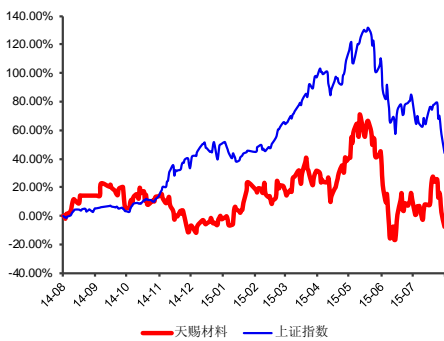


2015年8月25日

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（上调）

最近 52 周走势：

相关研究报告：

天赐材料（002709）2015年一季报点评：电解液价格稳定，增速有望逐季提高-2015/4/24

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年半年报点评

事件：8月24日天赐材料发布2015年半年报，公司上半年实现营业收入3.68亿元，同比增长16.83%；实现归属上市公司股东净利润2932.6万元，同比下降0.22%，扣非后净利润3178.9万元，同比增长32.06%，基本每股收益0.24元。公司预计1-9月实现归属净利润增长-10%-15%。

点评：

- **扣非后业绩高速增长，符合预期。**公司收入端的增长基本来自于电解液业务的成长和东莞凯欣并表，净利润增长较低，主要因子公司九江天赐在5月26日发生安全事故，计提损失269万元。除去事故的一次性影响后，公司扣非后净利增长强劲。
- **需求旺盛，电解液业务大幅增长，市场份额领先。**公司锂离子电池材料业务上半年实现收入1.43亿元，同比增长75.05%。公司先期收购的东莞凯欣5月份正式并表，上半年实现营收7066.9万元，2个月并表收入约2300万左右，剔除并表因素，公司电解液收入同比增长在40%以上，考虑价格下降的因素，实际出货量增长更高，大大高于行业增速（上半年约20%），这要归功于公司以动力电池为主的客户结构。上半年新能源汽车产销量同比增长3倍，对动力电池需求旺盛。以出货量计，我们预计天赐在并购凯欣后，15年市场份额会位居国内首位。上半年公司电池材料毛利率为29.8%，同比下降1.69个百分点。当前六氟磷酸锂价格已经企稳，进而电解液价格也会企稳，因此不必过分担心电解液价格再度大幅下滑，当前毛利率水平具备持续性。未来随着公司天津基地和宁德基地的建设，贴近两大主流客户，锂电池材料业务成长空间仍然巨大。
- **个人护理品材料同比持平，毛利上升。**个人护理品材料表现稳定，收入1.90亿元，同比增长0.7%。受益原材料价格下跌，毛利率上升1.43个百分点至29.81%。公司在个人护理品材料领域客户结构优质，面对个人护理品材料低端领域越来越激烈的竞争，公司实

施高端定制化和通过服务换市场的策略，未来业绩会稳步增长，成为公司的现金牛业务。

- **有机硅橡胶结构升级，盈利能力提升。** 公司有机硅橡胶材料收入 3464.0 万元，同比下降 21.83%，公司对产品结构进行调整，高端产品比例提升，毛利率得以大幅上升 6 个百分点至 35.52%。有机硅橡胶材料业务未来以稳为主。
- **上调至“推荐”评级。** 考虑到公司对九江安全事故计提的损失和公司个人护理品材料增长不及预期，我们调整公司 2015~2017 年每股收益预测分别为 0.55 元、0.79 元、0.95 元，市盈率分别为 57 倍、40 倍、33 倍，公司长期发展战略清晰，在动力电池领域客户优质，将大幅受益新能源汽车推广，16 年大幅增长明确，股价在经过前期大幅下跌后，价值已经显现，上调评级至“推荐”。
- **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；（3）东莞凯欣整合不利。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	705.7	856.0	1,001.5	1,164.5
YOY	18.39%	21.30%	17.00%	16.28%
归属母公司净利润	61.5	66.1	95.1	114.6
EPS(元)	0.51	0.55	0.79	0.95
P/E	61.6	57.4	39.9	33.1
P/B	4.5	4.2	3.9	3.6

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	856.0	1,001.5	1,164.5	现金	58.8	128.4	130.1	147.9	191.3
YOY(%)	7.6%	18.4%	21.3%	17.0%	16.3%	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	606.7	700.0	812.7	应收款项净额	186.6	235.3	263.4	292.7	324.6
营业税金及附加	3.9	3.1	5.1	6.0	7.0	存货	85.1	100.4	124.4	134.9	166.1
销售费用	34.5	45.4	54.8	63.1	69.9	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%	6.4%	6.3%	6.0%	流动资产总额	344.0	504.3	558.1	615.7	722.1
管理费用	75.7	91.2	104.4	126.2	146.7	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%	12.2%	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	73.9	107.7	129.7	固定资产净额	323.8	395.9	416.8	436.2	458.4
财务费用	4.9	-0.1	-1.8	-1.7	-2.6	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%	-0.2%	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	82.8	101.8	122.8	无形资产	27.1	26.2	25.5	24.9	24.2
营业外净收入	24.9	7.9	-5.0	10.0	12.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	99.3	72.9	77.8	111.8	134.8	其他长期资产	4.2	10.3	10.1	9.8	9.6
所得税	14.6	9.0	11.7	16.8	20.2	资产总额	773.1	1,001.4	1,080.4	1,166.6	1,294.3
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	66.1	95.1	114.6	应付款项	126.7	148.0	179.2	194.1	235.8
占营业收入比(%)	14.2%	9.1%	7.7%	9.5%	9.8%	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	66.1	95.1	114.6	流动负债	241.6	149.7	183.2	198.2	239.9
YOY(%)	29.0%	-24.3%	7.4%	43.8%	20.5%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.68	0.51	0.55	0.79	0.95	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						负债总额					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		207.8	154.4	183.8	198.8	240.5
成长能力						少数股东权益	13.6	16.9	0.0	0.0	0.0
营业收入	7.6%	18.4%	21.3%	17.0%	16.3%	股东权益	565.2	847.0	896.6	967.9	1,053.8
营业利润	18.4%	-12.7%	27.4%	23.0%	20.6%	负债和股东权益	773.1	1,001.4	1,080.4	1,166.6	1,294.3
净利润	29.0%	-24.3%	7.4%	43.8%	20.5%						
获利能力						现金流量表					
毛利率(%)	33.0%	29.5%	29.1%	30.1%	30.2%		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利率(%)	14.2%	9.1%	7.7%	9.5%	9.8%	税后利润	84.7	63.9	66.1	95.1	114.6
ROE(%)	14.8%	7.3%	7.4%	9.8%	10.9%	加: 少数股东损益	3.3	2.4	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	13.3%	7.2%	6.8%	9.2%	10.0%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
偿债能力						折旧和摊销	25.2	30.6	40.8	45.4	50.8
流动比率	1.70	3.28	3.05	3.11	3.01	营运资金的变动	(25.7)	(25.2)	(16.5)	(31.6)	(28.6)
速动比率	1.22	2.37	2.15	2.22	2.15	经营活动现金流	84.1	69.3	90.4	108.9	136.7
资产负债率%	26.9%	15.4%	17.0%	17.0%	18.6%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	77.1%	70.5%	79.2%	85.8%	90.0%	固定资产投资	(91.6)	(171.5)	(74.3)	(71.5)	(69.8)
应收账款周转天数	104.1	116.4	106.8	100.8	95.8	投资活动现金流	(91.6)	(171.5)	(74.3)	(71.5)	(69.8)
存货周转天数	77.7	73.6	74.8	70.3	74.6	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)						长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
每股收益	0.68	0.51	0.55	0.79	0.95	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	3.48	4.00	4.55	7.03	7.45	股利分配	0.0	14.8	14.5	16.5	23.8
估值比率						计入循环贷款前融资活动	(3.8)	(18.4)	(17.6)	(16.1)	(19.9)
P/E	46.6	61.6	57.4	39.9	33.1	循环贷款的增加(减少)	30.0	191.4	3.2	(3.5)	(3.6)
P/B	6.9	4.5	4.2	3.9	3.6	融资活动现金流	26.2	173.0	(14.4)	(19.6)	(23.6)
						现金净变动额	18.6	70.6	1.7	17.8	43.4

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%
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。