

短期业绩承压 规模优势有望改善 未来盈利能力

2018年08月21日

强烈推荐/维持

天赐材料

财报点评

——天赐材料（002709）三季度财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
刘慧影	研究助理		
	liuhy_yjs@dxzq.net.cn	010-66444130	

事件：

公司实现营业收入 9.42 亿元，同比增长 0.71%。其中，日化材料及特种化学品实现业务收入 3.25 亿元，同比增长 7.17%；锂离子电池材料实现收入 5.70 亿元，同比下降 4.54%。

公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.46 亿元，同比增长 152.29%。其中，由于对参股子公司江苏容汇通用锂业股份有限公司（以下简称“容汇锂业”）会计核算方法变更以及处置容汇锂业股权导致投资收益增加约 4.29 亿；公司实现归属于上市公司扣除非经常性损益净利润为 0.097 亿元，同比下降 94.34%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	491.56	379.4	555.74	598.38	523.78	436.13	505.67
增长率（%）	63.62%	9.92%	21.94%	9.84%	6.55%	14.95%	-9.01%
毛利率（%）	35.99%	36.37%	35.97%	33.48%	30.44%	24.98%	20.95%
期间费用率（%）	18.35%	16.11%	14.19%	15.37%	21.16%	19.17%	20.74%
营业利润率（%）	18.42%	18.29%	22.24%	21.38%	6.95%	111.16%	8.45%
净利润（百万元）	79.46	64.02	111.06	101.16	25.02	409.91	33.16
增长率（%）	61.32%	-09.36%	-08.56%	-18.32%	-68.51%	540.30%	-70.14%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.20	0.35	0.30	0.08	1.21	0.10
资产负债率（%）	30.03%	29.93%	34.05%	29.61%	28.35%	29.95%	32.20%
净资产收益率（%）	4.86%	3.56%	6.02%	3.97%	0.95%	14.03%	1.11%
总资产收益率（%）	3.40%	2.50%	3.97%	2.80%	0.68%	9.83%	0.75%

观点：

- **日化材料及特种化学品小幅增长，毛利率略有下滑。**日化材料及特种化学品实现业务收入 3.25 亿元，同比增长 7.17%。其中，重点产品线如卡波姆树脂、阳离子调理剂、温和表面活性剂及聚丙烯酯类增稠剂等均获得了较好增长。但由于上游原材料价格持续上涨，公司该产品毛利率同比下滑 0.8%。
- **电解液价格下滑，公司短期业绩承压。**2018H，公司电解液出货 1.73 万吨，占国内电解液出货 29%，位列第一。但是由于电解液价格下降，公司该块业务营收同比下滑 4.54%。电解液价格大幅下滑主要因为：
 - 1) 上游六氟磷酸锂价格下跌和下游动力电池成本压力的传导；
 - 2) 公司为抢占电解液市场，主动让利。

➤ **通过进一步布局上游材料及扩大电解液产能，公司未来盈利能力有望好转。**

公司未来着重通过以下几个方面来提升长期业绩：

1、**布局上游原材料，降低采购成本。**前期公司通过布局上游六氟磷酸锂业务，保持了电解液的成本优势。未来，随着进一步布局氢氟酸、碳酸锂等上游原材料，采购费用有望进一步降低，可保持并加大电解液成本方面的优势；

2、**在添加剂领域进行技术创新，提升公司电解液产品的技术竞争力。**公司开发的 250-300Wh/kg 高能量密度体系电解液对高电压单晶三元、高镍 811、NCA、高镍对硅碳等电芯体系具有较好的适配性，得到下游标杆电芯企业认可。而且，公司开发出了可以兼顾高低温的新型添加剂，不需要进行低温存储，在物流、仓储上为客户可以节省大量费用；

3、**增大产能，以量取价。**公司现有电解液产能约 5 万吨/年，规划新增 20 万吨/年电解液产能，随着竞争能力差的企业的出清，公司未来有望以量取价，实现盈利稳步增长。

结论：

公司为电解液领域的龙头，随着公司电解液上游原材料和电解液新增产能的进一步释放，公司主营业务盈利能力有望得到好转。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 29.46 亿元、43.72 亿元和 55.05 亿元，归母净利润分别为 7.57 亿元、7.08 亿元和 9.39 亿元，EPS 分别为 2.23 元、2.09 元和 2.77 元，对应 PE 分别为 11.81 倍、12.61 倍和 9.51 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示

新能源汽车增速不及预期，电解液价格下跌超出预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1156	1820	3520	4935	6557	营业收入	1837	2057	2946	4372	5504
货币资金	198	323	1606	1960	2563	营业成本	1107	1360	2046	3140	3978
应收账款	443	681	838	1248	1653	营业税金及附加	16	17	25	38	48
其他应收款	7	18	26	38	48	营业费用	83	107	140	187	223
预付款项	23	25	51	64	89	管理费用	190	220	272	345	372
存货	187	332	412	643	863	财务费用	3	16	-1	-10	-7
其他流动资产	30	81	159	316	478	资产减值损失	37.64	27.65	24.49	29.93	27.36
非流动资产合计	1180	1872	1822	1765	1735	公允价值变动收益	26.22	-26.22	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	241	350	350	350	350	投资净收益	29.69	61.92	429.17	173.59	221.56
固定资产	529.34	811.89	964.15	954.97	937.73	营业利润	457	357	869	816	1085
无形资产	85	202	186	171	158	营业外收入	13.07	0.50	13.31	8.96	7.59
其他非流动资产	14	72	72	72	72	营业外支出	5.37	1.27	4.27	3.64	3.06
资产总计	2335	3692	5342	6700	8292	利润总额	464	357	878	822	1090
流动负债合计	693	1001	935	1397	1779	所得税	69	55	123	115	153
短期借款	90	222	0	0	0	净利润	395	301	755	707	937
应付账款	287	426	547	871	1132	少数股东损益	-1	-3	-2	-2	-2
预收款项	19	14	27	37	44	归属母公司净利润	396	305	757	709	939
一年内到期的非流	12	17	17	17	17	EBITDA	612	663	1015	966	1244
非流动负债合计	9	46	246	546	996	EPS (元)	1.23	0.92	2.23	2.09	2.77
长期借款	0	0	200	500	950	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	701	1047	1181	1943	2775	成长能力					
少数股东权益	7	108	106	104	102	营业收入增长	94.25%	11.98%	43.19%	48.41%	25.90%
实收资本(或股本)	325	340	340	340	340	营业利润增长	381.58	-21.77	143.21	-6.07%	32.93%
资本公积	552	1192	2070	2070	2070	归属于母公司净利润	298.10	-23.11	148.31	-6.35%	32.58%
未分配利润	718	948	1384	1831	2375	获利能力					
归属母公司股东权	1628	2538	4055	4653	5415	毛利率(%)	39.77%	33.91%	30.56%	28.19%	27.73%
负债和所有者权益	2335	3692	5342	6700	8292	净利率(%)	21.52%	14.64%	25.63%	16.16%	17.03%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						6.12%					
2016A						2017A					
2018E						2019E					
2020E						2020E					
经营活动现金流						ROE(%)					
234						24.35%					
-79						12.01%					
246						18.66%					
119						15.23%					
262						17.35%					
净利润						偿债能力					
395						资产负债率(%)					
301						30%					
755						28%					
707						22%					
937						29%					
折旧摊销						营运能力					
152.53						总资产周转率					
289.55						0.93					
0.00						0.68					
141.70						0.65					
149.35						0.73					
149.35						0.73					
财务费用						应收账款周转率					
3						5					
16						4					
-1						4					
-10						8.28					
-7						5.77					
-405						6.05					
应收账款减少						6.17					
0						5.50					
-158						每股指标(元)					
-410						每股收益(最新摊薄)					
-405						1.23					
预收账款增加						0.92					
0						2.23					
0						2.09					
13						2.09					
10						1.78					
8						1.78					
36						每股净资产(最新摊)					
61						5.01					
0						7.47					
0						11.94					
0						13.70					
0						15.94					
0						估值比率					
0						P/E					
0						21.38					
0						28.59					
0						11.81					
0						12.61					
0						9.51					
0						P/B					
0						5.25					
0						3.52					
0						2.20					
0						1.92					
0						1.65					
195						EV/EBITDA					
15						13.81					
0						13.36					
0						7.43					
0						7.75					
0						5.90					
-135											
640											
878											
0											
0											
-22											
122											
1283											
354											
603											

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘慧影

2年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任TMT研究员，2017年1月加入东兴证券从事电子研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。