国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

收入稳步增长，业绩逐步改善

专用化学品

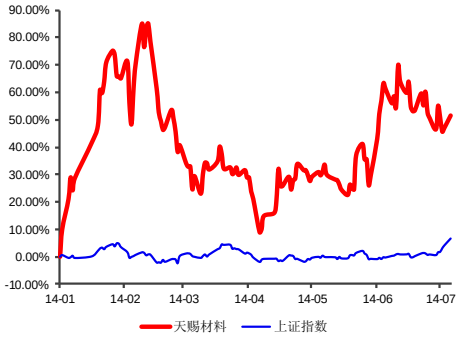
2014 年 7 月 29 日

天赐材料（002709）2014 半年度业绩快报点评

评级（首次/维持/下调/上调）

谨慎推荐（首次）

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者:

分析师：皮斌
执业证书编号：S0590514040001

联系人：马松
电话： 0510-8283-2380
Email： mas@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件： 7月29日天赐材料发布2014年半年度业绩快报，公司上半年实现营业收入31522.6万元，同比增长17.63%；实现归属上市公司股东净利润2938.9万元，同比下降13.48%。基本每股收益0.25元。

点评:

- **公司业绩符合预期。**公司有个人护理品材料、锂离子电池材料和有机硅橡胶三大业务。个人护理品材料是公司发展的基础。锂离子电池材料是公司当前发展的重点。有机硅橡胶调整结构，研发高端产品，以稳为主。个人护理品材料和锂电池材料销量上升致公司收入同比增长 17.6%，净利润下滑主要因公司电解液价格下降导致毛利率有所下降。
- **公司收入和利润逐季改善。**一季度公司收入同比增长 14.94%，净利润同比增长-17.01%。二季度收入和利润表现有所好转。经过 13 年电解液价格的大幅下降后，14 年电解液价格降幅将大幅缩小，电解液企业收入将止跌回升，下半年我们将看到收入和利润端更加明显的改善迹象。
- **公司动力电池电解液占比大，销量持续增长，最受益新能源汽车爆发。**公司拥有合肥国轩、深圳沃特玛、苏州星恒等优质动力电池客户，动力锂电池电解液占公司电解液销量的一半左右。公司锂离子电池电解液第一大客户为合肥国轩，合肥国轩的电解液大部分都采购自天赐。合肥国轩主要为江淮汽车和安凯客车提供磷酸铁锂电池。江淮和安凯是国内电动汽车的领先企业，14 年产量同比将大幅上升直接带动合肥国轩供货量的增长，从而带来对公司动力电池电解液需求的大幅增长。我们认为公司在电解液企业中最受益于新能源汽车的爆发，上半年电解液销量增速符合我们的预期，下半年有望加快。
- **电解质自产提升公司电解液品质与毛利率。**公司 14 年电解质六氟磷酸锂除非客户有要求已经很少外购，自有产能完全可以满足公

司需求。从产品品质上看，公司的六氟磷酸锂同日本的产品已经不相上下，但下游客户的接受还需要一段时间。因为电解质自产，所以公司的毛利率较高，未来六氟磷酸锂扩产后，成本还能进一步下降，因此未来公司毛利率仍将维持在较高水平。

- **个人护理品材料增速稳定，未来看大客户放量。**公司在个人护理品材料市场的多年耕耘积累了国际知名的大客户，目前跨国公司客户占公司个护产品收入的 50-60%。对国外公司客户来说，一个产品进入供应后，后续会后多个产品陆续进入，因此通过认证后，放量会比较快。我们看好公司在个人护理品材料领域优势，预计未来同大客户的合作还有很大提升空间。
- **锂电池材料二期和卡波姆树脂下半年放量贡献业绩。**公司锂电池材料二期项目已经于 7 月 16 日正式公告投产。募投项目卡波姆树脂以前被国外垄断，现在天赐突破以后，主要向亚什兰和欧莱雅供货。公司的卡波姆树脂产品供不应求，下半年也将正式投产。因此产品放量会是公司下半年业绩的看点。
- **首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**我们预计公司 2014~2016 年每股收益分别为 0.64 元、0.85 元、1.04 元，市盈率分别为 47 倍、35 倍、29 倍，公司是电解液上市公司中受益新能源汽车推广弹性最大标的，给予 “谨慎推荐”评级。
- **风险因素：**（1）竞争激烈致电解液价格继续下滑；（2）新能源汽车推广不达预期；

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	596.1	676.5	856.8	1,092.0
YOY	*7.57%*	*13.50%*	*26.65%*	*27.45%*
归属母公司净利润	81.3	76.8	102.2	125.0
EPS(元)	0.68	0.64	0.85	1.04
P/E	44.5	47.1	35.4	28.9
P/B	6.6	4.1	3.8	3.4

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标　　单位：百万

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**554.1**	**596.1**	**676.5**	**856.8**	**1,092.0**
YOY(%)	*17.7%*	*7.6%*	*13.5%*	*26.7%*	*27.5%*
营业成本	362.2	399.6	466.0	578.5	727.9
营业税金及附加	3.5	3.9	4.5	5.7	7.2
销售费用	33.2	34.5	47.4	60.0	76.4
占营业收入比(%)	*6.0%*	*5.8%*	*7.0%*	*7.0%*	*7.0%*
管理费用	76.1	75.7	87.9	109.7	139.8
占营业收入比(%)	*13.7%*	*12.7%*	*13.0%*	*12.8%*	*12.8%*
EBIT	**82.2**	**102.4**	**91.0**	**117.0**	**143.6**
财务费用	3.7	4.9	-1.1	-4.8	-5.0
占营业收入比(%)	*0.7%*	*0.8%*	*-0.2%*	*-0.6%*	*-0.5%*
资产减值损失	2.7	3.1	3.0	4.0	5.0
投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	**72.9**	**74.4**	**68.8**	**103.8**	**140.6**
营业外净收入	5.7	24.9	25.0	20.0	10.0
利润总额	**78.6**	**99.3**	**93.8**	**123.8**	**150.6**
所得税	12.0	14.6	14.1	18.6	22.6
所得税率(%)	*15.2%*	*14.7%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	**66.6**	**84.7**	**79.8**	**105.2**	**128.0**
占营业收入比(%)	*12.0%*	*14.2%*	*11.8%*	*12.3%*	*11.7%*
少数股东损益	3.6	3.3	3.0	3.0	3.0
归属母公司净利润	**63.1**	**81.3**	**76.8**	**102.2**	**125.0**
YOY(%)	*36.8%*	*29.0%*	*-5.6%*	*33.2%*	*22.3%*
EPS（元）	**0.52**	**0.68**	**0.64**	**0.85**	**1.04**

主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入	*17.7%*	*7.6%*	*13.5%*	*26.7%*	*27.5%*
营业利润	*16.1%*	*2.0%*	*-7.5%*	*50.8%*	*35.5%*
净利润	*36.8%*	*29.0%*	*-5.6%*	*33.2%*	*22.3%*
获利能力					
毛利率(%)	*34.6%*	*33.0%*	*31.1%*	*32.5%*	*33.3%*
净利率(%)	*12.0%*	*14.2%*	*11.8%*	*12.3%*	*11.7%*
ROE(%)	*13.1%*	*14.8%*	*8.8%*	*10.7%*	*11.8%*
ROA(%)	*12.2%*	*13.3%*	*8.6%*	*10.0%*	*11.0%*
偿债能力					
流动比率	*1.96*	*1.70*	*3.67*	*3.64*	*3.62*
速动比率	*1.48*	*1.22*	*2.89*	*2.83*	*2.77*
资产负债率%	*26.6%*	*26.9%*	*15.5%*	*16.0%*	*17.1%*
营运能力					
总资产周转率	*82.1%*	*77.1%*	*63.9%*	*73.5%*	*83.7%*
应收账款周转天数	108.8	104.1	111.0	115.1	112.5
存货周转天数	84.3	77.7	85.4	83.3	85.9
每股指标（元）					
每股收益	0.52	0.68	0.64	0.85	1.04
每股净资产	3.48	4.00	4.55	7.26	7.94
估值比率					
P/E	**57.4**	**44.5**	**47.1**	**35.4**	**28.9**
P/B	7.5	6.6	4.1	3.8	3.4

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	78.5	58.8	232.7	221.0	244.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	180.2	186.6	222.8	288.2	355.5
存货	83.6	85.1	109.1	132.0	171.3
其他流动资产	1.5	13.5	13.5	13.5	13.5
流动资产总额	**343.7**	**344.0**	**578.1**	**654.7**	**784.7**
固定资产净值	224.9	323.8	361.3	406.0	431.7
减:资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	224.9	323.8	361.3	406.0	431.7
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	78.2	74.0	88.0	75.0	60.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	**303.1**	**397.7**	**449.3**	**481.0**	**491.7**
无形资产	28.1	27.1	26.5	25.8	25.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	0.4	4.2	4.0	3.8	3.6
资产总额	**675.3**	**773.1**	**1,057.9**	**1,165.3**	**1,305.2**
循环贷款	10.0	75.1	0.0	0.0	0.0
应付款项	125.5	126.7	157.5	180.1	216.9
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	39.7	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	**175.2**	**201.9**	**157.5**	**180.1**	**216.9**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	**179.9**	**207.8**	**163.4**	**186.1**	**222.9**
少数股东权益	13.7	13.6	16.9	19.9	22.9
股东权益	495.4	565.2	894.4	979.2	1,082.2
负债和股东权益	**675.3**	**773.1**	**1,057.9**	**1,165.3**	**1,305.2**

现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	66.6	84.7	79.8	105.2	128.0
加：少数股东损益	3.6	3.3	3.0	3.0	3.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	25.2	30.6	34.3	40.2	45.2
营运资金的变动	34.4	(31.1)	(50.6)	(85.5)	(80.3)
经营活动现金流	126.2	84.1	63.5	59.9	92.9
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(64.0)	(91.6)	(66.8)	(58.0)	(51.5)
投资活动现金流	(64.0)	(91.6)	(66.8)	(58.0)	(51.5)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/（偿还）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	14.8	15.4	20.4	25.0
计入循环贷款前融资活动	(3.8)	(18.4)	(18.5)	(17.6)	(18.2)
循环贷款的增加(减少)	(40.3)	44.6	195.7	3.9	0.2
融资活动现金流	(44.1)	26.2	177.2	(13.6)	(18.0)
现金净变动额	**18.1**	**18.6**	**173.9**	**(11.7)**	**23.4**

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室
电话：0755-82556064
传真：0755-82556064

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。