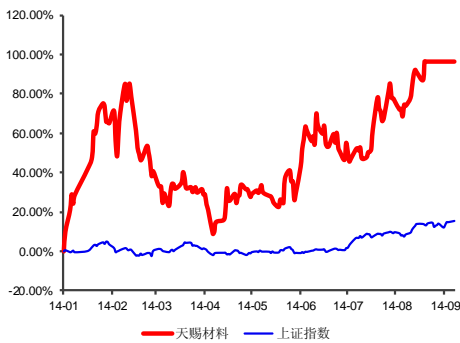


2014 年 9 月 30 日

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：

天赐材料（002709）2014 年半年报点评：业绩持续好转趋势确立-2014/8/22

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）非公开发行预案点评

事件：9月30日天赐材料发布非公开发行预案，公司拟以不低于32.4元/股的价格发行不超过818万股，募集资金不超过2.65亿，以不超过2亿用于收购东莞市凯欣电池材料有限公司100%股权，以4,900万元投资建设6,000t/a液体六氟磷酸锂项目。

点评：

- **收购东莞凯欣进入 ATL 供应链。**我们认为公司本次收购的最大意义在于收获了 ATL 这样业界顶尖的下游大客户。现在电解液行业的竞争更多地体现在客户结构的竞争上，客户结构背后是公司的技术服务和研发能力，能够进入大客户的供应链，跟随大客户的发展而发展是电解液企业成长的主要路径。东莞凯欣是 ATL 的主要供应商，2013 年东莞凯欣电解液出货量位居国内第 8，实力较强。
- **ATL 是国内领先的锂电池制造商，聚合物锂电池居于全球领先水平。**ATL 是日本 TDK 香港设立的全资子公司，在聚合物锂离子电池领域居于全球领先地位，是苹果的电芯主力供应商之一。此外 ATL 也在同宝马合作开发车用动力锂电池，未来 ATL 很有可能向宝马提供动力电池。因此公司将得以通过 ATL 进入苹果和宝马的供应链，未来放量空间巨大。
- **进入 ATL 供应链后，公司的客户结构将得到极大优化。**相比与江苏国泰拥有 LG 化学、新宙邦拥有三星 SDI 这样国际级的大客户而言，公司目前的客户结构还是以国内企业为主，主要是合肥国轩、深圳沃特玛、万向等。通过东莞凯欣进入 ATL 供应链后，公司得以跻身国内一流的电解液供应商行列，客户层次将进一步提高，有利于公司未来技术水平的提高和在国内外市场的拓展。
- **扩大六氟磷酸锂产能应对新能源汽车爆发。**公司现有六氟磷酸锂产能 1700 吨，本次增发计划继续扩大六氟磷酸锂产能，建设 6000 吨液体六氟磷酸锂产能，折合晶体六氟磷酸锂 2000 吨。公司目前

的电解液产能约消化 1000 吨六氟磷酸锂，未来公司六氟磷酸锂产能完工后，公司将向外出售六氟磷酸锂，目前已经同比亚迪有合作的意向。新能源汽车爆发后，对电解液的需求将成倍增长，按照每辆车需要 50 千克电解液计算，100 万辆新能源汽车将需要 5 万吨电解液，6400 吨六氟磷酸锂，因此未来仅新能源汽车就将是万吨级的六氟磷酸锂市场。虽然现在六氟磷酸锂市场已有过剩的趋势，而且我们不认为未来几年后市场会有供不应求的情况出现，但是新能源汽车市场已经开始启动，产能消化的速度会很快，提前布局将助力公司在未来锂盐及电解液市场占据先发优势。

- **维持“谨慎推荐”评级。**我们暂时不调整公司盈利预测，维持公司 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 61 倍、46 倍、38 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	57.7	61.1	45.9	37.5
P/B	8.6	5.4	4.9	4.4

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						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	554.1	596.1	676.5	856.8	1,092.0	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%	流动资产总额	343.7	344.0	578.1	654.7	784.7
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
EBIT	82.2	102.4	91.0	117.0	143.6	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	固定资产总额	303.1	397.7	449.3	481.0	491.7
营业利润	72.9	74.4	68.8	103.8	140.6	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
利润总额	78.6	99.3	93.8	123.8	150.6	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	资产总额	675.3	773.1	1,057.9	1,165.3	1,305.2
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
净利润	66.6	84.7	79.8	105.2	128.0	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
归属母公司净利润	63.1	81.3	76.8	102.2	125.0	流动负债	175.2	201.9	157.5	180.1	216.9
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
EPS (元)	0.52	0.68	0.64	0.85	1.04	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
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	179.9	207.8	163.4	186.1	222.9
成长能力						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%	负债和股东权益	675.3	773.1	1,057.9	1,165.3	1,305.2
净利润	36.8%	29.0%	-5.6%	33.2%	22.3%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
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
偿债能力						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	经营活动现金流	126.2	84.1	63.5	59.9	92.9
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
营运能力						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%	投资活动现金流	(64.0)	(91.6)	(66.8)	(58.0)	(51.5)
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
每股指标 (元)						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)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	(40.3)	44.6	195.7	3.9	0.2
P/E	74.4	57.7	61.1	45.9	37.5	融资活动现金流	(44.1)	26.2	177.2	(13.6)	(18.0)
P/B	9.7	8.6	5.4	4.9	4.4	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

免责声明:

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。