

2016年01月14日

天赐材料 (002709.SZ)

## 产业链横向延伸，打造锂电材料平台企业

■ **增资入股江西艾德，横向延伸进入正极材料：**公司1月12日发布公告，将以自有资金5000万元，增资入股江西艾德纳米科技有限公司，增资完成后，将拥有标的公司30.10%的股权。江西艾德拥有磷酸铁锂正极材料及其前驱体材料的关键技术，是国内磷酸铁锂正极材料的领军企业。通过此次合作，一方面双方将从研发上进行协同，推进电解液和正极的组合研发，提高公司电解液的研发能力和产品多样性，另一方面，双方共同服务下游锂电池客户，合作以后客户资源上互相补充，提高公司在锂电行业的影响力。天赐材料目前还拥有主营碳酸锂产品的江苏容汇20%股权，入股江西艾德后可以进行资源整合，纵向和横向的延伸产业链，打造锂电材料平台型企业。

■ **六氟磷酸锂价格飙升，推动电解液价格上行：**受制于刚性缺口，六氟磷酸锂15年底订单均价已经达到30万元以上，较15年初增长3倍。虽然新能源汽车抢装结束，但是一季度锂盐价格并未明显回落，2月份价格仍维持在25-35万/吨之间。按照我们的测算，六氟磷酸锂价格每上升1万元/吨，电解液成本上升1250元/吨。事实上，在成本推动下，电解液的小客户新订单已经达到6.5万元，大客户方面也开始涨价。量价齐升之下，天赐材料2016年业绩将会直接受益。

■ **前瞻产业布局，电解液龙头无可撼动：**电解液本身是柔性产能，主要取决于锂盐，公司10年就实现六氟磷酸锂的技术突破，到15年已经形成2000吨产能。公司16年和17年还有各有2000吨产能建成，从而在六氟磷酸锂领域也成为全球龙头，是市场上电解液和锂盐均有明显规模优势的企业，行业地位无可撼动。

■ **投资建议：**买入-A评级，6个月目标价115.4元。预计公司2015年-2017年的净利润分别为0.84亿、2.96亿元、3.45亿元。考虑到六氟磷酸锂和电解液涨价，给予6个月目标市值至150亿元，对应目标价115.4元。

■ **风险提示：**产能扩张不及预期，生产出现事故。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	596.1	705.7	1,041.9	1,862.2	2,513.4
净利润	81.3	61.5	84.2	296.3	344.9
每股收益(元)	0.63	0.47	0.65	2.27	2.64
每股净资产(元)	4.22	6.52	7.07	8.82	10.85

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	98.6	130.3	95.5	27.1	23.3
市净率(倍)	14.6	9.5	8.7	7.0	5.7
净利润率	13.6%	8.7%	8.1%	15.9%	13.7%
净资产收益率	14.8%	7.3%	9.1%	25.8%	24.4%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.8%	1.0%
ROIC	1.4	1.0	1.1	3.3	2.9

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

日用化学品

投资评级 **买入-A**

维持评级

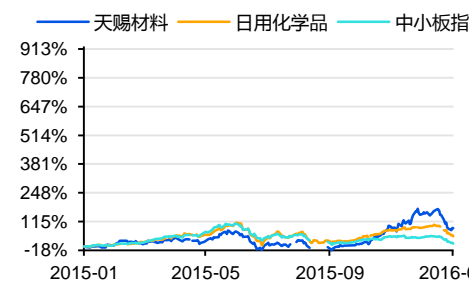
6个月目标价：**115.4元**

股价(2016-01-13) **61.67元**

### 交易数据

总市值(百万元)	8,017.46
流通市值(百万元)	3,497.17
总股本(百万股)	130.01
流通股本(百万股)	56.71
12个月价格区间	27.61/92.30元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.56	74.14	70.29
绝对收益	-26.88	63.02	93.77

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
010-66581627

邵晶鑫

报告联系人

shaojx@essence.com.cn  
010-66581636

### 相关报告

- 天赐材料：参股上游碳酸锂，电解液核心产业链构建完成 2015-12-22
- 天赐材料：电解液龙头继续扩张锂盐产能，行业地位不可撼动 2015-12-02
- 天赐材料：锂电池电解液行业新星 2014-01-08

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	596.1	705.7	1,041.9	1,862.2	2,513.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	399.6	497.8	743.6	1,135.2	1,598.3	营业收入增长率	7.6%	18.4%	47.6%	78.7%	35.0%
营业税费	3.9	3.1	5.2	9.3	12.6	营业利润增长率	2.0%	-12.7%	37.0%	291.1%	16.5%
销售费用	34.5	45.4	66.7	119.2	160.9	净利润增长率	29.0%	-24.3%	36.9%	251.9%	16.4%
管理费用	75.7	91.2	134.9	242.1	326.7	EBITDA 增长率	7.9%	-2.7%	14.6%	227.4%	17.5%
财务费用	4.9	-0.1	-0.2	5.8	6.8	EBIT 增长率	3.4%	-18.1%	36.9%	298.3%	16.6%
资产减值损失	3.1	6.1	3.6	3.9	4.2	NOPLAT 增长率	4.0%	-15.8%	36.3%	290.6%	16.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.5%	24.3%	26.6%	36.0%	8.8%
投资和汇兑收益	-	2.8	1.0	1.2	1.7	净资产增长率	14.1%	49.8%	9.3%	26.0%	24.0%
<b>营业利润</b>	74.4	65.0	89.0	348.0	405.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	24.9	7.9	12.2	12.7	14.4	毛利率	33.0%	29.5%	28.6%	39.0%	36.4%
<b>利润总额</b>	99.3	72.9	101.2	360.7	420.1	营业利润率	12.5%	9.2%	8.5%	18.7%	16.1%
减:所得税	14.6	9.0	13.2	52.0	60.6	净利润率	13.6%	8.7%	8.1%	15.9%	13.7%
<b>净利润</b>	81.3	61.5	84.2	296.3	344.9	EBITDA/营业收入	18.4%	15.1%	11.7%	21.5%	18.7%
						EBIT/营业收入	13.3%	9.2%	8.5%	19.0%	16.4%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	166	184	131	79	69
						流动资产周转天数	81	88	92	88	88
						流动资产周转天数	215	226	222	193	198
						应收帐款周转天数	86	85	85	85	85
						存货周转天数	51	47	54	44	46
						总资产周转天数	447	465	406	307	290
						投资资本周转天数	305	317	270	199	178
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	14.8%	7.3%	9.1%	25.8%	24.4%
						ROA	10.6%	6.2%	6.6%	16.6%	16.4%
						ROIC	14.8%	10.3%	11.2%	34.7%	29.7%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	5.8%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
						管理费用率	12.7%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%
						财务费用率	0.8%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%
						三费/营业收入	19.3%	19.3%	19.3%	19.7%	19.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	29.0%	17.4%	30.2%	37.1%	33.9%
						负债权益比	40.8%	21.1%	43.2%	59.1%	51.3%
						流动比率	1.62	3.02	1.94	1.81	2.08
						速动比率	1.24	2.44	1.40	1.45	1.55
						利息保障倍数	16.30	-699.80	-561.29	61.31	60.97
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.14	0.11	0.15	0.52	0.61
						分红比率	22.2%	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.8%	1.0%

<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	84.7	63.9	84.2	296.3	344.9	EPS(元)	0.63	0.47	0.65	2.27	2.64
加:折旧和摊销	30.6	42.1	33.5	46.7	58.4	BVPS(元)	4.22	6.52	7.07	8.82	10.85
资产减值准备	3.1	6.1	-	-	-	PE(X)	98.6	130.3	95.5	27.1	23.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.6	9.5	8.7	7.0	5.7
财务费用	3.9	1.3	-0.2	5.8	6.8	P/FCF	913.4	-56.2	-633.3	49.1	53.6
投资损失	-	-2.8	-1.0	-1.2	-1.7	P/S	13.5	11.4	7.7	4.3	3.2
少数股东损益	3.3	2.4	3.8	12.4	14.5	EV/EBITDA	-	34.3	65.3	20.2	16.8
营运资金的变动	-41.9	-78.2	-110.3	-262.5	-63.7	CAGR(%)	53.9%	77.8%	9.7%	53.9%	77.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	82.4	69.0	10.1	97.5	359.2	PEG	1.8	1.7	9.8	0.5	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-91.6	-171.5	-99.0	-98.8	-98.3	ROIC/WACC	1.4	1.0	1.1	3.3	2.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	26.2	173.0	76.9	107.9	-176.2	REP	-	5.4	8.5	2.0	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034