

天赐材料 (002709) 年报点评

2018年04月26日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号：
S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn

短期业绩承压，长期锂电闭环潜力大 买入（维持）

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2057	3290	5689	7818
收入同比(%)	12%	60%	73%	37%
归属母公司净利润	305	758	759	928
净利润同比(%)	-23%	149%	0%	22%
毛利率(%)	33.9%	28.1%	29.9%	27.6%
ROE(%)	12.0%	24.4%	20.8%	21.4%
每股收益(元)	0.90	2.23	2.23	2.73
P/E	47.84	19.23	19.21	15.70
P/B	5.75	4.70	3.99	3.36
EV/EBITDA	32	15	14	11

股价走势



投资要点

■ 17年归母净利润3.05亿，同比下滑23.11%：公司2017年实现营收20.57亿，同比增长11.98%；营业利润3.57亿，同比下滑21.5%；利润总额3.57亿，同比下滑23.2%；归母净利润3.05亿，同比下滑23.1%；扣非归母净利润为2.96亿，同比下滑19.4%，基本与公司业绩快报一致。

■ 四季度非经常性损益增加，影响单季利润：单季度看，四季度实现营业收入5.24亿，同比增长6.6%，环比下滑12.5%；实现归母净利润2689万，同比下滑66%，环比下滑73%。四季度毛利率为30.4%，环比下降3个百分点，净利率水平为4.8%，环比下降12个百分点。主要由于四季度公司关闭东莞工厂造成资产减值损失、计提中科立星商誉减值损失、计提坏账准备等造成四季度利润同环比大幅下滑。

■ 公司预告18年1季度经营性净利润1266-3185万，同比下滑50-80%：公司预告1Q18年归母净利润4.03-4.22亿，同比增长530-560%，其中转让容汇锂业贡献3.9亿，扣除该影响，公司净利润为1266-3185万，同比下滑50-80%，主要由于：1. 电解液降价，影响盈利水平，我们预计1季度毛利率降至32%左右；2. 公司锂电闭环其他环节业务处于培育期带来亏损1000万左右；3. 研发、财务、销售等费用增加。

市场数据

收盘价(元) 42.92
一年最低价/最高价 33.84/58.20

市净率(倍) 5.75
流通A股市值(百万元) 7708.31

基础数据

每股净资产(元) 7.47
资产负债率(%) 28.35%
总股本(百万股) 339.67
流通A股(百万股) 179.60

相关研究

1. 三季报业绩承压，三大业务发力，明年高增长值得期待 2017-10-27
2. 天赐材料中报符合预期，下半年电解液放量，拐点可期 2017-08-23
3. 业绩高增长，产能翻番及新业务拓展值得期待 2017-04-11

图表1：天赐材料分季度业绩情况

	4Q2017	3Q2017	2Q2017	1Q2017	4Q2016
营业收入(百万)	524	598	556	379	492
-同比	6.6%	9.8%	21.9%	9.9%	63.6%
毛利率	30.4%	33.5%	36.0%	36.4%	36.0%
归母净利润(百万)	27	101	113	64	80
-同比	-66.2%	-18.5%	-7.3%	-9.8%	61.4%
净利率	4.8%	16.9%	20.0%	16.9%	16.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 我们预计公司 17 年电解液出货量近 50% 增长，但六氟价格下滑影响利润，18 年价格基本见底，预计出货量有望保持 50% 以上增长：2017 年公司电解液实现 13.4 亿营收，同比增长 9.6%，实现毛利率 38.85%，同比下滑 4.8 个百分点。受六氟磷酸锂降价影响，公司电解液价格一季度为高点，逐月往下调。根据我们测算，17 年上半年，公司电解液毛利率维持 43.5%；而下半年电解液，毛利率下滑至 35.1%。

图表 2：天赐材料分业务经营情况

	2H2017			1H2017		
	收入	同比	毛利率	收入	同比	毛利率
日化材料及特种化学品	3.33	13.10%	25.67%	3.04	31.81%	24.41%
锂离子电池材料	7.46	6.57%	35.14%	5.97	13.67%	43.53%
有机硅橡胶材料	0.35	-11.03%	16.38%	0.31	-8.13%	23.35%
其他	0.08	-38.13%	38.06%	0.04	198.29%	10.54%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 从行业看，18 年一季度电解液价格环比四季度有 10% 左右下滑，三元电解液稳定在 4 万+/吨，磷酸铁锂电解液 3 万+/吨。我们预计公司一季度出货量 6000-7000 吨，环比略微下滑，同比大幅增长 50% 以上。从产业链招标数据看，二季度三元电解液价格企稳，铁锂见底，同时公司依然保持 CATL 主供地位，订单环比一季度继续提升。我们预计公司全年电解液出货量 4.5 万吨以上，增长 50%，锁定国内大客户（CATL+国轩高科等），同时拓展海外客户，如 LG。

■ 17 年日化产品受原料涨价影响，毛利率下滑，目前已有所回升且结构升级，我们预计公司 18 年利润将回升：2017 年日化实现营收 6.37 亿，同比增长 21.3%，由于原材料涨价，毛利率下滑 7.3 个点为 25.1%，但下半年已有回升，我们测算四季度毛利率在 28% 左右。我们判断 2018 年公司日化产品营收保持 30% 左右增速，且毛利率水平继续回升，预计 18 年日化净利润有望回升。

■ 2017 年总体费用率略微提升。17 年公司费用同比增长 24.3% 至 3.4 亿元，费用率上升 1.65 个百分点至 16.7%。其中，管理费用 2.2 亿，费用率为 10.7%（研发费用 1 亿，研发费用率为 5.16%）；销售费用 1.07 亿，费用率 5.19%；财务费用为 0.16 亿元，同比增加 505%，财务费用率 0.76%。

图表 3：公司 2017 年费用率

项目	规模（百万）	规模同比（%）	费用率	费用率同比
销售费用	106.69	28%	5.19%	0.66%
管理费用	220.43	16%	10.71%	0.37%
财务费用	15.65	505%	0.76%	0.62%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **账期延长+资本开支加大**：报告期末公司存货 3.3 亿，较年初增加 78%，部分原因为江西艾德、池州天赐并表。报告期末公司应收账款为 6.8 亿，较年初增加 54%，周转天数为 119 天。预收账款 0.14 亿，同比下滑 26%。现金流方面，公司经营活动净现金流为-0.79 亿元，同比减少 3.1 亿；由于公司加大产能建设，资本开支 3.3 亿，投资活动净现金流为-4.9 亿；因此，公司加大融资规模，期末筹资活动净现金流为 6.9 亿。报告期末公司短期借款余额为 2.2 亿，较年初增加 146%，规模增加明显，期末公司账面现金为 3.2 亿，较年初增加 63%。

■ **公司锂电材料闭环初步形成，上游原材料及正极材料进展顺利**：公司增持九江矿业，布局锂精矿选矿业务，已签订原矿购买协议，我们预计将在 18-19 年大幅增厚公司业绩；其次，虽转让容汇锂业 12.22% 股权，但仍间接持有九江容汇 41.98% 股权，且九江容汇 0.8 万碳酸锂及 0.8 万氢氧化锂产能将陆续释放；同时公司参股云锂，具备 1 万吨碳酸锂加工产能，我们判断碳酸锂上半年依然可维持 15 万/吨以上，仍可为公司贡献可观投资收益。

■ **公司拟实行第二期股权激励方案，2019-2020 年行权条件高，凸显对公司发展信心**：我们认为 2019 年公司业绩有望获得较高增长：一是电解液通过 18 年降价洗牌，利润见底，公司龙头地位确立，份额提升，我们预计 19 年公司电解液出货量有望达到 6.5 万吨，有望贡献 3 亿净利润；二是公司选矿产能释放，预计贡献 2-3 亿净利润；三是公司日化业务保持稳定增长，有望贡献 1 亿净利润；同时公司循环产业利润释放，氢氟酸、硫酸、正极材料等环节将带来业绩增量。

■ **投资建议**：预测公司 2018-2020 年净利润 7.6 亿/7.6 亿/9.3 亿，对应 PE 分别为 19x/19x/16x，给以 2018 年 25 倍 PE，对应目标价 56 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司电解液出货量不达预期，电解液及六氟磷酸锂价格下滑幅度超预期。

天赐材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,820	3,446	5,636	7,757	营业收入	2,057	3,290	5,689	7,818
现金	323	987	1,707	2,345	营业成本	1,360	2,366	3,986	5,658
应收账款	681	937	1,767	2,429	营业税金及附加	17	29	51	70
其他应收款	18	18	18	18	销售费用	107	141	228	289
预付账款	25	44	74	105	管理费用	220	303	495	625
存货	332	578	973	1,381	财务费用	16	31	72	108
其他	441	882	1,096	1,479	资产减值损失	28	37	23	38
非流动资产	1,872	1,961	2,134	2,218	公允价值变动收益	-26	10	10	10
长期投资	350	350	350	350	投资净收益	62	500	40	50
固定资产	812	980	1,143	1,236	营业利润	357	893	885	1,089
无形资产	202	194	185	177	营业外收入	1	10	10	5
其他	509	437	456	455	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	3,692	5,407	7,770	9,975	利润总额	357	901	893	1,092
流动负债	1,001	2,142	3,951	5,479	所得税	55	135	134	164
短期借款	239	939	1,958	2,675	净利润	301	766	759	928
应付账款	426	742	1,249	1,773	少数股东损益	-3	8	0	0
其他	336	462	744	1,030	归属母公司净利润	305	758	759	928
非流动负债	46	46	46	46	EBITDA	471	1,011	1,058	1,313
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.90	2.23	2.23	2.73
其他	46	46	46	46					
负债合计	1,047	2,188	3,997	5,525					
少数股东权益	108	115	115	115	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
股本	340	340	340	340	成长能力				
资本公积	1,192	1,192	1,192	1,192	营业收入	12.0%	59.9%	72.9%	37.4%
留存收益	1,018	1,572	2,126	2,803	营业利润	-21.8%	149.9%	-0.9%	23.1%
归属母公司股东权益	2,538	3,103	3,657	4,335	归属于母公司净利润	-23.1%	148.8%	0.1%	22.3%
负债和股东权益	3,692	5,407	7,770	9,975	获利能力				
					毛利率(%)	33.9%	28.1%	29.9%	27.6%
					净利率(%)	14.6%	23.3%	13.3%	11.9%
					ROE(%)	12.0%	24.4%	20.8%	21.4%
					ROIC(%)	11.4%	18.9%	14.2%	14.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	28.3%	40.5%	51.4%	55.4%
					净负债比率	22.8%	42.9%	49.0%	48.4%
					流动比率	1.82	1.61	1.43	1.42
					速动比率	1.49	1.34	1.18	1.16
					营运能力				
					总资产周转率(次)	0.56	0.61	0.61	0.73
					应收账款周转率(次)	3	3	3	3
					应付账款周转率(次)	3.19	3.19	3.19	3.19
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.90	2.23	2.23	2.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	-0.33	0.55	1.27
					每股净资产(最新摊薄)	7.47	9.14	10.77	12.76
					估值比率				
					P/E	47.84	19.23	19.21	15.70
					P/B	5.75	4.70	3.99	3.36
					EV/EBITDA	32	15	14	11

现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-79	-112	187	430
净利润	301	766	759	928
折旧摊销	98	86	102	116
财务费用	7	31	72	108
投资损失	-62	-500	-40	-50
营运资金变动	-477	-522	-719	-701
其他经营现金流	54	27	13	28
投资活动现金流	-493	300	-210	-150
资本支出	329	200	250	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-163	500	40	50
筹资活动现金流	695	476	743	359
短期借款	0	700	1,019	717
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	604	0	0	0
资本公积金增长	640	0	0	0
其他筹资现金流	91	-224	-277	-359
现金净增加额	122	664	720	639

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

