

天赐材料(002709)/电气设备

短期业绩承压，电解液边际改善

评级：买入(维持)

市场价格：19.63

分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

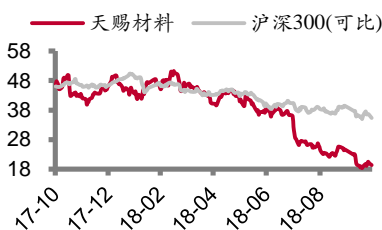
电话：

Email: zoull@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	340
流通股本(百万股)	196
市价(元)	19.32
市值(百万元)	6562
流通市值(百万元)	3778

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 短期业绩承压，持续推进锂电材料平台化布局
- 2 锂电材料再布局，业绩望逐季转好
- 3 业绩拐点之年，锂电材料平台效应初露锋芒

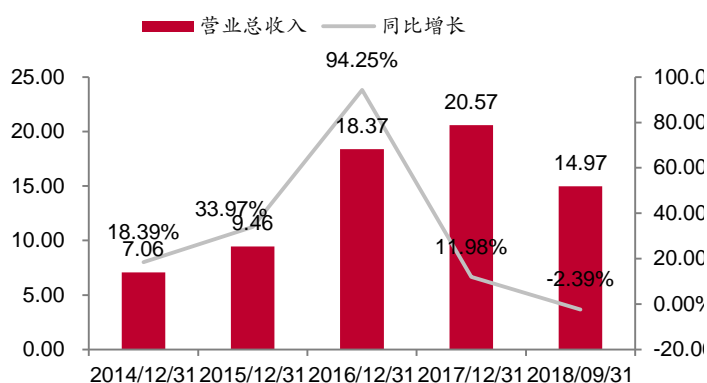
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,837.25	2,057.30	2,399.80	4,574.88	5,882.34
增长率 yoy%	94.25%	11.98%	16.65%	90.64%	28.58%
净利润	396.3	304.7	502.5	361.9	495.7
增长率 yoy%	298.10%	-23.11%	64.91%	-27.98%	36.96%
每股收益(元)	1.17	0.90	1.48	1.07	1.46
每股现金流量	0.72	(0.23)	(0.07)	0.01	2.72
净资产收益率	24.19%	11.39%	16.15%	10.81%	13.95%
P/E	16.8	21.9	13.3	18.4	13.5
PEG	-6.3	1.1	0.2	-6.9	0.6
P/B	4.1	2.6	2.2	2.0	1.8

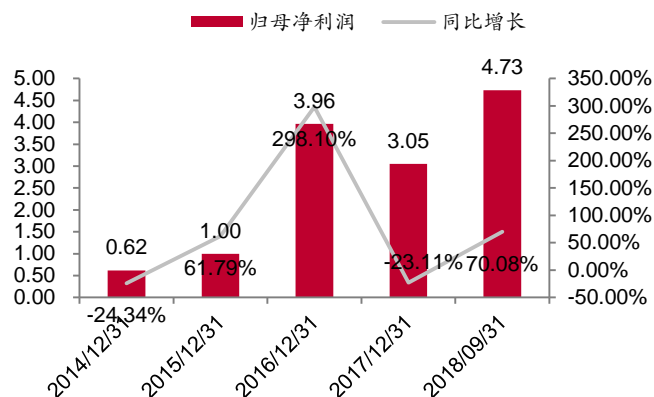
备注：

投资要点

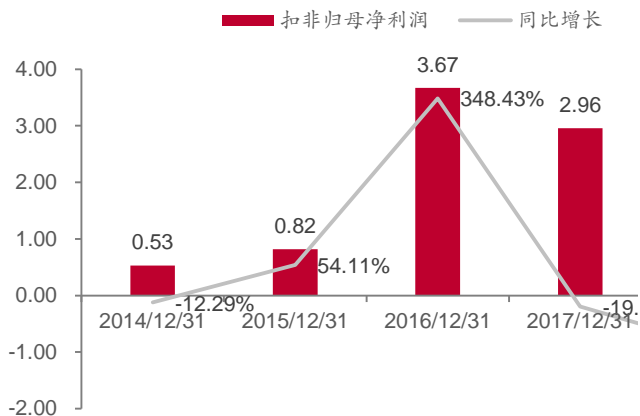
- **事件：公司发布 2018 三季报：**1) 前三季度公司实现营收 14.97 亿元，同比-2.39%；归母净利润 4.73 亿元，同比+70.08%，其中非经常损益金额合计 4.51 亿元，扣非归母净利润 0.21 亿元，同比-92.25%；主要系对参股子公司容汇锂业会计核算方法变更及股权处置导致投资收益增加；2) **单季度看**，Q3 实现营收 5.55 亿元，同比-7.23%，环比+9.78%；扣非归母净利润 0.11 亿元。3) **三项费用上**，销售/管理(含研发费用 0.84 亿)/财务费用分别为 0.78/1.94/0.30 亿元，分别同比增长 4.70%/32.87%/168.07%；费用率上，分别为 5.21%/12.98%/2.02%，同比变动+0.35/+3.44/+1.28 个 pct。其中由于纳入合并报表的子公司增加导致管理费用增加。
- **业绩短期承压，盈利环比改善。**公司扣非归母净利润业绩承压，主要系：1) 市场竞争加剧使电解液产品价格下降；2) 纳入合并报表子公司增加(江西艾德、浙江美思、池州天赐等)导致期间费用增加；3) 研发、折旧摊销增加；4) 财务费用同比上升。
- **电解液价格企稳。**目前电解液行业在发生积极变化，价格在 Q3 企稳，我们认为，电解液价格下行空间有限：一方面，电解液竞争格局稳定，在经历了激烈竞争后，考虑到上游碳酸锂及 6F 价格大幅下跌后，碳酸锂价格下降速度放缓，因原材料成本下降传导到电解液的影响降低；其次，溶剂价格上涨带来成本端压力，电解液价格有望企稳，下行空间不大。从公司电解液产品价格已在 Q3 企稳，Q3 综合毛利率 23.81%，环比 Q2 毛利率 20.95%提升明显。
- **业绩望触底回升。**公司发布 2018 全年经营业绩预告。从业绩预告看，公司预计 2018 年实现归母净利润 4.74—5.04 亿元，剔除转让容汇锂业股权的投资收益对净利润影响(4.29 亿元)，归母净利润为 4502-7507 万元，由此预计 Q4 单季度归母净利润为 165-3170 万，也表明了随着电动车旺季来临，需求提升下有望价稳量增，公司业绩有望在 Q4 触底回暖。
- **加速推进锂电材料布局，进一步构建成本优势。**公司作为电解液龙头企业，电解液市占率超过 25%，并且凭借其成本优势，市场份额仍持续提升。目前公司仍在积极上下游产业链布局，以纵向布局“锂精矿-碳酸锂-6F+氟硼酸/氟化氢+硫酸”，横向扩展至锂电正极材料，构建锂电平台型企业。目前公司 200 万吨锂辉石选矿工程项目计划在 18 年 Q4 进行试产；3 万吨电池级磷酸铁材料项目预计 18 年 Q3 进入试产阶段，其他项目仍处于建设投入期，对于降低成本还有待项目投产。客户方面，公司作为 CATL 核心供应商，积极推进与国际客户的合作进程，目前已实现对 LG、索尼等优质客户的产品稳定供应。
- **投资建议：**公司作为全球电解液龙头，通过纵向一体化延伸电解液上游关键原材料和横向拓展锂电正极材料，构筑成本护城河，平台效应凸显。我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 5.02/3.62/5.0 亿元，对应估值为 13/18/14 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策不及预期、竞争加剧导致产品价格大幅下滑风险、产能投放不及预期

图表 1: 2014-2018Q3 营业收入及增速 (亿元)


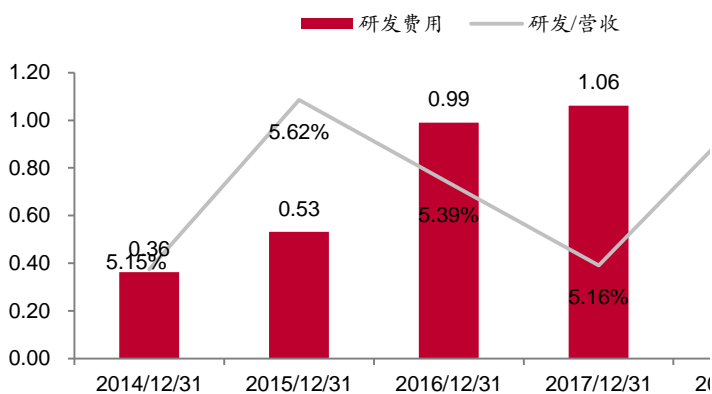
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 2014-2018Q3 归母净利润及增速 (亿元)


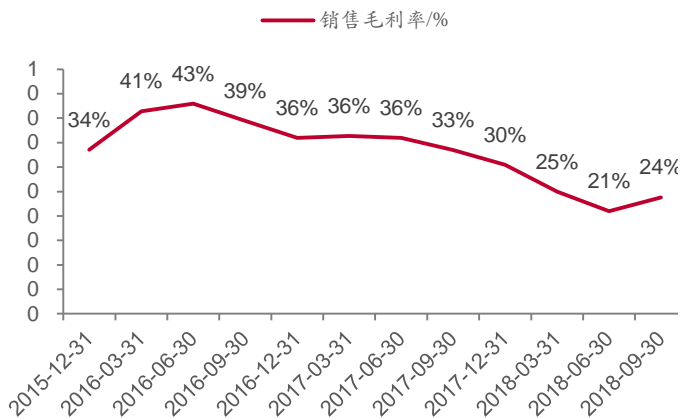
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 2014-2018Q3 扣非归母净利润及增速 (亿元)


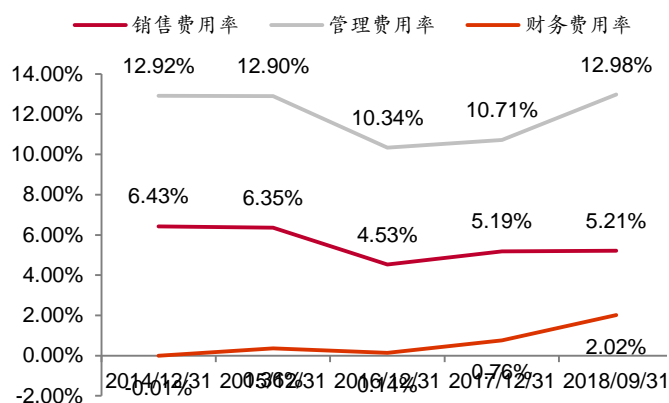
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 2014-2018Q3 研发费用及增速 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 2015-2018Q3 单季度毛利率/变化趋势


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 2014-2018Q3 三项费用率变化趋势


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 公司财务预测 (百万元)

2018年10月31日											
利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1837	2057	2400	4575	5882	成长性					
减: 营业成本	1107	1360	1844	3512	4491	营业收入增长率	94%	12%	17%	91%	29%
营业税费	16	17	20	39	50	营业利润增长率	382%	-22%	58%	-27%	46%
销售费用	83	107	122	169	200	净利润增长率	298%	-23%	65%	-28%	37%
管理费用	190	220	307	405	488	EBITDA增长率	243%	-14%	60%	-8%	39%
财务费用	3	16	33	74	96	EBIT增长率	367%	-21%	66%	-19%	44%
资产减值损失	38	28	8	10	9	NOPLAT增长率	360%	-19%	60%	-18%	44%
加: 公允价值变动收益	26	(26)	0	0	0	投资资本增长率	50%	67%	16%	25%	-8%
投资和汇兑收益	30	62	502	45	54	净资产增长率	37%	62%	16%	9%	13%
营业利润	457	357	566	411	602	利润率					
加: 营业外净收支	8	(1)	26	17	22	毛利率	40%	34%	23%	23%	24%
利润总额	464	357	592	429	624	营业利润率	25%	17%	24%	9%	10%
减: 所得税	69	55	95	64	94	净利润率	22%	15%	21%	8%	8%
净利润	396	305	503	362	496	EBITDA/营业收入	29%	22%	30%	15%	16%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	25%	18%	25%	11%	12%
货币资金	198	323	840	1601	2059	运营效率					
交易性金融资产	26	0	0	0	0	固定资产周转天数	99	117	140	92	84
应收账款	450	699	741	1318	1133	流动营业资本周转天数	49	94	126	97	89
应收票据	241	360	280	482	563	流动资产周转天数	190	260	331	276	280
预付账款	23	25	129	145	155	应收账款周转天数	71	101	108	81	75
存货	187	332	488	780	717	存货周转天数	31	45	61	50	46
其他流动资产	30	81	121	101	111	总资产周转天数	388	527	624	443	409
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	240	344	399	253	210
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	241	350	127	127	127	ROE	24.2%	11.4%	16.2%	10.8%	13.9%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	16.9%	8.2%	10.7%	5.5%	7.9%
固定资产	529	812	1053	1295	1454	ROIC	40.0%	21.4%	20.5%	14.4%	16.6%
在建工程	138	240	437	360	42	费用率					
无形资产	85	202	187	172	157	销售费用率	4.5%	5.2%	5.1%	3.7%	3.4%
其他非流动资产						管理费用率	10.3%	10.7%	12.8%	8.9%	8.3%
资产总额	2335	3692	4632	6618	6741	财务费用率	0.1%	0.8%	1.4%	1.6%	1.6%
短期债务	90	222	682	1766	1600	三费/营业收入	15.0%	16.7%	19.3%	14.2%	13.3%
应付账款	394	479	484	843	804	偿债能力					
应付票据	119	174	154	256	243	资产负债率	30.0%	28.3%	33.5%	49.1%	43.6%
其他流动负债						负债权益比	42.9%	39.6%	50.4%	96.3%	77.3%
长期借款	0	0	0	104	0	流动比率	1.67	1.82	1.72	1.43	1.64
其他非流动负债						速动比率	1.40	1.49	1.40	1.18	1.39
负债总额	701	1047	1553	3246	2939	利息保障倍数	177.47	23.09	18.00	6.55	7.25
少数股东权益	7	108	103	105	140	分红指标					
股本	325	340	340	340	340	DFS(元)	0.19	0.18	0.22	0.21	0.29
留存收益	1330	2210	2637	2927	3323	分红比率	16.4%	20.1%	15.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1634	2645	3079	3371	3803	股息收益率	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%	1.5%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	395	301	503	362	496	EPS(元)	1.17	0.90	1.48	1.07	1.46
加: 折旧和摊销	75	98	131	185	235	BVPS(元)	4.79	7.47	8.76	9.62	10.78
资产减值准备	37	28	0	0	0	PE(X)	17	22	13	18	13
公允价值变动损失	(26)	26	0	0	0	PB(X)	4	3	2	2	2
财务费用	2	7	33	74	96	P/FCF	(314)	(12)	12	8	13
投资收益	(30)	(62)	(502)	(45)	(54)	P/S	3.6	3.2	2.8	1.5	1.1
少数股东损益	(1)	(3)	(5)	3	35	EV/EBITDA	25.5	34.0	9.0	10.4	6.7
营运资金的变动	(228)	(532)	(182)	(576)	117	CAGR(%)	-2.7%	20.7%	71.0%	-2.7%	20.7%
经营活动产生现金流	234	(79)	(22)	2	925	PEG	-6.3	1.1	0.2	-6.9	0.6
投资活动产生现金流	(252)	(493)	179	(284)	(2)	ROIC/WACC	3.1	1.7	1.6	1.1	1.3
融资活动产生现金流	(3)	695	361	1043	(465)	REP	2.9	3.8	1.4	1.7	1.5

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。