

天赐材料 (002709)

— 中报业绩超预期，锂电池电解液高景气无忧

行业名称	化工
投资建议	买入
当前价格:	59.22元
目标价格:	78元

公司事件:

8月22日天赐材料发布半年报, 2016年1~6月公司实现营业收入8.01亿元, 同比增长117%, 归属母公司净利润1.93亿, 同比增长557%, EPS为0.60元, 其中锂离子电池材料方面收入为5.25亿, 同比增长267%。

投资要点:

➤ 16年中报业绩超预期, 6000吨/年液体六氟磷酸锂新项目预计年底建成投产

上半年实现营业收入8.01亿元, 同比增长117%, 归属上市公司股东净利润1.93亿元, 同比增长557%, 销售收入和利润规模增长均超我们预期。公司主营产品六氟磷酸锂的生产工艺成熟, 目前正在建的6000吨/年液体六氟磷酸锂(折合成固态是2000吨/年)预计今年年底建成投产, 另外新建的2000吨/年固态六氟磷酸锂预计将于2017年底建成投产, 届时公司六氟磷酸锂总产能将达到6000吨/年(固态), 可满足45000吨/年电解液的生产需求。

➤ 新能源汽车产销量大幅增长助推公司业绩爆发

截止到7月底我国新能源汽车生产21.5万辆, 销售20.7万辆, 比上年同期分别增长119.8%和122.8%。下半年尤其是四季度新能源汽车产销量会明显高于前三季度, 加之国内六氟磷酸锂新增产能大部分于2018年才能释放, 2017年六氟磷酸锂仍将供不应求。因此我们预计至2017年六氟磷酸锂需求量仍将继续大幅增长, 价格也将维持高位运行, 我们看好公司未来发展。

➤ 布局三类新型锂盐项目谋划未来

公司年产2300吨新型锂盐项目主要为年产2000吨高性能锂离子电池电解质双(氟代磺酰)亚胺锂(LiFSI)、年产150吨新型锂盐二氟磷酸锂(LiPF₂)以及年产150吨4,5-二氟基-2-三氟甲基咪唑锂(LiTDI)。为了满足三元电池性能的需要, 添加剂和新型锂盐的使用和配比会越来越受到重视, 公司前瞻性布局三类产品, 为未来发展打下坚实基础。

➤ 风险提示

电解液行业竞争加剧、新能源汽车行业发展不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	705.69	945.80	1,749.74	2,362.15	3,070.79
增长率(%)	18.39%	34.03%	85.00%	35.00%	30.00%
EBITDA(百万元)	106.74	155.12	437.28	512.93	631.63
净利润(百万元)	61.53	99.56	365.78	417.84	520.46
增长率(%)	-24.34%	61.79%	267.41%	14.23%	24.56%
EPS(元/股)	0.19	0.31	1.13	1.29	1.60
市盈率(P/E)	313.13	193.54	52.62	46.06	36.98
市净率(P/B)	22.75	16.29	11.33	9.54	7.96
EV/EBITDA	34.28	68.16	43.38	36.04	29.38

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	325/143
流通A股市值(百万元)	8,477
每股净资产(元)	4.16
资产负债率(%)	27.63
一年内最高/最低(元)	138.82/26.98

一年内股价相对走势



李振永 分析师
 执业证书编号: S1110513070001
 电话: 021-68376098
 邮箱: lizhy@sh.tfzq.com

李扬 联系人
 电话:
 邮箱: liyang@sh.tfzq.com

相关报告

1、《天赐材料(002709)\化工行业-六氟磷酸锂量价齐升助推业绩爆发, 16年高速增长无忧》



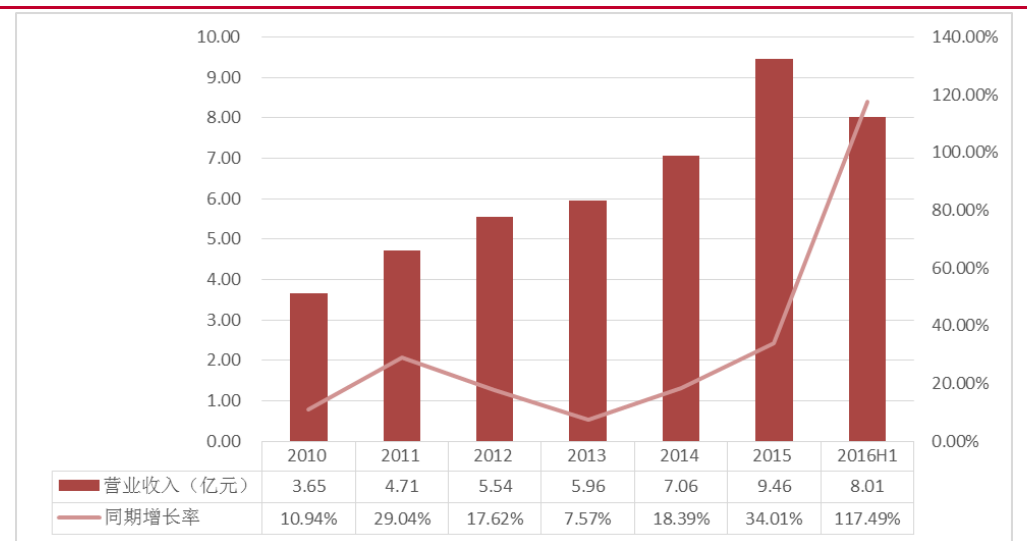
报告信息

➤ 公司概况：布局三大业务板块，六氟磷酸锂成新亮点

广州天赐高新材料股份有限公司（股票代码：002709）成立于2000年6月，位于广州市黄埔区经济技术开发区内。自成立以来，天赐材料一直致力于精细化工新材料的研发、生产和销售，目前有个人护理品材料、锂离子电池材料、有机硅橡胶材料三大业务板块。凭借优良的产品品质，天赐材料与宝洁、联合利华、欧莱雅、蓝月亮、比亚迪、ATL、SONY、哈光宇、万向、沃特玛等国内外知名企业建立了合作关系。

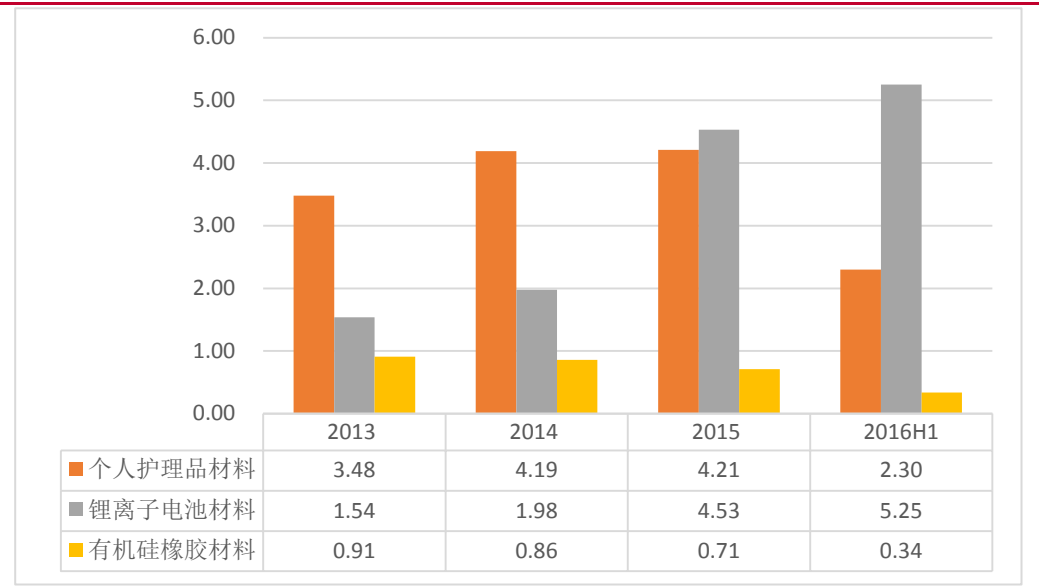
三大业务一直稳步增长，个人护理品材料业务支撑公司稳健增长，在公司主营业务收入中一直占据重要地位。有机硅橡胶业务受益于研发平台，应用挖掘趋于丰富。值得一提的是锂电材料业务正在迎接行业爆发性机会，超越个人护理品材料成为公司第一大营业收入来源。新能源汽车产业的发展拉动对动力锂电池的需求，将使锂电行业市场迎来重大机遇。公司聚焦动力电池电解液市场的成长和竞争优势的保持。作为行业领先企业，天赐材料将享受行业变革带来的爆发性增长机会，而公司通过掌握关键材料合成技术，形成的成本优势将为公司提供持续性竞争力。

图表 1：天赐材料历年营业收入及同期增长率



来源：公司财报、天风证券研究所

图表 2: 天赐材料三大业务历年营业收入 (亿元)



来源: 公司财报、天风证券研究所

图表 3: 国内六氟磷酸锂主要企业产能明细 (吨)

企业	2015 年产	在建产能	新建产能投产时间
多氟多	3000	3000	预计 2016 年底
天赐材料	2000	4000	其中 2000 吨/年预计 2016 年底, 2000 吨/年预计 2017 年底
天津金牛	1000	0	
必康股份	2000	3000	预计 2016 年底
罗田宏源药业	1000	4000	4000 吨/年产能预计 2018 年投产
四川黄铭	0	3000	预计 2018 年建成投产
新泰材料	1080	6000	预计 2017 年底 3000 吨投产, 2019 年底剩余 3000 吨投产
北斗星化学	0	2600	目前项目处于可研状态
石大胜华	0	1000	1000 吨/年预计 2016 年底投产, 2017 年择机建设 4000 吨/年
合计	10080	26600	

来源: 公司资料、天风证券研究所

➤ 借助新能源汽车东风, 布局锂电池产业链

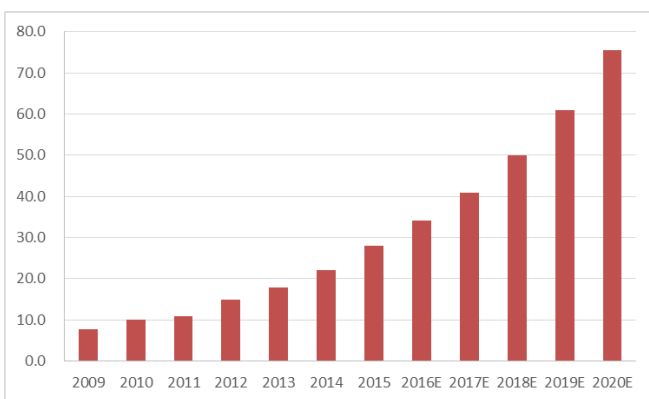
新能源汽车爆发性增长

在十三五的新政策环境下, 2016 年新能源乘用车市场呈现逐步恢复增长特征, 1-2 月受春节和政策因素影响而产销较低, 随着对骗补问题的处理态度和新能源汽车调整补贴的政策日益明朗, 3-7 月新能源汽车逐步实现恢复性增长。未来新能源汽车的发展前景依然大好。

截止到 7 月底我国新能源汽车生产 21.5 万辆, 销售 20.7 万辆, 比上年同期分别增长 119.8%和 122.8%。其中纯电动汽车产销分别完成 16.2 万辆和 15.3 万辆, 比上年同期分别增长 156.4%和 160.9%; 插电式混合动力汽车产销均完成 5.4 万辆, 比上年同期分别增长 53.7%和 57.6%。

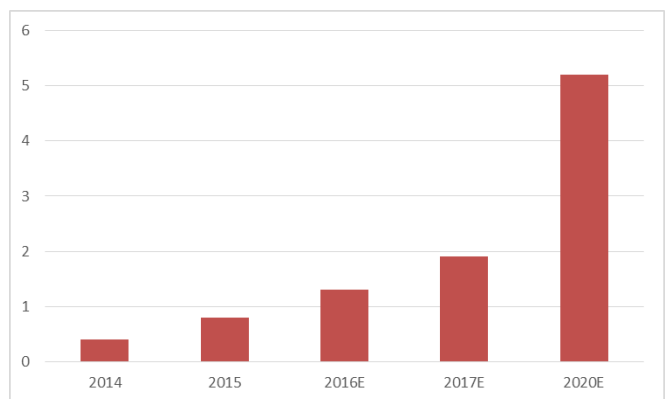
新能源汽车的销量暴增带动相应车用锂离子电池、车用锂离子电池材料呈现爆发式增长。电解液主要成分六氟磷酸锂供不应求，价格由去年上半年的 8.5-8.9 万元/吨。暴涨至目前的超过 40 万元/吨，导致电解液价格由 4.5 万元/吨上涨至约 7.5 万元/吨。根据我们经验判断，下半年尤其是四季度会是新能源汽车需求增长的爆发期，产销量会明显高于前三季度，因此下半年电解液行业持续高景气度无忧。由于六氟磷酸锂仍属于高壁垒行业，国内六氟磷酸锂新增产能大部分于 2018 年才能逐步释放，根据我们的测算，2017 年六氟磷酸锂需求量在 2.2 万吨左右，而目前国内已有产能加上 17 年新增产能实际不超过 1.8 万吨，因此我们预计 2017 年六氟磷酸锂供不应求的局面仍将持续，价格依然将维持高位运行。

图表 4: 中国锂离子电池历年产量及预期 (GkWh)



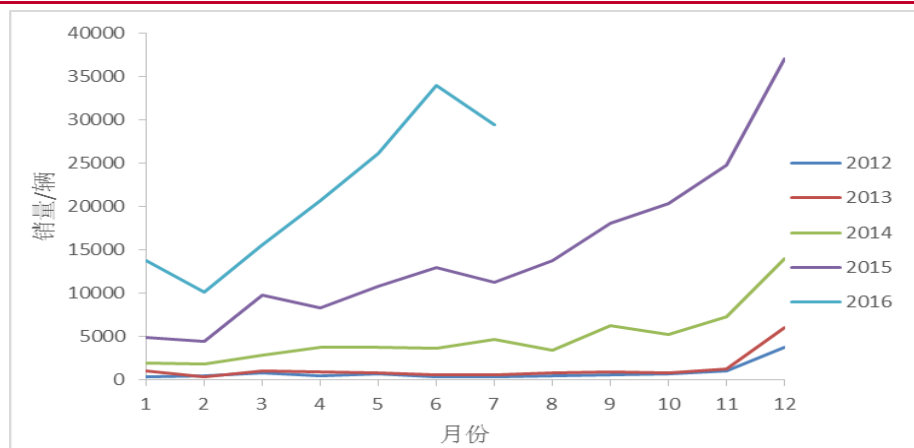
来源: 乘联会、天风证券研究所

图表 5: 六氟磷酸锂产能及预期 (万吨)



来源: 公司资料、天风证券研究所

图表 6: 历年新能源乘用车月度销量



来源: 乘联会、天风证券研究所

加速布局上游产业链

公司全资子公司九江天赐与参股子公司江苏荣汇锂业,在九江天赐工厂投资设立九江容汇锂业科技有限公司,该公司主要从事碳酸锂和氢氧化锂的生产,其中天赐材料以自有资金出资 2400 万,股权占比 30%。考虑到天赐材料参股江苏荣汇 22.22%股权,本项目天赐材料可分享 45%左右收益。本次合作项目设计产能 10,

000 吨，其生产原材料和荣汇本部相同，来自于锂矿石。国内新能源汽车产业爆发式增长，碳酸锂需求快速上升，江苏荣汇与海外客户洽谈，2017 年起将获得更多的锂矿石供给，所以在九江设立生产线，主要满足公司在原料供给增加情况下的生产能力扩张，在当前市售价没有大幅下调的情况下，有望产生可观收益，同时可以对冲上游锂资源公司行业垄断的风险。

正极材料是锂电池最为关键的原材料，是锂电池电化学性能的决定性因素，四大材料生产中，正极材料是锂电池的核心，占锂电池成本的 30% 以上。天赐材料募投项目布局磷酸铁锂正极材料前驱体—磷酸铁。公司现有及在建的六氟磷酸锂生产线副线产大量硫酸，目前主要采取付费形式委托专业处理机构进行处置，硫酸是生产磷酸铁的反应原料，通过建设 30,000t/a 电池级磷酸铁材料项目，可有效消化六氟磷酸锂生产线副产的硫酸，实现循环经济，降低生产成本，同时正极材料的单吨产值规模更大，有助于扩大公司在锂电材料市场的产值规模和市场影响力。

新型锂盐项目谋划未来

公司年产 2,300 吨新型锂盐项目主要为年产 2000 吨高性能锂离子电池电解质双(氟代磺酰)亚胺锂(LiFSI)、年产 150 吨新型锂盐二氟磷酸锂(LiPF₂)以及年产 150 吨 4,5-二氟基-2-三氟甲基咪唑锂(LiTDI)。

双(氟代磺酰)亚胺锂(LiFSI): 同时兼有六氟磷酸锂及四氟硼酸锂的优点，在热稳定性、对水分的敏感性、导电性等方面具有明显的优势，可以提高电解液的导电率、高低温性能和耐水解性，同时还能抑制气胀，未来在低温、高电压、高倍率电解液中有着广泛的应用。目前国内还没有量产 LiFSI 的企业，主要依靠进口，原因在于其生产难度大，成本居高不下(目前市场价格在 150-200 万/吨)，且 LiFSI 对电池正极集流体铝箔的腐蚀作用较为严重，制约其在电池中的使用，目前仅用于高端乘用车锂离子电池材料，随着技术的不断突破，通过在正极铝箔上涂导电石墨涂层或者将 LiFSI 和六氟磷酸锂混合使用，可以有效降低 LiFSI 对铝箔的腐蚀作用，加之打破外国垄断后，产业化带动价格下降，未来大规模应用在乘用车锂离子电池材料领域前景可期。目前国内主流电解液厂家和添加剂厂家都在积极建设 LiFSI。

二氟磷酸锂(LiPF₂): 主要在电解液中主要起到添加剂作用，可以提高锂电池的高温循环性能与储存性能、低温输出性能以及过充保护与均衡容量性能，通常需要在特定的电解液配方中配合使用，使用量占总量的 0.1%~1% 之间。

4,5-二氟基-2-三氟甲基咪唑锂(LiTDI): 在电解液中具有非常高的锂离子迁移数，使其低使用量下即可达到与六氟磷酸锂相当的锂离子传输效果，有望减少锂盐用量(约为六氟磷酸锂的 1/3)而降低电池成本，并且具有优异的热稳定性，分解温度超过 250℃，在水分存在时也保持稳定，电化学稳定性高，能满足目前各种商用正极材料的需要，应用前景广阔。

未来三元动力电池高镍化是趋势，对电池材料的要求越来越高，电解液要往高压、高安全方向发展，而传统锂盐六氟磷酸锂由于在高温下易分解且对水分敏感，使其在高温、高压电领域的应用受限。为了满足三元电池性能的需要，添加剂和新型锂盐的使用和配比会越来越受到重视，公司前瞻性布局三类产品，为未来发展打下坚实基础。

图表 7: 国内 LiFSI 主要生产厂家及产能

公司	计划产能 (吨)	预计投产时间
新宙邦	200	2016 年年底
广州天赐	300	2016 年年底
江苏华盛	100	2017 年上半年
永太科技	计划投资	

来源: 公司资料、天风证券研究所

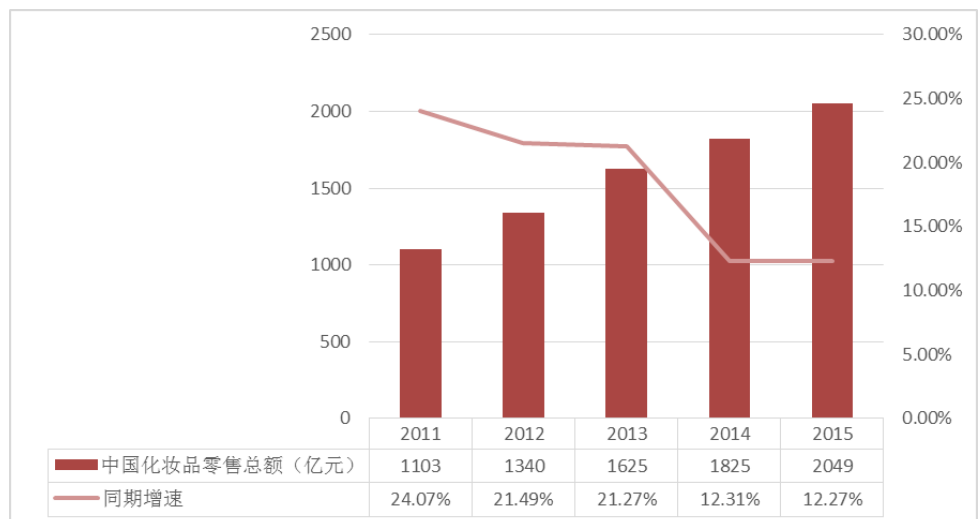
➤ 个人护理品材料业务支撑公司稳健增长

我国已经成为世界第三大化妆品市场,也是目前公认为全球最具潜力的化妆品市场,在细分领域上,目前世界上最大的洗涤剂市场和世界第二大化妆品市场。国外个人护理品发展的历程表明,当人均 GDP 超过 3,000 美元时,个体消费对可选消费品的支出增加,其中包括个人护理品。日本从人均 GDP 超过 3,000 美元的 1973 年起到 1995 年的 20 多年间,个人护理品市场规模增长了约 7 倍;中国人均 GDP 在 2009 年超过了 3,000 美元,今后 20 年将是中国个人护理品发展的黄金时期。

天赐材料个人护理品材料业务产品结构不断完善,且下游客户优质、现金流良好。公司的国内个人护理品材料业务聚焦高端客户、植入定制化和通过服务换市场的推进策略,全面实施立体化营销模式。国际个人护理材料业务方面,继续加大与跨国公司客户的新地区和新品种的拓展力度。同时加强聚合物新品种的市场推广,继而推进中南美市场的销售业务。

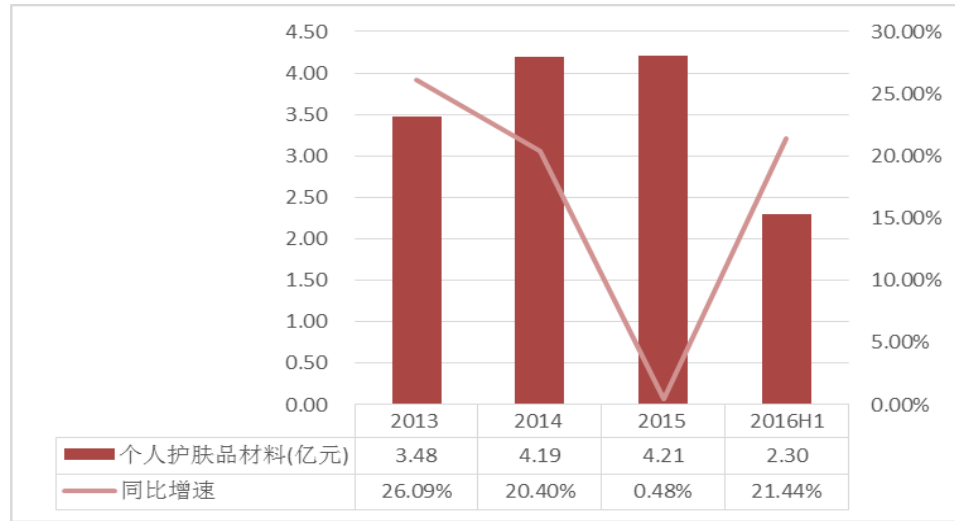
天赐的个人护理品原料中卡波姆树脂打破国外垄断,产能居世界第二位;由于天赐材料个人护理品原料占收入毛利近一半,受上游原材料价格周期性下降,产品盈利能力好于预期,继续支撑公司稳健增长。

图表 8: 中国化妆品零售总额及同期增长率



来源: 国家统计局、天风证券研究所

图表 9: 天赐材料个人护肤品材料营业收入即同期增长率



来源: 公司财报、天风证券研究所

➤ 盈利预测

考虑到新能源汽车持续高速增长的因素,我们坚定看好公司外延与内生发展,高成长性优势明显。不考虑增发情况下,我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.13 元、1.29 元和 1.60 元,对应 PE 为 53 倍、46 倍和 37 倍,给予“买入”评级,目标价 78 元。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)