



买入

41% ↑

目标价格:人民币 50.00

002709.CH

价格:人民币 35.51

目标价格基础: 50 倍 2016 年市盈率

板块评级:未有评级

天赐材料

受益行业周期性机会, 优质成长股

天赐材料布局于精细化工品领域的三部分业务, 已呈现阶梯形结构推动企业发展: 个人化妆品业务客户优质, 平台化服务能力形成, 且超越市场平均增速的成长为公司持续性向好提供支撑。锂电材料业务布局动力电池领域, 收入结构和客户结构为公司高弹性成长提供可能, 而成本优势将为企业提供持续竞争力。有机硅研发平台得到公司高度重视, 日益丰富公司产品结构, 巩固研发实力, 并培养下游市场挖掘能力。我们预计公司 2015 年~2016 年公司迎来持续爆发增长的机会, 目标价 50.00 元, 买入评级。

支撑评级的要点

- **公司立足精细化工品领域, 精耕细作, 着眼未来。**公司起家于日化领域, 通过多家的技术和客户的积累, 已经在产品研发、服务体系以及平台化的综合解决方案能力上形成领先市场的竞争优势。同时公司在该领域积累的能力对其他业务的开展也会有正向推动作用。
- **个人护理品材料业务支撑公司稳健增长。**公司个人护理品材料业务产品结构不断完善, 且下游客户优质, 现金流良好。下游市场消费趋于向高端领域升级, 以及细分领域产品结构调整的加剧, 公司预见性的针对下游市场变化进行布局, 有望持续超越行业平均增速的成长。
- **锂电材料业务正在迎接行业爆发性机会。**新能源汽车产业的发展拉动对动力电池的需求, 将使锂电行业市场发生重大变革。新玩家的进入和成长, 以及新应用领域中传统玩家供应链系统的重构, 有望使天赐材料领先行业享受行业变革带来的爆发性增长机会。而天赐通过掌握关键材料合成技术, 形成的成本优势将为公司提供持续性竞争力。
- **有机硅橡胶业务受益于研发平台, 应用挖掘趋于丰富。**公司未来将加强有机硅研发平台的搭建, 通过对电子、电力等领域细分市场的挖掘, 带动公司有机硅橡胶业务的成长。

评级面临的主要风险

- 新能源汽车产业政策变化对行业发展产生的消极作用; 公司新产品研发或应用的速度低于预期。

估值

- 我们预计公司 2014、2015、2016 年每股收益分别为 0.51 元、0.80 元、1.00 元。考虑 2015 年为新能源汽车行业爆发增长年, 而公司动力电池电解液占比超过 50%, 业绩弹性大, 能够享受市场高估值, 我们基于 2016 年业绩给予 50 倍估值, 目标价 50.00 元, 给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	554.12	596.06	708.69	1,063.69	1,348.29
变动 (%)	5.69	7.57	18.90	50.09	26.76
净利润(人民币 百万)	63.06	81.33	61.69	96.78	120.51
全面摊薄每股收益(人民币)	0.52	0.68	0.51	0.80	1.00
变动 (%)	27.6	28.96	(24.14)	56.87	24.52
全面摊薄市盈率(倍)	55.48	43.30	69.31	47.14	37.85
价格/每股现金流量(倍)	12.20	22.05	17.16	14.31	28.73
每股现金流量(人民币)	2.91	1.61	2.07	2.48	1.24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.82	19.91	22.32	17.74	16.59
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
股息率(%)	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	12.27	8.34	(9.05)	12.38
相对新华富时 A50 指数	19.90	14.26	(46.47)	(42.07)

发行股数(百万)	120
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	2142
3 个月日均交易额(人民币 百万)	59
净负债比率(%) (2014E)	16.3
主要股东(%)	
徐金富	44.68

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 2 月 12 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

新能源: 新能源汽车

游家训

(8621) 2032 8595

jiaxun.you@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513070002

*胡毅为本报告重要贡献者

目录

天赐材料简介.....	3
个人护理品材料业务—稳增长，调结构.....	5
锂电池材料业务—谋变局，占风口.....	11
有机硅橡胶业务—搭平台，挖应用.....	20
财务模型假设条件.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司.....	24

天赐材料简介

公司基本情况

广州天赐高新材料股份有限公司是一家专业从事个人护理品功能材料、锂离子电池材料、有机硅橡胶材料的高科技民营企业。公司成立于2000年6月，注册资本12,041.32万元。2007年11月由广州市天赐高新材料科技有限公司整体变更为广州天赐高新材料股份有限公司，于2014年1月23日A股上市。

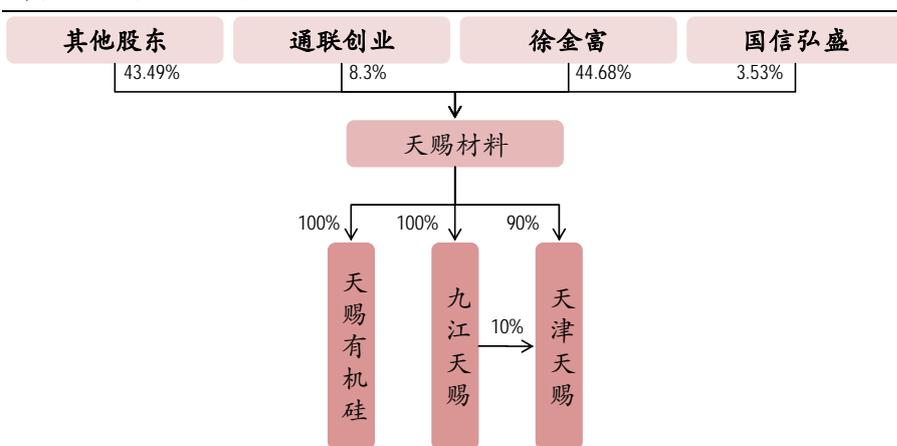
2002年以来公司先后通过ISO9001质量管理体系认证、ISO14000环境体系、OHSAS18000职业健康安全体系认证。2012年天赐材料在电解液行业内率先通过TS16949体系认证、同年通过“标准化良好行为企业”AAAA级认证。

图表 1. 公司管理/技术团队

姓名	职位	简介
徐金富	董事长	中国科学院化专业硕士研究生学历，中欧国际工商管理学院EMBA。历任广州市道明化学有限公司经理，广州天赐总经理
陈汛武	总经理	西北轻工业学院轻化工系硕士研究生学历，中欧国际工商学院EMBA。曾任职于广州宝洁、宁波方太等高级管理职务。
顾斌	财务总监	中南财经大学会计学专业毕业。历任湖北金龙泉啤酒、广州蓝月亮等公司财务部门负责人。
张丽萍	董事/技术核心	浙江大学化工系本科，历任江西星火化工厂研究所所长，有机硅中心主任等，长期从事有机硅材料研究和科技管理工作。
张若昕	总工程师/技术核心	化工部北京化工研究员有机化工专业研究生学历，曾任中石化金陵公司副总工程师。
刘建生	电池材料部经理/技术核心	中南大学应用化学专业硕士研究生学历，曾就职广州有色金属研究院。

资料来源：公司招股说明书，中银国际研究整理

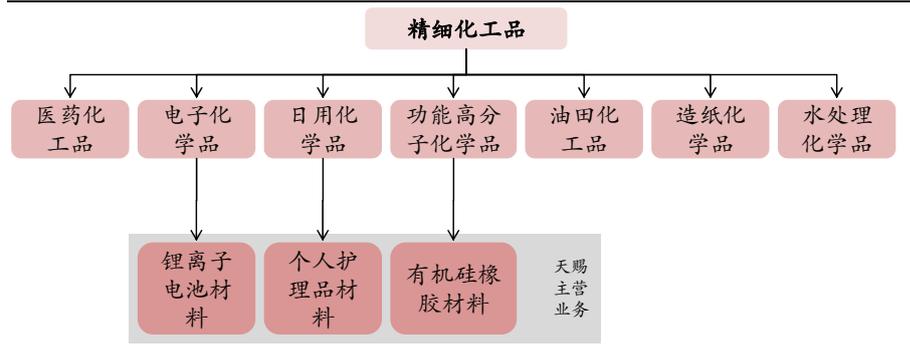
图表 2. 公司股权结构



资料来源：公司资料，中银国际研究整理

公司产品结构

公司聚焦于精细化工品领域，通过产品线的延伸和不断丰富，公司现在的产品主要分布于其中的3个领域。

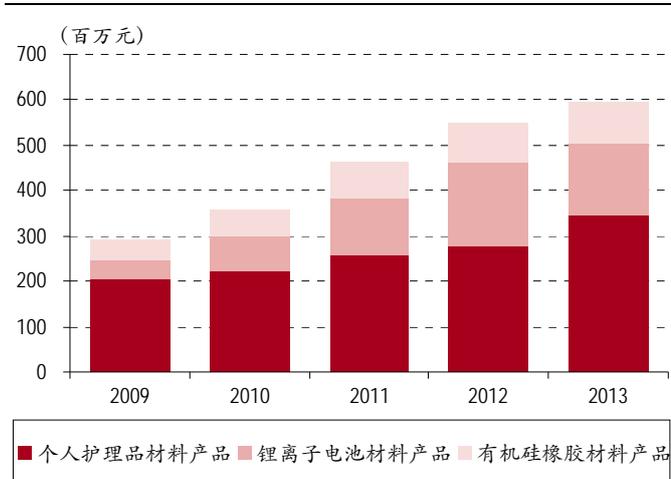
图表 3. 公司产品分布


资料来源：公司资料，中银国际研究整理

图表 4. 公司产品类型

产品类型	主要产品系列	典型产品	主要客户
个人护理品材料	硅油系列	透明硅油、乳化透明硅油	宝洁、亚什兰、拜尔斯道夫、联合利华、欧莱雅、高露洁、拉芳、蓝月亮等
	水溶性聚合物系列	卡波姆树脂、反相乳液	
	阳离子调理剂系列	瓜尔胶、纤维素	
	表面活性剂系列	甜菜碱、咪唑啉	
锂离子电池材料	动力锂离子电池功能解液系列	-	国轩、沃特玛、ATL、万向、哈光宇、宁波维科、天津力神等
	传统锂电池功能解液系列	-	
有机硅橡胶材料	硅橡胶系列	-	泉州伟邦、中山泰峰

资料来源：中银国际研究

图表 5. 公司收入结构


资料来源：万得，中银国际研究

图表 6. 公司毛利结构


个人护理品材料业务—稳增长，调结构

国内个人护理品材料市场综合解决方案提供商

1. 多领域技术突破提升公司精细化工品合成能力

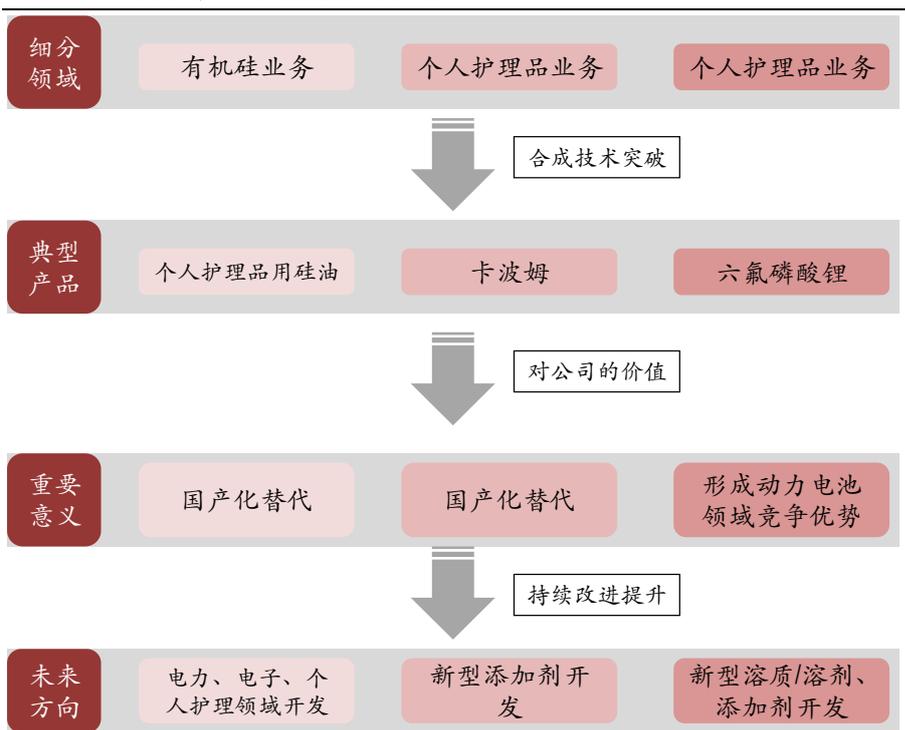
天赐材料成立之初，主要从事于个人护理品材料的研发、生产和销售，其产品主要包括硅油系列产品和表面活性剂系列。经过两年的发展，公司成功突破个人护理品用硅油产品的技术难关，通过大幅降低硅油产品价格实现公司产品对进口产品的替代。

在个人护理品材料业务中，最为代表性的就是公司在卡波姆树脂的技术突破。公司 2009 年开始进行卡波姆树脂的工艺研究攻关并实现 200 吨卡波姆树脂产业化生产，并于 2010 年在江西九江投产 2,000 吨产能，成为世界第二大卡波姆树脂供应商，产品应用于联合利华和欧莱雅（通过亚什兰）旗下的多款产品，打开国际客户个人护理品高附加值添加剂市场。

同样是事情发生在锂离子电池领域。公司从 2005 年开始关注国内锂离子市场。在发展电解液配方和服务业务的同时，公司 2007 年通过购买美国 Dr.Novis Smith 专利获得六氟磷酸锂相关技术，并通过自身过硬的工艺技术和化学工程能力，2011 年实现晶体六氟磷酸锂的量产，并于 2015 年具备 1,800~2,000 吨产能。

我们总结发现，公司在精细化工品领域，非常重视为下游客户提供非常有效的产品服务，但是公司在现有的三大收入结构领域中的成长，都是伴随着该领域重要化工产品合成技术的突破。对比同行发现，公司在精细化工品领域的产业布局，非常重视对关键材料合成和生产能力的形成。我们认为，公司先后在多个领域合成技术的构建核心竞争力，短期内通过国产化替代使企业快速收获经济价值，更重要的是，这个过程对于公司理解材料性能和优化生产工艺有极为重要的意义。

图表 7. 公司核心产品制备能力的演进



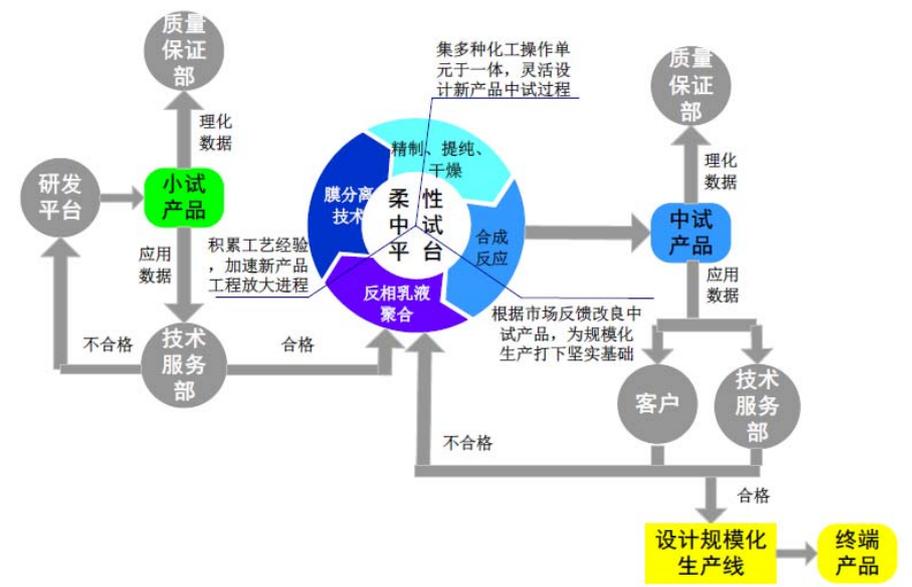
资料来源：中银国际研究

2. 与优秀企业合作强化公司服务能力和市场开拓能力

第一：公司作为国内领先的日化领域精细化工品生产商，在产品生产方面已积累了丰富的经验，同时公司通过多年与国际大客户合作，培养并规范了公司对客户的产品服务体系。

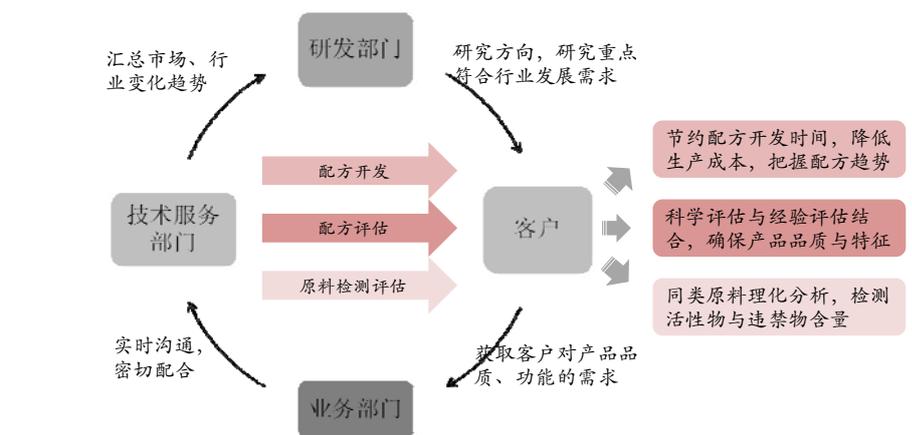
第二点：与行业龙头企业的合作，使企业加深了对产品在下游应用的理解能力，从而在公司面对新客户或新市场提出使用需求时，公司能够结合自有的产品系列或技术储备来提供综合解决方案，同时能够根据客户细节性的需求来进行持续性的改进。

图表 8. 公司搭建的柔性中试平台



资料来源：公司招股说明书，中银国际研究

图表 9. 公司综合解决方案提供流程



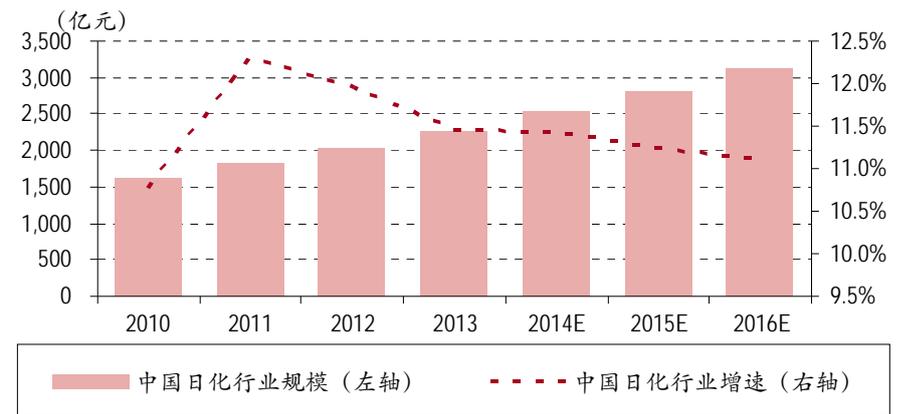
资料来源：公司招股说明书，中银国际研究

公司持续受益于国内个人护理品市场成长的机会

1. 国内日化行业增速平稳，但高端占比提升的结构性调整利好天赐材料

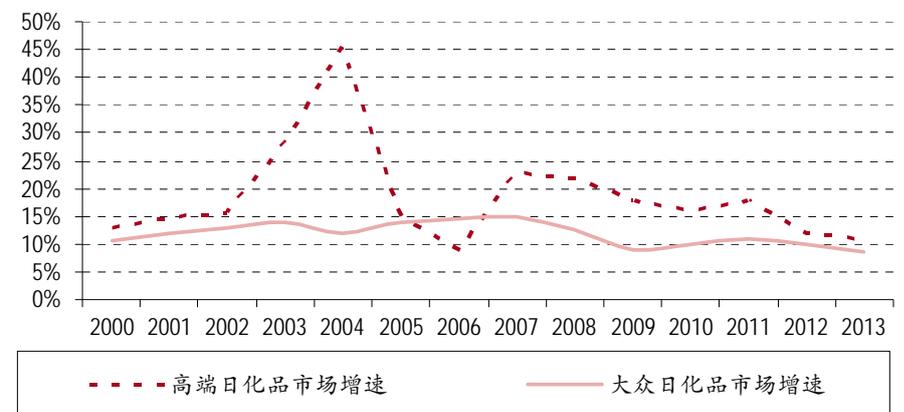
目前来看，天赐材料不管产品水平还是客户结构，在国内行业里处于领先水平。天赐材料与国际客户保持紧密的合作关系的同时，由于在细分市场新客户的开发方面能够根据客户多样的需求提供针对性的综合解决方案，所以在新兴领域的市场开拓方面也在走在行业前列，从事使公司较其他竞争对手更容易受益高端市场占比提升所带来的机遇。

图表 10. 国内日化行业规模及增速情况



资料来源: Euromonitor, 中银国际研究

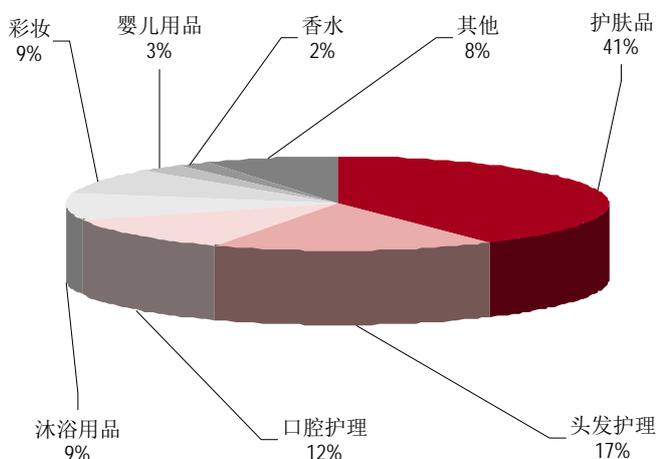
图表 11. 国内高端日化品增速高于大众日化品行业增速



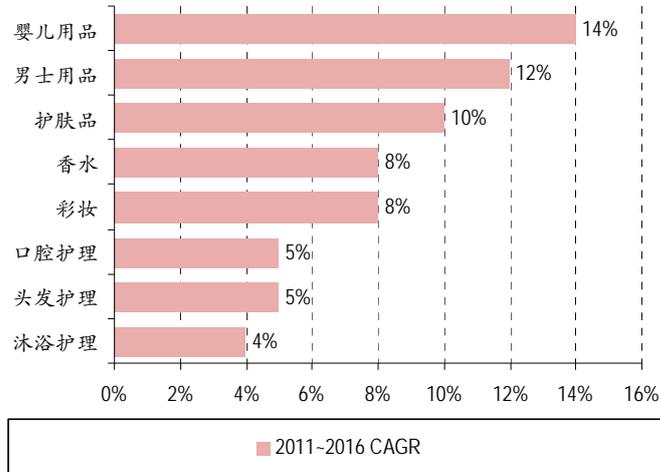
资料来源: 公司资料, Euromonitor, 中银国际研究

2. 细分领域增速差别为天赐材料带来结构性增速机会

图表 12. 2011 年国内日化行业产业结构性占比



图表 13. 2011-2016 细分领域复合增长情况



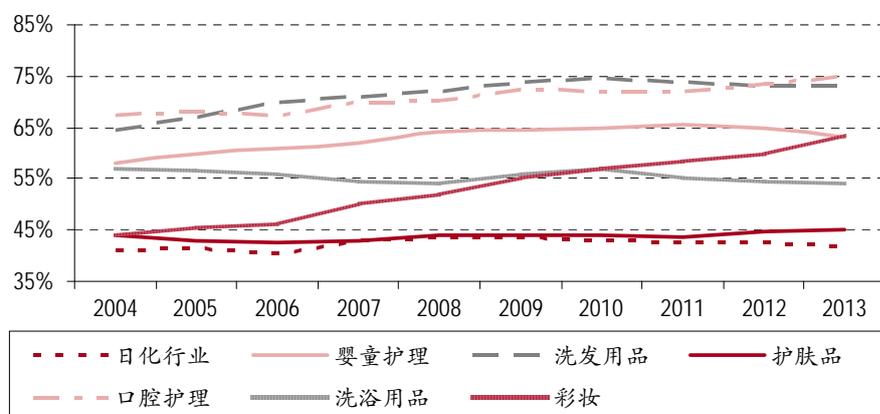
资料来源: Euromonitor, 中银国际研究

下游日化产品细分行业增速的差别, 将会为部分专用于细分领域的添加剂带来领先于其他产品增速的机会。例如, 我们常在超市看到, 国内有很多专攻细分领域的新兴品牌, 他们在挖掘细分市场之后来对应设计产品功能。由于天赐材料在添加剂合成和量产、以及在综合方案提供方面具备雄厚的实力, 所以在与新兴品牌合作时能够很大程度去配合下游客户解决产品开发和量产中所涉及到的问题。

3. 集中度提高趋势下天赐材料直接受益大客户战略

消费者对于日化产品的品牌易形成较稳定忠诚度, 这样使高端品牌或者细分领域领先企业的市场集中度趋于变高。天赐材料领先国内同行进入国际品牌供应链体系, 同时凭借良好的技术研发和产品服务, 与客户保持了良好合作关系。在市场集中度趋于上升的情况下, 公司将持续受益于大客户战略。

图表 14. 国内日化细分领域前十名企业市场集中度



资料来源: Euromonitor, 中银国际研究

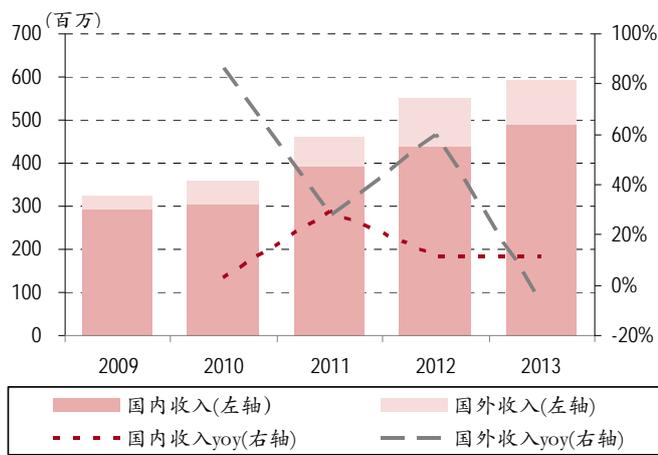
图表 15. 公司主要竞争对手

	主要产品	主要客户
中狮化学（南京）	表面活性剂系列、功能性（油）脂系列、增稠剂（含卡波姆）、季铵盐调剂系列、乳化剂系列、防晒剂系列、分散体系列、活性载体颗粒系列、功能性添加剂系列、防腐剂等。	联合利华、欧莱雅、雅诗兰黛、上海家化、大宝、雅倩、丝宝等
东雄化工（广州）	高效乳化剂，硅氧烷系列，阳离子调理剂，聚丙烯酸脂聚合物（含卡波姆），温和表面活性剂，特色添加剂，高效防腐剂等。	欧莱雅、雅芳、完美、无极限、丝宝、妮维雅、拉芳、蒂花之秀、霸王、立白、嘉丹婷、丹姿、滇虹药业、美王等
天赐材料（广州）	硅油系列、水溶性聚合物系列（含卡宝洁、亚什兰、拜尔斯道夫、波姆）、阳离子调理剂系列、表面活性剂系列等。	联合利华、欧莱雅、高露洁、拉芳、蓝月亮等

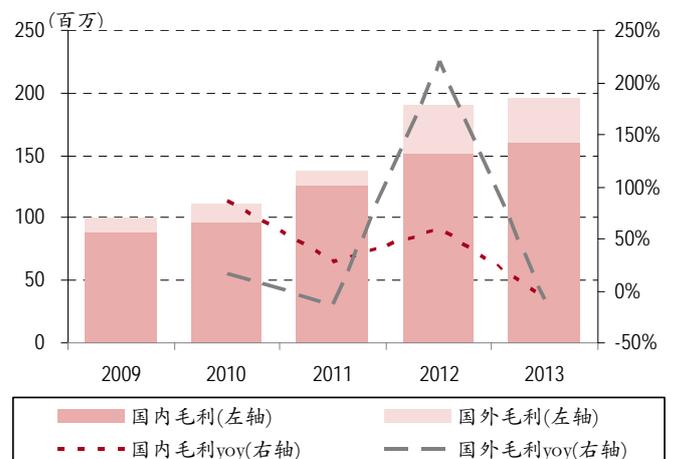
资料来源：中银国际研究

公司未来将受益于海外个人护理品市场成长的机会

我们对国内和国外市场在公司收入和毛利结构，虽然 2013 年增速有所下滑，我们相信从未来的趋势上来看，公司将越来越多的受益于海外市场开拓所带来的机会。

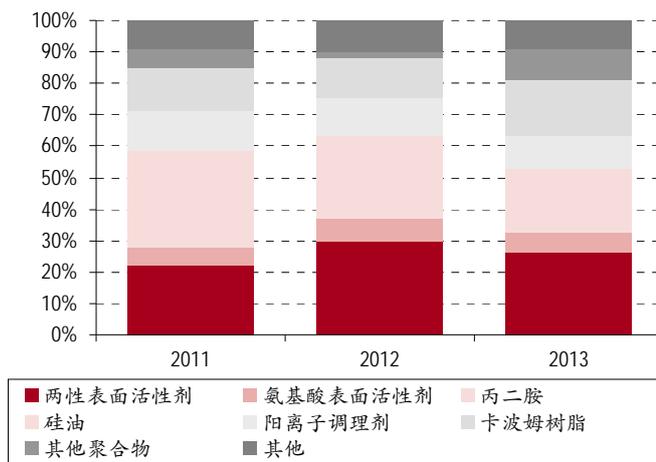
图表 16. 公司收入结构（以国内外划分）


资料来源：万得，中银国际研究

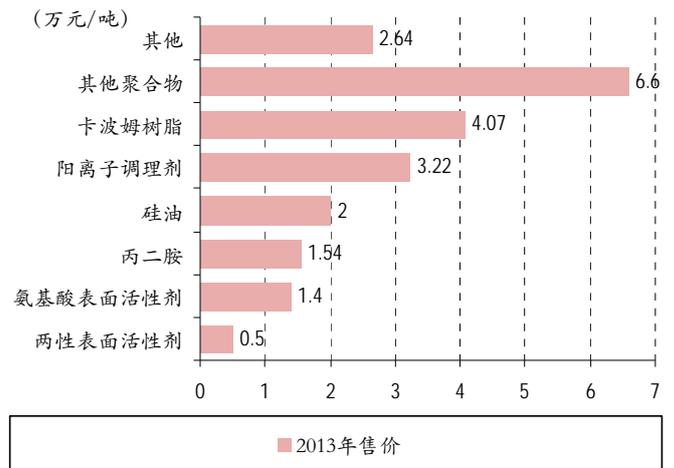
图表 17. 公司毛利结构（以国内外划分）


随着国内个人护理领域精细化工品研发和生产能力的加强，特别是国外部分高端添加剂的专利到期，国内企业能够越来越多的参与到国际市场高附加值添加剂市场的争夺中，天赐材料未来必然是这个趋势下的领先者。一方面，公司有良好的国际客户资源，所以天赐材料可以向客户提供更具有性价比的产品，通过下游国际客户走向海外市场；另一方面，我们一直在强调天赐材料已形成的领先于市场的综合方案解决能力，已经帮助公司在亚洲市场形成一定的影响力。随着这些影响力逐渐扩大，海外合作伙伴日益增多，公司也将更多的受益于海外市场。

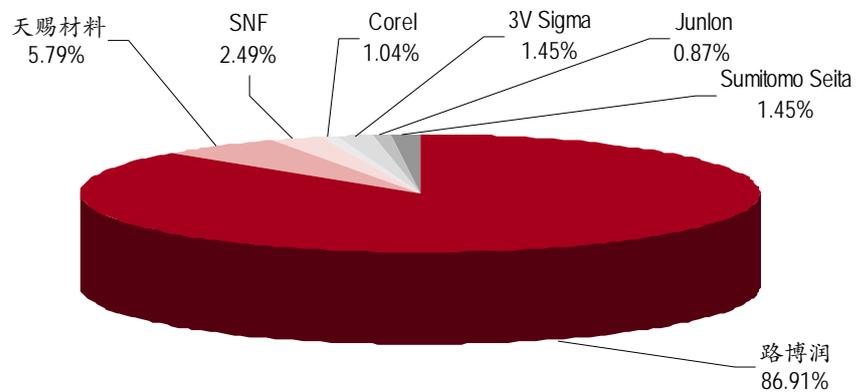
我们能够通过公司的收入结构发现，高附加值产品在收入中占比逐年提升。一方面，高附加值产品推出更利与公司海外市场的开发，可以更快的在海外市场实现“国产化替代”；另一反面，高附加值产品拥有更高的毛利率，所以未来能够持续改善公司该部分业务的盈利能力。

图表 18. 公司个人护理品业务收入结构变化


资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 19. 公司个人护理品业务典型产品售价


以卡波姆为例，路博润一直以来是全球最大的供应商，占据全球超过 90% 的市场份额。随着天赐材料在卡波姆技术和产能的突破，公司凭借成为良好的产品性价比，曾在海外市场出现供不应求。目前，公司已成为全球第二大卡波姆供应商。我们相信，未来公司会有更多高附加值添加剂产品推出，来助力公司海外市场的开发。

图表 20. 全球卡波姆生产企业市场占有率


资料来源：公司资料，中银国际研究

锂电池材料业务——谋变局，占风口

2014 年锂电并购大潮总结

在我们研究天赐材料锂电池材料业务之前，我们先总结一下 2014 年国内锂电行业发生了十几起并购业务。由于相关的并购标的分散于锂电产业链中各个细分环节，再加上 A 股和新三板上市公司，整理资料发现，我们能够看到各细分环节相对来说收入结构比较单纯的企业三张财务报表。

图表 21. 2014 年锂电并购汇总（不完全整理，以上市公司为主）

公司说明	公告时间	收购股份	公司估值	2013 年静态估值	2014 年动态估值	收购标的简介	收购标的财务状况
猛狮科技参股中兴派能	2014 年 12 月 26 日	向中兴派能增资 1,500 万元，增资后猛狮科技将持有中兴派能其 4.5454% 的股权	3.3 亿元	-	-	公司产品主要为磷酸铁锂电池正极材料、电芯系列产品、电池系 2013 年，中兴派能营收 2,855 万元，广泛应用于通信备电、移动电源、电动工具、电动自行车、电动摩托车、电动汽车、太阳能业收入 6,167 万元，净利润亏损 919 万元，2014 年前三季度，中兴派能实现营收 6,167 万元，净利润亏损 919 万元。储能电源、风能储能电源、基站 710 万元。储能电源等领域。	
智云股份控股吉阳自动化	2014 年 12 月 22 日	向吉阳自动化增资 3,859.71 万元，增资后智云股份将持有吉阳自动化 51.00% 的股权	0.6 亿元	-	-	吉阳科技主营锂离子电池设备的吉阳自动化总经理阳如坤承诺研发、生产与销售，设备可用于吉阳科技 2015 年、2016 年、2017 年锂离子电池生产中的卷绕、制片、年经审计扣非后净利润分别不 1,563 万元。	
浩宁达控股河南义腾	2014 年 12 月 21 日	公司拟以发行股份和支付现金相结合的方式购买河南义腾 100% 股权。	9.1 亿元	68 倍 PE	18 倍 PE	河南义腾主要产品为用于锂离子电池的纳米微孔隔膜及陶瓷涂覆隔膜。	河南义腾 2012 年度、2013 年度和 2014 年 1-9 月分别实现营业收入 4,251.48 万元、7,410.70 万元和 9,820.56 万元，净利润分别为 215 万元、1,332.44 万元和 3,123.09 万元。
天津斯特兰控股天津伊博瑞尔能源	2014 年 12 月 18 日	收购天津伊博瑞尔能源科技发展有限公司 100% 股权	-	-	-	天津伊博瑞尔能源专注与磷酸铁锂的研发和生产	天津伊博瑞尔成立于 2009 年 8 月 26 日，总投资 3,000 余万元。公司有 10 条生产线具备年产能 2,000 吨的生产能力。
深天地 A 控股科隆新能源	2014 年 12 月 14 日	拟以发行股份及支付现金的方式向科隆新能源原股东购买 100% 股份	5.5 亿元	25 倍 PE	20 倍 PE	科隆新能源从事二次电池正极材料、二次电池及电池管理系统的研发、生产和销售，主要产品涵盖镍氢电池正极材料和锂离子电池正极材料，及军工、工业和民用动力电池及电源系统。	2013 年，科隆新能源营收 79,785.4 万元，净利润 2,199.6 万元，2014 年前 7 个月，营业收入 50,420.20 万元，净利润 1,613.9 万元。
长园集团参股沃特玛	2014 年 12 月 11 日	向深圳沃特玛增资 1,500 万元，增资后长园集团将持有深圳沃特玛其 11.11% 的股权	9 亿元	-	-	公司产品主要为磷酸铁锂新能源汽车动力电池、汽车启动电源、通信基站后备电源、风光储能及家庭储能电池系统。	截至 2014 年 10 月 31 日，沃特玛总资产为 11.7 亿元，净资产为 7,954 万元，净利润为 2,936.25 万元(未经审计)。
长园集团控股江苏华盛	2014 年 12 月 6 日	长园集团投资 7.2 亿元购买江苏华盛原股东 80% 的股份	9 亿元	17.5 倍 PE	15 倍 PE	公司产品主要为锂离子电池电解液各类功能添加剂。	2013 年，江苏华盛净资产 20,216.72 万元，净利润 5,148.17 万元，2014 年前三季度，净资产 23,136.19 万元，净利润 4,305.31 万元。
众和股份参股天津巴莫	2014 年 12 月 1 日	公司拟以 8,139 万元收购天津巴莫约 18.9146% 股份。	4.3 亿元	19.5 倍 PE	-	天津巴莫主要从事锂电池正极材料的研制、开发和规模化生产。	2013 年，天津巴莫营收 61,022.14 万元，净利润 2,210.89 万元，2014 年前 9 个月，营业收入 45,452.55 万元，净利润 1,563.51 万元。

资料来源：公开资料，公司公告，中银国际研究

续 图表 21. 2014 年锂电并购不完全汇总 (以上市公司为主)

公司说明	公告时间	收购股份	公司估值	2013 年静态估值	2014 年动态估值	收购标的简介	收购标的财务状况
深圳贝特瑞参股江门芳源	2014 年 10 月 30 日	贝特瑞公司出资 1,800 万元入股芳源公司, 持有芳源公司 20% 股份。	0.9 亿元	-	-	江门市芳源环境科技开发有限公司成立于 2002 年, 是一家回收利用含镍废物、含钴废物、含铜废物、废旧锂离子电池来生产硫酸镍、硫酸钴、球形氢氧化镍等系列化工产品的专业公司。	目前该公司年产值 1 亿元左右。
天赐材料控股股东凯欣	2014 年 9 月 29 日	公司通过定向增发, 以不超过 2 亿元 (含 2 亿元) 收购东莞凯欣 100% 股权。	2 亿元	35 倍 PE	14 倍 PE	东莞凯欣主营业务为研发、加工、产销: 锂离子电池、锂离子电池材料, 目前主要产品为多种型号的锂电池电解液。	2013 年, 东莞凯欣营收 8,834.5 万元, 净利润 566.8 万元, 2014 年前 8 个月, 营业收入 9,582.9 万元, 净利润 578.0 万元。
合肥国轩借壳东源电器	2014 年 9 月 9 日	合肥国轩借壳东源电器上市。	33.5 亿	15 倍 PE	-	公司主要从事铁锂动力电池新材料、电池芯、电池组及电动自行车、风光锂电绿色照明系统、电动汽车等相关产品的研发、生产、销售, 并延伸开发电动高尔夫车、锂电光伏电源、锂电备用电源等多领域系列产品。	2013 年, 国轩高科营收 78,146.5 万元, 净利润 21,857.0 万元, 2014 年前 6 个月, 营业收入 35,242.0 万元, 净利润 6,981.2 万元。
新宙邦控股瀚康化工	2014 年 7 月 21 日	新宙邦以自有资金 2,796.80 万元收购瀚康化工 76% 股权。	0.368 亿元	23 倍 PE	12 倍 PE	公司产品主要为锂离子电池电解液各类功能添加剂。	2013 年, 韩康化工营收 5,198.5 万元, 净利润 158.5 万元, 2014 年前 5 个月, 营业收入 2,206.4 万元, 净利润 143.8 万元。
冠城大通控股创鑫科技	2014 年 7 月 8 日	向福建创鑫科技增资不低于 980 万元, (投资意向) 公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购深圳市美拜电子有限公司合计 100% 股权。	-	-	-	公司产品主要为锂离子电池电解液各类功能添加剂。	-
赣锋锂业控股深圳美拜	2014 年 6 月 9 日	公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购深圳市美拜电子有限公司合计 100% 股权。	4.05 亿元	17 倍 PE	11 倍 PE	美拜电子主营聚合物锂离子电池, 面向智能平板电脑、智能手机、笔记本电脑三大行业提供移动电源系统解决方案。	美拜电子 2012 年、2013 年净利润分别为 954.34 万元、2,353.08 万元。交易对方承诺, 同时公司承诺 2014-2016 年实现的净利润不低于 3,600 万元、4,680 万元、6,084 万元。

资料来源: 公开资料, 公司公告, 中银国际研究

图表 22. 锂电产业链各个环节经营对比

产业环节	正极材料前驱体	正极材料	负极材料	电解液添加剂	电解液	隔膜	电芯
代表企业	凯力克	当升科技	星城石墨	瀚康化工	东莞凯欣	河南义腾	国轩高科
毛利率(%)	8.90	6.00	33.10	20.70	37.50	57.70	53.70
ROE(%)	11.00	1.10	13.40	-	22.00	6.60	25.30
ROIC(%)	9.60	1.10	10.40	-	20.80	5.40	21.40
应收账款周转次数	13.8	4.1	2.1	3.3	2	1.6	2.3
存货周转次数	3.2	3.9	1.9	9.7	54.7	1.6	3.4
资产负债率(%)	55.50	14.80	39.70	-	71.70	57.40	52.30
三费在收入中占比(%)	2.90	5.90	15.20	15.60	25.00	34.40	20.50
(在建工程+固定资产+无形资产)/总资产(%)	25.30	33.70	38.50	29.00	15.30	61.30	19.00

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

注释 1: 凯立克相关数据是以公司 2012 年和 2011 年报表数据为基础计算。

注释 2: 瀚康化工披露的资料显示公司资产负债表所有者权益为负, 公司曾就此做过介绍, 主要是因为部分无形资产账面价值没有进行公允修复。

注释 2: 当升科技为上市公司, 上市融资改善了公司的资产结构。

注释 3: 国轩高科产品盈利状况远超行业水平, 在此仅作参考, 不代表该环节行业平均水平

通过以上资料的整理和对比，我们想重点强调：在 A 股上市公司中，电解液环节是动力锂电池产业链先最值得关注的领域：

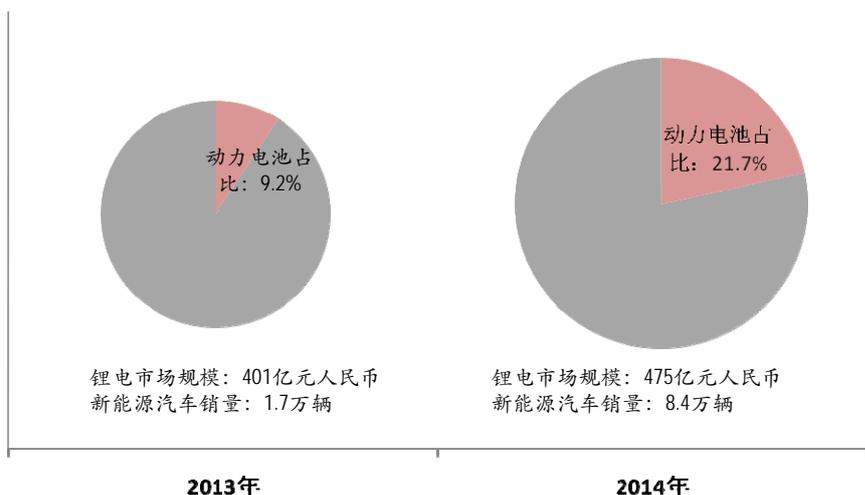
1. 从资产结构来看，电解液环节具备轻资产的特征。该环节的核心竞争力不体现在基于固定资产之上的关键技术，而是基于产业上下链之间的整合能力（即粘性）。所以行业一旦成熟，除非上下游出现重大事件，产业竞争格局不易发生变革。这也是轻资产高盈利下的竞争壁垒。
2. 轻资产的资产结构，其背后必然体现领先于其他环节的投资收益率，从而支撑该环节比较性的高估值。电解液产品在电池四大关键材料中属于配合性材料，在电子消费品领域摩尔定律的影响下，电解液产品变化快，标准化程度低，所以使产品毛利率能够保持在较高水平。电解液生产设备的弹性很大，从产能、产品单价方面，有显著的弹性，这也支撑了电解液领域投资收益率的高弹性。
3. 由于新能源汽车对动力电池敏感度远高于电子消费品领域，所以电解液材料同其他三大关键材料，也有很强的降价压力。所以当产品稳定批量化生产之后，具备显著的成本优势是动力锂电池领域具备关键竞争力的重要体现。

锂电变局带来的产业结构性机会

众所周知，锂电池产品下游有三个重要的应用领域：电子消费品、新能源汽车和储能。自 2000 年前后锂离子电池开始替代镍系电池在电子消费品领域大肆扩张，目前电子消费品市场 95% 以上的产品使用锂离子电池。2014 年全球锂电市场规模已到 1,400 亿元人民币，出货量达 90GWh，国内市场规模也近 500 亿元人民币，出货量超过 28GWh。目前来看，由于储能从技术路线上尚有很多分歧，同时缺乏经济价值，所以商业推广方面还有较多问题需要解决。那么，新能源汽车蓬勃发展则是近期推动锂电产业高速发展的主要领域。

据行业相关机构披露的数据，2014 年电子消费品领域锂电池的行业增速不到 10%，但是据我们的匡算，按照 2014 年我国新能源汽车每辆车用锂电 40KWh 来匡算，只需要 100 万辆新能源汽车新增销量，就可以使现有锂电产业市值翻倍。

图表 23. 新能源汽车推广对国内锂电市场结构的影响



资料来源：高工锂电，中银国际研究

过多的数据在此就不罗列，我们主要想通过强调：新能源汽车产业的出现，将对锂电产业的竞争格局带来重大影响，主要体现在以下三个方面：

1. 锂电产业中新玩家的参与和对竞争格局的影响

不管是对比国内电子消费品领域的锂电池主要生产企业和动力电池领域的主要生产企业，还是对比国外，会发现前5大或者前10大的竞争格局有显著的差别。这还是在新能源汽车产业刚刚起步的阶段，随着新能源汽车产业的迅速发展，我们会发现这种差别会越来越明显。

新玩家有自己新的供应链体系，由于商业合作、区域性分布、对供应商选择标准由差别等原因，新的供应商有望借助行业格局的变化而获得快速成长的机会。随着新玩家规模的扩大，上游供应链中企业在横向环节中的市场占有率情况也将发展重大改变。

图表 24. 行业机构对 2014 年细分领域锂电企业的排名（不代表中银观点，供参考）

小型锂电排名前10名		动力锂电排名前10名	
1.	东莞新能源科技有限公司	1.	比亚迪股份有限公司
2.	天津力神电池股份有限公司	2.	天津力神电池股份有限公司
3.	比亚迪股份有限公司	3.	合肥国轩高科动力能源股份公司
4.	光宇国际集团	4.	哈尔滨光宇电源股份有限公司
5.	深圳市比克电池有限公司	5.	万向集团
6.	宁波维科电池股份有限公司	6.	深圳市比克电池有限公司
7.	深圳市优特利电源有限公司	7.	波士顿电池
8.	东莞市迈科科技有限公司	8.	深圳市沃特玛电池有限公司
9.	深圳华粤宝电池有限公司	9.	中航锂电(洛阳)有限公司
10.	深圳市创明电池技术有限公司	10.	中航锂电(洛阳)有限公司

资料来源：高工锂电，中国电池网，中银国际研究

2. 锂电产业中原有供应链体系的重塑

由于过去几年下游新能源汽车市场启动不达预期，国内诸多动力电池企业开工状况很难和电子消费品领域的企业或者生产部门相比。所以电芯生产批次少量小，自然对于上游原材料供应商的需求连续性较弱。而对于原材料供应商看说，电子消费领域是比动力电池领域更好的业务（包括规模、账期等等）。所以能够提供性价比较高的产品，特别是服务质量好的企业，往往会从商业合作的角度已被下游电芯生产企业所青睐。那么当下游市场启动后，往往这类企业最先受益。

图表 25. 合肥国轩前 5 大供应商对比 (以电解液供应商为标准)

2011年		2012年		2013年		2014年1-6月	
1. 和盈国际贸易	1,886万	1. 惠州亿能电子	3,044万	1. 通宇新源动力	3,333万	1. 通宇新源动力	2,222万
2. 国泰华荣	1,610万	2. 路华能源	1,954万	2. 天赐材料	2,145万	2. 合肥力翔电池	1,144万
3. 合肥永裕电池	1,362万	3. 合肥永裕电池	1,860万	3. 珠海骑盛	2,073万	3. 天赐材料	1,132万
4. 联合铜箔	1,231万	4. 国泰华荣	1,521万	4. 中瑞蓝科	1,845万	4. 路华能源	969万
5. 深圳华尔电子	1,511万	5. 联合铜箔	1,511万	5. 合肥永裕电池	1,790万	5. 天津贝特瑞	873万

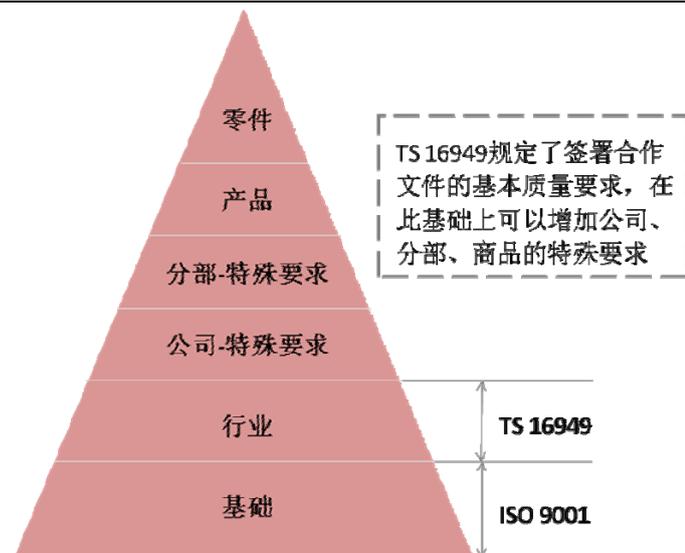
资料来源: 东源电器公司公告, 中银国际研究

与此同时, 由于动力电池对于价格的敏感度较电子消费品电池要高, 所以对于上游材料的供应商选择时, 成本/价格优势是保持客户粘性的重要方面。

3. 跨行业认证体系的差别, 背后是对企业素质要求的差别

汽车工业比电子消费品有更为严格的认证体系。以质量认证领域中的 TS16949 认证为例。一般情况下, 汽车整车厂在选择零部件供应商时, 最基本的条件是零部件供应商已通过了 TS 16949 认证。所以我们可以认为, 只有通过该认证标准的公司, 才算真正拿到进入全球汽车工业体系的入场券。在此基础上, 根据不同公司或产品的特殊要求, 再开展针对性的项目认证。

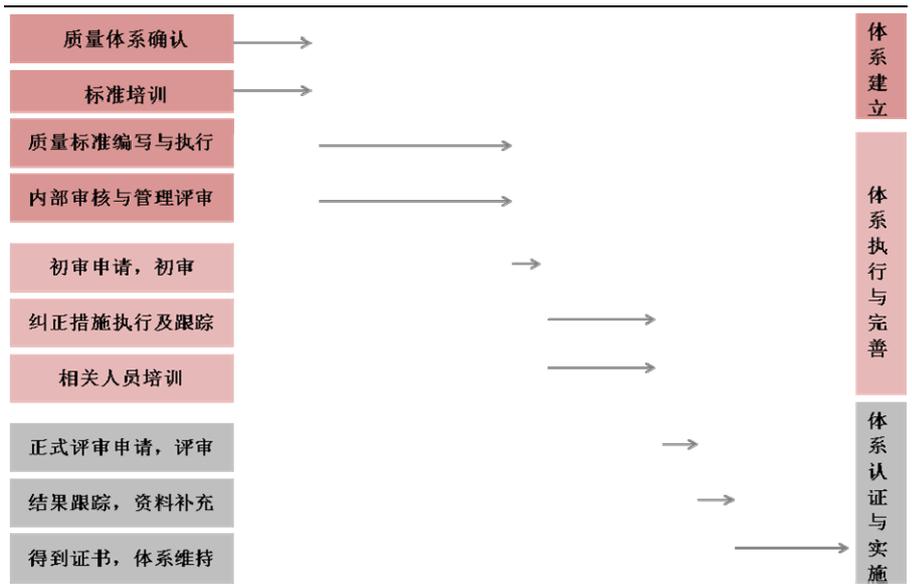
TS 16949 的核心为五大工具的方法和执行: 产品质量先期策划 (APQP) 是产品、过程、系统的策划和执行; 潜在失效模式和后果分析 (FMEA) 是客户对供应商信用偏差的要求; 测量系统分析 (MSA) 是对测量系统偏差的控制; 统计过程控制 (SPC) 是对过程偏差的控制; 生产件批量程序 (PPAP) 是对产品、过程、体系误差的纠正预防。

图表 26. ISO/TS 16949 是汽车行业的进入性认证


资料来源: 公开资料, 中银国际研究整理

从工业体系标准的严格程度排序，汽车领域的标准远高于与电子消费品领域和传统工业领域，其产品生产的质量管理要求也非常的严苛，所以获得TS16949认证是一个非常具有挑战性的过程。TS 16949 认证要求公司具备至少12个月的连续生产和质量管理记录，所以一家公司至少需要提前1年时间来准备相关的认证工作。只有经营状况良好，质量管控体系完善，并积极进取的公司才有可能通过TS16949的认证，而从准备、预审核，到最后获得认证证书，一般需要2-3年的周期，与此同时，公司还需要在生产质量体系进行持续不断的改进和优化。

图表 27. ISO/TS 16949 认证过程



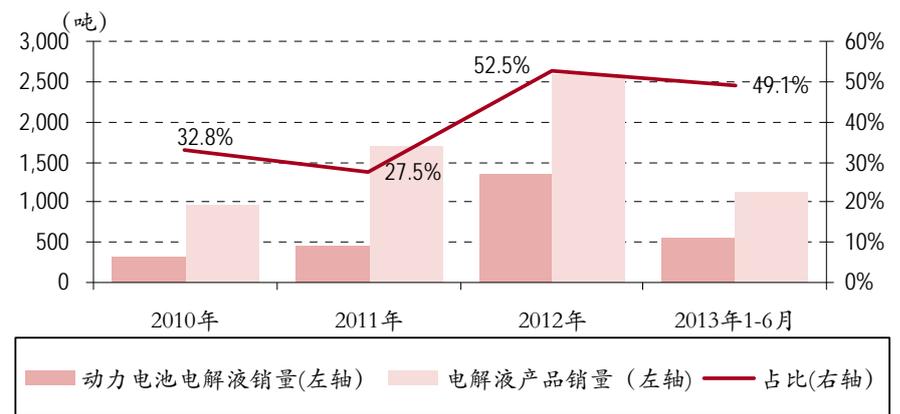
资料来源：公开资料，中银国际研究整理

天赐材料的竞争优势

公司自2007年实现锂离子电池电解液批量化生产后，该业务一直处于快速上升的阶段。相比于新宙邦、国泰华荣、东莞杉杉等，天赐材料在电子消费品电池领域不管从客户结构还是出货量，都处于相对弱势地位。但是一直以来，天赐材料在动力电池领域的布局，将为天赐材料该业务带来突飞猛进成长的机会。

1. 站在风口上的客户结构

在锂电池电解液市场，天赐材料相比与新宙邦、国泰华荣、天津金牛等企业，在进入全球/国内龙头企业供应链体系的速度上来看是处于相对落后的位置。所以在电子消费品领域竞争格局相对来说比较稳定的情况下(如全球前7大锂电生产企业，国内前5大生产企业，变化不会很大)，天赐材料的客户结构只能通过缓慢调整来实现。相对来说，在对价格比较敏感的中低端市场，天赐材料的出货量增速较高。另一方面，天赐材料在收入结构或者出货量上来说，动力电池电解液占比就会较其他竞争对手更加有优势。

图表 28. 公司动力电池电解液占比统计


资料来源：公司公告，中银国际研究

所以，电子消费品领域电解液出货量低基数和动力电池电解液占比高，使公司在新能源汽车产业启动阶段，锂电池电解液业务弹性很大。

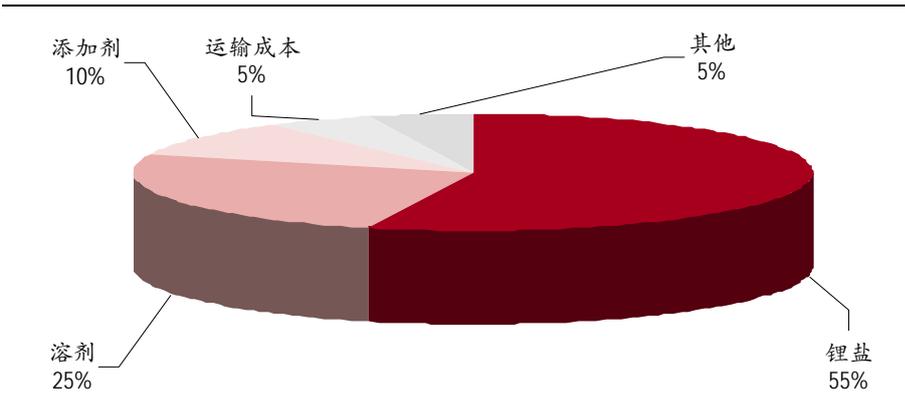
图表 29. 公司主要动力电池客户

动力电池主要下游客户	当前年产能	2015 年新增产能
宁德新能源 北汽、宇通、五洲龙、华晨宝马等	0.8GWh	0.8GWh
天津力神 江淮、宇通、东风汽车、一汽大众等	0.6GWh	0.9GWh
万向新能源 海马、康迪、东风等	0.5GWh	0.7GWh
合肥国轩 南京金龙、江淮、安凯、新大洋等	0.7GWh	0.7GWh
沃特玛 厦门金龙、深圳五洲龙、新大洋、时风等	0.6GWh	0.6GWh
哈光宇 哈飞、一汽等	0.3GWh	-

资料来源：高工锂电，赛迪顾问，中银国际研究

2. 具备持续竞争力的成本优势

在现有的锂电池体系中，液态电解液占据绝对的市场占有率优势，而从液态电解液的成本结构来看，六氟磷酸锂占比大约在 45~50% 左右。在 2014 年国内前 10 大电解液生产企业中，只有广州天赐材料和天津金牛具备六氟磷酸锂的自产能力。虽然近两年国内实现量产化价格跌幅明显，但国内六氟磷酸锂产品的毛利依然超过 30%。所以，从成本端来看，能够实现六氟磷酸锂生产的企业，电解液产品的成本比竞争对手能够更加具有竞争力。

图表 30. 常规电解液成本构成（六氟磷酸锂是目前最为常见的锂盐）


资料来源：中银国际研究

图表 31. 2014 年国内电解液生产企业电解液大部分为外购

序号	企业	产量 (吨)	产量占比(%)	六氟磷酸锂
1	新宙邦	6,100	14.4	外购
2	国泰华荣	5,500	12.9	外购
3	广州天赐	4,500	10.6	可实现自产
4	天津金牛	4,400	10.4	可实现自产
5	东莞杉杉	3,400	8.0	外购
6	汕头金光	3,200	7.5	外购
7	东莞凯欣	2,800	6.6	并入天赐材料
8	北化研究所	2,200	5.2	外购
9	珠海赛维	1,800	4.2	外购
10	江西优锂	1,500	3.5	外购

资料来源: 高工锂电, 中银国际研究

图表 32. 天赐材料六氟磷酸锂产能构建节奏

产能规模	开建/投产时间	目前运营状况	备注
300吨晶体六氟磷酸锂产能	2011年3月投产	目前正常运行	-
700吨晶体六氟磷酸锂产能	2013年上半年开建	已投产使用	-
1000吨晶体六氟磷酸锂产能	2013年上半年开建	预计2015年投产	-
6,000t/a 液体六氟磷酸锂项目	正在募资, 尚未投建	-	折合晶体为2,000吨

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 33. 公司六氟磷酸锂使用情况 (基本实现自产自用)

时间	外购/自产	采购量/产量 (吨)	用量 (吨)	用量占比(%)
2013年1月~6月	外购	9.6	13.65	9.77
	自产	129.08	126.11	90.23
	合计	138.68	139.76	100.00
2012年	外购	74.85	75.1	23.07
	自产	279.91	250.49	76.93
	合计	354.76	325.59	100.00
2011年	外购	121.09	115.73	57.39
	自产	92.16	85.91	42.61
	合计	213.25	201.64	100.00

资料来源: 高工锂电, 中银国际研究

3. 用心做企业、做产品的体系/质量意识

天赐材料在相关的质量认证方面, 也走在行业前列。天赐材料与 2012 年通过进入汽车行业的 TS16949 质量体系的认证, 相比而言, 比国内部分企业提前 1-2 年通过此类认证。我们想强调的是: 公司在认证体系方面的提前准备, 也说明公司领先于行业在新能源汽车领域进行了较早的布局。

图表 34. 国内电解液上市公司 TS16949 认证情况

电解液上市公司	是否通过	信息来源
天赐材料	2012 年通过 TS16949	公司网站
东莞杉杉	2013 年通过 TS16949	杉杉股份 2013 年半年报
新宙邦	2014 年通过 TS16949	新宙邦 2014 年半年报
国泰华荣	已通过	公司网站

资料来源: 公开资料, 中银国际研究整理

外延并购东莞凯欣，优化公司客户结构

据公司 2014 年 11 月 5 日公告，公司拟通过定向增发融资，现金收购东莞凯欣 100% 的股权。

首先，东莞凯欣作为 2014 年出货量排名第 7 名的电解液生产企业，在生产能力、管理团队已具备一定规模。所以天赐材料收购东莞凯欣后，2015 年公司并表能够增厚公司业绩，同时部分消化天赐材料 2015 年转固投产的六氟磷酸锂产能。据双方签订的业绩承诺协议：东莞凯欣 2014 年度净利润不低于 1,400 万元，2015 年度净利润不低于 2014 年度承诺净利润的 120%（即 1,680 万元），2016 年度净利润不低于 2015 年度承诺净利润的 120%（即 2,016 万元）。

图表 35. 东莞凯欣业绩评估参数

项目	单位	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
电解液销量	吨	4,800.00	6,000.00	7,200.00	8,640.00
销售单价	万元/吨	4	4	3.8	3.8
销售收入	万元	19,200.00	24,000.00	27,360.00	32,832.00
营业成本	万元	13,560.00	16,980.00	19,391.40	23,310.72
毛利率	-	0.29	0.29	0.29	0.29

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

其次，东莞凯欣与 ATL 有良好的商务合作关系。ATL 是国内最优秀的聚合物锂离子电池生产商，多年来与苹果公司保持合作，为其提供多款型号 iPhone 手机的电池。同时，ATL 在宁德设立的动力电池工厂，其技术和下游合作客户，也在国内处于一流水平，如，华晨宝马设计生产的第一款纯电动汽车之诺，便采用 ATL 设计生产的动力电池。所以说，天赐材料通过收购东莞凯欣，进入了 ATL 的电解液供应链体系。通过与 ATL 紧密的合作关系，未来将长期受益于 ATL 的成长所带来的发展机遇，有望通过 ATL 渠道进入更多新能源汽车高端市场。

有机硅橡胶业务——搭平台，挖应用

公司在早期发展业务时，成功突破个人护理用硅油产品的技术难关，硅油产品销量势头良好。在此基础上，公司利用原有硅油产品的技术平台与香港伟盛的市场资源合作，进一步开拓有机硅深加工产品——有机硅橡胶。有机硅橡胶是有机硅的深加工产品，也是目前产量最大的深加工产品，占到有机硅深加工产品的 60~70%。有机硅橡胶按产品状态可分为固体硅橡胶和液体硅橡胶两大类。天赐材料的主营产业为液体有机硅橡胶，主要用应用在电子、电力及模具行业。

图表 36. 液态有机硅橡胶下游应用领域及特性

行业	占有率(%)	利用的特性	主要应用范围
建筑	20	耐老化、易着色、粘接性	用作公路接缝的密封剂，高层建筑物嵌板、幕墙和内墙接缝的密封，厨房瓷砖周围空隙的填平和浴盆、水斗、便池周围密封等
电子	16	介电性、耐候、粘接性、易用性	用作包封、灌注、粘接、浸渍和涂覆等材料
电力	11	电绝缘性、耐候、防潮	用于互感器、冷缩附件、绝缘子、避雷器的生产
航空/宇航	-	耐高低温、耐腐蚀、耐辐射	用于宇宙飞船窗口、真空泵系统和电子设备的密封，烧蚀涂层，耐油部位的密封
汽车	12	耐疲劳、粘接性	用作现场成形的密封垫圈，汽车挡风玻璃、门窗框架、反光灯、排气管及易受水淋设备的粘接密封
医疗	13	生理惰性	用作隐形眼镜、人工角膜、齿科印模、防噪音耳塞的材料
其他	28	粘接性、仿真性	用于制作古代文物复制品的模具，常规武器的密封

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

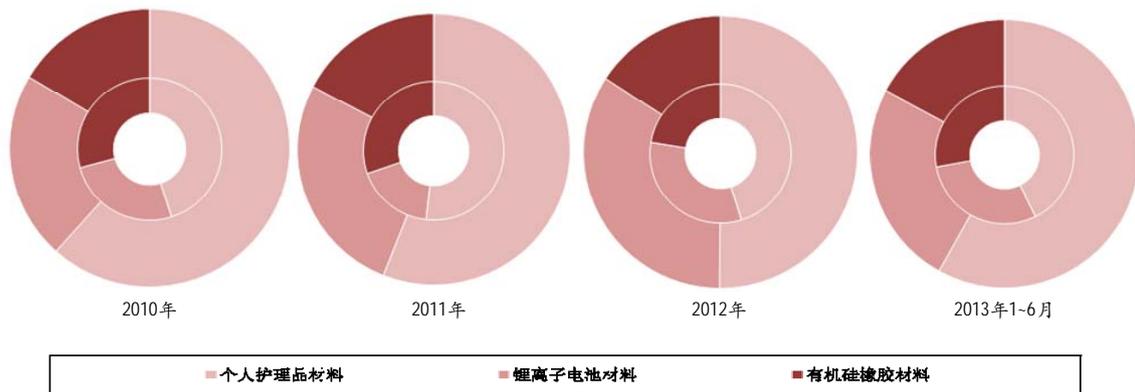
图表 37. 公司有机硅橡胶业务前 5 大客户

2013 年 1-6 月	销售收入 (万元)	最终用途或用户	2012 年	销售收入 (万元)	最终用途或用户	2011 年	销售收入 (万元)	最终用途或用户
泉州伟邦有机硅	1,094.80	企业及服饰工艺品	泉州伟邦有机硅	2,197.44	企业及服饰工艺品	泉州伟邦有机硅	1,640.02	企业及服饰工艺品
金发绿可木塑	399.49	装饰及型材等	中山泰峰电气	825.07	高电压电缆接头等；	中山泰峰电气	860.43	高电压电缆接头等
深圳洪山实业	370.94	-	广州祥延化工	643.46	LED 照明	广州祥延化工	490.36	LED 照明
广州祥延化工	254.8	LED 照明	金发绿可木塑	558.38	装饰及型材等	中山吉航电子	461.72	LED 照明
中山泰峰电气	254.58	高电压电缆接头等	江门盛唐节能	370.34	LED 照明	中能电力科技	289.66	高电压电缆接头等

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

天赐材料的有机硅橡胶客户主要聚集在工艺模具、电力和 LED 照明电子领域，我们从公司研发费用结构可以看出，有机硅研发支出比例远远高于有机硅橡胶在收入中占比，主要是因为公司个人护理品业务中硅油和有机硅橡胶产品的研发平台相整合。公司自 2014 年 5 月发布公告，从香港伟盛收购股权全资控股后，准备加强对有机硅研发平台投入例如，以支撑公司硅油和液体有机硅橡胶两块业务未来的发展。

图表 38. 公司研发支出结构与收入结构对比（外环为收入，内环为研发支出）



资料来源：公司公告，中银国际研究

很明显，公司对于有机硅平台研发投入占比远高于有机硅业务在收入中占比，主要是因为公司有机硅研发平台服务于个人护理品硅油系列和有机硅橡胶两大领域。但是由于有机硅技术研发具有通用性，所以在该领域高比例的研发投入，将加速公司在有机硅橡胶业务产品制备和下游市场开发能力。我们认为，公司 2014 年启动有机硅研发平台的整合，有望推动有机硅橡胶业务线未来的成长。

财务模型假设条件

图表 39. 公司盈利预测假设

		单位: 百万	2012	2013	2014E	2015E	2016E
个人护理品业务	营业收入		276.4	347.8	410.4	484.2	571.4
	同比增长(%)		6.5	25.8	18.0	18.0	18.0
	营业成本		204.5	240.4	289.3	343.8	405.7
	毛利率(%)		26.0	30.9	29.5	29.0	29.0
锂电材料业务	营业收入		187.9	154.4	197.7	468.7	655.1
	同比增长(%)		51.8	(17.8)	28.0	137.1	39.8
	营业成本		95.4	92.8	138.4	329.3	460.4
	毛利率(%)		49.2	39.9	30.0	29.7	29.7
锂电材料业务-天赐自身业务	营业收入		187.9	154.4	197.7	276.7	415.1
	同比增长(%)		51.8	-17.8	28.0	40.0	50.0
	营业成本		95.4	92.8	138.4	193.7	290.6
锂电材料业务-东莞凯欣	营业收入				0.0	192.0	240.0
	同比增长(%)		-	-	-	-	30.0
	营业成本				0.0	135.6	169.8
有机硅业务	收入		87.2	91.5	100.7	110.7	121.8
	同比增长(%)		9.0	5.0	10.0	10.0	10.0
	成本		60.5	65.0	70.5	77.5	85.3
	毛利率(%)		30.6	28.9	30.0	30.0	30.0
合计	营业收入		551.4	593.7	708.7	1,063.7	1,348.3
	同比增长(%)		19.0	7.7	19.4	50.1	26.8
	营业成本		360.4	398.2	498.1	750.6	951.3
	毛利率		34.6	32.9	29.7	29.4	29.4
费用率/税率假设	销售费用率(%)		6.0	5.8	5.5	5.5	5.5
	管理费用率(%)		13.7	12.7	13.0	12.5	12.5
	财务费用率(%)		0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
	实际所得税率(%)		15.2	14.7	15.0	15.0	15.0

资料来源: 万得, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	554	596	709	1,064	1,348
销售成本	362	400	498	751	951
经营费用	21	16	18	55	122
息税折旧前利润	171	181	192	258	275
折旧及摊销	95	101	121	147	134
经营利润 (息税前利润)	77	79	71	111	142
净利息收入/(费用)	(133)	(131)	7	8	4
其他收益/(损失)	135	151	(2)	1	3
税前利润	79	99	76	119	148
所得税	12	15	11	18	22
少数股东权益	4	3	3	5	6
净利润	63	81	62	97	121
核心净利润	63	81	62	97	121
每股收益(人民币)	0.52	0.68	0.51	0.80	1.00
核心每股收益(人民币)	0.52	0.68	0.51	0.80	1.00
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
收入增长(%)	17.7	7.6	18.9	50.1	26.8
息税前利润增长(%)	46.2	3.4	(10.6)	56.3	27.8
息税折旧前利润增长(%)	26.5	5.3	6.5	34.0	6.8
每股收益增长(%)	36.8	29.0	(24.1)	56.9	24.5
核心每股收益增长(%)	36.8	29.0	(24.1)	56.9	24.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	79	99	76	119	148
折旧与摊销	95	101	121	147	134
净利息费用	4	4	6	8	11
运营资本变动	26	(39)	(70)	(105)	(52)
税金	(12)	(15)	(11)	(18)	(22)
其他经营现金流	(66)	(69)	(77)	(97)	(134)
经营活动产生的现金流	126	82	46	55	86
购买固定资产净值	(177)	(250)	(180)	(250)	(80)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	113	158	(6)	49	(46)
投资活动产生的现金流	(64)	(92)	(186)	(201)	(126)
净增权益	0	0	22	8	0
净增债务	23	25	(70)	(1)	(1)
支付股息	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)
其他融资现金流	(62)	6	228	229	39
融资活动产生的现金流	(44)	26	173	229	31
现金变动	18	17	34	83	(8)
期初现金	46	84	77	91	118
公司自由现金流	72	(0)	(137)	(144)	(37)
权益自由现金流	(48)	(115)	(202)	(140)	(37)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	84	77	91	118	109
应收帐款	141	135	179	269	341
库存	84	85	123	185	235
其他流动资产	41	65	69	113	139
流动资产总计	349	362	462	685	823
固定资产	225	324	467	651	707
无形资产	28	27	23	18	14
其他长期资产	83	83	75	87	78
长期资产总计	336	434	565	756	799
总资产	685	796	1,026	1,442	1,623
应付帐款	76	88	89	134	169
短期债务	10	75	5	4	3
其他流动负债	99	61	60	81	99
流动负债总计	184	224	153	219	271
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	6	10	20	29
股本	99	99	120	128	128
储备	397	466	743	1,075	1,194
股东权益	482	548	845	1,180	1,294
少数股东权益	14	17	19	23	28
总负债及权益	685	796	1,026	1,442	1,623
每股帐面价值(人民币)	5	6	7	9	10
每股有形资产(人民币)	7	8	8	11	13
每股净负债/(现金)(人民币)	0	1	0	0	0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.9	30.3	27.1	24.2	20.4
息税前利润率(%)	13.8	13.3	10.0	10.4	10.5
税前利润率(%)	13.2	12.5	9.1	9.6	9.7
净利率(%)	11.4	13.6	8.7	9.1	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.89	1.62	3.01	3.14	3.03
利息覆盖率(倍)	20.65	16.30	11.35	13.20	12.67
净权益负债率(%)	38.3	40.8	18.9	19.9	22.7
速动比率(倍)	1.44	1.24	2.21	2.29	2.17
估值					
市盈率(倍)	55.5	43.3	69.3	47.1	37.9
核心业务市盈率(倍)	55.5	43.3	69.3	47.1	37.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	41.1	31.8	42.0	26.8	21.5
市净率(倍)	8.6	7.6	5.0	3.8	3.4
价格/现金流(倍)	12.2	22.1	17.2	14.3	28.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.8	19.9	22.3	17.7	16.6
周转率					
存货周转天数	54	51	53	52	56
应收帐款周转天数	95	87	82	78	84
应付帐款周转天数	76	81	65	65	65
回报率					
股息支付率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净资产收益率(%)	14.0	15.8	7.6	8.5	9.6
资产收益率(%)	9.7	10.6	6.4	7.1	7.8
已运用资本收益率(%)	22.9	12.5	9.6	10.9	10.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

天赐材料 (002709.CH/人民币 35.51, 买入)

杉杉股份(600884.CH/人民币 17.26, 买入)

新宙邦 (300037.CH/人民币 36.27, 未有评级)

江苏国泰 (002091.CH/人民币 16.34, 未有评级)

多氟多(002407.CH/人民币 20.88, 未有评级)

以 2015 年 2 月 11 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371