

个人护理材料及锂电池材料外延扩张贡献高弹性

--新股研究系列之天赐材料

核心观点

程杲 执业证书编号: S1100513040003
新材料 (021) 68416988-222
研究员 chenggao@cczq.com

- ❖ 预计公司 13/14/15 年 EPS 分别为 0.62/0.65/0.78 元, 公司主营业务家用日化 and 锂电池材料均处于当前市场热点, 参考同业给予 29 倍估值较为合理, 对应合理股价 18 元。
- ❖ 小而美的精细化工厂商。公司专注于精细化工领域, 目前主导产品分为三个方向, 依次是个人护理品材料、电池电解液及硅橡胶材料。公司 2012 年营收 5.53 亿元, 净利润 5300 万元, 营收 11/12/13 年增速分别为 29%、18%、2%, 净利润增速分别为 18.7%、36.8%、-7.9%。公司毛利率与净利率分别为 34%/12%。从产能角度来看, 公司各板块产能分布如下: 个人护理品材料板块具备 1.5 万吨表面活性剂、9000 吨硅油、600 吨阳离子调理剂、1400 吨卡波姆树脂产能; 锂电池板块具备电解液产能 2540 吨, 六氟磷酸锂产能 300 吨; 有机硅橡胶板块产能 6000 吨。
- ❖ 公司三大板块客户差异较大。1) 个人护理品材料板块面向下游为个人护理品生产商, 最大的客户分别为广州拉芳、RITA、名臣、广州宝洁等, 主要竞争对手为南京中狮、广州东雄等; 预计该板块行业增长率约为 10%。2) 锂电池材料板块主要客户为锂电池厂商, 主要客户有万向汽车、中凯新能源, 竞争对手为国泰华荣、东莞杉杉、新宙邦以及多氟多和九九久等, 预计该行业增速约为 30%左右。3) 有机硅橡胶主要用于密封、粘接用途, 主要客户为泉州伟邦、中山泰峰, 主要竞争对手为回天胶业、硅宝科技等, 预计行业增长率约为 15%左右。
- ❖ 公司未来看点主要在募投项目带来的产能释放。公司募集资金 2.6 亿元投向三大项目, 分别为锂电池材料 6000 吨二期、1000 吨锂离子电解质 (六氟磷酸锂)、3000 吨卡波姆树脂, 全部达产后预计贡献收入分别为 2.5/1.5/1.5 亿元; 贡献净利润分别为 5200/5000/2800 万元, 对营收和净利润的贡献分别为 1.1 倍和 2.1 倍。
- ❖ 公司主要风险点在于: 1) 主营横跨三大板块, 主导产品之间关联度较低, 下游客户差异性较大, 无法形成协同效应; 2) 锂电池电解液及六氟磷酸锂行业近年产能释放压力较大, 产品价格呈现下降趋势。

目 录

小而美的精细化工厂商.....	4
锂电池材料是增速最快的市场.....	6
个人护理品市场：传统利基市场，10%增速.....	6
锂电池材料市场：新能源汽车驱动 30%增速.....	6
液体硅橡胶市场：15%增速.....	8
募投项目集中于锂电池材料和个护材料.....	8
盈利预测与估值.....	9
盈利预测.....	9
估值.....	9
风险提示.....	10

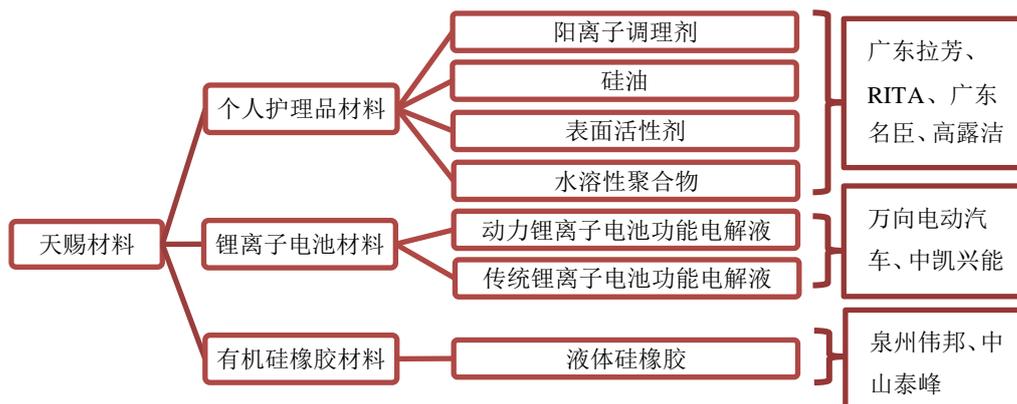
图表目录

图 1:	天赐材料主要产品系列分类及主要客户	4
图 2:	公司毛利构成	5
图 3:	公司收入构成	5
图 4:	天赐材料主要产品营业收入占比	5
图 5:	全球个人护理材料市场规模及其增速 (亿美元)	6
图 6:	中国个人护理材料市场规模及其增速 (亿美元)	6
图 7:	传统领域全球锂离子电池电解液需求增速	7
图 8:	全球新能源汽车所需锂离子电池电解液预测	7
图 9:	六氟磷酸锂价格已近 100 元/kg 关口	7
图 10:	全球六氟磷酸锂主要产能	7
图 11:	公司液体硅橡胶主要应用领域	8
图 12:	募投项目与公司产能扩张计划	8
图 13:	公司个人护理材料收入增速	9
图 14:	公司锂离子电池材料产品收入增速	9
图 15:	可比上市公司相对估值比较	10

小而美的精细化工厂商

天赐材料是一家以精细化工新材料的研发、生产和销售为主营业务的个人护理品材料生产企业，公司基于柔性中试体系及化工工程能力，发展出个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大业务。

图 1：天赐材料主要产品系列分类及主要客户



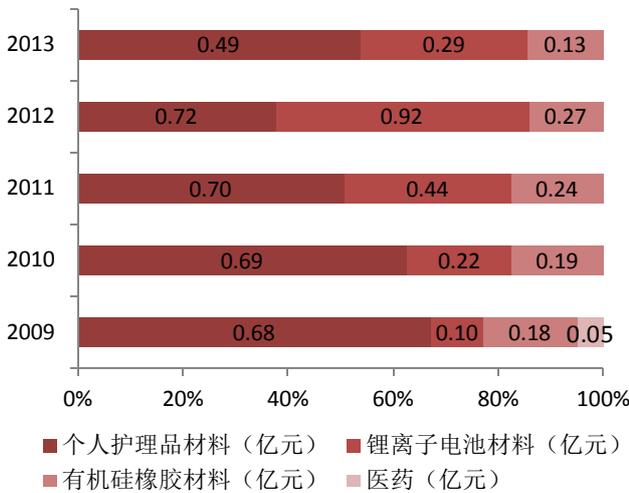
资料来源：招股说明书、川财证券研究所

公司 2012 年营收 5.53 亿元，净利润 5300 万元，营收 11/12/13 年增速分别为 29%、18%、2%，净利润增速分别为 18.7%、36.8%、-7.9%。公司毛利率与净利率分别为 34%/12%。

从产能角度来看，公司各板块产能分布如下：个人护理品材料板块具备 1.5 万吨表面活性剂、9000 吨硅油、600 吨阳离子调理剂、1400 吨卡波姆树脂产能；锂电池板块具备电解液产能 2540 吨，六氟磷酸锂产能 300 吨；有机硅橡胶板块产能 6000 吨。

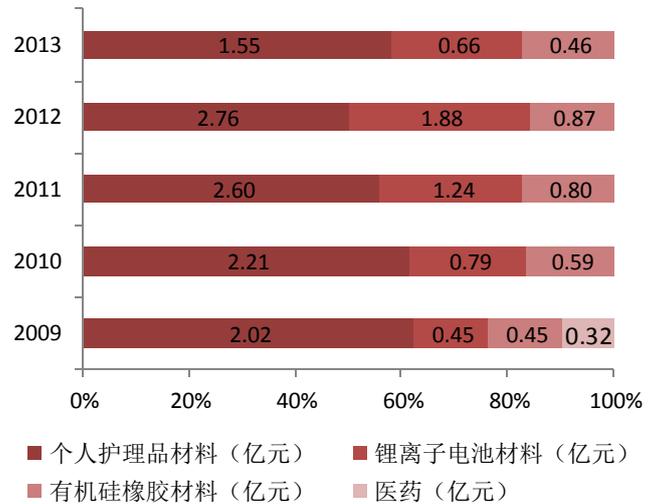
天赐材料个人护理品材料业务及有机硅橡胶材料业务增速较低，锂离子电池材料近年来增速维持在 50-70%左右，新业务的快速扩张令传统业务占比降低。

图 2: 公司毛利构成



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所 (13年为中报数据)

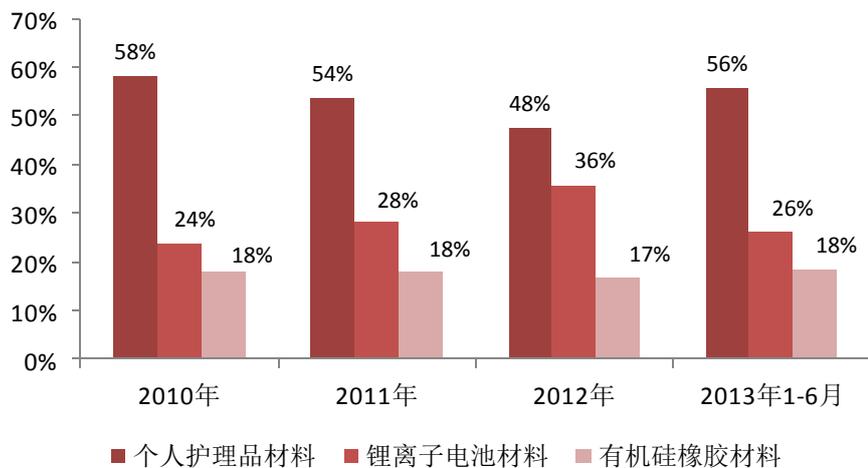
图 3: 公司收入构成



资料来源: 川财证券研究所, (13年为中报数据)

公司三大板块客户差异较大。1)个人护理品材料板块面向下游为个人护理品生产商,最大的客户分别为广州拉芳、RITA、名臣、广州宝洁等,主要竞争对手为南京中狮、广州东雄等;预计该板块行业增长率约为10%。2)锂电池材料板块主要客户为锂电池厂商,主要客户有万向汽车、中凯新能源,竞争对手为国泰华荣、东莞杉杉、新宙邦以及多氟多和九九久等,预计该行业增速约为30%左右。3)有机硅橡胶主要用于密封、粘接用途,主要客户为泉州伟邦、中山泰峰,主要竞争对手为回天胶业、硅宝科技等,预计行业增长率约为15%左右。

图 4: 天赐材料主要产品营业收入占比



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

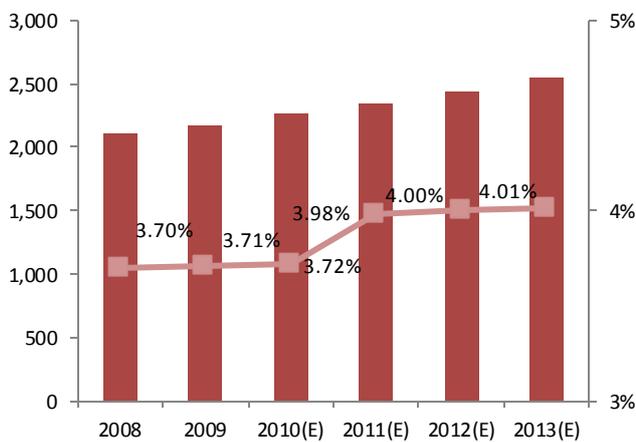
锂电池材料是增速最快的市场

个人护理品市场：传统利基市场，10%增速

2013 年全球个人护理品的市场规模将达到 2,543 亿美元，其中美国、日本、中国是个人护理消费品全球前三大市场，中国是增长速度最快的国家之一，2013 年中国个人护理品的市场规模将达到 213 亿美元。

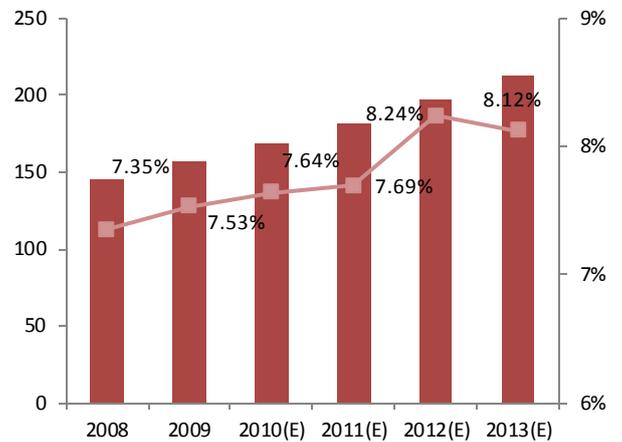
随着个体消费脱离对温饱的要求，追求生活品质的进一步提高，未来可选消费品的支出将成为消费支出增长的重点，个人护理品就是其中重要的一个分支。预计未来 5 年国内个人消费品材料市场可保持 10%的增速。

图 5：全球个人护理材料市场规模及其增速(亿美元)



资料来源：川财证券研究所

图 6：中国个人护理材料市场规模及其增速(亿美元)

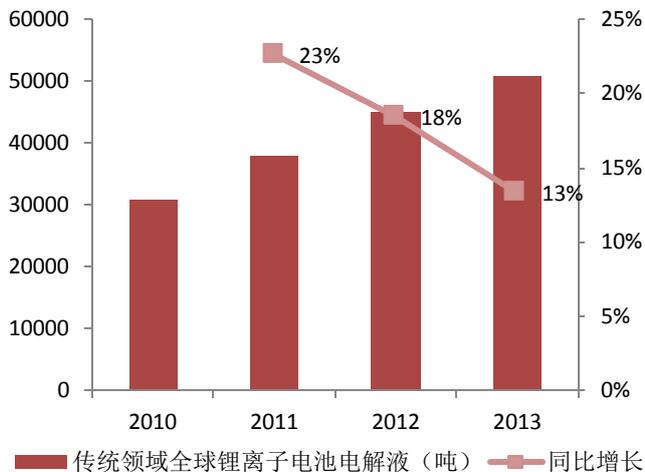


资料来源：川财证券研究所

锂电池材料市场：新能源汽车驱动 30%增速

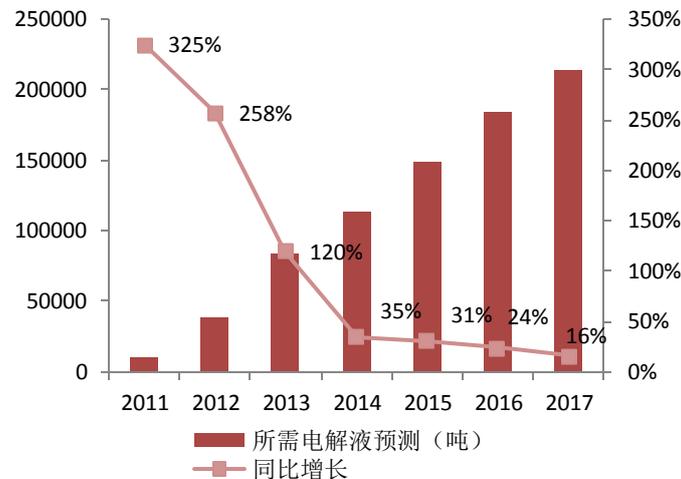
锂电池材料与下游锂电池工业增速保持一致。锂电池传统应用于消费电子领域，近年来新兴的新能源汽车领域则成为新的增长点，目前已经基本与消费电子用锂电池持平。未来随着新能源汽车领域的快速发展、锂离子电池替代效应、以及储能的发展，锂离子电池行业将保持 30%左右的增速

图 7: 传统领域全球锂离子电池电解液需求增速



资料来源: 川财证券研究所

图 8: 全球新能源汽车所需锂离子电池电解液预测



资料来源: 川财证券研究所

六氟磷酸锂为锂电池电解液主要成分，与电解液用量比例为 1: 8，成本占比约 50%。

尽管市场增速相当可观，但六氟磷酸锂价格在全球产能投放的压力下价格不断走低。目前六氟磷酸锂的价格相比 2011 年公司初次提交招股说明书时已经下跌了超过一半。我们认为随着全球产能释放高峰远去，市场供需已经趋于平衡，六氟磷酸锂的价格下跌趋势将放缓，公司凭借成本优势可以将毛利率维持在目前的 40%左右。

图 9: 六氟磷酸锂价格已近 100 元/kg 关口



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

图 10: 全球六氟磷酸锂主要产能

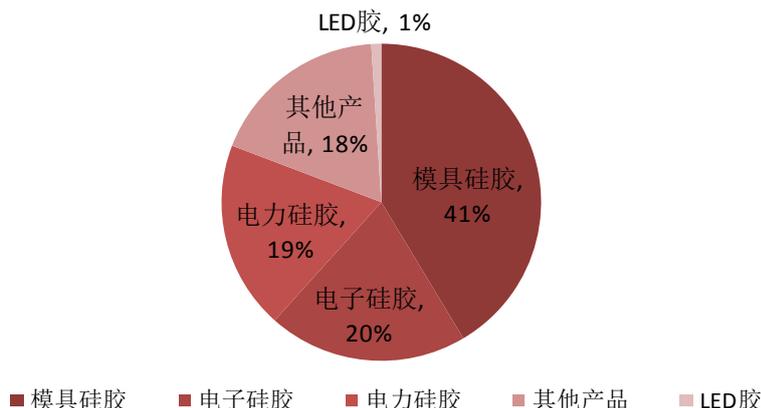
产商	现有产能 (吨/年)
日本森田化学	3000
日本关东电化	950
SUTERAKEMIFA	800
蔚山化学	350
多氟多	2200
九九久	700
天赐材料	800
合计	11710

资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

液体硅橡胶市场：15%增速

液体硅橡胶的下游需求广泛分布于模具、电器、电子、电力、汽车、医疗、日化等行业。受益于国际制造业向中国转移，液体硅橡胶行业增速一直保持在较高水平，已经成为世界上最主要的消费市场。可预见的未来液体硅橡胶市场仍然保持 15%左右的增速。

图 11：公司液体硅橡胶主要应用领域



资料来源：招股说明书、川财证券研究所

募投项目集中于锂电池材料和个护材料

公司未来看点主要在募投项目带来的产能释放。公司募集资金 2.6 亿元投向三大项目，分别为锂电池材料 6000 吨二期、1000 吨锂离子电解质（六氟磷酸锂）、3000 吨卡波姆树脂，全部达产后预计贡献收入分别为 2.5/1.5/1.5 亿元；贡献净利润分别为 5200/5000/2800 万元，对营收和净利润的贡献分别为 1.1 倍和 2.1 倍。

图 12：募投项目与公司产能扩张计划

项目	现有产能（吨/年）	新建产能（吨/年）
锂离子电池电解液	3200	3800
六氟磷酸锂	300	1000
卡波姆树脂	2000	3000
丙二胺	0	5000
氨基酸型表面活性剂	12000	0
甜菜碱	21500	0

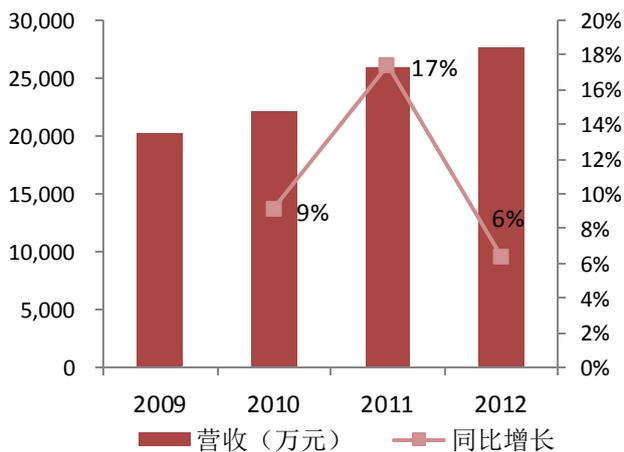
资料来源：招股说明书、川财证券研究所

个护材料方面，天赐材料已与宝洁、拜尔斯道夫（BDF）、高露洁、欧莱雅、亚什兰、利洁时、安利等跨国公司建立了合作关系，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。随着个护材料的进口替代，个人护理品企业市场份额逐步扩大，预计公司个护业务产能利用率保持稳定。

锂电池材料方面，2011 年天赐九江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，目前具备六氟磷酸锂产能 300 吨。国内电解液竞争较为激烈，而六氟磷酸锂生产瓶颈高于电解液，掌握六氟磷酸锂的生产技术的企业仅有多氟多、九九久等少数企业，预计未来公司锂电池材料可以凭借成本优势扩大市场份额。

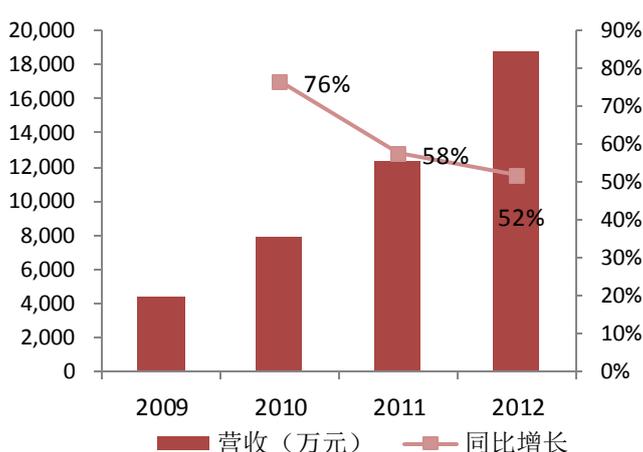
液体硅橡胶方面，国内液体硅橡胶行业集中度低，低端产品竞争激烈，中端产品主要由外资企业、合资企业及行业内个别龙头企业生产，高端产品大部分依赖进口。天赐有机硅主要产品定位于中端产品，预计在有机硅橡胶材料业务领域变化不大。

图 13: 公司个人护理材料收入增速



资料来源：川财证券研究所

图 14: 公司锂离子电池材料产品收入增速



资料来源：川财证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

根据成长性分析，公司未来增长看点主要在 1) 个护材料板块的卡波姆树脂投产，2) 锂电池材料板块的电解液和六氟磷酸锂项目。我们综合业务分拆后，预计公司 13/14/15 年 EPS 分别为 0.62/0.65/0.78 元。

估值

公司主营业务家用日化和锂电池材料均处于当前市场热点，参考同业给予 2013 年

29 倍估值较为合理，对应合理股价为 18 元。

图 15：可比上市公司相对估值比较

证券简称	证券代码	价格	EPS 12	EPS 13	EPS 14	PE 12	PE 13	PE 14
雅本化工	300261	12.0	0.34	0.25	0.44	35	48	27
天马精化	002453	10.8	0.30	0.28	0.41	36	38	26
九九久	002411	9.4	0.27	0.10	0.28	35	97	33
杉杉股份	600884	11.1	0.39	0.47	0.61	29	23	18
新宙邦	300037	19.1	0.76	0.72	0.88	25	26	22
江苏国泰	002091	11.4	0.53	0.58	0.71	22	20	16
沧州明珠	002108	8.5	0.37	0.46	0.60	23	19	14
回天胶业	300041	15.6	0.67	0.51	0.67	23	31	23
平均						28	38	23

资料来源：招股说明书、川财证券研究所

风险提示

公司主要风险点在于：

- 1) 主营横跨三大板块，主导产品之间关联度较低，下游客户差异性较大，无法形成协同效应；
- 2) 锂电池电解液及六氟磷酸锂行业近年产能释放压力较大，产品价格呈现下降趋势。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)制作。本报告仅供川财证券有限责任公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断,该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用,不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其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头寸并进行交易,也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:J19651000。

©版权所有 2013 年川财证券有限责任公司