

**评级：买入(维持)**

市场价格：45.08

目标价格：60

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

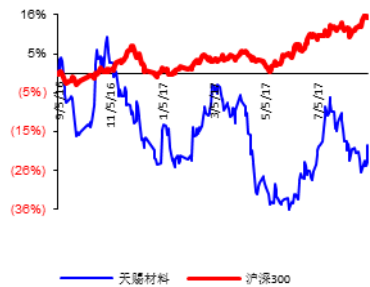
联系人：陈亚琼

电话：021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	340
流通股本(百万股)	187
市价(元)	45.08
市值(百万元)	15,325
流通市值(百万元)	8,437

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 锂电航母布局日趋完善，成效显著加速启航
- 2 锂电材料航母进军三元，业绩高增再添动力
- 3 锂电材料航母成效显著，战略布局具备高成长性
- 4 中报业绩下滑难掩业务亮点，静待中长期高速发展

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	946	1837	2563	3882	5561
增长率 yoy%	34%	94%	40%	51%	43%
净利润	100	396	438	686	936
增长率 yoy%	62%	298%	11%	56%	36%
每股收益(元)	0.29	1.17	1.35	2.11	2.88
净资产收益率	8.3%	24.2%	20.9%	24.6%	25.1%
P/E	154	39	33	21	16
PEG	1.7	1.2	0.4	0.2	0.5
P/B	13	9	7	5	4

备注：

**投资要点**

- **十年磨一剑，王者相尽显。**天赐材料用十多年时间分别做到全球电解液龙头、全球日化材料龙头，高壁垒核心竞争力使公司平台效应凸显，占领行业制高点再进行横向布局，市场空间全面打开，我们认为公司有望成为全球锂电材料航母企业。此篇报告为天赐材料深度系列报告第一篇，主要回顾公司发展历史，并分析其核心竞争力来判断公司未来能走多高多远。
- **两个“领先”彰显公司实力。**公司以个人护理品材料起家，通过不断丰富产品品类拓宽应用领域，经过多年发展已成为日化品材料国际化供应商，客户涵盖国内外巨头公司，如宝洁、RITA、拜尔斯道夫、欧莱雅、高露洁等。电解液业务用十年时间发展到全球龙头，通过开发核心原材料电解质以及新型添加剂增加竞争力，大客户战略不断推进后目前已成为全球前十二大锂电池厂家中九家的供应商，当之无愧的全球龙头。
- **高壁垒的核心竞争力。**我们认为公司能做到全球两个“领先”的核心竞争力在于前瞻性战略布局、强成本控制力、深厚的研发实力、优秀的工艺平台以及不断推进的大客户策略。目前公司已卡位高成长性的新能源汽车领域，在电解液基础上继续展开一系列布局，并注重上游关键原材料及产业链协同布局。在未来布局的不断推进下，公司的核心竞争力有望助力公司拿下更多个领先。
- **强平台效应打造全球锂电材料航母企业。**公司已在锂电池电解液领域做到全球领先，十年时间打造的核心竞争力和高壁垒。在优势大客户高共享性、技术工艺平台强拓展性、强外延布局推进力、高效率管理水平以及国际化战略的优势下，公司具备快速向其他锂电材料领域拓展的能力，全球锂电材料航母企业正在加速启航。
- **电解液价格已见底，正极材料逐步释放业绩。**目前电解液&六氟磷酸锂价格已无太大下降空间，公司不仅在成本和技术上具备优势，还拥有下游电池领域优质的龙头客户资源，毛利率有望继续维持高位，未来量上的增长将直接拉动业绩提升。同时经过前期在磷酸铁锂领域的布局后，明年开始正极材料业务将释放业绩，为业绩高增添砖加瓦。
- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年分别实现净利润 4.38、6.86 和 9.36 亿元，同比分别增长 11%、56%、36%，当前股价对应三年 PE 分别为 33、21、16 倍。考虑到公司属于日化和电解液行业全球龙头，电解液产品市场份额

有望进一步扩大，同时正极材料有望从明年开始大幅贡献业绩，我们给予公司目标价 60 元，“买入”评级。

- **风险提示事件：**新能源车发展不及预期、国内外政策不达预期、大客户流失风险、项目推进不达预期、原材料价格波动风险。

## 内容目录

为什么能做到两个“领先”？ .....	- 5 -
日化品行业的成长之路 .....	- 5 -
电解液业务的成长之路 .....	- 7 -
公司的核心竞争力是什么？ .....	- 9 -
前瞻性的战略布局 .....	- 9 -
强成本控制力 .....	- 11 -
深厚的研发实力 .....	- 13 -
优秀的工艺平台 .....	- 13 -
大客户策略 .....	- 15 -
为什么我们认为公司将成为全球锂电材料航母企业？ .....	- 15 -
锂电市场的大发展空间 .....	- 15 -
共享优质大客户基础 .....	- 16 -
技术工艺平台性 .....	- 16 -
外延布局能力强 .....	- 17 -
管理水平强 .....	- 18 -
国际化战略思路 .....	- 18 -
投资建议 .....	- 19 -
电解液&6F 价格已无太大下降空间 .....	- 19 -
电解液业务有望价稳量升，毛利率也将继续维持高位 .....	- 20 -
磷酸铁&磷酸铁锂正极材料将从明年开始贡献业绩 .....	- 20 -
传统日化业务毛利率触底反弹 .....	- 20 -
盈利预测 .....	- 21 -
风险提示 .....	- 21 -

## 图表目录

图表 1：日化品业务发展之路 .....	- 5 -
图表 2：公司个人护理业务主要产品 .....	- 5 -
图表 3：公司卡波姆树脂与进口产品性能对比 .....	- 6 -
图表 4：个人护理品主要客户 .....	- 6 -
图表 5：个人护理材料营收及盈利情况 .....	- 7 -
图表 6：公司电解液业务发展之路 .....	- 7 -
图表 7：电解质 LiFSI 与六氟磷酸锂比较 .....	- 8 -
图表 8：电解液业务营收及盈利情况 .....	- 8 -
图表 9：天赐主营业务 .....	- 9 -
图表 10：6F 价格走势图（万元/吨） .....	- 10 -
图表 11：公司电解液业务历年毛利情况（亿元） .....	- 10 -

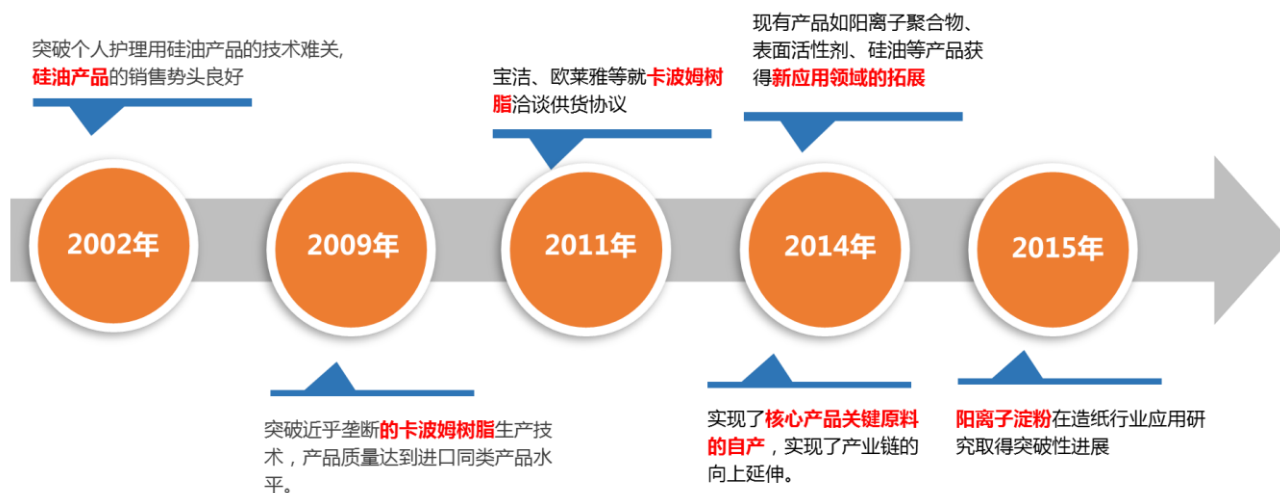
图表 12: 容汇锂业历年营收、净利 .....	- 11 -
图表 13: 容汇锂业历年盈利情况 .....	- 11 -
图表 14: 公司锂电材料布局 .....	- 11 -
图表 15: 天赐 6F 生产工艺 .....	- 12 -
图表 16: 市场常用 6F 生产工艺 .....	- 12 -
图表 17: 6F&磷酸铁原料循环示意图 .....	- 12 -
图表 18: 申请及持有专利情况 .....	- 13 -
图表 19: 公司柔性中试平台示意图 .....	- 14 -
图表 20: 公司电解液生产工艺流程图 .....	- 15 -
图表 21: 全球锂电市场空间测算 (GWh) .....	- 16 -
图表 22: 多国禁售燃油车计划梳理 .....	- 16 -
图表 23: 公司外延布局 .....	- 18 -
图表 24: 2017 上半年电解液竞争格局 .....	- 19 -
图表 25: 电解液&6F 历史价格走势 (万元/吨) .....	- 20 -
图表 26: 碳酸锂价格走势 (万元/吨) .....	- 20 -
图表 27: 55%氢氟酸价格走势 (元/吨) .....	- 20 -
图表 28: 可比公司估值列表 .....	- 21 -
图表 29: 公司盈利预测 (百万元) .....	- 22 -

## 为什么能做到两个“领先”？

### 日化品行业的成长之路

- **初创期主营业务，已成为行业领导者。**天赐材料自 2000 年创立，以自主研发的硅油系列、表面活性剂系列等个人护理品材料起家，经过多年的发展已从珠三角地区的个人护理供应商发展成为精细和特种化学品材料大类的综合性国际供应商，客户涵盖国内外巨头公司。

图表 1：日化品业务发展之路



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **产品品类不断丰富升级，应用领域不断拓展。**公司在 2002 年成功突破硅油产品的技术难关，硅油产品销售势头良好。2009 年开始进行卡波姆树脂工艺研究并突破国外近乎垄断的技术，同年实现 200 吨卡波姆树脂的产业化生产，并于 2010 年建成投产 2,000 吨卡波姆树脂项目。此后公司继续推进完成卡波姆树脂系列新品种的开发并实现产业化、突破功能性硅油领域新品研发、在阳离子聚合物产品上进行配套造纸工业需求的改进开发、氨基酸表面活性剂的提升改进开发、个人护理品材料在造纸和石油开采等领域的应用等。目前公司个人护理品材料主要有表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂等系列产品，并实现应用领域不断拓展。

图表 2：公司个人护理业务主要产品

业务	分类	产品
个人护理品材料	硅油系列	透明硅油、乳化硅油
	水溶性聚合物系列	卡波姆树脂、反相乳液
	阳离子调理剂系列	瓜尔胶、纤维素
	表面活性剂系列	甜菜碱、咪唑啉

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 3：公司卡波姆树脂与进口产品性能对比**

	Carbopol980	TC-CARBOMER386
外观	松散白色，微酸性粉末	松散白色，微酸性粉末
干燥失重 (%)	≤3.0	≤2.0
0.5%水溶液粘度 (20r/min,25℃,mPa,s)	40000-60000	50000-80000
0.2%水溶液粘度 (20r/min,26℃,mPa,s)	13000-30000	20000-30000
溶液透光率 (420nm,%)	0.5%水溶液	≥85
	0.2%水溶液	无指标要求
	0.2%乙醇溶液	无指标要求
堆积密度 (g/100mL)	无指标要求	21.5-23.5
残留溶剂 (%)	≤0.45	≤0.25
残留丙烯酸 (%)	无指标要求	≤0.46

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 客户结构不断优化。**创立早期，国内个人护理品行业竞争激烈，以高端品牌为主的跨国大公司以 25% 的品牌数量占据了 75% 的中国市场份额。公司一开始就坚持高端定位，以性价比优势与产品质量保障为切入点，率先与外资品牌达成合作，成为行内较早推进国际业务并积极接触跨国公司客户的企业之一。2011 年开始进入宝洁公司供应链，并为其配套扩建了产能 5000 吨的表面活性剂甜菜碱，同期公司的高毛利率产品卡波姆树脂产品也通过了联合利华、欧莱雅等公司的认证。2014 年上市前，天赐材料已经进入宝洁、RITA、拜尔斯道夫 (BDF)、高露洁、欧莱雅、亚什兰、安利等跨国个人护理品企业的全球采购体系，并经过多年考察后形成长期合作关系；2015 年，公司成功开发雅芳、玫琳凯等国际客户；2016 年，国内本土品牌开始引进高端人才开发高端品牌，公司以国际领先水平的产品优势与其达成合作协议。至此，公司成功与国内外巨头达成合作，在国际业内范围内建立了高知名度。

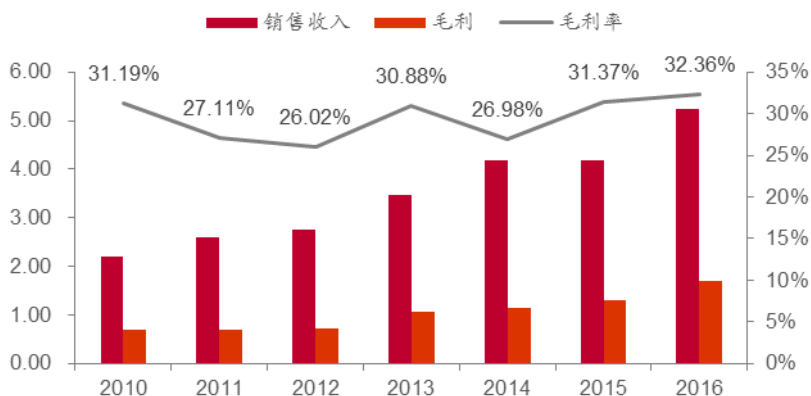
**图表 4：个人护理品主要客户**


来源：公司公告，中泰证券研究所



- **业绩稳定增长，盈利水平维持高位。**个人护理品属于稳定增长业务，2010-2016年营收基本都保持一定增速，毛利率则在30%上下小幅波动。2016年公司在日化行业的竞争力不断加强，增添特种化学品业务产品，并在农药铺展剂、3D打印等新业务领域得到一定拓展，全年销售规模实现稳步增长，同时受益规模效应毛利率也得到一定提升。

**图表 5：个人护理材料营收及盈利情况**

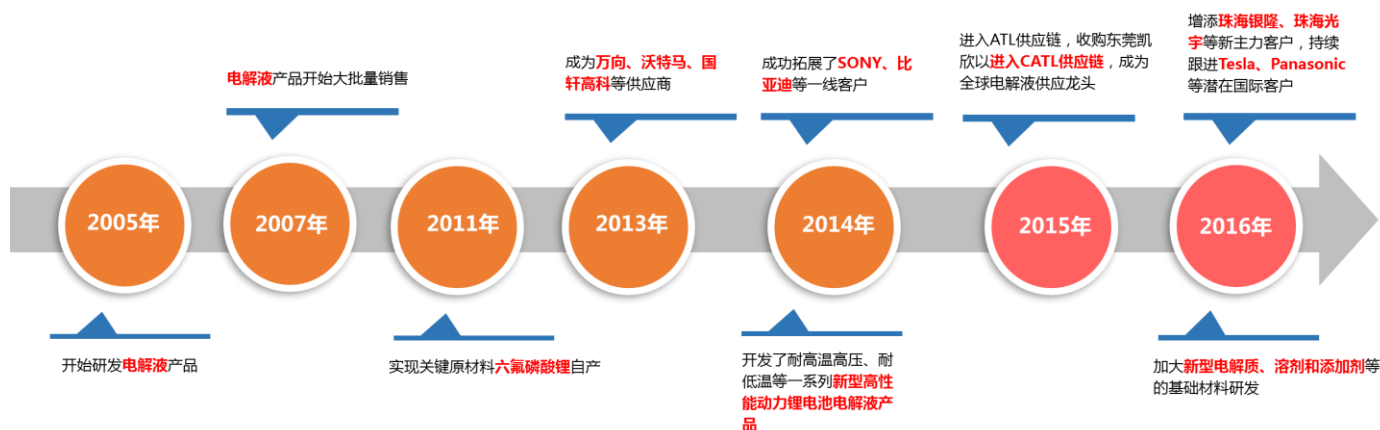


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 电解液业务的成长之路

- **十年时间打造全球电解液龙头。**2005年公司看好锂电池行业，考虑到电池材料中的电解液产品在诸多技术工艺领域与公司现有个人护理品材料的工艺路径相通，也属精细化工产品，因此决定开发电解液产品。经过两年研发后，2007年开始大批量销售，2015年已成为全球电解液龙头，并继续提高市场份额。

**图表 6：公司电解液业务发展之路**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **开发核心原材料电解质以及新型添加剂。**锂离子电池电解液中的重要组成部分是电解质锂盐，其不仅提供锂离子电池正常运作所需要的锂源，也参与使电池能够在高电压下稳定持续工作的钝化成膜过程，因此电解质的优劣对锂离子电池影响很大，这也是电解液的核心竞争力所在。目前最广泛使用的电解质为六氟磷酸锂（6F），其生产制备具有高壁垒。

为增强核心竞争力，公司于 2011 年成功实现 6F 自产，2015 年产能达到 2000 吨/年，2017 年液体 6F 投产后总产能达到 4000 吨（固体），可实现电解液大比例自供。目前还在建设 2000 吨/年固体 6F 项目，达成后公司 6F 总产能将达到 6000 吨，可满足 4.8 万吨电解液的需求。除了 6F 外，公司还在积极开发高效、安全、环保的新型锂盐，满足锂电高端化的发展需求的同时兼顾成本下降大趋势，增强电解液产品竞争力。公司于 2016 年定增募投建设 2,300t/a 新型锂盐项目，包括 2,000 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（LiPF<sub>2</sub>）以及年产 150 吨 4,5-二氟基-2-三氟甲基咪唑锂（LiTDI）。

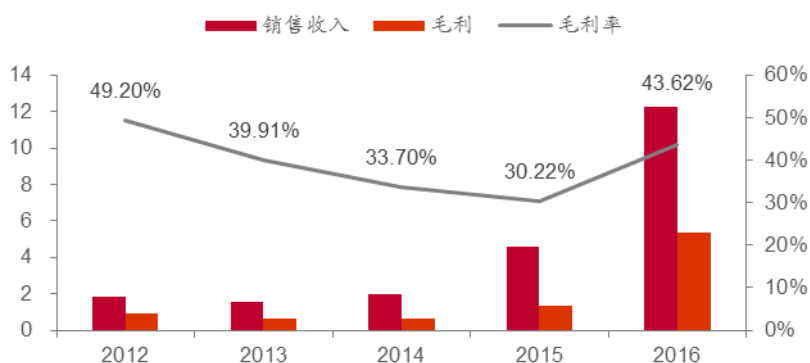
**图表 7：电解质 LiFSI 与六氟磷酸锂比较**

比较项目	LiFSI	六氟磷酸锂
分子量	187	152
基础物性	电导率	高
	热稳定性	高
	水解性	耐水解，无氢氟酸产生
电池性能	循环寿命	长
	耐高温性能	好
	气胀	抑制电池气胀
	安全性	高

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **大客户战略成效显著。**2013 年公司已成为万向、沃特玛、国轩高科等供应商，2014 年成功拓展 SONY、比亚迪等一线客户，收购东莞凯欣进入 ATL&CATL 供应链，以此奠定全球电解液供应龙头地位。近两年公司增添珠海银隆、珠海光宇等新主力客户，成功进入 LG 供应链，持续跟进特斯拉、松下等潜在国际客户，大客户战略不断推进。
- **电解液业务高速发展。**电解液属于快速增长业务，从 2014 年开始，受益于新能源汽车行业快速发展，公司电解液业务营收规模从 2014 年的 4.55 亿元快速增长至 2016 年的 12.25 亿元，毛利率也在 2016 年提升到 44% 的高位，盈利能力强劲。

**图表 8：电解液业务营收及盈利情况**



来源：公司公告，中泰证券研究所

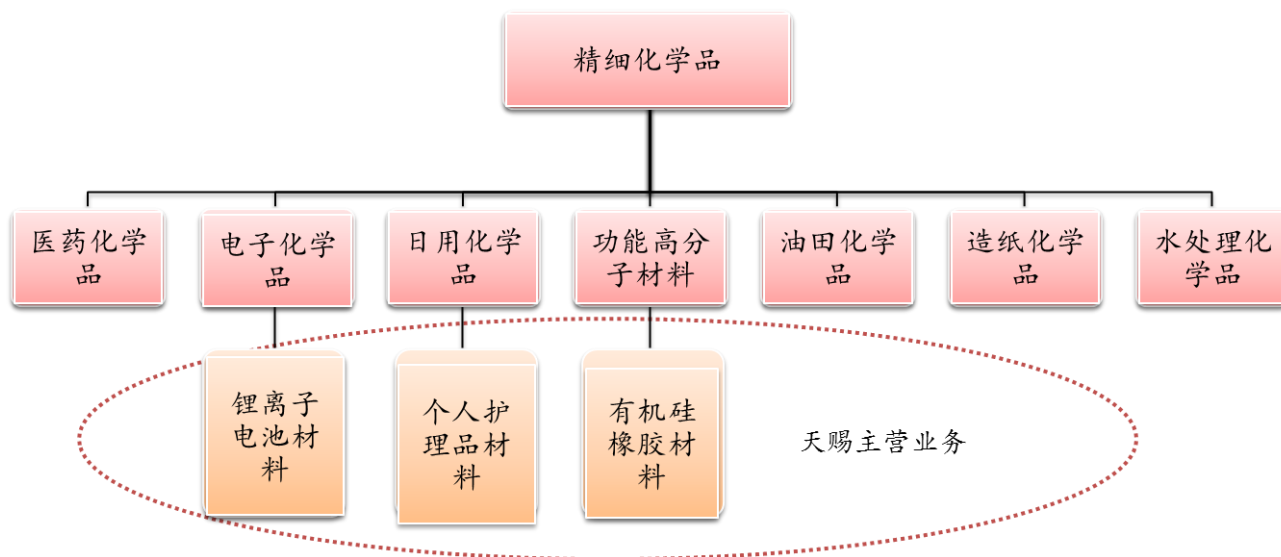


## 公司的核心竞争力是什么？

### 前瞻性的战略布局

- 公司从创立初期便专注精细化工新材料产品，目前已形成个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大业务板块。公司致力于做精细化工行业领导者，并重点扎根新能源车领域，战略布局可以总结为：**卡位高成长性的新能源汽车领域，在电解液基础上继续展开一系列布局，注重上游关键原材料及产业链协同。**

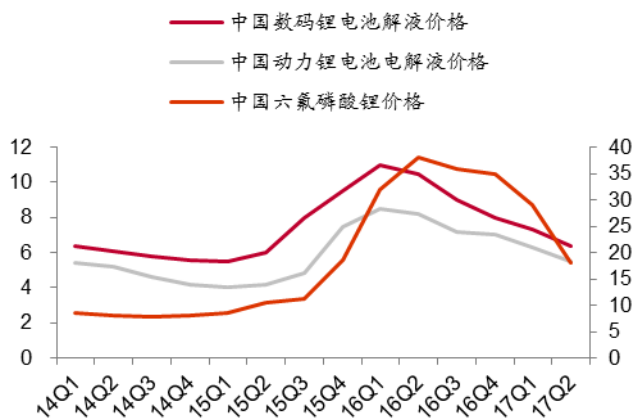
图表 9：天赐主营业务



来源：公司公告、中泰证券研究所

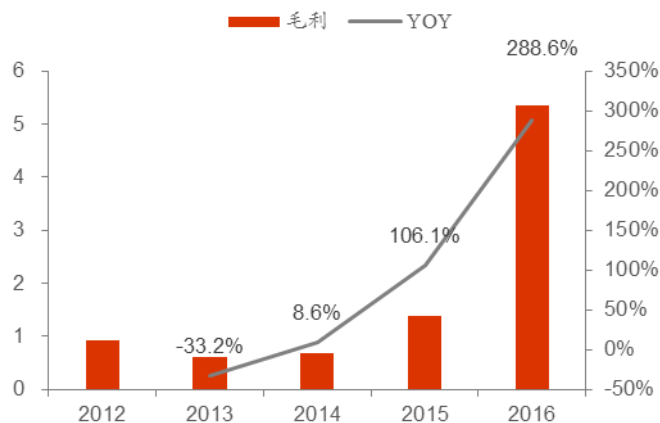
- **布局上游关键原材料。**  
**前瞻性布局 6F，充分受益价格上涨周期。**公司在开发电解液产品时就认识到六氟磷酸锂是电解液的核心材料，附加值最高，其技术研发水平、生产供应能力、价格水平等在很大程度上影响着电解液业务的规模和利润水平。因此公司在开发电解液的同时也着手研发 6F，于 2011 年实现自产，并陆续扩大产能。2015-2016 年在下游需求快速增长、6F 产能有限下，6F 价格迅速走高，从 8 万元/吨达到近 40 万元/吨的历史高位。公司在具备自产 6F 优势下充分受益此次价格上涨周期，2016 年毛利同比大幅增长近 300%，毛利率也达到 44%。

图表 10: 6F 价格走势 (万元/吨)



来源: 高工锂电、中泰证券研究所

图表 11: 公司电解液业务历年毛利情况 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

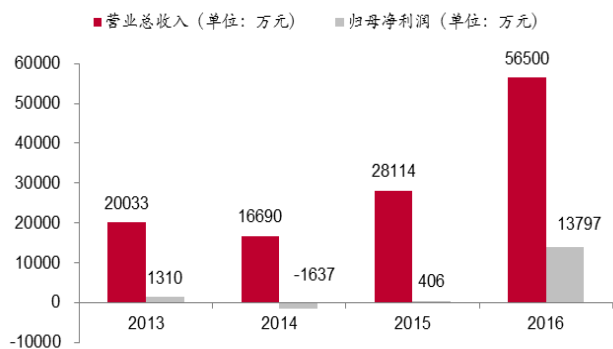
- 参股容汇锂业并展开合作, 战略布局上游碳酸锂。**2015 年 12 月公司以 6000 万自有资金认购容汇锂业新增股份 1167 万股, 增资完后公司持股 22%。2016 年 5 月, 全资子公司九江天赐与容汇锂业投资设立九江容汇, 注册资本为人民币 8,000 万元, 容汇锂业持股比例为 70%, 九江天赐持股比例为 30%; 2016 年 12 月对合资公司增资 2400 万元, 持股比例不变。

容汇锂业专注于基础锂产品和锂电池新材料系列产品研发、生产及销售, 主要向锂电行业提供电池级碳酸锂为主的各等级碳酸锂产品, 主要客户包括国轩高科、湖南杉杉等。2016 年容汇锂业实现营业收入 5.65 亿元, 净利润 1.38 亿元, 同比大幅增长 45%。盈利能力也从 2015 年开始大幅提升, 2016 年毛利率、净利率分别达到 37.52%、24.4%。

在新能源汽车快速发展下, 碳酸锂从 2015 年开始出现供需紧张态势, 价格在 2016 年达到 18 万元/吨高点后, 又在今年上升至 16 万元/吨的较高位置, 在这期间市场碳酸锂产品不仅价格高位, 还存在采购困难的问题。

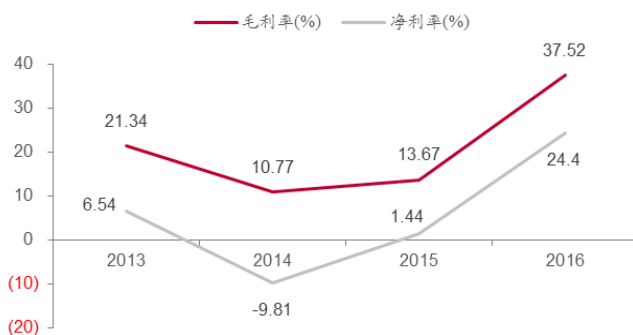
公司战略性地对容汇锂业投资合作有利于公司切入上游产业链, 保障上游原材料碳酸锂供应稳定, 以增强公司电解液产品的核心竞争优势, 也有利于后续正极材料布局, 符合公司对电池材料发展的战略布局。容汇锂业的高业绩也将为公司供需一定投资收益, 此外容汇锂业公告正在做上市辅导, 如果能顺利上市, 公司也将充分受益。

图表 12: 容汇锂业历年营收、净利



来源: 公司公告、中泰证券研究所

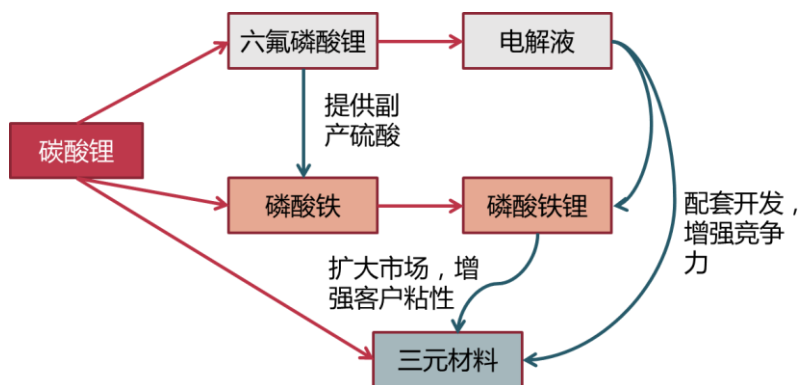
图表 13: 容汇锂业历年盈利情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 产业链协同思路, 参股艾德纳米, 布局锂电正极材料。**公司于 2016 年初以自有资金 5000 万元对艾德纳米增资, 增资后持有 30% 股权。同年 8 月再对其增资 8000 万元, 增资后持有 51% 股权, 至此艾德纳米成为公司控股子公司。2017 年艾德与台州政府签订《天赐材料台州锂电正极材料项目框架合作协议》, 艾德纳米将在台州出资成立控股子公司, 作为“迁建年产 25000 吨磷酸铁锂产线回台州的项目”的实施主体。艾德纳米主营磷酸铁锂正极材料及其前驱体磷酸铁, 公司通过与其合作实现电池材料产业链的横向协同, 提高公司在下游及客户中的影响力和竞争力。对其控股后在台州成立控股子公司, 将有利于推进公司与台州政府的合作, 加快锂电正极材料项目的实施进度, 进一步完善公司在锂电池正极材料领域的产能和品种布局, 充分发挥产业协同效应。

图表 14: 公司锂电材料布局



来源: 中泰证券研究所

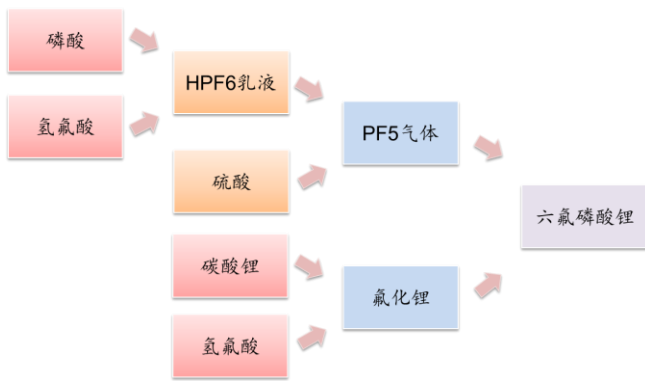
### 强成本控制力

- 关键原材料自产, 增强成本控制力。**  
战略性提前布局六氟磷酸锂, 电解液业务盈利能力保持高水平。2015 年到 2017 年, 六氟磷酸锂价格经历了“大涨大跌”。2015 年开始从万元/吨快速上涨到 2016 年 40 万元/吨, 随后又在 2017 年下跌至 15 万元/吨; 在此期间, 电解液价格也从 4 万元/吨上涨到 7 万元/吨, 然后又下跌至近期的 5 万元/吨左右。在价格大涨大跌期间, 公司充分受益核心原材料布局, 2016 年毛利率达到 44% 的高位, 2017 年中也保持在 44%,

盈利水平大幅超过同行业竞争对手，并大幅降低受原材料价格波动风险。碳酸锂布局将为电解液、正极材料布局再次提供强成本控制力。碳酸锂是电解液和正极材料的关键原材料，与容汇锂业合作不仅将在供需紧张之时保障公司稳定供给，合资公司成立后有望降低公司受其价格波动风险，进一步增强电解液竞争力，也为后续磷酸铁锂/三元正极材料布局提供充分保障。

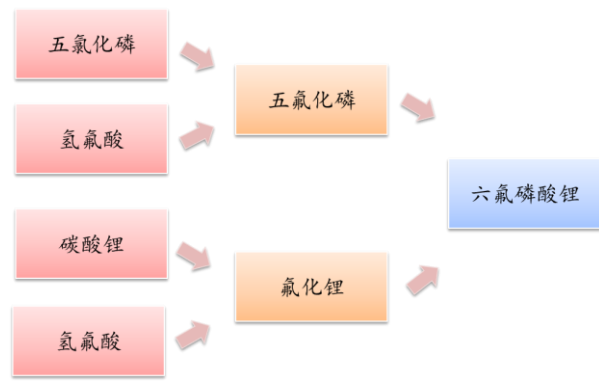
- **生产工艺创新，降低生产成本。**公司六氟磷酸锂生产工艺与市场主流不同，原材料采用价格更便宜的磷酸，副产物硫酸可以回收利用降低成本。此外公司还开发出液体六氟磷酸锂，减少了结晶、溶化步骤，成本比固体产品更低。

图表 15：天赐 6F 生产工艺



来源：公司公告、中泰证券研究所

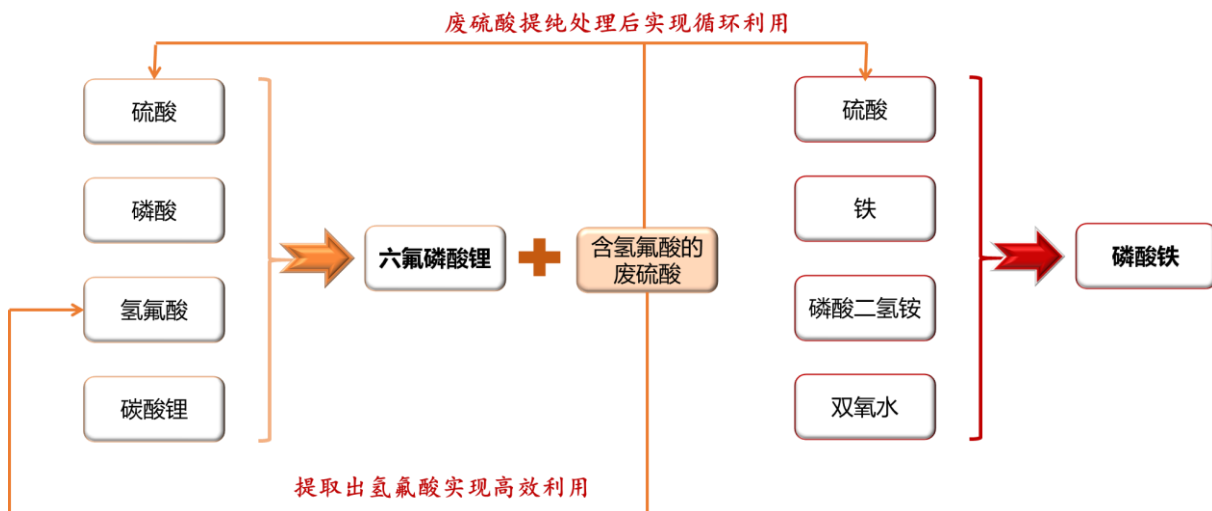
图表 16：市场常用 6F 生产工艺



来源：中泰证券研究所

- **打造原材料闭循环。**公司扎根精细化工行业多年，在开发新产品的时候不仅考虑市场空间与客户协同，还充分考虑产业链循环协同思路，打造“低成本”核心竞争力。以电池材料业务来说，公司独有的六氟磷酸锂生产工艺中，会产生一部分含氢氟酸的废硫酸，其中氢氟酸和硫酸可以分离提纯后再用于 6F 生产原料；同时，磷酸铁前驱体布局也可充分利用多余的废硫酸，减少废物处理成本的同时降低原材料采购成本，真正打造“低成本”核心竞争力。

图表 17：6F&磷酸铁原料循环示意图

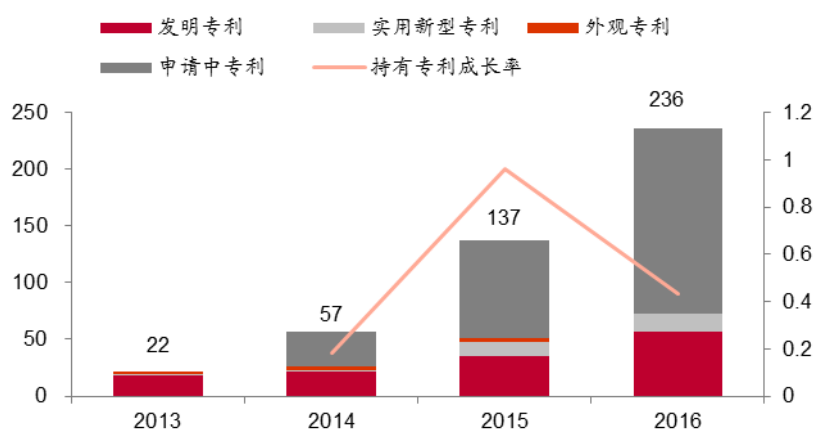


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 深厚的研发实力

- **精细化工产品的一大特点就是产品更新换代速度快，需要深厚的研发能力支持才能做到快速响应。**研发能力是精细化工企业核心竞争力的保证，公司在精细化工深耕细作多年，在市场敏感度和产品研发方面积累的丰富经验，研发实力是公司日化品和电解液业务做到领先的有力支持。
- **创始团队资深研发背景。**初期主营业务个人护理品材料的技术来源主要为公司技术团队自主研发，技术团队由徐金富、张若昕、张利萍组成。创始人徐金富系中国科学院化学专业硕士研究生，在精细化学品领域深耕多年，具有丰富的化学工程工艺的专业知识和生产经验。张若昕毕业于化学工业部北京化工研究院有机化工专业，曾在中石化金陵分公司担任高级工程师，2000年加入公司担任总工程师，负责公司个人护理品材料的具体研发、生产工作。张利萍毕业于浙江大学化工系，有机硅行业专家，曾担任星火化工厂研究所所长，有机硅中心主任，2000年加入本公司具体负责个人护理用硅油的研发工作。公司通过多年在精细化工行业的从业经验，已形成以董事长徐金富为首的专业研发团队，积累了丰富的生产工艺经验。
- **不断提高研发实力。**2008年，公司建立了行业领先的柔性中试平台，为不断推出高附加值产品提供了高效的产业化平台。2014年，完成了合成实验室、工程技术研发中心的改造和升级，涵盖了公司所有的战略性产品线。2015年，借助高校、研究机构的资源，合作展开新材料、新技术的创新项目。在不断对精细化工的多个产品线的研究成果与研究资源的整合下，公司持有专利数量大幅上升，现有产品也获得新应用领域的拓展。**对新产品研发的持续投入与行业核心技术的不断突破使天赐材料的技术优势处于行业领先。**

**图表 18：申请及持有专利情况**



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 优秀的工艺平台

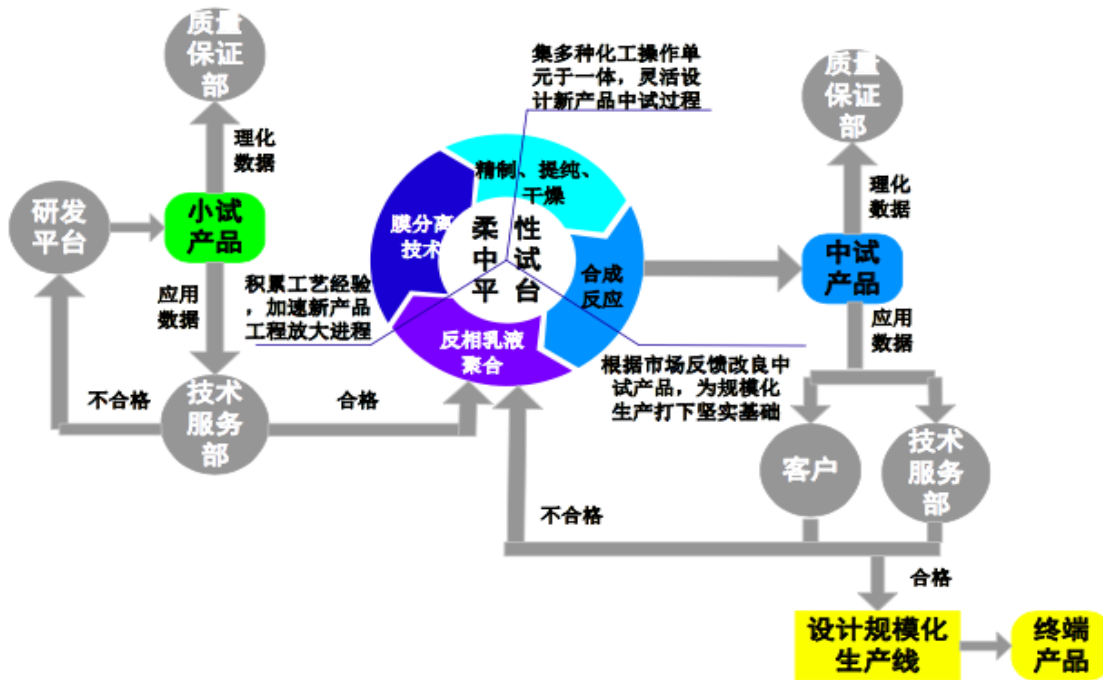
- **建立关键中试平台。**公司所处精细化工行业产品门类繁多，生产工艺流程复杂，对产品质量、稳定性要求严格。一般从实验室研发到工业化大批量生产，中间需要经过研发、小试、中试放大、规模化生产等诸多步骤，整个精细化工的生产过程是一个精益求精、经验积累的过程。其中，中试放大是介于化工基础研发与产业化之间的关键步骤，是连接实验室



制备与工业生产的桥梁。中试放大能力很大程度上决定了精细化工企业的竞争力。

自设立以来，公司一直专注于精细化工产品领域。多年来，通过不断实施自身工艺技术、流程改良及设备改造，公司在合成、纯、过程反应控制等化工操作单元积累了丰富的经验，形成一系列成熟的中试技术和工艺诀窍。公司于 2008 年建立了包含完整化工操作单元的中试平台，形成了行业领先的柔性中试平台，为不断推出高附加值产品提供高效的产业化平台。公司进入精细化工行业已有 16 年多，在合成技术研发和工程技术放大方面积累了丰富的经验，保障了公司从实验室创新到产业化的迅速转化能力。

图表 19: 公司柔性中试平台示意图

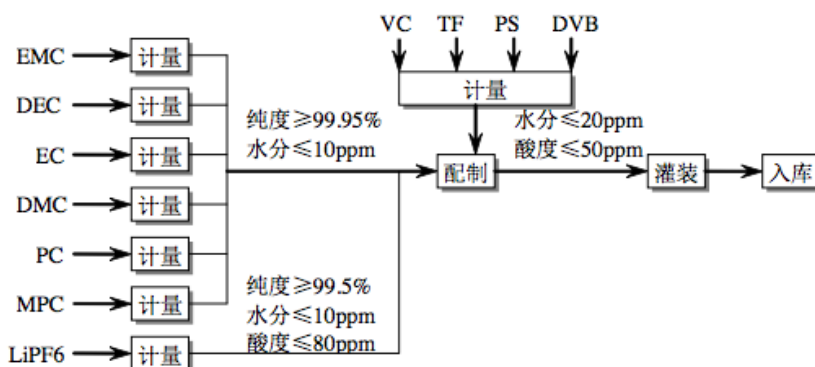


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **精细化工生产工艺。**精细化工产品生产工艺复杂多样，化学反应环节多，中间工艺过程需要严格控制，对产品稳定性要求较高。在生产过程中，一旦时间、温度及原料配比、催化剂选择等方面发生细微的改变，都可能会在某种程度上改变最终产品的化学特性。精细化学品的核心技术均需要多年的研究开发和工艺经验的积累才能有效运用。公司从日化品做到电解液，多年的生产工艺经验积累为公司打造了以产品配方及过程控制为核心的技术壁垒，这也是公司成为行业领先的一大优势。



图表 20：公司电解液生产工艺流程图



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 大客户策略

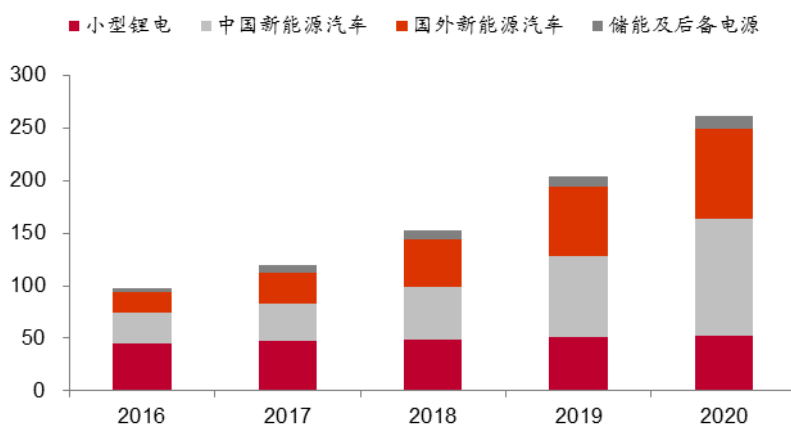
- **公司产品具有强客户粘性。**精细化学品大多是工业生产中的中间产品，这类产品与下游行业的产品联系和支持程度较为紧密。下游客户一般对精细化工产品的质量稳定性要求较高，一旦选定了供应商，很少轻易更换。例如公司的电解液产品是强配方型产品，一方面需要根据客户需求做定制化配置，另一方面配方存在保密性问题，所以客户选择电解液供应商后不会轻易更换。
- **收购东莞凯欣深度绑定 ATL&CATL。**2014 年公司以部分定增募集资金收购东莞凯欣 100% 股权，此次收购除了扩大公司产能外，还通过凯欣直接切入 ATL&CATL 核心供应体系。绑定客户后，公司还配套大客户当地建厂，例如宁德和天津基地，这不仅将加深和客户间的绑定关系，还将减少产品运输成本，提高更高性价比的产品。
- **公司在大客户策略上走的非常坚决，这是公司能成为两个领先的关键保障。**传统日化品业务，公司已成为联合利华、宝洁、RITA、拜尔斯道夫 (BDF)、高露洁、欧莱雅、亚什兰、安利、玫琳凯等国内外知名客户供应商。电解液业务，公司也已进入 ATL、CATL、BYD、LG、SONY、国轩高科、万向、沃特玛、中航锂电等国内外一流锂电厂商的供应链体系。公司在业务拓展方面一直践行着“大客户”思路，绑定后的长期合作关系是公司业绩高速增长的有力保障。

### 为什么我们认为公司将成为全球锂电材料航母企业？

公司已在电解液领域做到全球领先，十年时间打造的强竞争力和高壁垒，横向拓展平台建立后具备快速向其他锂电材料领域拓展的能力，全球锂电材料航母企业正在加速启航。

### 锂电市场的大发展空间

- **具备近 30% 的复合增长率。**根据我们测算，2016 年全球锂电市场规模在 100GWH 左右，小型市场占比将近一半，其次为动力市场、储能市场。小型市场目前处于稳步增长阶段，未来市场增量主要来自动力电池以及储能电池，2020 年市场规模有望达到 260GWh。

**图表 21：全球锂电市场空间测算 (GWh)**


来源：中泰证券研究所

- 动力市场复合增速在 40% 以上。**全球汽车电动化进程正在加速，国内市场在政策市场双驱动下 2020 年有望达到 200 万辆销售；国外一方面有特斯拉等知名企业推出爆款车型带动消费，另一方面多国已公布禁售燃油车计划，全球电动化趋势向上。我们预计 2020 年全球新能源汽车锂电市场规模有望达到近 200GWH，年复合增速在 40% 以上。

**图表 22：多国禁售燃油车计划梳理**

国家	公布时间及形式	具体内容
英国	政府 7 月 26 日宣布	2040 年起禁售汽油和柴油汽车，确保 2050 年道路上不再有汽油和柴油车行驶
法国	法国能源部长公开表示，有此计划	2040 年全面禁售燃油车，计划于 2050 年实现碳中和
德国	联邦参议院以多票通过	2030 年后禁售传统内燃机汽车
挪威	四个主要政党一致同意	2025 年起禁止燃油汽车销售
荷兰	劳工党公开提案获得通过	2025 年禁售燃油车
印度	公开对外表示	2030 年只卖电动汽车

来源：中泰证券研究所

### 共享优质大客户基础

- 已具备优质稳固的锂电客户基础。**公司电解液业务经过多年发展后，已建立起非常优质稳固的锂电客户基础，具有长期合作关系的客户包括 CATL、ATL、LG、SONY、国轩高科、比亚迪、万向、沃特玛、中航锂电等全球锂电企业，并在积极推动与松下、特斯拉等的合作。
- 未来横向拓展将共享优质客户，加速新业务推进。**在电解液业务已做到全球领先之时，公司已开始布局磷酸铁锂和三元正极材料领域。一方面公司可以通过优质电解液的配套，更好地开发正极材料产品；另一方面则将充分共享下游优质大客户，加速正极材料业务推进。与正极材料类似，我们认为在共享大客户的优势下，公司具备向其他材料拓展的先发优势。

### 技术工艺平台性

- 精细化工生产工艺和工程技术具有相通性。**精细化工在技术、生产流程、

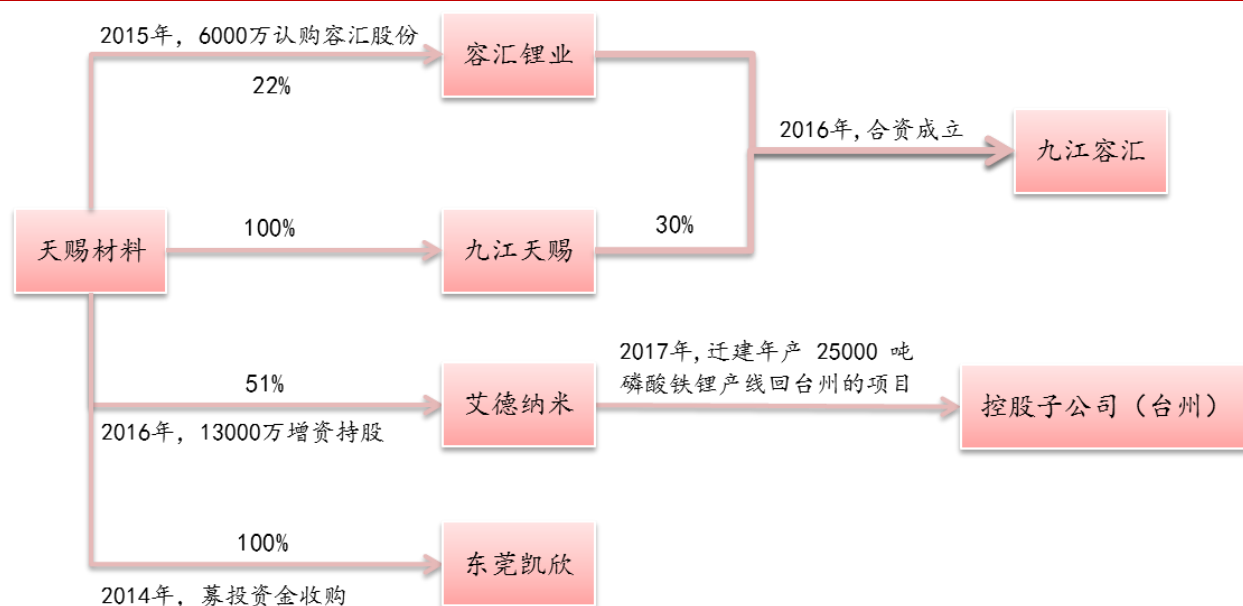
机器设备等方面体现出明显的相通性，生产的各类产品主要原材料均是各种基础化工原料或是一些初级的化工产品，生产工艺都是通过化学合成，主要生产设备都是诸如反应釜、溶解釜、精馏塔等通用设备。因此，在已积累丰富的工艺技术经验下，未来在开发新产品之时将充分利用现有的生产设备，并具备成功高效生产出产品的能力。

- **公司扎根精细化工多年，具备生产工艺的核心竞争力。**从实验室研发出产品，经小试、中试再经化学工程放大到规模化生产，中间涉及多领域、多学科的理论和专业技能，整个精细化工产品的生产过程是一个精益求精、经验积累的过程。公司依靠在精细化工领域多年积累的经验及技术，建立以研发引导技术，以技术推动产品的发展模式，其核心竞争力在于：1) 具备选择稳定、可行、高效的产品技术路径的能力，例如开发出低成本的六氟磷酸锂技术工艺；2) 积累多年已掌握一系列包括生产制备技术、反应控制技术、节能环保技术等工艺诀窍，在合成、提纯、干燥等环节掌握系列工艺方法。
- **技术工艺平台已搭建。**基于公司在精细化工生产工艺的核心竞争力，以及此工艺的相通性属性，公司具备通过不断进行研发、工程化放大等方式来持续开发新产品、新材料的能力，技术工艺平台已搭建，这将是公司后续继续进行锂电材料业务横向拓展的强力支持。

#### 外延布局能力强

- **在锂电业务的战略布局中，公司的外延布局能力得到充分体现。**产业链向上延伸中，抓准时机参股容汇锂业，并成立合资公司，这对现有电解液和后续正极材料业务都提供可持续的原材料保障。在横向拓展中，也是先控股行业领先企业艾德纳米，再通过其成立控股子公司进行业务推进。在大客户开发上，通过收购东莞凯欣拿下 CATL&ATL 大客户，奠定后续业务高增长基础。
- 从这三个外延整合事项中可以看出，**公司具备非常强的外延布局及资源整合能力，这也将是公司未来在锂电材料其他领域进行快速布局的强有力竞争力。**

图表 23：公司外延布局



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 管理水平强

- **矩阵式管理提高效率。**随着公司整体规模的迅速扩张，为了更好地提升产品线模式运行效率，2017 年公司重点围绕产品线构建矩阵式经营模式，由研究院主导推进以基础性平台技术为主的开发，贯通从研发到市场的层层功能和技术平台，并利用被认证为国家企业技术中心的机遇，持续提升创新研发硬件设施。
- **重视人才梯队建设。**公司在创立初期就开始设立具有竞争力的内部激励制度，并按时实施，2016 年完成了首期限制性股票股权激励计划预留限制性股票的授予，并持续完善薪酬福利体系。同时采用培训生制度，建立完善的职员职业发展系统，并与高校合作开展“天赐班”，重视人才梯队建设。这些都为公司保障一定的人才储备，为公司整体核心竞争力提升提供保障。

### 国际化战略思路

- **产品品质达到国际水平。**从 2006 年起，公司积极推进与国际接轨的质量保障和 EHS 体系的建立和提升。研发体系、科研水平都得到长足发展，通过新产品和新技术的不断推出多项产品不断接近国际水平，例如在使用同样电解质的情况下，公司电解液产品与国外产品性能已基本无差异。
- **品牌全球化建设。**公司是个人护理品行业内较早推进国际业务并积极接触跨国公司客户的企业之一，连续多年通过积极拓展国际市场和在全球大型日化材料和电池展会上充分展示自己的实力和形象，获得了较好的传播效果和知名度，日化国际业务得到快速成长，已与宝洁、联合利华、欧莱雅、拜尔斯道夫、高露洁等跨国公司建立了合作关系。在电解液业务上，通过优异的产品品质通过了国外锂电厂商的严格认证条件，目前已进入 LG、SONY 等公司的供应体系，持续跟进 Tesla、Panasonic 等潜在国际客户，开展了以国际标杆客户为针对性的全方位对标国际运营

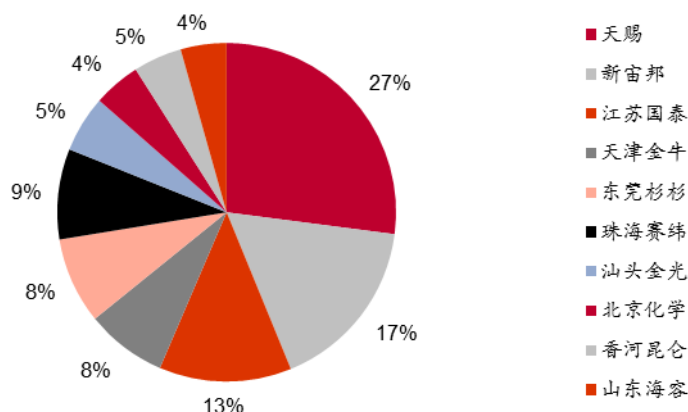
标准的提升活动。

## 投资建议

### 电解液&6F 价格已无太大下降空间

- **电解液行业具有高进入壁垒。**锂离子电池电解液产品系化学、化工、材料、物理等诸多学科结合的综合领域，产品品种繁多、专用性强，是典型的技术密集型行业。业务的开展对研发人员素质、行业经验、团队合作能力以及技术储备等具备较高要求。此外，电解液属于强配方型产品，一方面需要根据客户需求做定制化配置，另一方面配方存在保密性问题，所以客户选择电解液供应商后不会轻易更换，具备高客户粘性。在高技术要求及客户粘性下，电解液行业对于新进入者具有较高进入壁垒。
- **行业格局基本稳定。**经过前期小型锂电的快速发展以及近年来新能源车市场爆发式发展下，电解液市场格局已基本稳定。从 2017 年上半年电解液产量数据分析，目前天赐（本部+凯欣）已稳居市场第一份额，其次为新宙邦、江苏国泰等。

图表 24：2017 上半年电解液竞争格局

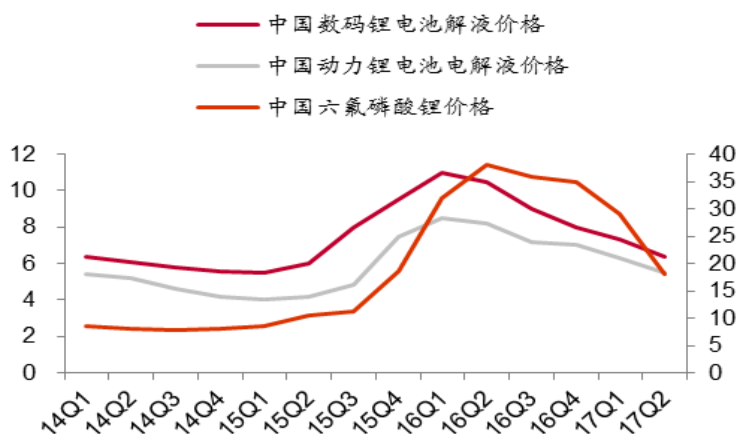


来源：高工锂电、中泰证券研究所

- **价格无太大下降空间。**今年六氟磷酸锂价格从 40 万元/吨高位下跌至近期的 15 万元/吨，在 6F 降价的同时电解液价格也从 7 万元/吨下降至 5 万元/吨左右。我们认为后续 6F&电解液已不具备太大下降空间，这主要基于：
  - 1) 从历史价格看，电解液最低为 4 万元/吨，6F 为 8 万元/吨（2014 年）；
  - 2) 2014 年主要原材料碳酸锂价格仅为 4 万元/吨，氢氟酸价格为 6500 元/吨；而现在碳酸锂价格已大幅上涨至 16 万元/吨，氢氟酸价格也在今年大幅上涨到 9000 元/吨，在此价格下，我们测算六氟磷酸锂成本已到 12 万元/吨左右，盈利空间已大幅被压缩。
  - 3) 从电解液角度看，在六氟磷酸锂成本/价格提升以及逐步添加高价添加剂下，其价格也无较大下降空间。

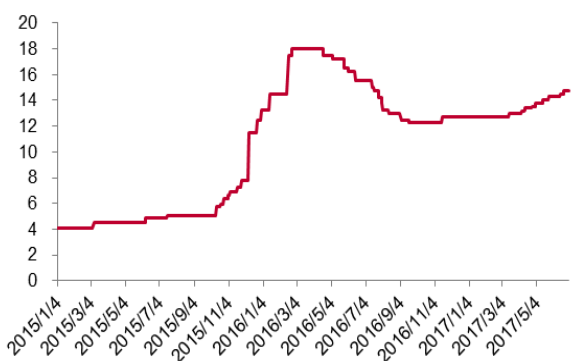


**图表 25：电解液&6F 历史价格走势（万元/吨）**



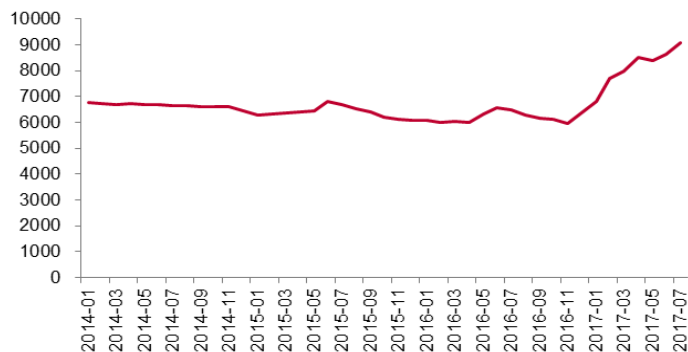
来源：高工锂电、中泰证券研究所

**图表 26：碳酸锂价格走势（万元/吨）**



来源：中华商务网、中泰证券研究所

**图表 27：55%氢氟酸价格走势（元/吨）**



来源：WIND，中泰证券研究所

### 电解液业务有望价稳量升，毛利率也将继续维持高位

- 在电解液业务已无较大下跌空间下，未来业务增长主要在“量”的提升。公司已深入绑定国内外锂电大客户，高端锂盐的开发也满足大客户对于高性能要求，我们预计未来公司电解液业务增长有望超过行业平均增速，量的提升以及新产品的不断开发下，毛利率有望继续保持高位，并稳中有升。

### 磷酸铁&磷酸铁锂正极材料将从明年开始贡献业绩

- 台州锂电正极材料项目准备新建年产 25000 吨锂电三元正极材料的项目和迁建年产 25000 吨磷酸铁锂产线。同时公司目前在建年产 30000 吨前驱体磷酸铁项目，预计年底完成建设，明年释放产能。公司下游客户中，CATL、BYD、国轩等都对磷酸铁锂正极材料有较大需求，未来有望与其实现销售。我们预计公司正极材料业务将从明年开始贡献较大业绩。

### 传统日化业务毛利率触底反弹



- 公司日化业务毛利率一直维持在 30%左右的较高位置，今年上半年原材料脂肪酸价格大幅上涨，而公司订单签订之时并未考虑价格有如此大幅波动，因此上半年日化毛利率下跌至 24%的历史低位。考虑到订单半年的签订周期，以及对原材料波动的应对能力增强，我们预计下半年公司日化毛利率将回归到正常水平。

### 盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年分别实现净利润 4.38、6.86 和 9.36 亿元，同比分别增长 11%、56%、36%，当前股价对应三年 PE 分别为 33、21、16 倍。考虑到公司属于日化和电解液行业全球龙头，电解液产品市场份额有望进一步扩大，同时正极材料有望从明年开始大幅贡献业绩，我们给予公司目标价 60 元，“买入”评级。

图表 28：可比公司估值列表

公司				EPS			PE		
代码	简称	市值 (亿元)	股价	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300037.SZ	新宙邦	97.14	25.67	0.81	0.99	1.31	32	26	20
002407.SZ	多氟多	153.16	24.40	0.90	1.02	1.13	27	24	22
002091.SZ	江苏国泰	163.28	10.39	0.50	0.61	0.73	21	17	14
600884.SH	杉杉股份	244.88	21.81	0.65	0.82	1.00	33	27	22

来源：WIND，中泰证券研究所

### 风险提示

- 新能源车发展不及预期
- 国内外政策不达预期
- 大客户流失风险
- 项目推进不达预期
- 原材料价格波动风险

图表 29: 公司盈利预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	946	1837	2563	3882	5561	成长性					
减: 营业成本	652	1107	1655	2463	3611	营业收入增长率	34%	94%	40%	51%	43%
营业税费	5	16	23	31	33	营业利润增长率	46%	382%	11%	58%	37%
销售费用	60	83	128	194	250	净利润增长率	62%	298%	11%	56%	36%
管理费用	122	190	282	427	612	EBITDA增长率	45%	243%	10%	52%	35%
财务费用	3	3	(11)	(12)	(9)	EBIT增长率	52%	367%	8%	58%	38%
资产减值损失	8	38	40	30	30	NOPLAT增长率	49%	360%	8%	58%	38%
加: 公允价值变动收益	0	26	20	0	0	投资资本增长率	42%	50%	23%	-24%	33%
投资和汇兑收益	1	30	40	48	58	净资产增长率	41%	37%	29%	33%	34%
营业利润	95	457	506	797	1091	利润率					
加: 营业外净收支	20	8	10	10	10	毛利率	31%	40%	35%	37%	35%
利润总额	115	464	516	807	1101	营业利润率	10%	25%	20%	21%	20%
减: 所得税	16	69	77	121	165	净利润率	11%	22%	17%	18%	17%
净利润	100	396	438	686	936	EBITDA/营业收入	16%	29%	23%	23%	22%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	10%	25%	19%	20%	19%
货币资金	222	198	385	1381	1865	运营效率					
交易性金融资产	0	26	30	30	30	固定资产周转天数	167	99	79	56	39
应收帐款	274	450	689	821	1187	流动营业资本周转天数	71	49	71	43	32
应收票据	114	241	328	362	472	流动资产周转天数	248	190	206	220	232
预付帐款	25	23	45	62	91	应收帐款周转天数	88	71	80	70	65
存货	125	187	273	275	528	存货周转天数	43	31	32	25	26
其他流动资产	22	30	30	30	30	总资产周转天数	505	388	372	329	306
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	317	240	230	147	103
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	60	241	241	241	241	ROE	8.3%	24.2%	20.9%	24.6%	25.1%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	6.1%	16.9%	14.8%	16.7%	17.6%
固定资产	480	529	594	609	593	ROIC	12.3%	40.0%	28.6%	37.0%	67.1%
在建工程	49	138	94	62	46	费用率					
无形资产	71	85	79	74	68	销售费用率	6.4%	4.5%	5.0%	5.0%	4.5%
其他非流动资产						管理费用率	12.9%	10.3%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	1626	2335	2967	4118	5322	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
短期债务	20	90	102	20	20	三费/营业收入	19.6%	15.0%	15.6%	15.7%	15.3%
应付帐款	271	394	452	918	1090	偿债能力					
应付票据	77	119	161	280	353	资产负债率	26.7%	30.0%	29.2%	32.4%	30.1%
其他流动负债						负债权益比	36.5%	42.9%	41.3%	47.8%	43.0%
长期借款	0	0	46	0	0	流动比率	1.84	1.67	2.19	2.24	2.64
其他非流动负债						速动比率	1.55	1.40	1.86	2.03	2.31
负债总额	435	701	867	1333	1601	利息保障倍数	28.53	177.47	-45.41	-63.26	-117.58
少数股东权益	9	7	7	7	7	分红指标					
股本	130	325	325	325	325	DPS(元)	0.07	0.19	-	-	-
留存收益	1092	1330	1768	2454	3390	分红比率	23.5%	16.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1192	1634	2100	2786	3722	股息收益率	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	99	395	438	686	936	EPS(元)	0.29	1.17	1.35	2.11	2.88
加: 折旧和摊销	58	75	90	105	118	BVPS(元)	3.48	4.79	6.44	8.55	11.43
资产减值准备	8	37	0	0	0	PE(X)	154	39	33	21	16
公允价值变动损失	0	(26)	20	0	0	PB(X)	13	9	7	5	4
财务费用	5	2	(11)	(12)	(9)	P/FCF	(91)	(723)	92	15	30
投资收益	(1)	(30)	(40)	(48)	(58)	P/S	16.2	8.3	5.7	3.8	2.6
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	68.2	25.5	24.6	14.9	10.6
营运资金的变动	(35)	(228)	(318)	412	(490)	CAGR(%)	90.3%	33.3%	90.0%	90.3%	33.3%
经营活动产生现金	90	234	179	1142	497	PEG	1.7	1.2	0.4	0.2	0.5
投资活动产生现金	(296)	(252)	(84)	(32)	(22)	ROIC/WACC	1.1	3.6	2.6	3.3	6.0
融资活动产生现金	274	(3)	91	(114)	10	REP	9.8	2.6	3.1	2.9	1.2

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。