.6	2.2	1.7	1.5	1.2
少数股东损益	3.4	3.6	5.1	5.3	6.0	EV/EBITDA	-	-	9.0	7.3	6.4
营运资金的变动	-52.1	35.5	-102.2	-34.5	-101.8	CAGR(%)	20.2%	14.6%	24.9%	20.2%	14.6%
经营活动产生现金流量	31.7	126.0	19.1	90.9	36.0	PEG	1.3	1.3	0.6	0.7	0.9
投资活动产生现金流量	-55.1	-64.0	-65.0	-15.0	-15.0	ROIC/WACC	2.9	3.5	3.4	3.1	3.5
融资活动产生现金流量	20.7	-44.1	9.9	210.1	2.0	REP	-	-	0.5	0.5	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

黄守宏声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

