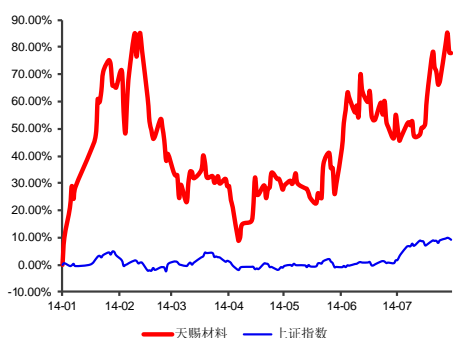


2014年8月22日

评级（首次/维持/下调/上调）

谨慎推荐（维持）

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。

## ——天赐材料（002709）2014年半年报点评

**事件：**8月21日天赐材料发布2014年半年度报告，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%，扣非后净利润2407.1万元。基本每股收益0.25元。

**点评：**

- **公司二季度单季度收入和利润同比和环比改善明显。**公司二季度实现收入1.78亿元，同比增长19.76%，增速比一季度加快5%，实现营业利润1871.2万元，同比下降14.2%，比一季度的-20.11%降幅收窄。环比来看，二季度收入比一季度增长30.95%，营业利润增长55.56%。二季度公司经营情况明显好转。
- **个人护理品材料收入稳定增长，毛利率同比下降3.3%。**公司个人护理品材料业务上半年实现收入1.88亿元，同比增长21.45%，毛利率28.38%，同比下降3.35%。公司个人护理品材料继续推进大客户战略，客户结构进一步优化，跨国大客户和海外市场继续保持了稳定的增长。由于公司产品结构的变化，低毛利产品销售增加，导致公司个人护理品材料毛利率同比有所下降。公司募投项目扩建的卡波姆树脂项目已经试生产，下半年产能将释放，销售不成问题。全年公司个人护理品材料实现高增长是大概率事件。
- **公司电解液收入平稳增长，毛利率大幅下滑。**公司锂电池电解液上半年实现收入8165.4万元，同比增长23.46%，毛利率大幅下滑12.58%至31.49%。公司收入增长不高，主要因为本期电解液销售价格同比大幅下滑所致，上半年公司电解液销量仍然同比增长71.24%，销售情况非常好。公司动力电池电解液出货量占比是上市公司中最高的，因此公司在新能源汽车爆发式增长中受益程度最大，上半年国内新能源汽车产量同比增长120%以上，下半年新能源汽车产销量将继续加快，因此公司下半年电解液销量有望继续加快，而价格同比跌幅将收窄，公司下半年电解液收入增速

将加快，公司毛利率水平也将在电解质自产后有所好转。

- **有机硅橡胶基本稳定。**公司有机硅橡胶业务实现收入 4431.1 万元，同比下降 3.28%，毛利率 29.5%，同比上升 0.69%。对于有机硅橡胶业务的发展，公司以稳为主，上半年公司进行了主动的产品结构调整，减少了低毛利率竞争激烈产品的销售，毛利率水平有所提高。另外上半年公司完成了对天赐有机硅的少数股权收购，有利于公司进一步整合资源，提高资金利用效率，同公司个人护理品材料业务提升协同效应。全年有机硅橡胶业务将维持稳定。
- **期间费用率和现金流状况稳定。**公司上半年期间费用率 18.7%，比 2013 年的 19.3% 有所下降，主要因公司募集资金到位后财务费用下降所致。上半年经营性现金流同比下降 12.2%，主要因职工工资现金支出增加所致。总体上，公司费用率和现金流状况稳定。
- **维持“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 55 倍、42 倍、34 倍，维持“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	52.2	55.3	41.5	34.0
P/B	7.7	4.9	4.4	4.0

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						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>554.1</b>	<b>596.1</b>	<b>676.5</b>	<b>856.8</b>	<b>1,092.0</b>	现金	78.5	58.8	232.7	221.0	244.4
YOY(%)	17.7%	7.6%	13.5%	26.7%	27.5%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	362.2	399.6	466.0	578.5	727.9	应收款项净额	180.2	186.6	222.8	288.2	355.5
营业税金及附加	3.5	3.9	4.5	5.7	7.2	存货	83.6	85.1	109.1	132.0	171.3
销售费用	33.2	34.5	47.4	60.0	76.4	其他流动资产	1.5	13.5	13.5	13.5	13.5
占营业收入比(%)	6.0%	5.8%	7.0%	7.0%	7.0%	<b>流动资产总额</b>	<b>343.7</b>	<b>344.0</b>	<b>578.1</b>	<b>654.7</b>	<b>784.7</b>
管理费用	76.1	75.7	87.9	109.7	139.8	固定资产净值	224.9	323.8	361.3	406.0	431.7
占营业收入比(%)	13.7%	12.7%	13.0%	12.8%	12.8%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>82.2</b>	<b>102.4</b>	<b>91.0</b>	<b>117.0</b>	<b>143.6</b>	固定资产净额	224.9	323.8	361.3	406.0	431.7
财务费用	3.7	4.9	-1.1	-4.8	-5.0	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.7%	0.8%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	在建工程	78.2	74.0	88.0	75.0	60.0
资产减值损失	2.7	3.1	3.0	4.0	5.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>固定资产总额</b>	<b>303.1</b>	<b>397.7</b>	<b>449.3</b>	<b>481.0</b>	<b>491.7</b>
<b>营业利润</b>	<b>72.9</b>	<b>74.4</b>	<b>68.8</b>	<b>103.8</b>	<b>140.6</b>	无形资产	28.1	27.1	26.5	25.8	25.2
营业外净收入	5.7	24.9	25.0	20.0	10.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>78.6</b>	<b>99.3</b>	<b>93.8</b>	<b>123.8</b>	<b>150.6</b>	其他长期资产	0.4	4.2	4.0	3.8	3.6
所得税	12.0	14.6	14.1	18.6	22.6	<b>资产总额</b>	<b>675.3</b>	<b>773.1</b>	<b>1,057.9</b>	<b>1,165.3</b>	<b>1,305.2</b>
所得税率(%)	15.2%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	10.0	75.1	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>66.6</b>	<b>84.7</b>	<b>79.8</b>	<b>105.2</b>	<b>128.0</b>	应付款项	125.5	126.7	157.5	180.1	216.9
占营业收入比(%)	12.0%	14.2%	11.8%	12.3%	11.7%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	3.6	3.3	3.0	3.0	3.0	其他流动负债	39.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>63.1</b>	<b>81.3</b>	<b>76.8</b>	<b>102.2</b>	<b>125.0</b>	<b>流动负债</b>	<b>175.2</b>	<b>201.9</b>	<b>157.5</b>	<b>180.1</b>	<b>216.9</b>
YOY(%)	36.8%	29.0%	-5.6%	33.2%	22.3%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.52</b>	<b>0.68</b>	<b>0.64</b>	<b>0.85</b>	<b>1.04</b>	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
<b>主要财务比率</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>负债总额</b>	<b>179.9</b>	<b>207.8</b>	<b>163.4</b>	<b>186.1</b>	<b>222.9</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	13.7	13.6	16.9	19.9	22.9
营业收入	17.7%	7.6%	13.5%	26.7%	27.5%	股东权益	495.4	565.2	894.4	979.2	1,082.2
营业利润	16.1%	2.0%	-7.5%	50.8%	35.5%	<b>负债和股东权益</b>	<b>675.3</b>	<b>773.1</b>	<b>1,057.9</b>	<b>1,165.3</b>	<b>1,305.2</b>
净利润	36.8%	29.0%	-5.6%	33.2%	22.3%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
毛利率(%)	34.6%	33.0%	31.1%	32.5%	33.3%	税后利润	66.6	84.7	79.8	105.2	128.0
净利率(%)	12.0%	14.2%	11.8%	12.3%	11.7%	加: 少数股东损益	3.6	3.3	3.0	3.0	3.0
ROE(%)	13.1%	14.8%	8.8%	10.7%	11.8%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	12.2%	13.3%	8.6%	10.0%	11.0%	折旧和摊销	25.2	30.6	34.3	40.2	45.2
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	34.4	(31.1)	(50.6)	(85.5)	(80.3)
流动比率	1.96	1.70	3.67	3.64	3.62	<b>经营活动现金流</b>	<b>126.2</b>	<b>84.1</b>	<b>63.5</b>	<b>59.9</b>	<b>92.9</b>
速动比率	1.48	1.22	2.89	2.83	2.77	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	26.6%	26.9%	15.5%	16.0%	17.1%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>						固定资产投资	(64.0)	(91.6)	(66.8)	(58.0)	(51.5)
总资产周转率	82.1%	77.1%	63.9%	73.5%	83.7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(64.0)</b>	<b>(91.6)</b>	<b>(66.8)</b>	<b>(58.0)</b>	<b>(51.5)</b>
应收账款周转天数	108.8	104.1	111.0	115.1	112.5	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	84.3	77.7	85.4	83.3	85.9	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.52	0.68	0.64	0.85	1.04	股利分配	0.0	14.8	15.4	20.4	25.0
每股净资产	3.48	4.00	4.55	7.26	7.94	计入循环贷款前融资活动	(3.8)	(18.4)	(18.5)	(17.6)	(18.2)
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(减少)	(40.3)	44.6	195.7	3.9	0.2
P/E	67.3	52.2	55.3	41.5	34.0	<b>融资活动现金流</b>	<b>(44.1)</b>	<b>26.2</b>	<b>177.2</b>	<b>(13.6)</b>	<b>(18.0)</b>
P/B	8.8	7.7	4.9	4.4	4.0	<b>现金净变动额</b>	<b>18.1</b>	<b>18.6</b>	<b>173.9</b>	<b>(11.7)</b>	<b>23.4</b>

**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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	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。