

天赐材料点评：股权激励方案发布，电解液行业拐点已现

买入（维持）

2019 年 01 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2057	2154	3368	4778
同比（%）	12%	5%	56%	42%
归母净利润（百万元）	305	496	318	557
同比（%）	-23%	63%	-36%	75%
每股收益（元/股）	0.90	1.46	0.94	1.64
P/E（倍）	28.63	17.60	27.45	15.67

投资要点

- **事件：**公司发布股权激励方案，授予 922 万股，激励对象 463 人。其中对激励对象授予期权数为 413.9 万份，行权价格为 22.4 元/股；限制性股票数为 508.1 万股，授予价格为 11.2 元/股。解锁条件为，19-21 年净利润不低于 2.5/5.1/6.5 亿。
- **电解液行业拐点已现，价格触底反弹：**2018 年由于行业竞争加剧，价格超跌，行业内三元电解液价格 4 万/吨，铁锂不足 3 万/吨，电解液环节龙头毛利率已跌至 25% 左右，小厂处于亏损状态。18 年 4 季度，由于原材料溶剂等价格上涨，电解液价格反弹 5%-10%。同时，近期六氟磷酸锂价格普遍上调 1 万/吨，前期六氟由于产能过剩，价格超跌，跌至厂商成本价，近期由于小厂产能出清，需求增长，供需格局改善，行业普遍探涨，而天赐材料自产六氟，受益明显。
- **公司作为电解液龙头企业，依旧保持 25% 以上份额。**根据高工锂电统计，18 年国内电解液厂商出货量合计 14 万吨，其中天赐材料 3.6 万吨，占 26% 市场份额。19 年我们预计动力电池需求 80gwh，加上消费及储能，考虑损耗，预计 19 年电解液需求 18 万吨，同比增长 25-30%，而公司作为电解液龙头，是 CATL 的主供应商，且积极开拓海外市场，我们预计公司将获得超越行业的增速，预计公司 19 年电解液出货量 5 万吨，同比增长 43%。同时由于六氟竞争格局好转，行业三元电池需求占比提升，公司盈利能力将进一步改善。
- **加速电解液及正极循环生产体系建设，降低成本。**电解方面，公司布局原材料六氟磷酸锂、氢氟酸，同时布局六氟副产品硫酸；正极方面，公司布局锂选矿、碳酸锂加工、正极材料前驱体和正极材料磷酸铁锂，这些项目皆为上下游关系，形成循环体系，降低成本。我们预计 2020 年公司的电解液和正极前端项目陆续达产，开始贡献利润。
- **投资建议：**预测公司 18-20 年归母净利润为 4.96, 3.18, 5.57 亿，同比+63%、-36%、+75%，EPS 1.46/0.94/1.64 元，对应 PE 为 18x/27x/16x，给予 2019 年 35 倍 PE，对应目标价 33 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策支持及产销不达预期；价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.70
一年最低/最高价	17.70/52.39
市净率(倍)	3.08
流通 A 股市值(百万元)	8705.20

基础数据

每股净资产(元)	8.34
资产负债率(%)	38.29
总股本(百万股)	339.47
流通 A 股(百万股)	338.72

相关研究

1、《天赐材料（【东吴电新曾朵红团队】每日速递（20190130）

市场快报

今日电气设备板块下跌

1.67%%, 涨跌排名 21/28。领涨：明阳智能(10%), 森源电气(10%), 中环股份(10%); 领跌：通达股份(-10%), 大连电瓷(-10%), 合康新能(-10%)。

公告纵览

【宁德时代】2018 年度业绩，归母净利润 35.3 亿-37.5 亿（-

天赐材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,820	2,205	3,432	3,737	营业收入	2,057	2,154	3,368	4,778
现金	323	646	1,010	478	减: 营业成本	1,360	1,685	2,541	3,553
应收账款	681	613	1,046	1,361	营业税金及附加	17	19	30	43
存货	332	411	620	868	营业费用	107	108	135	167
其他流动资产	441	485	690	947	管理费用	220	237	303	382
非流动资产	1,872	1,961	2,134	2,218	财务费用	16	14	32	27
长期股权投资	350	350	350	350	资产减值损失	28	18	0	18
固定资产	812	980	1,143	1,236	加: 投资净收益	62	500	40	50
无形资产	202	194	185	177	其他收益	-26	10	10	10
其他非流动资产	509	437	456	455	营业利润	357	583	376	648
资产总计	3,692	4,165	5,566	5,955	加: 营业外净收支	0	-2	-2	8
流动负债	1,001	1,105	2,275	2,260	利润总额	357	581	374	656
短期借款	239	235	989	481	减: 所得税费用	55	90	58	102
应付账款	426	528	797	1,114	少数股东损益	-3	-5	-2	-3
其他流动负债	336	342	490	665	归属母公司净利润	305	496	318	557
非流动负债	46	46	46	46	EBIT	357	581	374	656
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	471	683	510	790
其他非流动负债	46	46	46	46	重要财务与估值指标				
负债合计	1,047	1,151	2,322	2,306	标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	108	103	101	98	每股收益(元)	0.90	1.46	0.94	1.64
归属母公司股东权益	2,538	2,911	3,144	3,550	每股净资产(元)	7.47	8.57	9.25	10.45
负债和股东权益	3,692	4,165	5,566	5,955	发行在外股份(百万股)	339	339	340	340
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	ROIC (%)	11.4%	15.6%	8.2%	13.9%
经营活动现金流	-79	163	-62	302	ROE (%)	12.0%	17.0%	10.1%	15.7%
投资活动现金流	-493	300	-210	-150	毛利率 (%)	33.9%	21.8%	24.5%	25.6%
筹资活动现金流	695	-140	636	-684	销售净利率 (%)	14.6%	22.8%	9.4%	11.6%
现金净增加额	122	323	364	-533	资产负债率 (%)	28.3%	27.6%	41.7%	38.7%
折旧和摊销	98	86	102	116	收入增长率 (%)	12.0%	4.7%	56.4%	41.9%
资本开支	329	200	250	200	净利润增长率 (%)	-23.1%	62.7%	-35.9%	75.2%
营运资本变动	-477	64	-462	-353	P/E	28.63	17.60	27.45	15.67
					P/B	3.44	3.00	2.78	2.46
					EV/EBITDA	19	13	18	11

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>

