

中国：化学制品

2016年02月26日

投资建议：

买入 (初次报告)

 目标价隐含涨/跌幅：**16.2%**

 日期 **2016/02/25**

| | |
|----------|-----------------|
| 收盘价 | RMB63.21 |
| 十二个月目标价 | RMB73.50 |
| 前次目标价 | RMBN.A. |
| 深圳 A 股指数 | 1,817.9 |

信息更新：

- ▶ 首次纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 73.5 元，隐含 16.2% 的上涨空间。
- ▶ 在新项目的推动下，天赐材料 2016/17 年六氟磷酸锂 (LiPF₆) 产能将分别是目前的 2/3 倍。

本中心观点：

- ▶ 六氟磷酸锂价格上涨以及由锂电池增长明显带动的需求增长使天赐材料受益。
- ▶ 六氟磷酸锂价格上涨将使公司毛利率由 2014 年的 29% 上升至 2016 年的 40%。

公司简介： 广州天赐高新材料股份有限公司专门从事个人护理品功能材料、锂离子电池材料、有机硅橡胶材料之研发、制造、与销售。

股价相对深圳 A 股指数表现


| | |
|--------------|-----------------------|
| 市值 | RMB8,217.7 百万元 |
| 六个月平均日成交量 | RMB271.8 百万元 |
| 总股本股数 (百万股) | 130.0 |
| 流通 A 股股数比例 | 100.0% |
| 自由流通股数比例 | 43.8% |
| 大股东：持股比例 | 徐金富, 41.5% |
| 净负债比率 | 94.5% |
| 每股净值 (2016F) | RMB9.53 |
| 市净率 (2016F) | 7.05 倍 |

简明损益表(RMB 百万元)

| 年初至 02 月 | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 706 | 945 | 1,525 | 1,927 |
| 营业利润 ** | 68 | 123 | 301 | 421 |
| 税后净利润 * | 62 | 98 | 253 | 358 |
| 每股收益(元) | 0.53 | 0.80 | 2.06 | 2.92 |
| 每股收益年增长率 (%) | (38.0) | 50.2 | 158.6 | 41.6 |
| 每股股利(元) | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |
| 市盈率 (倍) | 126.6 | 84.3 | 32.6 | 23.0 |
| 股利收益率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净资产收益率 (%) | 7.3 | 10.5 | 21.6 | 24.1 |

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：

元大研究部

+86 21 6187 3832

research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

张峥青

+86 21 6187 3833 zhengqingzhang@yuanta.com

天赐材料 (002709 CH)

各项业务全面扩张

首次纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 73.5 元： 我们看好天赐材料，预计公司将受益于 1) 产能扩张；2) 六氟磷酸锂价格上涨；3) 下游强劲需求；4) 对上游资源的投资；5) 通过并购实行的横向整合；以及 6) 股权激励计划。我们预计 2015/16/17 年公司净利润将同比增长 53%/159%/42%。本中心目标价系以市盈率估值（2016 年每股收益人民币 2.06 元的 46 倍）和市净率估值（2016 年每股净值人民币 10.50 元的 3 倍）方法平均计算得出。

板块前景强劲，实施产能扩张： 因板块前景强劲，需求增加（尤其是来自电动车的需求），天赐材料着手扩大六氟磷酸锂产能，2016/17 年产能将分别是目前的 2/3 倍。我们预计此举将推动 2016 年营收同比增长 80%。

供不应求导致价格激增： 由于下游供不应求局面持续，我们预计 2016 年六氟磷酸锂价格将上涨 100%。截至 2016 年 2 月六氟磷酸锂价格已达人民币 40 万元/吨，较 2015 年底价格翻倍。因此，我们预计六氟磷酸锂价格上涨将使其 2016 年毛利率提高至 50%。我们预计六氟磷酸锂营收贡献将由 2015 年的 41% 提高至 2016 年的 73%，从而将推动公司毛利率由 2014/15 年的 29%/33% 上升至 2016/17 年的 40%/42%。

积极开展并购以实现横向整合，同时投资上游公司： 天赐材料已投资上游一家资源公司，以获得可持续的碳酸锂供应，把握碳酸锂价格上升优势，同时进一步提高六氟磷酸锂的毛利率。近期天赐材料亦投资高科技公司，有望借此开展横向整合，提高公司竞争优势，扩大产品组合。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

资产负债表

| 年初至 02 月 (RMB 百万元) | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-----------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金与短期投资 | 77 | 148 | 205 | (819) | (331) |
| 存货 | 85 | 100 | 163 | 207 | 238 |
| 应收帐款及票据 | 170 | 225 | 311 | 548 | 538 |
| 其他流动资产 | 30 | 50 | 40 | 40 | 40 |
| 流动资产 | 362 | 523 | 719 | (24) | 486 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 398 | 461 | 534 | 1,749 | 1,705 |
| 什项资产 | 36 | 42 | 41 | 40 | 39 |
| 其他资产 | 434 | 503 | 575 | 1,789 | 1,744 |
| 资产总额 | 796 | 1,026 | 1,295 | 1,765 | 2,229 |
| 应付帐款及票据 | 111 | 129 | 175 | 267 | 272 |
| 短期借款 | 75 | 6 | 146 | 286 | 426 |
| 什项负债 | 38 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 流动负债 | 224 | 173 | 359 | 591 | 735 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债及准备 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 长期负债 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 负债总额 | 230 | 179 | 364 | 596 | 741 |
| 股本 | 99 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 资本公积 | 173 | 406 | 406 | 406 | 406 |
| 保留盈余 | 277 | 320 | 404 | 642 | 961 |
| 换算调整数 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 额归属母公司之权益 | 548 | 847 | 930 | 1,168 | 1,488 |
| 少数股权 | 17 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益总额 | 565 | 847 | 930 | 1,168 | 1,488 |

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

| 年初至 02 月 (RMB 百万元) | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-----------------------|-------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 本期净利润 | 85 | 64 | 98 | 253 | 358 |
| 折旧及摊提 | 30 | 42 | 46 | 56 | 164 |
| 本期营运资金变动 | (6) | (72) | (93) | (188) | (17) |
| 其他营业资产 | (27) | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 营运活动之现金流量 | 82 | 69 | 51 | 121 | 505 |
| 资本支出 | (97) | (119) | (119) | (1,270) | (119) |
| 本期长期投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变动 | 5 | (52) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动之现金流量 | (92) | (171) | (119) | (1,270) | (119) |
| 股本变动 | 0 | 274 | 0 | 0 | 0 |
| 本期负债变动 | 25 | (69) | 140 | 140 | 140 |
| 其他调整数 | 1 | (32) | (14) | (15) | (38) |
| 融资活动之现金流量 | 26 | 173 | 126 | 125 | 102 |
| 本期产生现金流量 | 17 | 70 | 57 | (1,023) | 488 |
| 自由现金流量 | (9) | (103) | (68) | (1,149) | 386 |

资料来源：公司资料、元大

损益表

| 年初至 02 月 (RMB 百万元) | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 596 | 706 | 945 | 1,525 | 1,927 |
| 销货成本 | (400) | (498) | (630) | (915) | (1,116) |
| 营业毛利 | 196 | 208 | 315 | 610 | 811 |
| 营业费用 | (114) | (140) | (192) | (309) | (390) |
| 营业利润 | 82 | 68 | 123 | 301 | 421 |
| 利息收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利息费用 | (5) | 0 | (5) | (6) | (6) |
| 利息收入净额 | (5) | 0 | (5) | (6) | (6) |
| 投资利益(损失)净额 | 0 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 其他业外收入(支出)净额 | 22 | 2 | (9) | (9) | (9) |
| 非常项目净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前净利润 | 99 | 73 | 110 | 287 | 407 |
| 所得税费用 | (15) | (9) | (12) | (34) | (49) |
| 少数股权净利 | (3) | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司之净利 | 81 | 62 | 98 | 253 | 358 |
| 税前息前折旧摊销前净利 | 113 | 110 | 170 | 357 | 585 |
| 每股收益 (RMB) | 0.86 | 0.53 | 0.80 | 2.06 | 2.92 |
| 每股收益 - 调整员工分 红 (RMB) | 0.86 | 0.53 | 0.80 | 2.06 | 2.921 |

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

| 年初至 02 月 | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-------------------------|---------|---------|---------|--------|-------|
| 年成长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 7.6 | 18.4 | 33.9 | 61.4 | 26.3 |
| 营业利润 | 4.1 | (17.2) | 80.8 | 144.0 | 39.9 |
| 税前息前折旧摊销前净 | 8.3 | (2.4) | 54.1 | 110.6 | 63.7 |
| 税后净利润 | 29.0 | (24.3) | 58.8 | 158.6 | 41.6 |
| 每股收益 | 27.07 | (38.03) | 50.19 | 158.62 | 41.62 |
| 获利能力分析 (%) | | | | | |
| 营业毛利率 | 33.0 | 29.5 | 33.4 | 40.0 | 42.1 |
| 营业利润率 | 13.8 | 9.7 | 13.1 | 19.7 | 21.8 |
| 税前息前 折旧摊销前净利率 | 18.9 | 15.6 | 18.0 | 23.4 | 30.4 |
| 税后净利率 | 13.6 | 8.7 | 10.3 | 16.6 | 18.6 |
| 资产报酬率 | 11.4 | 7.0 | 8.4 | 16.5 | 17.9 |
| 净资产收益率 | 14.8 | 7.3 | 10.5 | 21.6 | 24.1 |
| 稳定/偿债能力分析 | | | | | |
| 负债权益比 (%) | 13.3 | 0.7 | 15.7 | 24.5 | 28.6 |
| 净负债比率 (%) | (0.3) | (16.7) | (6.3) | 94.5 | 50.8 |
| 利息保障倍数 (倍) | 21.4 | N.A. | 23.5 | 49.9 | 70.4 |
| 利息及短期债 | 1.3 | 12.6 | 0.8 | 1.0 | 1.0 |
| 现金流量对利息 保障倍数 (倍) | 17.0 | N.A. | 10.4 | 20.7 | 86.2 |
| 现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍) | 1.0 | 11.9 | 0.3 | 0.4 | 1.2 |
| 流动比率 (倍) | 1.6 | 3.0 | 2.0 | 0.0 | 0.7 |
| 速动比率 (倍) | 1.2 | 2.4 | 1.6 | (0.4) | 0.3 |
| 净负债 (RMB 百万元) | (2) | (142) | (59) | 1,104 | 756 |
| 每股净值 (RMB) | 5.55 | 7.03 | 7.59 | 9.53 | 12.14 |
| 评价指标 (倍) | | | | | |
| 市盈率 | 78.4 | 126.6 | 84.3 | 32.6 | 23.0 |
| 股价自由现金流量比 | (726.5) | (78.9) | (120.5) | (7.2) | 21.3 |
| 市净率 | 12.1 | 9.6 | 8.9 | 7.0 | 5.5 |
| 股价税前息前折旧摊销 前净利比 | 58.8 | 73.5 | 48.5 | 23.0 | 14.1 |
| 股价营收比 | 11.1 | 11.5 | 8.7 | 5.4 | 4.3 |

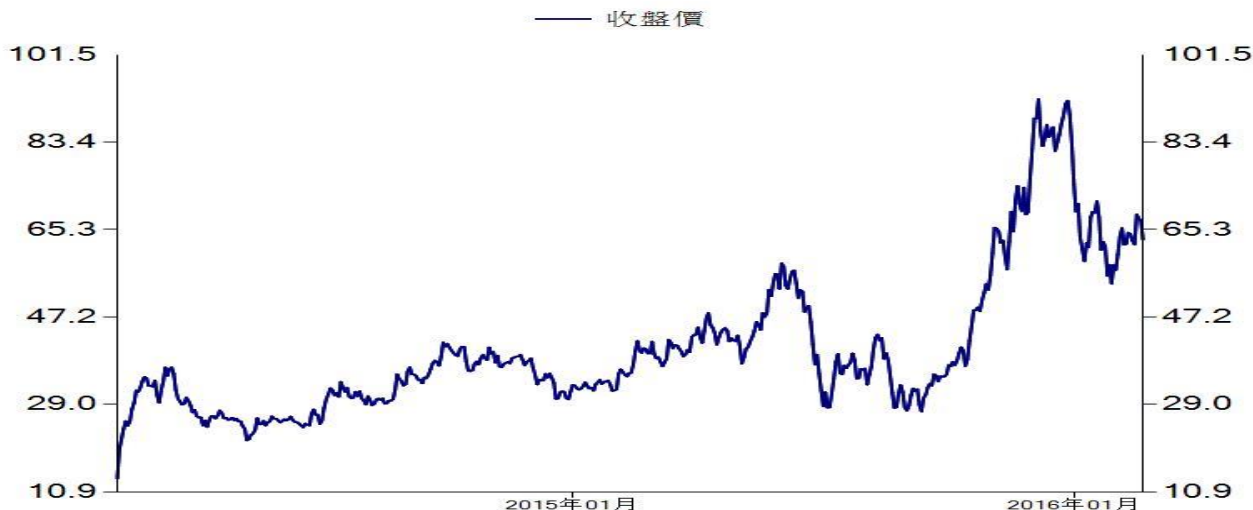
资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

天赐材料 (002709 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



| # | 日期 | 收盘价 (A) | 目标价 (B) | 调整后目标价 (C) | 评级 | 分析师 |
|---|------------|---------|---------|------------|----|-------|
| 1 | 2016/02/26 | 63.21 | 73.50 | 73.50 | 买入 | 元大研究部 |

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

| 评级 | 追踪个股数 | % |
|---------|-------|------|
| 买入 | 208 | 45% |
| 持有-超越同业 | 117 | 25% |
| 持有-落后同业 | 44 | 10% |
| 卖出 | 12 | 3% |
| 评估中 | 80 | 17% |
| 限制评级 | 1 | 0% |
| 总计: | 462 | 100% |

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼