

2018年04月25日

天赐材料 (002709.SZ)

公司快报

证券研究报告

日用化学品

积极布局锂电池产业链，未来业绩增长可期

■事件：天赐材料发布2017年年报，报告期内，公司实现营业收入20.57亿元，同比上升11.98%；实现归母净利润3.05亿元，同比下降23.11%；实现扣非归母净利润2.96亿元，同比下降19.39%。公司同时公告，拟每10股派发现金红利1.8元（含税）。

■主营产品毛利下降是净利润下滑主因。报告期内，公司实现营业收入20.57亿元，同比上升11.98%；实现归母净利润3.05亿元，同比下降23.11%。公司净利润下降主要原因是主营产品的毛利率下降：1) 受上游有机硅单体价格上涨、市场竞争加剧影响，有机硅橡胶材料产品毛利率本期下降超15pcts，为19.67%；2) 同样受原材料价格影响，公司日化材料及特种化学品毛利率下降7.29%，当前为25.07%；3) 受电解液售价影响，锂离子电池材料业务毛利率为38.83%，下降4.77%。

■电解液成本持续优化，业绩有望触底回升。从公司的产品结构上看，公司有机硅橡胶材料营收占比仅为3.2%，因此其毛利率的大幅下降对公司整体的影响不大。公司锂离子电池材料2017年实现营收13.43亿元，同比增长9.62%，营收占比65.28%，其中又以电解液为核心。当前电解液行业整体出现产能过剩，毛利率触底，企业洗牌在加速，公司在成本和客户环节具备强大优势，有望以量补价实现业绩的触底回升：1) 报告期内实现年产6000吨液体六氟磷酸锂项目投产，另年产2000吨固体六氟磷酸锂项目预计于2018年底前建设完成，直接原材料成本优势扩大；2) 根据公告，公司于2018年4月增资江西云锂，持股比例增至23.18%；此外公司公告称拟投资建设年产500万吨锂辉石选矿项目，对上游锂矿及碳酸锂资源控制能力进一步加强；3) 公司已于2018年开展20万吨电解液扩产计划，选址江苏有效辐射华东地区，满足周边重点客户要求，对于规模效应的实现和重要客户的开拓具有重要意义。

■投建三元基础材料产线，拥抱高镍正极趋势。公司在年报当日公告称，将开展年产15万吨三元锂电基础材料项目，其中一期计划建设5万吨电池级硫酸镍产线。公司当前已经拥有江西艾德1万吨磷酸铁锂年产能，预计台州项目投产后2018年底将增至3.5万吨/年。通过进一步投产硫酸镍，公司将实现如下协同效应：1) 完善正极材料布局，进军市场前景更为广阔的三元正极领域，满足不同下游车型需求；2) 充

投资评级 **买入-A**
维持评级

12个月目标价：**51.50元**
股价(2018-04-24) **43.95元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 14,928.39 |
| 流通市值(百万元) | 7,893.30 |
| 总股本(百万股) | 339.67 |
| 流通股本(百万股) | 179.60 |
| 12个月价格区间 | 35.45/54.97元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -1.15 | 4.98 | -4.24 |
| 绝对收益 | -1.79 | -3.09 | 4.45 |

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517110003
chenle1@essence.com.cn

傅鸿浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517080003
fuhh@essence.com.cn

吴用 报告联系人
wuyong1@essence.com.cn

相关报告

天赐材料：拟扩产计划彰显电解液龙头魄力，纵深布局产业链成本优势明显/邓永康

2018-01-03

分利用公司园区内硫酸项目产出的硫酸和蒸汽，形成产业循环，降低生产成本；3) 向多元化锂电材料平台方向发展，增强综合竞争力。

■ **日化材料及特种化学品方面，不断推进新品进入实现新增长。**公司日化材料及特种化学品产品 2017 年实现营业收入 6.36 亿元，同比增 21.32%，毛利率 25.07%，同比降 7.29%。毛利率下降主要来自上游原料价格上涨的压力，对原料成本敏感的产品线造成影响，毛利水平受到挤压，对产品的国际市场拓展也形成了挑战。报告期内公司日化材料多种新品进入市场，包括新型硅弹体、新型卡波姆品类和新型固发剂等，均获得了客户的认可。同时，应用技术的多种解决方案的成功开发，有力地推进了新业务平台的销售拓展。2018 年，公司将继续加大市场拓展力度、创新营销模式，提升新应用平台业务，在现有新业务平台基础上，构建开发新市场的商业模式和组织，推动新领域应用业务成为特种化学品的主要发展动力之一。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，12 个月目标价 51.50 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 65.30%、105.10%、27.80%，归母净利润增速分别为 17.10%、96.6%、30.40%。EPS 分别为 1.05、2.06、2.69。给予 2019 年 25 倍 PE，12 个月目标价为 51.50 元。

■ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、项目投产不及预期、市场竞争加剧

| (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 1,837.2 | 2,057.3 | 3,401.4 | 6,976.4 | 8,913.6 |
| 净利润 | 396.3 | 304.7 | 356.7 | 701.2 | 914.2 |
| 每股收益(元) | 1.17 | 0.90 | 1.05 | 2.06 | 2.69 |
| 每股净资产(元) | 4.79 | 7.47 | 8.56 | 10.62 | 13.31 |

| 盈利和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 37.7 | 49.0 | 41.8 | 21.3 | 16.3 |
| 市净率(倍) | 9.2 | 5.9 | 5.1 | 4.1 | 3.3 |
| 净利润率 | 21.6% | 14.8% | 10.5% | 10.1% | 10.3% |
| 净资产收益率 | 24.4% | 12.0% | 12.3% | 19.4% | 20.2% |
| 股息收益率 | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 40.0% | 21.4% | 15.4% | 27.5% | 21.8% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 1,837.2 | 2,057.3 | 3,401.4 | 6,976.4 | 8,913.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,106.6 | 1,359.6 | 2,468.6 | 4,902.7 | 6,234.9 | 营业收入增长率 | 94.3% | 12.0% | 65.3% | 105.1% | 27.8% |
| 营业税费 | 16.4 | 17.3 | 28.5 | 58.5 | 74.8 | 营业利润增长率 | 381.6% | -21.8% | 18.4% | 114.2% | 30.4% |
| 销售费用 | 83.2 | 106.7 | 176.4 | 361.8 | 462.2 | 净利润增长率 | 298.1% | -23.1% | 17.1% | 96.6% | 30.4% |
| 管理费用 | 190.0 | 220.4 | 364.4 | 747.5 | 955.0 | EBITDA 增长率 | 242.9% | -14.0% | 30.1% | 99.9% | 26.7% |
| 财务费用 | 2.6 | 15.6 | 24.9 | 84.1 | 92.3 | EBIT 增长率 | 367.3% | -21.3% | 23.9% | 121.0% | 28.6% |
| 资产减值损失 | 37.6 | 27.7 | 24.5 | 29.9 | 27.4 | NOPLAT 增长率 | 360.2% | -19.4% | 20.1% | 121.0% | 28.6% |
| 加:公允价值变动收益 | 26.2 | -26.2 | - | - | - | 投资资本增长率 | 50.4% | 66.9% | 23.8% | 62.1% | -12.4% |
| 投资和汇兑收益 | 29.7 | 61.9 | 108.8 | 113.9 | 113.9 | 净资产增长率 | 37.1% | 61.9% | 13.9% | 25.4% | 26.4% |
| 营业利润 | 456.8 | 357.3 | 423.0 | 905.8 | 1,180.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 7.7 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | 毛利率 | 39.8% | 33.9% | 27.4% | 29.7% | 30.1% |
| 利润总额 | 464.5 | 356.6 | 422.2 | 905.1 | 1,180.0 | 营业利润率 | 24.9% | 17.4% | 12.4% | 13.0% | 13.2% |
| 减:所得税 | 69.1 | 55.3 | 65.5 | 140.4 | 183.0 | 净利润率 | 21.6% | 14.8% | 10.5% | 10.1% | 10.3% |
| 净利润 | 396.3 | 304.7 | 356.7 | 701.2 | 914.2 | EBITDA/营业收入 | 29.0% | 22.2% | 17.5% | 17.0% | 16.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 25.0% | 17.6% | 13.2% | 14.2% | 14.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 固定资产周转天数 | 99 | 117 | 104 | 64 | 55 |
| 货币资金 | 198.1 | 323.0 | 534.0 | 1,095.2 | 1,399.3 | 流动营业资本周转天数 | 49 | 94 | 91 | 94 | 94 |
| 交易性金融资产 | 26.2 | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 190 | 260 | 262 | 252 | 259 |
| 应收账款 | 450.2 | 698.7 | 1,200.9 | 2,695.2 | 2,282.7 | 应收账款周转天数 | 71 | 101 | 101 | 101 | 101 |
| 应收票据 | 241.4 | 359.9 | 634.3 | 1,404.8 | 1,200.5 | 存货周转天数 | 31 | 45 | 50 | 48 | 48 |
| 预付账款 | 22.8 | 25.2 | 61.8 | 111.0 | 108.8 | 总资产周转天数 | 388 | 527 | 477 | 372 | 358 |
| 存货 | 187.0 | 332.0 | 610.3 | 1,261.1 | 1,118.8 | 投资资本周转天数 | 240 | 344 | 291 | 206 | 187 |
| 其他流动资产 | 29.9 | 81.1 | 81.1 | 81.1 | 81.1 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 24.4% | 12.0% | 12.3% | 19.4% | 20.2% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 16.9% | 8.2% | 6.7% | 8.4% | 11.5% |
| 长期股权投资 | 241.2 | 349.6 | 349.6 | 349.6 | 349.6 | ROIC | 40.0% | 21.4% | 15.4% | 27.5% | 21.8% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 529.3 | 811.9 | 1,145.5 | 1,343.8 | 1,371.8 | 销售费用率 | 4.5% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 5.2% |
| 在建工程 | 137.6 | 240.3 | 168.1 | 174.1 | 137.0 | 管理费用率 | 10.3% | 10.7% | 10.7% | 10.7% | 10.7% |
| 无形资产 | 85.1 | 201.7 | 284.6 | 314.7 | 341.9 | 财务费用率 | 0.1% | 0.8% | 0.7% | 1.2% | 1.0% |
| 其他非流动资产 | 186.5 | 268.5 | 259.1 | 255.0 | 252.4 | 三费/营业收入 | 15.0% | 16.7% | 16.6% | 17.1% | 16.9% |
| 资产总额 | 2,335.4 | 3,691.7 | 5,329.2 | 9,085.5 | 8,644.0 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 90.2 | 222.0 | 652.0 | 2,335.8 | 1,030.9 | 资产负债率 | 30.0% | 28.3% | 43.4% | 58.4% | 44.8% |
| 应付账款 | 394.3 | 479.2 | 1,106.7 | 2,042.9 | 1,962.6 | 负债权益比 | 42.9% | 39.6% | 76.8% | 140.4% | 81.0% |
| 应付票据 | 119.4 | 174.3 | 358.9 | 700.1 | 646.7 | 流动比率 | 1.67 | 1.82 | 1.38 | 1.26 | 1.62 |
| 其他流动负债 | 88.6 | 125.0 | 151.7 | 181.9 | 182.1 | 速动比率 | 1.40 | 1.49 | 1.11 | 1.02 | 1.33 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 177.47 | 23.09 | 18.01 | 11.78 | 13.79 |
| 其他非流动负债 | 8.7 | 46.0 | 46.0 | 46.0 | 46.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 701.2 | 1,046.6 | 2,315.3 | 5,306.9 | 3,868.4 | DPS(元) | 0.19 | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | 6.6 | 107.6 | 107.6 | 171.1 | 253.9 | 分红比率 | 16.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 325.0 | 339.7 | 339.7 | 339.7 | 339.7 | 股息收益率 | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 1,329.9 | 2,209.9 | 2,566.6 | 3,267.8 | 4,182.1 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,634.2 | 2,645.2 | 3,013.9 | 3,778.6 | 4,775.6 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | EPS(元) | 1.17 | 0.90 | 1.05 | 2.06 | 2.69 |
| 现金流量表 | | | | | | BVPS(元) | 4.79 | 7.47 | 8.56 | 10.62 | 13.31 |
| | | | | | | PE(X) | 37.7 | 49.0 | 41.8 | 21.3 | 16.3 |
| 净利润 | 395.4 | 301.3 | 356.7 | 701.2 | 914.2 | PB(X) | 9.2 | 5.9 | 5.1 | 4.1 | 3.3 |
| 加:折旧和摊销 | 75.4 | 97.8 | 147.2 | 199.5 | 233.6 | P/FCF | -703.8 | -27.5 | 74.2 | 30.0 | 67.7 |
| 资产减值准备 | 37.1 | 27.7 | - | - | - | P/S | 8.1 | 7.3 | 4.4 | 2.1 | 1.7 |
| 公允价值变动损失 | -26.2 | 26.2 | - | - | - | EV/EBITDA | 25.5 | 34.0 | 25.3 | 13.7 | 9.8 |
| 财务费用 | 2.0 | 6.7 | 24.9 | 84.1 | 92.3 | CAGR(%) | 24.6% | 49.0% | 53.1% | 24.6% | 49.0% |
| 投资损失 | -29.7 | -61.9 | -108.8 | -113.9 | -113.9 | PEG | 1.5 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 0.3 |
| 少数股东损益 | -0.9 | -3.5 | - | 63.5 | 82.8 | ROIC/WACC | 3.9 | 2.1 | 1.5 | 2.7 | 2.1 |
| 营运资金的变动 | -228.4 | -532.0 | -255.2 | -1,656.3 | 628.4 | REP | 2.4 | 3.0 | 3.3 | 1.2 | 1.6 |
| 经营活动产生现金流量 | 233.7 | -79.3 | 164.7 | -722.0 | 1,837.5 | | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -252.3 | -492.8 | -371.2 | -316.1 | -136.1 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -2.9 | 694.6 | 417.4 | 1,599.3 | -1,397.2 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康、陈乐、傅鸿浩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-------|---------------|--------------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn | |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn | |
| | 林立 | 021-68766209 | linli1@essence.com.cn | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| 李倩 | | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn | |
| 高思雨 | | 021-35082350 | gaosy@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn | |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | 0755-82558183 | chaomw@essence.com.cn | |
| | 黎欢 | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034