国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

电解液毛利率企稳，业绩持续改善

专用化学品

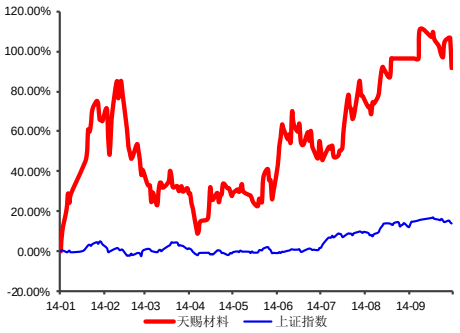
2014 年 10 月 23 日

——天赐材料（002709）2014 年三季报点评

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）非公开发行预案点评：收购东莞凯欣，进入 ATL 供应链-2014/9/30

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：10月22日天赐材料发布2014年三季度报告，公司1-9月实现营业收入5.14亿元，同比增长17.91%；实现归属上市公司股东净利润5050.8万元，同比下降4.04%，扣非后净利润4422.2万元，同比下降8.95%。基本每股收益0.43元。

点评：

- **公司三季度业绩同比继续改善，净利增速由负转正。**公司三季度单季实现收入 1.99 亿元，同比增长 18.37%，与二季度基本持平。归属上市公司股东净利润 2111.9 万元，同比增长 13.13%，净利润增长由负转正。
- **三季度综合毛利率 30.21%，环比有所改善。**公司三大业务个人护理品材料、锂离子电池电解液和有机硅橡胶材料。个人护理品材料增速稳定，全年看点还在卡波姆树脂产能释放，预计今年收入能保持 20%的增长。锂离子电池电解液主要原料六氟磷酸锂价格企稳，电解液价格降幅也趋缓，因而全年电解液收入将有较大增长，毛利率将触底回升。有机硅橡胶业务正在调整产品结构，全年能持平或略有下降。预计四季度公司毛利率将继续好转。
- **期间费用率和现金流状况稳定。**公司前三季度期间费用率 18.24%，比 2013 年的 19.3%下降 1%，募集资金利息收入增加致财务费用下降是主因。应收账款增长较快致经营性现金流同比下降 38%，这与锂电池行业账期较长有关。整体来看，公司前三季度费用率和现金流状况延续了二季度的稳定趋势。
- **拟定增收购东莞凯欣，下游客户将取得重要突破。**公司 9 月 30 日发布非公开发行预案，拟募资 2.65 亿收购东莞凯欣 100%的股权，并投建 6000t/a 液体六氟磷酸锂项目。定增完成后，公司将进入 ATL 的供应链。ATL 是业内顶尖的聚合物锂电池生产商，下游客户包括苹果等消费电子主力厂商。其动力电池正在宝马 i3 电动车中进行测试，预计未来将成为宝马动力电池供应商之一。公司也

有望藉此进入宝马 i 系列电动车的供应体系。ATL 正在青海投建新的动力电池工厂，远景规划达到 5GWh，一期项目 1.5GWh 年内或将建成，届时新增电解液需求量将达到 2000 吨以上。进入 ATL 供应链后，公司的研发能力和客户结构都将得到极大提升。

- **维持“谨慎推荐”评级。**我们维持公司 2014~2016 年每股收益预测分别为 0.64 元、0.85 元、1.04 元，市盈率分别为 60 倍、45 倍、37 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	56.3	59.6	44.8	36.6
P/B	8.3	5.2	4.8	4.3

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	**72.6**	**56.3**	**59.6**	**44.8**	**36.6**
P/B	9.5	8.3	5.2	4.8	4.3

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。