

2018年08月05日

电解液降价，短期业绩承压

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,057	2,772	4,699	6,338
同比（%）	12%	35%	70%	35%
归母净利润（百万元）	305	653	530	651
同比（%）	-23%	114%	-19%	23%
每股收益（元/股）	0.90	1.92	1.56	1.92
P/E（倍）	31.41	14.67	18.04	14.71

投资要点

■ **业绩快报：18年上半年公司实现规模净利4.45亿，同增152%：**公司2018年上半年实现总营收9.42亿，同比增长0.71%。上半年公司归母净利润达到4.45亿，同比上升151.67%，其中对江苏容汇股权出售及变更核算方式带来的投资收益对净利润影响有4.29亿，扣除该影响，经营性净利润为0.16亿，同比下滑91.1%，主要原因：1) 电解液低价策略，盈利下滑；2) 锂电材料闭环投入初期，各项费用增加；3) 资产减值损失增加。

■ **单季度看，二季度公司盈利同比和环比均出现大幅下滑：**二季度实现营收5.06亿元，同比下滑9.0%，环比提升16.0%。二季度实现归母净利润0.33亿，同比下降70.4%，环比下降91.9%。扣除容汇等投资收益影响，预计二季度实际经营性利润不足200万。

■ **电解液低价占领国内市场，叠加六氟降价，短期业绩承压：**上半年公司电解液出货量约1.5万吨，同比增36%，一季度6000吨，二季度9000吨，6月出货量3000吨，低于预期。下半年看，catl三、四季度招标预计2万吨，公司预计可拿1.3-1.4万吨，占60-70%份额，依然为主供。预计公司全年出货量4.5万吨左右。但是由于六氟产能过剩，价格跌至10万左右，且公司为占领市场按成本价报价，二季度三元电解液价格4万/吨，铁锂3万/吨，三季度价格还将小幅下滑，因此毛利率下滑明显，预计上半年毛利率25%左右，下半年20%左右。

■ **长期看，公司锂电材料闭环建设稳步推进，成本优势突出：**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，预计将在19-20年较大幅度增厚公司业绩；其次，虽转让容汇锂业12.22%股权，但仍持有九江容汇部分股权，且九江容汇0.8万吨碳酸锂及0.8万吨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。与此同时，公司已具备1万吨氢氟酸产能。公司3万吨磷酸铁产能已陆续释放；三元正极方面，公司拟投资建设15万吨三元材料，一期为5万吨电池级硫酸镍产线，计划投资1.89亿，建设周期1年。

■ **投资建议：**预测公司2018-2020年净利润6.3亿（扣非净利润2亿）/5.3亿/6.5亿，增长114%/-19%/23%，eps为1.92/1.56/1.92元，对应PE分别为15x/18x/15x。给予公司2019年24倍PE，对应目标价37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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.18
一年最低/最高价	27.86/57.93
市净率(倍)	3.38
流通A股市值(百万元)	5456.06

基础数据

每股净资产(元)	8.33
资产负债率(%)	29.95
总股本(百万股)	339.67
流通A股(百万股)	193.61

相关研究

- 1、《短期业绩承压，长期锂电闭环潜力大》2018-04-26
- 2、《天赐材料：业绩低点已现，锂电材料闭环初现》2018-03-06
- 3、《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

天赐材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,820	2,876	4,713	6,352	营业收入	2,057	2,772	4,699	6,338
现金	323	831	1,410	1,902	减:营业成本	1,360	2,042	3,436	4,734
应收账款	681	789	1,460	1,969	营业税金及附加	17	25	42	56
存货	332	499	839	1,156	营业费用	107	119	188	235
其他流动资产	441	701	923	1,220	管理费用	220	277	399	494
非流动资产	1,872	1,961	2,134	2,218	财务费用	16	23	54	87
长期股权投资	350	350	350	350	资产减值损失	28	28	14	30
固定资产	812	980	1,143	1,236	加:投资净收益	62	500	40	50
在建工程					营业利润	357	767	616	763
无形资产	202	194	185	177	加:营业外净收支	0	8	8	3
其他非流动资产	509	437	456	455	利润总额	357	775	624	766
资产总计	3,692	4,837	6,847	8,570	减:所得税费用	55	116	94	115
流动负债	1,001	1,651	3,274	4,522	少数股东损益	-3	7	0	0
短期借款	239	605	1,551	2,170	归属母公司净利润	305	653	530	651
应付账款	426	640	1,077	1,484	EBIT	373	791	670	849
其他流动负债	336	405	646	868	EBITDA	471	877	772	965
非流动负债	46	46	46	46					
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	46	46	46	46	每股收益(元)	0.90	1.92	1.56	1.92
负债合计	1,047	1,697	3,320	4,568	每股净资产(元)	7.47	8.91	10.05	11.45
少数股东权益	108	114	114	114	发行在外股份(百万股)	340	340	340	340
	2,538	3,026	3,413	3,888	ROIC (%)	11.4%	18.0%	11.3%	11.8%
归属母公司股东权益					ROE (%)	12.0%	21.6%	15.5%	16.7%
负债和股东权益	3,692	4,837	6,847	8,570	毛利率 (%)	33.9%	26.3%	26.9%	25.3%
					销售净利率 (%)	14.6%	23.8%	11.3%	10.3%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率 (%)	28.3%	35.1%	48.5%	53.3%
经营活动现金流	-79	29	40	285	收入增长率 (%)	12%	35%	70%	35%
投资活动现金流	-493	300	-210	-150	净利润增长率 (%)	-23%	114%	-19%	23%
筹资活动现金流	695	179	749	356	P/E	31.41	14.67	18.04	14.71
现金净增加额	122	508	578	492	P/B	3.77	3.16	2.80	2.46
折旧和摊销	98	86	102	116	EV/EBITDA	21	11	13	10
资本开支	329	200	250	200					
营运资本变动	-477	-257	-611	-538					

数据来源: 贝格数据, 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>

