

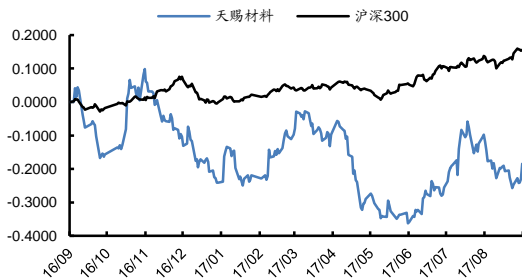
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：陈博 S0300116010021
010-88576597 chenb05@ghzq.com.cn

产品毛利率下降影响利润，锂电池材料业务仍有增长潜力

——天赐材料（002709）半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
天赐材料	-9.7	27.8	-19.8
沪深300	1.9	9.9	15.6

市场数据 2017-09-01

当前价格（元）	45.08
52周价格区间（元）	33.84 - 61.66
总市值（百万）	15325.49
流通市值（百万）	7370.10
总股本（万股）	33996.20
流通股（万股）	31370.06
日均成交额（百万）	342.43
近一月换手（%）	66.15

相关报告

《天赐材料（002709）三季报点评：电解液量价齐升，前瞻布局新型锂盐前景广阔》——2016-10-26

《天赐材料（002709）2016年半年报点评：业绩超预期，电解液一体化优势明显》——2016-08-23

《天赐材料（002709）：电解液成本优势明显，布局磷酸铁与新型锂盐值得期待（买入）*化工行业*代鹏举》——2016-04-12

《天赐材料（002709）：业绩上调超预期，产业

事件：

公司2017年上半年实现营业收入9.35亿元，同比增长16.76%；归属上市公司股东净利润1.77亿元，同比下降8.22%；基本每股收益0.55元。公司对2017年前三季度业绩预测范围：归属于上市公司股东的净利润在2.37~3.32亿元，同比变化-25%~5%。

投资要点：

- 公司上半年营收同比增长、毛利率同比下降主要受部分相关原材料价格上涨及产品价格下跌影响。2017年上半年公司日化材料及特种化学品、锂电池材料、有机硅橡胶材料营业收入分别为3.04、5.97、0.31亿元，分别同比增长31.81%、13.67%、-8.13%；毛利率分别为24.41%、43.53%、23.35%，分别同比下降11.62%、2.64%和11.20%。此外，公司研发投入4377万元，同比增长35.02%，也压缩了部分利润空间。
- 六氟磷酸锂产能大幅增长，可满足电解液需求，后期规模效应逐渐显现。目前公司已有固体六氟磷酸锂产能2000吨/年和液体六氟磷酸锂产能6000吨/年，可满足3.2万吨/年电解液需求。在建固体六氟磷酸锂2000吨/年产能预计年内投产，届时公司六氟磷酸锂可满足4.8万吨/年电解液需求。随着国内六氟磷酸锂新建扩建项目的投产，供需将不断宽松，产品价格将下降，公司产能规模优势及上下游配套优势将显现。
- 完善正极材料上游布局，综合竞争力进一步加强。公司通过增资控股正极材料生产商江西艾德，规划建设3万吨/年电池级磷酸铁（正极材料磷酸铁锂前驱体）和2.5万吨/年三元正极材料项目，前者还可利用六氟磷酸锂副产硫酸，提高产线运行效益，发展循环经济。此外，公司全资子公司九江天赐与参股子公司容汇锂业共同投资设立九江容汇，生产碳酸锂及氢氧化锂等产品，形成上下游一体化产业链。
- 新型锂盐投产在即，进口替代空间大。相比六氟磷酸锂体系，双（氟代磺酰）亚胺锂（LiFSI）的碳酸酯电解液在-50~50℃均具有更高的

链一体化优势明显(买入)*化工行业*代鹏举》

——2016-01-26

《天赐材料(002709): 增资正极材料公司, 完善锂电池材料产业链(买入)*化工行业*代鹏举》

——2016-01-14

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

电导率。LiFSI 主要在低温、高电压、高倍率电解液中使用, 会部分替代六氟磷酸锂的应用。研究和实践表明将新型锂盐作为添加剂添加到六氟磷酸锂中可以有效提高动力电池的能量密度和安全性。目前, 该新型锂盐主要被日韩垄断, 主要依靠进口, 市场价格为 150—200 万元/吨, 对电解液的成本影响较大。公司目前具备规模化生产新型锂盐的合成技术, 已经在建 300 吨/年的 LiFSI 中试线, 预计将于今年下半年建成投产。建成后, 公司将投产 LiFSI 2000 吨/年项目, 届时市场价格将会下调, 进一步确保公司龙头企业地位。公告中预计该项目可实现税后年均净利润 4325 万元, 在下游用户方面, 公司已与珠海银隆、珠海光宇等新客户达成合作。

- **公司日化材料及特种化学品业务增长稳定, 聚焦高端客户和创新营销。**公司继续拓展氨基酸表面活性剂、卡波姆树脂及聚合物现有产品的营销市场。同时, 继续加大研发投入, 增加彩妆及膏霜类个人护理品高附加值材料品种, 拓展日化材料市场。
- **盈利预测和投资评级:** 我们认为新能源汽车增长潜力依然较大, 对锂电池材料的需求仍会保持较高增长, 而公司作为六氟磷酸锂及电解液龙头公司, 规模效应较强, 此外, 还布局正极材料及新型锂盐, 看好公司的发展前景, 预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 19.88、36.59、43.10 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 4.44、7.19、8.45 亿元, EPS 为 1.31、2.11、2.48 元, 维持买入评级。
- **风险提示:** 新能源汽车市场低于预期风险; 同行业竞争加剧风险; 原材料价格大幅上升风险; 项目建设不达预期风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1837	1988	3659	4310
增长率(%)	94.3%	8.2%	84.1%	17.8%
净利润(百万元)	396	444	719	845
增长率(%)	298%	12%	62%	17%
摊薄每股收益(元)	1.22	1.31	2.11	2.48
ROE(%)	24.25%	16.74%	21.88%	20.96%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 天赐材料盈利预测表

证券代码:	002709.sz				股票价格:	45.08				投资评级:	增持				日期:	2017/9/1								
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标	2016	2017E	2018E	2019E					
盈利能力					ROE	24%	17%	22%	21%	EPS	1.22	1.31	2.11	2.48	毛利率	40%	39%	37%	37%	BVPS	5.01	7.79	9.65	11.83
					期间费率	16%	15%	15%	15%	估值					销售净利率	22%	22%	20%	20%	P/E	36.97	34.53	21.32	18.15
成长能力					收入增长率	94%	8%	84%	18%	P/B	9.00	5.79	4.67	3.81	利润增长率	298%	12%	62%	17%	P/S	7.98	7.71	4.19	3.56
营运能力					总资产周转率	0.79	0.56	0.76	0.77	营业利润	457	512	835	985	营业收入	1837	1988	3659	4310	营业成本	1107	1221	2310	2709
					应收账款周转率	2.66	2.68	2.62	2.43	营业税金及附加	16	16	28	35	销售费用	83	81	150	177	管理费用	190	199	366	431
					存货周转率	5.92	5.82	5.64	5.31	财务费用	3	12	15	12	其他费用/(-收入)	18	53	44	40	营业外净收支	8	8	12	9
偿债能力					资产负债率	30%	25%	32%	28%	净利润	395	442	720	845	所得税费用	69	78	127	149	少数股东损益	(1)	(2)	1	1
					流动比	1.67	2.04	1.85	2.19	归属于母公司净利润	396	444	719	845	现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	经营活动现金流	234	483	499	471
					速动比	1.40	1.80	1.58	1.86	资产负资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	净利润	395	442	720	845	净利润	395	442	720	845
					现金及现金等价物	198	798	923	977	流动资产合计	1156	1816	2858	3479	少数股东权益	(1)	(2)	1	1	折旧摊销	73	64	88	118
					应收款项	692	743	1397	1776	固定资产	529	815	1177	1299	公允价值变动	26	0	0	0	营运资金变动	(260)	(21)	(309)	(493)
					存货净额	187	212	414	516	在建工程	138	358	208	158	投资活动现金流	(252)	(601)	(305)	(273)	资本支出	(138)	(570)	(300)	(190)
					其他流动资产	79	89	149	236	无形资产及其他	85	105	135	145	长期投资	(181)	(1)	0	(1)	长期借款及应付债券	0	0	0	0
					流动资产合计	1156	1816	2858	3479	长期股权投资	241	242	242	243	其他长期负债	9	12	10	8	其他长期负债	9	12	10	8
					固定资产	529	815	1177	1299	资产总计	2335	3553	4842	5628	筹资活动现金流	(3)	707	(36)	(131)	债务融资	70	130	50	(30)
					在建工程	138	358	208	158	短期借款	90	220	270	240	权益融资	4	621	0	0	其它	(77)	(44)	(86)	(101)
					无形资产及其他	85	105	135	145	应付款项	406	464	896	1000	其它	(77)	(44)	(86)	(101)	现金净增加额	(22)	588	158	67
					长期股权投资	241	242	242	243	预收帐款	19	15	38	32	债务融资	70	130	50	(30)	权益融资	4	621	0	0
					资产总计	2335	3553	4842	5628	其他流动负债	177	190	342	318	其它	(77)	(44)	(86)	(101)	其它	(77)	(44)	(86)	(101)
					短期借款	90	220	270	240	流动负债合计	693	889	1547	1591	筹资活动现金流	(3)	707	(36)	(131)	债务融资	70	130	50	(30)
					应付款项	406	464	896	1000	长期借款及应付债券	0	0	0	0	债务融资	70	130	50	(30)	权益融资	4	621	0	0
					预收帐款	19	15	38	32	其他长期负债	9	12	10	8	其它	(77)	(44)	(86)	(101)	其它	(77)	(44)	(86)	(101)
					其他流动负债	177	190	342	318	长期负债合计	9	12	10	8	筹资活动现金流	(3)	707	(36)	(131)	债务融资	70	130	50	(30)
					流动负债合计	693	889	1547	1591	长期借款及应付债券	0	0	0	0	债务融资	70	130	50	(30)	权益融资	4	621	0	0
					长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他长期负债	9	12	10	8	其它	(77)	(44)	(86)	(101)	其它	(77)	(44)	(86)	(101)
					其他长期负债	9	12	10	8	长期负债合计	9	12	10	8	筹资活动现金流	(3)	707	(36)	(131)	债务融资	70	130	50	(30)
					长期负债合计	9	12	10	8	负债合计	701	901	1557	1599	债务融资	70	130	50	(30)	权益融资	4	621	0	0
					负债合计	701	901	1557	1599	股本	325	340	340	340	其它	(77)	(44)	(86)	(101)	其它	(77)	(44)	(86)	(101)
					股本	325	340	340	340	股东权益	1634	2653	3286	4030	现金净增加额	(22)	588	158	67	现金净增加额	(22)	588	158	67
					股东权益	1634	2653	3286	4030	负债和股东权益总计	2335	3553	4842	5628										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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唯一参考因素，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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。