

2018年11月05日

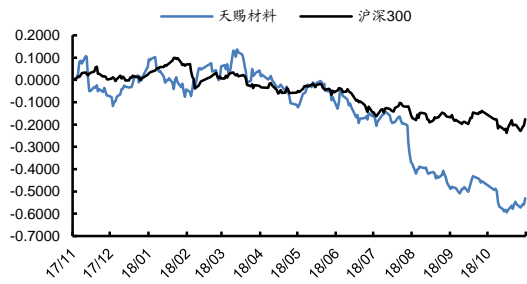
公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人： 尹斌
yinb@ghzq.com.cn
联系人： 张涵 S0350118050002
0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

业绩符合预期，边际改善迎盈利拐点 ——天赐材料（002709）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
天赐材料	-14.2	-25.6	-54.6
沪深300	-4.3	-0.8	-17.6

市场数据 2018-11-02

当前价格（元）	21.16
52周价格区间（元）	17.70 - 52.39
总市值（百万）	7187.37
流通市值（百万）	4137.49
总股本（万股）	33966.75
流通股（万股）	33003.87
日均成交额（百万）	172.34
近一月换手（%）	49.52

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布三季度报，Q1~Q3实现营业收入14.97亿元/yoy-2.39%，归母净利润4.73亿元/yoy+70%，主要系公司对参股子公司容汇锂业会计核算方式改变以及处置股权带来投资收益4.3亿元；Q1~Q3扣非归母净利润2113万元/yoy-92%，业绩整体符合预期。Q3实现营业收入5.55亿元/yoy-7.23%，归母净利润2654万元/-74%，扣非归母净利润1146万元/yoy-89%。公司预计全年归母净利润4.74~5.04亿元，扣非归母净利润4502~7507万元，变动区间为-85%~-75%，Q4归母净利润为165~3170万元。

投资要点：

- **售价承压致业绩大幅下滑，边际改善或助推电解液转好。**剔除容汇锂业的投资收益，公司前三季度业绩下滑幅度较大，一方面是由于市场竞争激烈，公司核心产品六氟磷酸锂（6F）及电解液售价持续承压，盈利受损。另一方面，由于公司所做产业布局处于在投入期，本期并表子公司增加。展望未来，6F价格从42万元/吨的高价跌至目前约11万元/吨现价，其降价空间较小；同时，电解液溶剂受大厂检修、环保限产等影响大幅提价，顺延至电解液售价企稳回升；叠加Q4随着年底电动车抢装行情的到来，公司有望迎来电解液业务拐点。
- **打造一体化产业链，具有较强的相对优势。**近年来公司围绕电解液产业链布局，形成了锂矿石、碳酸锂、6F/新型锂盐、电解液添加剂的一体化产业链，成果显著，例如，公司6000吨液体6F投产后具有明显的成本优势。产品方面，公司适配250-300Wh/kg高能量密度体系的动力电池电解液技术获得标杆电芯企业认可，匹配高电压三元，高镍811、NCA、硅碳负极等体系，同时开发出了兼顾高低温的新型添加剂，在开拓高端电解液方面卓有成效，产品与技术行业领先。客户方面，公司在国内绑定核心客户CATL、比亚迪、国轩等电池龙头，目前国内市场占有率超过25%，未来仍有提升空间。同时，公司积极开拓海外客户，目前已进入LG、索尼等供应链，优质海外客户利于提升销量与盈利水平。

- **毛利率环比提升，子公司并表带来费用率增长。**公司Q3毛利率为

23.81%，环比提升 2.86pp，同比下滑 9.67pp，主要系电解液业务环比改善所致。公司 Q1~Q3 三费率为 20.53%，同比提升 5.16pp，其中销售费用率为 5.77%，同比提升 0.83pp，管理费用率（含研发）为 12.46%，同比提升 2.79pp，财务费用率为 2.3%，同比增加 1.54pp，三费率均有提升主要系本期增加并表江西艾德、池州天赐、浙江美思、安徽天孚等子公司，多个子公司依然处于培育阶段，费用支出较大，而短期收入有限。公司 Q1~Q3 经营活动现金流量净额为-1.38、-1.35、-0.04 亿元，三季度流出明显减少，现金流有所改善。

- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.43、1.03、1.45 元，对应的估值分别为 15、21、15 倍。基于价格逐步企稳与低端产能加速去化，公司电解液业务的盈利拐点已现，有望重回上升通道，**首次覆盖，给予公司“增持”评级。**
- **风险提示：**政策低于预期；价格低于预期；产能投放低于预期；新客户拓展低于预期

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	2057	2240	3411	4489
增长率(%)	12%	9%	52%	32%
归母净利润（百万元）	305	486	351	491
增长率(%)	-23%	59%	-28%	40%
摊薄每股收益（元）	0.90	1.43	1.03	1.45
ROE(%)	11.52%	15.56%	10.09%	12.36%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天赐材料盈利预测表

证券代码:	002709.SZ				股价:	21.16	投资评级:	增持		日期:	2018-11-02
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	12%	16%	10%	12%	EPS	0.90	1.43	1.03	1.45		
毛利率	34%	22%	28%	28%	BVPS	7.47	8.89	9.91	11.34		
期间费率	17%	19%	16%	15%	估值						
销售净利率	15%	22%	10%	11%	P/E	23.59	14.80	20.51	14.64		
成长能力					P/B	2.83	2.38	2.14	1.87		
收入增长率	12%	9%	52%	32%	P/S	3.49	3.21	2.11	1.60		
利润增长率	-23%	59%	-28%	40%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	0.56	0.44	0.56	0.62	营业收入	2057	2240	3411	4489		
应收账款周转率	1.94	2.05	2.18	2.31	营业成本	1360	1741	2460	3224		
存货周转率	4.10	4.10	4.10	4.10	营业税金及附加	17	19	29	38		
偿债能力					销售费用	107	108	150	189		
资产负债率	28%	38%	43%	45%	管理费用	220	269	341	426		
流动比	1.82	1.31	1.37	1.50	财务费用	16	28	30	40		
速动比	1.49	1.04	1.06	1.14	投资收益	8	499	27	27		
					营业利润	357	575	428	599		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	(1)	0	0	0		
现金及现金等价物	323	438	270	406	利润总额	357	575	428	599		
应收款项	1059	1091	1568	1941	所得税费用	55	94	70	98		
存货净额	332	430	608	796	净利润	301	481	358	501		
其他流动资产	106	116	176	232	少数股东损益	(3)	(5)	7	10		
流动资产合计	1820	2075	2622	3375	归属于母公司净利润	305	486	351	491		
固定资产	812	1531	1978	2380	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
在建工程	240	640	640	640	经营活动现金流	(79)	615	153	462		
无形资产及其他	202	202	212	221	净利润	301	481	358	501		
长期股权投资	350	350	350	350	少数股东权益	(3)	(5)	7	10		
资产总计	3692	5066	6070	7235	折旧摊销	96	101	173	219		
短期借款	222	622	622	622	公允价值变动	(26)	0	0	0		
应付款项	600	777	1099	1440	营运资金变动	(447)	(318)	(1045)	(965)		
预收帐款	14	15	23	31	投资活动现金流	(493)	(1119)	(447)	(402)		
其他流动负债	164	164	164	164	资本支出	(385)	(1119)	(447)	(402)		
流动负债合计	1001	1578	1908	2257	长期投资	(108)	0	0	0		
长期借款及应付债券	0	320	640	960	其他	1	0	0	0		
其他长期负债	46	46	46	46	筹资活动现金流	687	715	317	315		
长期负债合计	46	366	686	1006	债务融资	132	720	320	320		
负债合计	1047	1944	2594	3263	权益融资	604	0	0	0		
股本	340	340	340	340	其它	(48)	(5)	(3)	(5)		
股东权益	2645	3121	3475	3972	现金净增加额	115	212	22	375		
负债和股东权益总计	3692	5066	6070	7235							

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。