

天赐材料 (002709) \化工

——电解液市场增长无忧，业绩前低后高

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	42.28元
目标价格:	元

事件:

公司公布一季报，一季度实现营业收入3.79亿元，同比增长9.92%，归属上市公司股东净利润6395.6万元，同比下降9.84%，扣非后净利润6184.4万元，同比下降12.23%，基本每股收益0.20元。公司预计上半年净利润变动区间为-15%到15%之间。

投资要点:

➤ 一季度毛利率下降，净利小幅下滑

一季度受到新能源汽车补贴政策调整的影响，新能源汽车产销量大幅下滑30%，受此影响动力电池一季度装车量仅1.23GWh，公司电解液业务也受到影响，但由于备货的因素，电解液市场的下降远小于新能源汽车产销的下降。一季度公司净利润同比下降，主要因综合毛利率下降3.4个百分点。我们预计主要与六氟磷酸锂价格同比下降有关。上半年公司业绩预计-15%到15%，电解液销售二季度将继续增长。

➤ 电解液市场全年量增价减，收入仍将增长

3月份起，新能源汽车产销量已经逐步放量，二季度将会进一步走高，动力电池产业链需求将逐步旺盛起来。全年电解液市场会呈现前低后高的走势。预计17年电解液需求将同比增长30%左右，与动力电池市场增速相同。价格方面，由于六氟磷酸锂价格的大幅下调（根据百川资讯的报价，当前六氟磷酸锂价格为32万/吨，同比下降约24%），电解液价格也将下调，但存在一些时滞，下调幅度也会小于六氟磷酸锂，我们预计全年的降价幅度在15%以上。17年国内新增六氟磷酸锂产能将开始放量，短期内将面临过剩的局面，因此价格还将继续下调。公司在新型电解液上的布局前瞻，未来将对冲六氟磷酸锂的价格风险。

➤ 电池材料领域的上下游延伸值得关注

在巩固电解液市场的核心优势地位的同时，公司在锂电池材料的上下游延伸做了多方布局。目前公司正在积极布局正极材料领域。当前国内正极材料市场的格局还较为分散，公司依靠成本优势有望取得合理地位。公司控股的艾德纳米，在磷酸铁锂正极材料领域具备独特的技术优势，配合公司在生产六氟磷酸锂时副产的硫酸，公司将产业链延伸至磷酸铁锂原料磷酸铁的生产，这一模式有望产生成本优势，在未来磷酸铁锂正极材料的竞争中将获得先机。此外公司还计划在台州投建三元材料生产线，逐步投产高镍的三元材料，前景可期。

➤ 日用化学品材料稳健增长趋势不变

公司日用化学品业务保持了稳健增长，与日用消费品联系紧密，受到经济

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	325/179
流通A股市值 (百万元)	7,576
每股净资产 (元)	5.20
资产负债率 (%)	29.93
一年内最高/最低 (元)	79.98/35.47

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

马松

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

相关报告

1、《天赐材料 (002709) \化工行业》

2017.04.12

2、《天赐材料 (002709) \化工行业》

2016.10.26

周期影响较小，公司一季度的收入增长主要由日用化学品业务贡献。未来几年公司日用化学品的增长主要来自于品类的扩展，从护发类产品向面部保养、彩妆等延伸。

➤ **维持“推荐”评级**

维持盈利预测，预计公司17-19年将实现归母净利润4.46、4.75、5.57亿元，EPS分别为1.37、1.46和1.71元，对应PE分别为31、30和25倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

1、电解液价格超预期下滑；2、正极材料业务拓展面临产能过剩风险。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	945.80	1837.25	2328.63	2712.62	3408.88
增长率（%）	34.03%	94.25%	26.75%	16.49%	25.67%
EBITDA（百万元）	177.89	540.85	657.96	713.70	821.18
净利润（百万元）	99.56	396.33	446.12	475.12	556.89
增长率（%）	61.79%	298.10%	12.56%	6.50%	17.21%
EPS（元/股）	0.31	1.22	1.37	1.46	1.71
市盈率（P/E）	138.04	34.68	30.81	28.92	24.68
市净率（P/B）	11.62	8.44	6.93	5.81	4.89
EV/EBITDA	30.56	25.54	20.91	19.06	16.39

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	183.22	154.16	255.89	520.52	812.37	营业收入	945.80	1,837.2	2,328.6	2,712.6	3,408.8
应收账款+票据	387.75	691.63	777.93	932.46	1,089.7	营业成本	652.40	1,106.6	1,426.0	1,690.2	2,186.8
预付账款	24.65	22.75	25.00	30.00	35.00	营业税金及附加	5.44	16.36	20.96	24.41	30.68
存货	124.88	187.00	251.79	311.62	417.31	营业费用	60.10	83.17	104.79	122.07	153.40
其他	22.49	29.92	29.92	29.92	29.92	管理费用	122.05	190.00	232.86	271.26	340.89
流动资产合计	742.99	1,111.68	1,366.7	1,850.7	2,410.5	财务费用	3.44	2.59	-0.58	-6.73	-12.99
长期股权投资	60.00	241.16	272.16	300.16	330.16	资产减值损失	8.19	37.64	30.00	23.00	27.00
固定资产	480.38	529.34	579.38	634.08	685.78	公允价值变动收益	0.00	26.22	25.00	0.00	0.00
在建工程	60.10	146.27	155.00	168.00	202.00	投资净收益	0.00	29.08	31.00	28.00	30.00
无形资产	71.04	85.13	80.08	75.03	69.98	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	162.57	162.20	158.48	154.77	151.06	营业利润	94.18	456.15	570.55	616.38	713.11
非流动资产合计	834.09	1,164.1	1,245.11	1,332.0	1,438.9	营业外净收益	20.84	8.31	15.00	20.00	25.00
资产总计	1,577.0	2,275.7	2,611.85	3,182.7	3,849.5	利润总额	115.02	464.46	585.55	636.38	738.11
短期借款	20.16	90.20	0.00	0.00	0.00	所得税	15.58	69.07	79.43	91.26	106.22
应付账款+票据	234.50	406.15	432.71	561.55	724.80	净利润	99.44	395.39	506.12	545.12	631.89
其他	130.47	144.47	128.07	120.07	103.07	少数股东损益	-0.12	-0.94	60.00	70.00	75.00
流动负债合计	385.13	640.81	560.78	681.62	827.87	归属于母公司净利	99.56	396.33	446.12	475.12	556.89
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.30	0.78	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.30	0.78	0.00	0.00	0.00						
负债合计	385.43	641.60	560.78	681.62	827.87						
少数股东权益	8.61	6.61	66.61	136.61	211.61						
股本	130.01	325.04	325.04	325.04	325.04						
资本公积	647.71	524.27	524.27	524.27	524.27						
留存收益	405.34	778.26	1,135.1	1,515.2	1,960.7						
股东权益合计	1,191.6	1,634.1	2,051.0	2,501.1	3,021.6						
负债和股东权益总	1,577.0	2,275.7	2,611.85	3,182.7	3,849.5						

主要财务比率					
	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	34.03	94.25%	26.75%	16.49%	25.67%
EBIT	65.00	289.04	25.25%	7.66%	15.21%
EBITDA	55.24	204.04	21.65%	8.47%	15.06%
归属于母公司净利	55.53	297.62	28.01%	7.71%	15.92%
获利能力					
毛利率	31.02	39.77%	38.76%	37.69%	35.85%
净利率	10.51	21.52%	21.73%	20.10%	18.54%
ROE	8.42%	24.35%	22.48%	20.09%	19.82%
ROIC	10.90	32.36%	27.45%	26.01%	26.86%
偿债能力					
资产负债率	24.44	28.19%	21.47%	21.42%	21.51%
流动比率	1.93	1.73	2.44	2.72	2.91
速动比率	1.55	1.40	1.93	2.21	2.37
营运能力					
应收账款周转率	2.49	2.68	3.02	2.93	3.15
存货周转率	5.22	5.92	5.66	5.42	5.24
总资产周转率	0.60	0.81	0.89	0.85	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.31	1.22	1.37	1.46	1.71
每股经营现金流	0.27	0.72	1.22	1.54	1.75
每股净资产	3.64	5.01	6.11	7.27	8.65
估值比率					
市盈率	138.04	34.68	30.81	28.92	24.68
市净率	11.62	8.44	6.93	5.81	4.89
EV/EBITDA	30.56	25.54	20.91	19.06	16.39
EV/EBIT	45.44	29.68	23.60	21.67	18.61

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	98.73	341.10	437.37	500.12	580.64
折旧摊销	58.24	75.39	74.99	86.06	98.06
财务费用	5.10	1.99	-2.58	-8.73	-14.99
存货减少	-24.53	-62.12	-64.79	-59.84	-105.68
营运资金变动	-53.74	-160.94	-78.38	-38.69	-16.05
其它	5.19	39.89	29.22	23.00	27.00
经营活动现金流	89.00	235.30	395.82	501.92	568.98
资本支出	123.45	163.90	155.00	168.00	202.00
长期投资	303.75	257.43	0.00	0.00	0.00
其他	131.05	169.00	37.75	17.00	21.25
投资活动现金流	-296.16	-252.33	-117.25	-151.00	-180.75
债权融资	8.00	19.92	-90.20	0.00	0.00
股权融资	287.89	4.32	0.00	0.00	0.00
其他	-22.24	-27.13	-86.64	-86.29	-96.38
筹资活动现金流	273.65	-2.89	-176.84	-86.29	-96.38
现金净增加额	67.66	-18.90	101.73	264.63	291.85

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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	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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

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

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

