

2015年9月2日

公司研究

买入

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn

内生外延齐发力，新品推出值得期待

——天赐材料（002709）调研简报

我们近期调研了公司，与公司高管进行沟通。

调研要点：

- **公司是国内规模最大的电解液生产商。**目前公司拥有约 15000 吨电解液产能。随着国内电动汽车爆发，为满足下游动力电池市场需求，公司继续扩大电解液产能，主要通过广州、九江基地技改和扩产、新建天津、宁德基地等方式，预计 2016 年底总产能合计超过 25000 吨，跃居全国第一。公司客户辐射范围广，涵盖沃特玛、力神、万向、合肥国轩、比亚迪，同时积极开发新客户，预计随着下半年国内新能源产销两旺传导上游领域，公司电解液全年销量有望大幅增长。
- **公司六氟磷酸锂进入产能投放期，成本优势明显。**在电解液体系中，六氟磷酸锂技术壁垒最高，且在成本中占比约 40%，公司是国内唯一同时生产电解液和六氟磷酸锂的厂商，产业链一体化优势明显。目前公司拥有 1000t/a 晶体六氟磷酸锂产能，由于九江天赐安全事故，募投项目 1000t/a 晶体六氟磷酸锂投产延迟，新募投项目 6000t/a 液体六氟磷酸锂（折合 2000t/a 晶体六氟磷酸锂）预计 2016 年底投产，届时公司六氟磷酸锂产能将达到 4000 吨，相比其他电解液厂商，公司六氟磷酸锂稳定投产实现原料低成本，利于增强公司竞争优势。同时随着下半年上游锂盐供应不足，六氟磷酸锂有望企稳回升，成本优势进一步提升。上半年，消费类电子锂电池产能过剩问题依然突出，行业竞争激烈，公司电解液毛利率同比下降 1.69%。随着下半年国内动力电池持续快速放量，市场对六氟磷酸锂特别是锂矿需求明显增加，锂盐供应缺口加大，六氟磷酸锂价格有望企稳回升。
- **外延并购，提升公司竞争实力。**公司通过收购东莞凯欣，与东莞凯欣形成协同效应，直接消化公司的六氟磷酸锂产能，增强公司市场竞争力，同时，东莞凯欣主要客户为大型锂电池企业 ATL，公司有望通过 ATL 切入高端新能源汽车产品供应链。此外，8 月 9 日，公司收购中科立新 70% 股权，通过获得相关技术专利开发有机硅电解液，利用优良的导电性能，解决锂电池耐高压和安全性问题。
- **积极开发新型电解液，抢占市场先机。**相比传统六氟磷酸锂，新型锂盐具有较高的导电性，可以提高导电率及电池充放电特性同时提高低温放电性能以及高温保存后的容量保持率。随着正极材料三元材料有望取代磷酸铁锂，公司积极开发新型电解液与之配套，提升锂电池的安全性及循环性，有望抢占市场先机。
- **个人护理品材料推陈出新，16 年收入增速加快。**个人护理品材料是公司传统的强势业务，不同于其他行业，个人护理品材料需要不断推陈出新，在卡波姆树脂、阳离子淀粉、季铵盐、氨基酸等产品方面不断推出新产品，预计 16 年新品推出有望增厚公司业绩。
- **给予“买入”评级。**随着下半年动力电池持续放量，上游锂盐供应不足，六氟磷酸锂价格有望企稳回升，公司成本优势进一步显现；个人护理材料品种不断优化，有望增厚公司业绩，我们看好公司未来的发展前景，给予“买入”评级。预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.64、0.84 和 1.11 元，对应市盈率分别为 44.5 倍、33.7

倍、25.7 倍，给予“买入”评级。

- **风险提示：**新能源汽车增速低于预期；同行业竞争加剧风险。

天赐材料盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	15%	16%	17%	EPS	0.51	0.64	0.84	1.11
毛利率	29%	30%	30%	30%	BVPS	7.03	7.53	8.20	9.10
期间费率	20%	20%	19%	20%	估值				
销售净利率	9%	9%	9%	10%	P/E	55.6	44.5	33.7	25.7
成长能力					P/B	4.0	3.8	3.5	3.1
收入增长率	18%	24%	24%	30%	P/S	4.8	3.9	3.2	2.4
利润增长率	-24%	25%	32%	31%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.69	0.75	0.85	0.96	营业收入	706	872	1081	1404
应收账款周转率	3.07	3.17	3.26	3.41	营业成本	498	607	758	977
存货周转率	4.96	4.80	4.68	4.74	营业税金及附加	3	4	6	7
偿债能力					销售费用	45	58	72	97
资产负债率	17%	22%	22%	24%	管理费用	91	109	133	174
流动比	3.02	2.18	2.40	2.46	财务费用	(0)	(1)	(1)	(2)
速动比	2.44	1.65	1.80	1.87	其他费用/(-收入)	(3)	0	2	4
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	65	95	115	155
现金及现金等价物	148	79	93	161	营业外净收支	8	(3)	7	7
应收款项	230	275	332	411	利润总额	73	92	122	162
存货净额	100	127	163	208	所得税费用	9	12	16	23
其他流动资产	46	48	65	80	净利润	64	80	105	138
流动资产合计	523	529	653	860	少数股东损益	2	3	4	5
固定资产	396	461	482	512	归属于母公司净利润	62	77	102	133
在建工程	61	87	67	27					
无形资产及其他	26	51	45	44	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	69	120	85	137
资产总计	1026	1158	1272	1462	净利润	64	80	105	138
短期借款	2	4	2	2	少数股东权益	2	3	4	5
应付款项	129	184	199	256	折旧摊销	42	43	55	55
预收帐款	8	11	15	19	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	34	44	56	72	营运资金变动	(39)	(6)	(79)	(62)
流动负债合计	173	243	272	349	投资活动现金流	(171)	(144)	(52)	(40)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(62)	(134)	(57)	(45)
其他长期负债	6	6	6	6	长期投资	0	0	0	0
长期负债合计	6	6	6	6	其他	(110)	(10)	5	5
负债合计	179	249	277	355	筹资活动现金流	173	(16)	(22)	(26)
股本	120	120	120	120	债务融资	(73)	2	(2)	0
股东权益	847	909	994	1107	权益融资	274	0	0	0
负债和股东权益总计	1026	1158	1272	1462	其它	(28)	(18)	(20)	(26)
					现金净增加额	71	(41)	11	71

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。