



买入

40% ↑

目标价格: 人民币 60.00
原目标价格: 人民币 50.00

002709.CH

价格: 人民币 42.42

目标价格基础: 50倍 2016年市盈率

板块评级: 未有评级

本报告要点

- 公司受益于2014年业绩环比下滑带来的低基数效应, 2015年业绩将大幅增长。
- 公司在核心材料合成、综合解决方案设计、大客户产品服务等方面竞争优势明显, 能够支撑公司中长期具备成长后劲。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.9	6.8	(6.3)	54.5
相对新华富时 A50 指数	0.4	(1.4)	(53.8)	5.7

发行股数(百万)	120
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	2,473
3个月日均交易额(人民币 百万)	59
净负债比率(%) (2015E)	28
主要股东(%)	
徐金富	44.68

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年3月17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

工业: 电力设备及新能源

张戢, PhD*

(8610) 6622 9075

jian.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120023

*胡毅为本报告重要贡献者

天赐材料

15年迎来业绩高速增长

公司2014年营业收入7.06亿, 环比增加18.39%, 但是产品结构调整及售价下降, 公司全年归属母公司净利润6,150万元, 环比下降24.34%。随着个人护理品中高毛利产品的量产和锂离子电解液大幅放量, 公司2015年将迎来高速增长。目标价上调至60.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2014年业绩环比下滑, 为2015年业绩高速增长带来低基数效应。公司主要因为个人护理品业务中产品结构调整和电解液业务中原材料降价带来的售价下降, 2014年在收入增加的情况下公司利润有所下滑。但是公司2015年将迎来业绩拐点, 受益于14年低基数效应, 2015年业绩增幅有望达到70%。
- 行业周期带来业绩高速增长。公司锂电池电解液业务下游客户主要分布于新能源汽车动力电池市场。2015年国内新能源汽车产销量将实现环比超过200%的增速, 受益于下游市场的爆发式增长, 公司电解液业务有望迎来快速增长, 该业务在公司收入及净利中占比也有望得到大幅提升。与此同时, 公司2014年下半年收购东莞凯欣, 在丰富客户结构和增强公司研发实力方面, 2015年将有所体现。
- 中长期企业竞争力后劲十足。公司个人护理品业务与多家全球顶尖企业建立稳固的合作关系, 公司在新产品合成和开发能力、综合解决方案设计和完善能力、产品技术支持和客户服务能力等方面形成显著的竞争实力。同时公司在个人护理品领域形成的优势未来将逐渐向锂电池电解液、有机硅橡胶等其他业务线扩散, 从而支撑公司其他业务长期持续健康发展。

评级面临的主要风险

- 新能源汽车发展低于预期。

估值

- 我们预计公司2015-2017年每股收益为0.89、1.20、1.44元。基于2016年50倍市盈率, 目标价由50.00元上调至60.00元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	596.06	705.69	1,126.10	1,452.36	1,865.80
变动(%)	5.69	18.39	59.57	28.97	28.47
净利润(人民币 百万)	81.33	61.53	107.56	144.96	172.87
全面摊薄每股收益(人民币)	0.82	0.52	0.89	1.20	1.44
变动(%)	27.6	(36.59)	71.78	34.76	19.26
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.80	1.00	-
调整幅度(%)	-	-	11.3	20.0	-
全面摊薄市盈率(倍)	51.73	81.58	47.49	35.24	29.55
价格/每股现金流量(倍)	29.72	29.16	30.48	34.12	32.43
每股现金流量(人民币)	1.43	1.45	1.39	1.24	1.31
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.82	28.72	22.07	17.51	16.19
每股股息(人民币)	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12
股息率(%)	0.35	0.28	0.28	0.28	0.28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 公司 2014 年盈利水平环比比较

(人民币, 百万)	2013 年	2014 年	变化(%)
营业收入	596.06	705.69	18.4
营业成本	399.56	497.83	24.6
营业税金及附加	3.92	3.06	(21.9)
销售费用	34.47	45.37	31.6
管理费用	75.71	91.19	20.4
财务费用	4.86	(0.09)	(101.9)
营业利润	74.39	64.97	(12.7)
净利润	84.65	63.94	(24.5)
归属于母公司所有者的净利润	81.33	61.53	(24.3)

资料来源: 公司 2014 年年报, 中银国际研究整理

图表 2. 公司细分产品 2014 年产销情况

行业分类	项目	单位	2014 年	2013 年	同比增减(%)
个人护理品材料	销售量	吨	44,278.78	30,276	46.25
	生产量	吨	45,126.74	30,743.59	46.78
	库存量	吨	3,276.04	2,406.06	36.16
锂离子电池材料	销售量	吨	4,835.56	2,954	63.70
	生产量	吨	4,864.40	2,979.27	63.27
	库存量	吨	358.78	163.23	119.81
有机硅橡胶材料	销售量	吨	3,333.73	3,681.00	(9.4)
	生产量	吨	3,398.33	3,693.13	(8.0)
	库存量	吨	259.46	192.63	34.7

资料来源: 公司 2014 年年报, 中银国际研究整理

从天赐的成长路径来看, 天赐材料非常重视产品的合成能力。

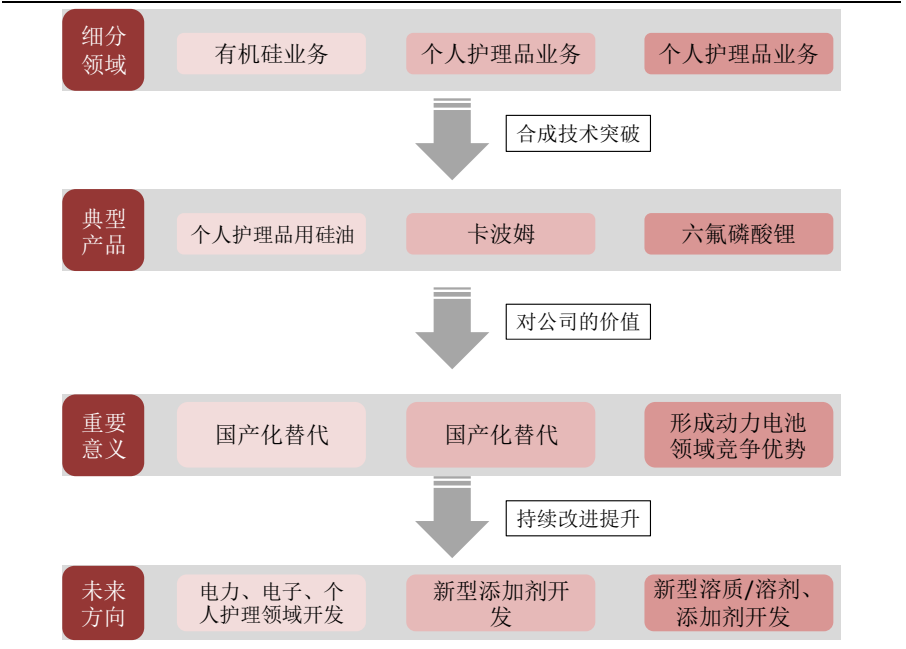
天赐材料成立之初, 主要从事于个人护理品材料的研发、生产和销售, 其产品主要包括硅油系列产品和表面活性剂系列。经过两年的发展, 公司成功突破个人护理品用硅油产品的技术难关, 通过大幅降低硅油产品价格实现公司产品对进口产品的替代。

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 1800-2000 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。

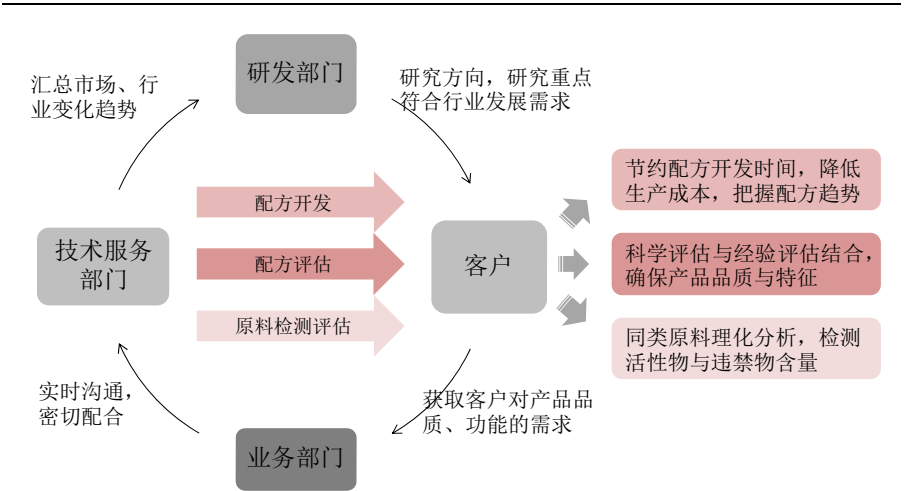
图表 3. 公司核心产品制备能力的演进



资料来源: 中银国际研究

另外一方面, 天赐材料形成了一个完整的产品研发和综合解决方案的体系。公司通过在个人护理品市场中多年与全球跨国企业合作, 构筑了最为能够维持公司长期发展的核心竞争力, 该优势未来也将在公司的锂电池电解液业务和有机硅橡胶业务中越来越多的被发挥出来。

图表 4. 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

盈利预测假设:

图表 5. 天赐材料盈利预测假设

(人民币, 百万)		2012	2013	2014E	2015E	2016E
个人护理品业务	营业收入	347.8	418.9	502.6	603.1	723.8
	同比增长(%)	25.8	20.4	20.0	20.0	20.0
	营业成本	240.4	305.8	351.8	422.2	506.6
	毛利率(%)	30.9	29.5	30.0	30.0	30.0
锂电材料业务	营业收入	154.4	197.9	528.5	744.7	1027.1
	同比增长(%)	(17.8)	28.2	167.0	40.9	37.9
	营业成本	92.8	131.2	364.4	518.1	723.9
	毛利率(%)	39.9	33.7	31.0	30.4	29.5
锂电材料业务-天赐自身业务	营业收入	154.4	197.9	336.5	504.7	757.1
	同比增长(%)	(17.8)	28.0	70.0	50.0	50.0
	营业成本	92.8	131.2	228.8	348.3	530.0
	毛利率(%)	39.9	33.7	32.0	31.0	30.0
锂电材料业务-东莞凯欣	营业收入	-	-	192.0	240.00	270.00
	同比增长(%)	-	-	-	25.0	12.5
	营业成本	-	-	135.6	169.8	193.9
	毛利率(%)	-	-	30.0	29.3	28.2
有机硅业务	收入	91.5	86.4	95.0	104.5	114.9
	同比增长(%)	5.0	(5.6)	10.0	10.0	10.0
	成本	65.0	59.1	66.5	73.1	80.5
	毛利率(%)	28.9	30.0	30.0	30.0	30.0
合计	营业收入	593.7	703.1	1,126.1	1,452.4	1,865.8
	同比增长(%)	7.7	18.4	60.2	29.0	28.5
	营业成本	398.2	496.2	782.7	1,013.4	1,311.0
	毛利率	32.9	29.4	30.5	30.2	29.7
费用率/税率假设	销售费用率(%)	5.8	6.4	6.2	6.0	6.0
	管理费用率(%)	12.7	12.9	12.7	12.5	12.5
	财务费用率(%)	0.8	(0.0)	0.5	0.4	0.3
	实际所得税率(%)	14.7	12.3	13.5	13.9	13.6

资料来源: 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	596	706	1,126	1,452	1,866
销售成本	400	498	783	1,013	1,311
经营费用	17	30	97	129	220
息税折旧前利润	180	178	246	310	335
折旧及摊销	100	113	121	147	134
经营利润(息税前利润)	79	65	125	163	201
净利息收入/(费用)	(133)	(131)	8	10	9
其他收益/(损失)	153	139	(3)	2	(3)
税前利润	99	73	130	175	207
所得税	15	9	18	24	28
少数股东权益	3	2	4	6	7
净利润	81	62	108	145	173
核心净利润	81	62	108	145	173
每股收益(人民币)	0.82	0.52	0.89	1.20	1.44
核心每股收益(人民币)	0.82	0.52	0.89	1.20	1.44
每股股息(人民币)	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12
收入增长(%)	7.6	18.4	59.6	29.0	28.5
息税前利润增长(%)	3.4	(18.1)	92.3	30.8	23.1
息税折旧前利润增长(%)	9.5	(1.1)	38.7	26.0	7.9
每股收益增长(%)	29.0	(24.3)	74.8	34.8	19.3
核心每股收益增长(%)	29.0	(24.3)	74.8	34.8	19.3

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	99	73	130	175	207
折旧与摊销	100	113	121	147	134
净利息费用	4	1	6	6	6
运营资本变动	(39)	(41)	(73)	(106)	(71)
税金	(15)	(9)	(18)	(24)	(28)
其他经营现金流	(68)	(68)	(104)	(105)	(148)
经营活动产生的现金流	82	69	62	93	101
购买固定资产净值	(177)	(250)	(100)	(80)	(80)
投资减少/增加	0	3	3	3	3
其他投资现金流	85	76	(36)	(21)	4
投资活动产生的现金流	(92)	(171)	(133)	(98)	(73)
净增权益	0	22	8	0	0
净增债务	25	(69)	3	5	5
支付股息	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他融资现金流	6	227	45	(6)	44
融资活动产生的现金流	26	173	50	(8)	43
现金变动	17	71	(22)	(12)	71
期初现金	84	77	148	63	57
公司自由现金流	1	(94)	(69)	(3)	30
权益自由现金流	(116)	(303)	(60)	10	42

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	77	148	63	57	72
应收帐款	135	189	288	392	504
库存	85	100	161	222	287
其他流动资产	65	86	123	157	179
流动资产总计	362	523	635	828	1,041
固定资产	324	396	459	488	531
无形资产	27	26	29	24	20
其他长期资产	83	81	83	86	103
长期资产总计	434	503	571	597	654
总资产	796	1,026	1,206	1,426	1,695
应付帐款	88	82	139	180	233
短期债务	75	2	5	10	15
其他流动负债	61	89	117	148	187
流动负债总计	224	173	262	338	435
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	5	5	4
股本	99	120	128	128	128
储备	466	727	811	954	1,127
股东权益	548	847	938	1,076	1,243
少数股东权益	17	0	2	7	13
总负债及权益	796	1,026	1,206	1,426	1,695
每股帐面价值(人民币)	6	7	7	8	10
每股有形资产(人民币)	8	8	9	11	13
每股净负债/(现金)(人民币)	1	0	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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.1	25.2	21.9	21.4	17.9
息税前利润率(%)	13.3	9.2	11.1	11.2	10.8
税前利润率(%)	12.5	9.2	10.6	10.8	10.5
净利率(%)	13.6	8.7	9.6	10.0	9.3
流动性					
流动比率(倍)	1.62	3.02	2.43	2.45	2.39
利息覆盖率(倍)	16.3	-	22.6	26.1	35.6
净权益负债率(%)	40.8	21.1	28.4	31.7	35.0
速动比率(倍)	1.24	2.44	1.81	1.79	1.73
估值					
市盈率(倍)	51.7	81.6	47.5	35.2	29.5
核心业务市盈率(倍)	51.7	81.6	47.5	35.2	29.5
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	34.0	44.9	25.7	19.1	16.0
市净率(倍)	9.0	6.0	5.8	5.0	4.3
价格/现金流(倍)	29.7	29.2	30.5	34.1	32.4
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	23.8	28.7	22.1	17.5	16.2
周转率					
存货周转天数	51	47	42	47	49
应收帐款周转天数	87	82	74	81	83
应付帐款周转天数	81	60	65	65	65
回报率					
股息支付率(%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
净资产收益率(%)	15.8	8.8	11.9	13.9	14.3
资产收益率(%)	10.6	6.2	9.3	10.6	10.6
已运用资本收益率(%)	12.5	9.0	12.8	15.3	16.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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，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