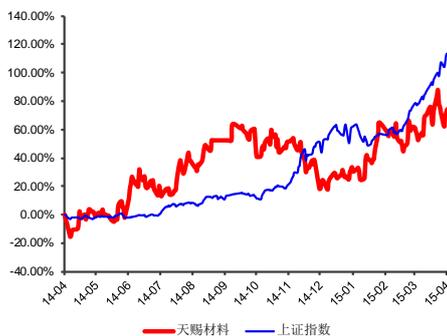


2015年4月24日

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 年报点评：
 营收增长稳健，15 年电解液仍将大幅
 放量-2015/3/18**
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）2015 年一季报点评

事件：4月23日天赐材料发布2015年一季报，公司一季度实现营业收入1.55亿元，同比增长13.48%；实现归属上市公司股东净利润1212.3万元，同比增长15.02%，扣非后净利润1159.6万元，同比增长21.22%，基本每股收益0.1元。公司预计上半年实现净利润增长-5%-20%。

点评：

- **公司业绩符合我们预期。**公司三大业务表现稳健，锂离子电池电解液是公司业绩增长最大看点。一季度公司电解液仍然受到降价因素影响，因而同比收入表现不佳，我们判断随着价格因素的逐步消除，公司收入增速将逐步上行。
- **受益动力电池需求的爆发，电解液出货量大增。**根据高工锂电统计，一季度电解液产量10500吨，同比增长23.53%，同电芯产量增速匹配。而一季度新能源汽车产量同比增长2.9倍，动力电池产量至少也实现了翻倍增长。公司并购东莞凯欣已经完成，跻身国内一线电解液供应商，未来东莞凯欣的动力电池电解液供应也会逐步放量。一季度电解液价格下行趋势基本结束，以稳定为主，在六氟磷酸锂价格不在大幅下滑的情况下，我们预计电解液价格很难再出现大幅下跌，从三季度开始，公司电解液销售额的增长将日益趋近于电解液出货量的增长，公司的营收增速有望大幅提升。
- **个人护理品材料增速有所下移，高毛利产品将放量。**个人护理品材料是一个增长比较稳定的行业，公司14年个人护理品材料中阳离子表面活性剂销售量增幅较大，毛利率相对低一些。15年卡波姆树脂的出货量会有比较大的上升，因此个人护理品材料毛利率会上升。
- **公司毛利率维持稳定。**公司一季度毛利率29.05%，基本持平。动力电池电解液价格稳定后，公司电解液毛利率也将触底。随着公司六氟磷酸锂生产规模的进一步扩大，公司毛利率提升还有一定

空间。费用率方面，1 季度一般都是公司全年期间费用率的高点，随着后面收入的提高，费用率会逐步下降。

维持“谨慎推荐”评级。考虑到个人护理品材料产品结构的变化和电解液价格下滑对毛利率的影响，我们调整公司 2015~2017 年每股收益预测分别为 0.73 元、1.06 元、1.36 元，市盈率分别为 58 倍、40 倍、31 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大幅下滑；（2）新能源汽车推广不达预期；（2）卡波姆树脂新产能释放不及预期。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	705.7	864.8	1,090.5	1,322.0
YOY	18.39%	22.55%	26.10%	21.23%
归属母公司净利润	61.5	88.3	127.7	163.5
EPS(元)	0.51	0.73	1.06	1.36
P/E	87.2	60.8	42.0	32.8
P/B	6.3	5.9	5.3	4.7

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					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	596.1	705.7	864.8	1,090.5	1,322.0	现金	58.8	128.4	141.5	152.0	235.5
YOY(%)	7.6%	18.4%	22.5%	26.1%	21.2%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	399.6	497.8	602.9	741.8	888.1	应收款项净额	186.6	235.3	268.3	334.6	361.4
营业税金及附加	3.9	3.1	5.2	6.5	7.9	存货	85.1	100.4	122.9	151.8	177.1
销售费用	34.5	45.4	51.9	65.4	79.3	其他流动资产	13.5	40.2	40.2	40.2	40.2
占营业收入比(%)	5.8%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	流动资产总额	344.0	504.3	572.9	678.6	814.2
管理费用	75.7	91.2	109.0	137.4	166.6	固定资产净值	323.8	395.9	416.8	436.2	458.4
占营业收入比(%)	12.7%	12.9%	12.6%	12.6%	12.6%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	102.4	72.5	99.9	145.9	186.6	固定资产净额	323.8	395.9	416.8	436.2	458.4
财务费用	4.9	-0.1	-2.0	-1.9	-3.3	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.8%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	在建工程	74.0	64.8	70.0	80.0	80.0
资产减值损失	3.1	6.1	4.0	6.0	8.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	2.8	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	397.7	460.6	486.8	516.2	538.4
营业利润	74.4	65.0	93.9	135.3	175.4	无形资产	27.1	26.2	25.5	24.9	24.2
营业外净收入	24.9	7.9	10.0	15.0	17.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	99.3	72.9	103.9	150.3	192.4	其他长期资产	4.2	10.3	10.1	9.8	9.6
所得税	14.6	9.0	15.6	22.5	28.9	资产总额	773.1	1,001.4	1,095.2	1,229.5	1,386.4
所得税率(%)	14.7%	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	75.1	1.7	0.0	0.0	0.0
净利润	84.7	63.9	88.3	127.7	163.5	应付款项	126.7	148.0	177.4	215.8	250.0
占营业收入比(%)	14.2%	9.1%	10.2%	11.7%	12.4%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	3.3	2.4	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	39.7	0.0	4.0	4.0	4.0
归属母公司净利润	81.3	61.5	88.3	127.7	163.5	流动负债	241.6	149.7	181.4	219.9	254.1
YOY(%)	29.0%	-24.3%	43.6%	44.6%	28.0%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.68	0.51	0.73	1.06	1.36	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	207.8	154.4	182.0	220.5	254.7
						少数股东权益	13.6	16.9	0.0	0.0	0.0
						股东权益	565.2	847.0	913.2	1,009.0	1,131.7
						负债和股东权益	773.1	1,001.4	1,095.2	1,229.5	1,386.4
主要财务比率						现金流量表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力						税后利润	84.7	63.9	88.3	127.7	163.5
营业收入	7.6%	18.4%	22.5%	26.1%	21.2%	加: 少数股东损益	3.3	2.4	0.0	0.0	0.0
营业利润	18.4%	-12.7%	44.6%	44.0%	29.6%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	29.0%	-24.3%	43.6%	44.6%	28.0%	折旧和摊销	25.2	30.6	40.8	45.4	50.8
获利能力						营运资金的变动	(25.7)	(25.2)	(34.7)	(67.9)	(30.1)
毛利率(%)	33.0%	29.5%	30.3%	32.0%	32.8%	经营活动现金流	84.1	69.3	94.4	105.3	184.2
净利率(%)	14.2%	9.1%	10.2%	11.7%	12.4%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	14.8%	7.3%	9.7%	12.7%	14.4%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	13.3%	7.2%	9.1%	11.9%	13.5%	固定资产投资	(91.6)	(171.5)	(61.5)	(67.3)	(65.6)
偿债能力						投资活动现金流	(91.6)	(171.5)	(61.5)	(67.3)	(65.6)
流动比率	1.70	3.28	3.16	3.09	3.20	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	1.22	2.37	2.26	2.21	2.35	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
资产负债率%	26.9%	15.4%	16.6%	17.9%	18.4%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						股利分配	0.0	14.8	14.5	22.1	31.9
总资产周转率	77.1%	70.5%	79.0%	88.7%	95.4%	计入循环贷款前融资活动	(3.8)	(18.4)	(17.6)	(21.7)	(27.9)
应收账款周转天数	104.1	116.4	107.8	106.7	94.5	循环贷款的增加(减少)	30.0	191.4	(2.2)	(5.8)	(7.1)
存货周转天数	77.7	73.6	74.4	74.7	72.8	融资活动现金流	26.2	173.0	(19.8)	(27.5)	(35.1)
每股指标(元)						现金净变动额	18.6	70.6	13.1	10.5	83.5
每股收益	0.68	0.51	0.73	1.06	1.36						
每股净资产	3.48	4.00	4.55	7.03	7.58						
估值比率											
P/E	66.0	87.2	60.8	42.0	32.8						
P/B	9.8	6.3	5.9	5.3	4.7						

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個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。