



业绩短期承压，全产业链布局提升盈利能力

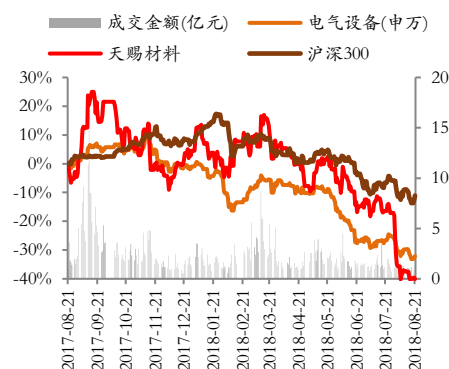
2018.08.21

谨慎推荐(首次)

现价: 26.20

电力设备与新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
天赐材料	-28.36	-41.29	-44.44
电气设备 (申万)	-7.51	-25.54	-21.57
沪深300	-4.76	-14.84	-16.14

基本资料

总市值(亿元)	88.99
总股本(亿股)	3.40
流通股比例	57%
资产负债率	32%
大股东	徐金富
大股东持股比例	40%

相关报告

潘永乐(分析师) 徐超(研究助理)
电话: 020-88832354 020-88836115
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070002 A1310518060001

事件:

2018年8月20日公司公布2018年半年度报告,公司实现营业总收入9.42亿元,同比增长0.71%;实现营业利润5.28亿元,同比增长173.35%,归母净利润4.46亿,同比上升152.29%,扣非归母净利润0.97亿元,同比下降94.34%。

点评:

● 电解液价格低迷拖累业绩,营收增速放缓

2018年上半年营收微增0.71%,扣除容汇锂业会计核算方式变更等事项所带来的非经常性收益后,扣非归母净利润同比大幅下降94.34%,主要原因电解液行业竞争依然激烈,价格持续维持低位,公司为占领市场,基本以成本价报价。二季度市场无明显改善,整体营收同比下降9.01%,环比一季度下降24.0pct。毛利率进一步下滑,二季度仅为21.0%,整体毛利率为22.8%,为4个会计年度的最低值。短期看来公司业绩承压。

● 锂电业务压力不减,日化业务成本高企

上半年锂电材料业务受新能源产业政策调整影响,下游需求不及预期,行业及市场竞争加剧,实现收入5.70亿元,同比下降4.54%,但电解液销量依然保持稳步增长。日化材料业务下游个人护理品市场扩张势头不减,公司推出多种品质优良的化妆品原料,聚焦高端客户,实现收入3.25亿元,同比增长7.17%。毛利率方面,受电解液低价和日化产品上游原材料价格保持高位的影响,锂电材料和日化材料业务分别为22.94%、23.61%,同比下降20.59和0.80pct。

● 研发费用稳步增长,三项费用控制合理

上半年公司研发投入为5565万元,同比增长27.14%,占营业收入比例5.91%,同比上升1.23pct。三项费用中除销售费用控制较好,管理和财务费用均有增长。管理费用增长主要原因是新增江西艾德、浙江美思、池州天赐、安徽天孚等公司,同时工资、折旧摊销增长,财务费用增长主要因为利息支出增加,利息净支出同比增长458.18%,占财务费用的比例从去年同期的25.13%增加至今年的53.79%,同时汇兑损失同比增长153.12%。三项费用分别同比增长2.27%、41.62%、160.81%,分别占收入的4.87%、13.28%和1.86%,三项费用合计占比20.01%。

● 产业链布局完整,协同效应助力保持龙头地位

在电解液价格位于低位情况下,公司盈利压力凸显,除了本身的电解液业务以外,6000t/a液体六氟磷酸锂等项目同样未达到预计收益。目前,公司通过不断加大产业链的投资,在电解液关键核心原材料六氟磷酸锂、碳酸锂、氢氟酸等均有布局,同时涉足磷酸铁锂正极材料,公司产业布局完整,在价格战中对比其他厂商更有成本优势。短期来看利润回暖迹象较弱,公司预告三季报扣非归母净利润为2001万元至5002万元,下降区间为-92.80%至-82.00%。长期来看,公司成本控制高效,抗风险能力强,盈利弹性巨大,价格战有利于公司抢占市场份额,待循环产线建成,毛利率回升,有望迎来盈利大幅度的释放。



盈利预测与估值:

根据公司现有业务,我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 1.53、1.03 和 1.30 元,对应 17.33、25.60 和 20.27 倍 PE,首次覆盖,给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示:

公司电解液与半导体化学品客户开发不及预期;国家政策变化风险;动力锂电市场竞争加剧。

主要财务指标(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2057.30	3088.00	5328.10	6260.72
同比(%)	11.98%	50.10%	72.54%	17.50%
归属母公司净利润	304.73	518.41	350.91	443.15
同比(%)	-23.11%	70.12%	-32.31%	26.29%
毛利率(%)	33.91%	22.15%	23.97%	24.99%
ROE(%)	14.24%	18.01%	11.07%	13.30%
每股收益(元)	0.90	1.53	1.03	1.30
P/E	29.48	17.33	25.60	20.27
P/B	3.54	2.99	2.88	2.69
EV/EBITDA	4.53	11.72	15.45	11.84

数据来源:公司公告、广证恒生



附录：财务报表预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
流动资产	1820	2395	3115	3744					
现金	323	610	0	0					
应收账款	681	833	1476	1753					
其它应收款	18	22	37	44					
预付账款	25	56	90	115					
存货	332	490	818	949					
其他	441	385	693	882					
非流动资产	1872	2139	3081	3351					
长期投资	350	217	269	279					
固定资产	812	1266	2054	2268					
无形资产	202	255	312	384					
其他	509	402	447	420					
资产总计	3692	4534	6196	7094					
流动负债	1001	1400	2942	3628					
短期借款	222	111	869	1211					
应付账款	426	652	1139	1355					
其他	352	637	934	1061					
非流动负债	46	22	26	31					
长期借款	0	0	0	0					
其他	46	22	26	31					
负债合计	1047	1421	2968	3659					
少数股东权益	108	106	104	102					
股本	340	340	340	340					
资本公积	1192	1192	1022	852					
留存收益	1018	1475	1763	2142					
归属母公司股东权益	2538	3007	3125	3334					
负债和股东权益	3692	4534	6196	7094					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	-79	392	-99	336					
净利润	301	518	351	443					
折旧摊销	98	125	209	289					
财务费用	16	4	26	63					
投资损失	-62	-499	-126	-174					
营运资金变动	-494	223	-549	-289					
其它	62	21	-9	3					
投资活动现金流	-493	64	-1012	-381					
资本支出	-331	-506	-1023	-463					
长期投资	107	133	-52	-9					
其他	-268	437	64	91					
筹资活动现金流	695	-170	501	46					
短期借款	132	-111	758	343					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	15	0	0	0					
资本公积金增加	640	0	-170	-170					
其他	-92	-58	-87	-127					
现金净增加额	122	287	-609	-0					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
营业收入	2057	3088	5328	6261					
营业成本	1360	2404	4051	4696					
营业税金及附加	17	24	44	51					
营业费用	107	165	268	325					
管理费用	220	350	575	685					
财务费用	16	4	26	63					
资产减值损失	28	44	85	91					
公允价值变动收益	-26	0	0	-9					
投资净收益	62	499	126	174					
营业利润	357	597	405	514					
营业外收入	1	13	9	8					
营业外支出	1	4	4	3					
利润总额	357	606	411	519					
所得税	55	89	62	78					
净利润	301	517	349	441					
少数股东损益	-3	-2	-2	-2					
归属母公司净利润	305	518	351	443					
EBITDA	463	734	645	871					
EPS (摊薄)	0.90	1.53	1.03	1.30					

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
成长能力									
营业收入增长率	12.0%	50.1%	72.5%	17.5%					
营业利润增长率	-21.8%	66.9%	-32.1%	26.9%					
归母净利润增长率	-23.1%	70.1%	-32.3%	26.3%					
获利能力									
毛利率	33.9%	22.1%	24.0%	25.0%					
净利率	14.5%	14.6%	16.7%	6.5%					
ROE	14.2%	18.0%	11.1%	13.3%					
ROIC	11.1%	16.6%	9.2%	10.8%					
偿债能力									
资产负债率	28.3%	31.3%	47.9%	51.6%					
净负债比率	22.82%	8.63%	29.73%	33.49%					
流动比率	1.82	1.71	1.06	1.03					
速动比率	1.49	1.36	0.78	0.77					
营运能力									
总资产周转率	0.68	0.75	0.99	0.94					
应收账款周转率	3.66	4.08	4.62	3.88					
应付账款周转率	3.81	4.46	4.52	3.76					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.53	1.03	1.30					
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	1.15	-0.29	0.99					
每股净资产(最新摊薄)	7.47	8.85	9.20	9.81					
估值比率									
P/E	29.48	17.33	25.60	20.27					
P/B	3.54	2.99	2.88	2.69					
EV/EBITDA	4.53	11.72	15.45	11.84					

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。