

2019年08月27日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

日化盈利大幅改善，电解液尚待业绩放量 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2080	2748	4061	5130
同比（%）	1%	32%	48%	26%
归母净利润（百万元）	456	142	304	473
同比（%）	50%	-69%	115%	55%
每股收益（元/股）	0.83	0.26	0.56	0.86
P/E（倍）	20.16	64.98	30.23	19.45

投资要点

- **19H1 扣非净利润 0.53 亿，同比+443%，符合预期：**公司 1H19 年营收 12.18 亿元，同比+29.3%；归母净利润 0.51 亿元，同比-88.67%，处于业绩预告中值，符合预期；扣非净利润 0.53 亿元，同比增长 443.16%。盈利能力看，上半年公司毛利率为 27.09%，同比增加 4.28 个百分点。分季度看，公司 19 年二季度营收 6.74 亿元，同比增长 33.25%，环比增长 23.88%；归母净利润 0.22 亿元，同比下降 36.46%，环比下降 23.39%；扣非净利润 0.27 亿元，同比增长 695.38%，环比增长 5.52%。Q2 公司毛利率为 27.66%，同比增加 6.71 个百分点，环比提升 1.27 个百分点。
- **预告 1-9 月归母净利润 0.7-1.0 亿元，同比-85.19%至-78.84%，**若剔除去年同期江苏容汇核算方法变更及出售部分股权共增加 4.29 亿净利润的影响，则 19 年 1-9 月净利润，同比增长 61.40%-130.57%，其中 19Q3 归母净利润 0.19-0.49 亿元，环比-13%~133%。
- **电解液价稳量升，业绩放量尚需时日。**公司 19 上半年锂电材料业务实现营收 7.43 亿，同比增长 30.4%，毛利率 25.4%，同比上升 2.5 个百分点。公司 19H1 电解液出货预计约 2.1 万吨，同比增长 31%，公司仍占据国内电解液最大份额 25%，是 CATL 的主供应商。其中 Q2 公司电解液出货预计约 1.2 万吨，同环比+30%，低于预期，主要受宁德 6 月减产影响，但 8 月中下旬需求已恢复；价格方面，19H1 电解液整体价格平稳，预计上半年均价 4 万/吨（含税）。
- **19H1 日化业务盈利大幅改善。**19H1 公司日化实现营收 3.99 亿，同比增长 22.8%；毛利率 32.0%，同比增长 8.4%。今年新增销售渠道，带动销量上升，且产品结构优化，公司新产品氨基酸表面活性剂、新型卡波姆树脂和高性能有机硅乳化剂等获得国际大客户认可，需求比较旺盛，氨基酸产品处于满产状态。
- **费率下降 1.29pct，但整体处于较高水平：**上半年，公司三费合计 2.28 亿元，同比增长 20.95%，费用率为 18.72%，同比下降 1.29 个百分点。其中销售费用 0.51 亿元，同比增长 10.82%，销售费用率 4.18%；管理费用（含研发）1.49 亿元，同比增长 18.95%，其中研发费用 0.52 亿，研发费用/营收为 4.26%；财务费用 0.28 亿元，同比增加 61.9%。
- **公司存货规模较大，1H 现金流有所改善：**2019 年上半年公司存货为 8.05 亿，较年初增加 15.32%；应收账款 8.59 亿，较年初增长 17.56%；期末公司预收账款 0.12 亿元，较年初下降 29.61%。经营活动净现金流为-0.46 亿，去年同期为-2.73 亿元。期末固定资产投资 15.60 亿元，较年初增长 39%，主要为九江天祺、九江天赐在建工程项目转固。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 19-21 年归母净利润 1.42/3.04/4.73 亿，同比增长-69%/115%/55%，EPS 为 0.26/0.56/0.86 元/股，对应 PE 为 65x/30x/19x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 20 年 38 倍 PE，对应目标价 21 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.78
一年最低/最高价	11.02/22.64
市净率(倍)	2.03
流通 A 股市值(百万元)	6144.0

基础数据

每股净资产(元)	8.28
资产负债率(%)	45.66
总股本(百万股)	548.32
流通 A 股(百万股)	366.15

相关研究

- 1、《天赐材料（002709）一季报点评：业绩有望逐季改善》2019-04-29
- 2、《天赐材料（002709）年报点评：电解液降价+新业务培育，拖累公司业绩》2019-04-24
- 3、《天赐材料（002709）业绩快报点评：业绩快报：资产减值损失造成 4 季度业绩承压，静待业绩反转》2019-02-28

19H1 扣非净利润 0.53 亿，同比+443%，符合预期：公司 1H19 年营收 12.18 亿元，同比+29.3%；归母净利润 0.51 亿元，同比-88.67%，处于业绩预告中值，符合预期；扣非净利润 0.53 亿元，同比增长 443.16%。盈利能力看，上半年公司毛利率为 27.09%，同比增加 4.28 个百分点。

19Q2 盈利水平环比小幅提升：分季度看，公司 2019 年二季度实现营收 6.74 亿元，同比增长 33.25%，环比增长 23.88%；归母净利润 0.22 亿元，同比下降 36.46%，环比下降 23.39%；扣非净利润 0.27 亿元，同比增长 695.38%，环比增长 5.52%。Q2 公司毛利率为 27.66%，同比增加 6.71 个百分点，环比提升 1.27 个百分点。

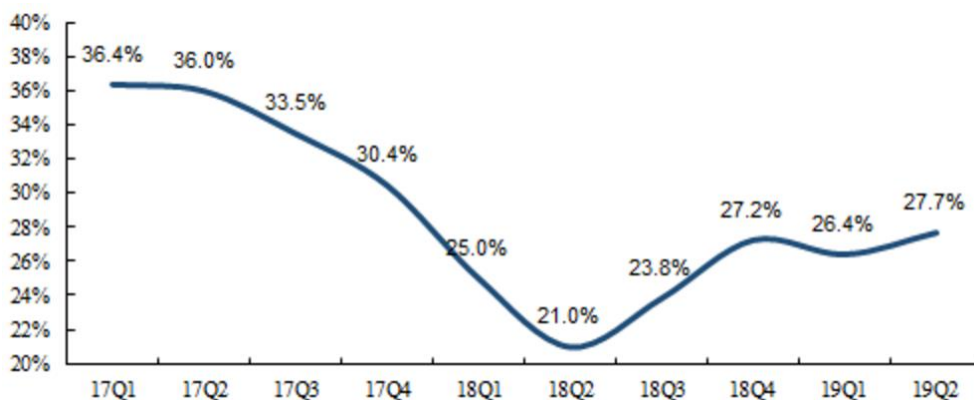
预告 1-9 月归母净利润 0.7-1.0 亿元，同比-85.19%~-78.84%，若剔除去年同期江苏容汇核算方法变更及出售部分股权共增加 4.29 亿净利润的影响，则 19 年 1-9 月净利润，同比增长 61.40%-130.57%，其中 19Q3 归母净利润 0.19-0.49 亿元，环比-13%~133%。

图表 1：天赐材料分季度经营情况

	2Q2019	1Q2019	4Q2018	3Q2018	2Q2018	1Q2018
营业收入(百万)	673.8	543.9	582.9	555.1	505.7	436.1
-同比	33.25%	24.72%	11.29%	-7.23%	-9.01%	14.95%
毛利率	27.66%	26.39%	27.23%	23.81%	20.95%	24.98%
归母净利润(百万)	21.9	28.6	-16.3	26.5	34.5	411.5
-同比	-36.46%	-93.05%	-160.44%	-73.74%	-69.43%	543.43%
净利率	2.53%	4.67%	-3.73%	4.64%	6.56%	93.99%
扣非归母净利润(百万)	26.96	25.55	-11.14	11.46	-4.53	14.19
-同比	695.38%	79.98%	-148.34%	-88.75%	-104.15%	-77.05%
扣非归母净利率	4.00%	4.70%	-1.91%	2.06%	-0.90%	3.25%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

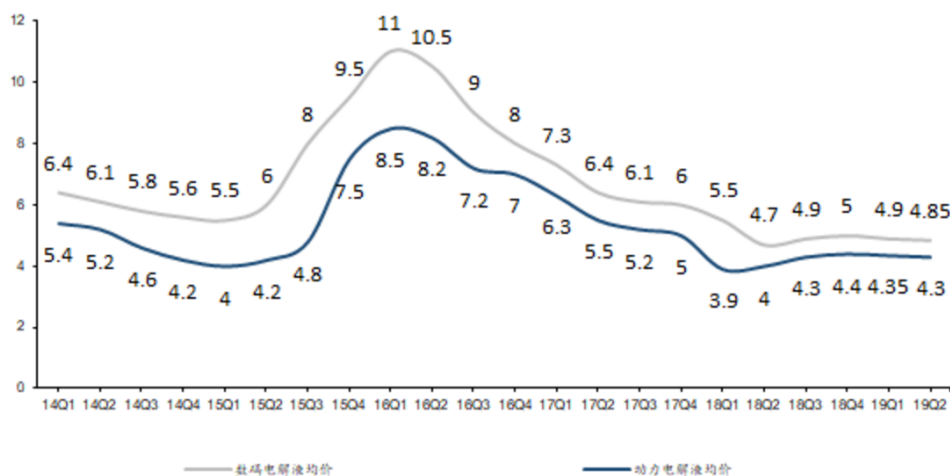
图表 2：天赐材料单季度毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电解液价稳量升，业绩放量尚需时日。公司19上半年锂电材料业务实现营收7.43亿，同比增长30.4%，毛利率25.4%，同比上升2.5个百分点。我们预计公司19H1电解液出货约2.1万吨，同比增长31%，公司仍占据国内电解液最大份额25%，是CATL的主供应商。其中Q2公司电解液出货预计约1.2万吨，同环比+30%，低于预期，主要受宁德时代6月减产影响，但8月中下旬需求已恢复；价格方面，19H1电解液整体价格平稳，均价4万/吨（含税）。

图表 3：电解液市场均价（万元/吨）



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

19H1 日化业务盈利大幅改善。19H1 公司日化实现营收 3.99 亿，同比增 22.8%；毛利率 32.0%，同比增长 8.4%。今年新增销售渠道，带动销量上升，且产品结构优化，公司新产品氨基酸表面活性剂、新型卡波姆树脂和高性能有机硅乳化剂等获得国际大客户认可，需求比较旺盛，氨基酸产品处于满产状态。

其他业务还处于培育阶段，表现平稳，19H1 实现营收 0.75 亿，同比增长 60%，毛利率 17.7%，同比增长 2.0pct。

图表 4：天赐材料分业务经营情况

	2019上半年					2018下半年		2018上半年		2018全年	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
锂离子电池材料产品	7.43	30.4%	25.4%	2.5%	0.2%	7.1	25.2%	5.7	22.9%	12.8	24.2%
日化材料及特种化学品	3.99	22.8%	32.0%	8.4%	4.9%	3.87	27.1%	3.25	23.6%	7.12	25.6%
其他	0.75	59.6%	17.7%	2.0%	0.7%	0.41	17.1%	0.47	15.8%	0.88	15.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费率下降 1.29pct，但整体处于较高水平：上半年，公司三费合计 2.28 亿元，同比增长 20.95%，费用率为 18.72%，同比下降 1.29 个百分点。其中销售费用 0.51 亿元，同比增长 10.82%，销售费用率 4.18%；管理费用(含研发)1.49 亿元，同比增长 18.95%，其中研发费用 0.52 亿，研发费用/营收为 4.26%；财务费用 0.28 亿元，同比增加 61.9%。

公司存货规模较大，1H 现金流有所改善：2019 年上半年公司存货为 8.05 亿，较年初增加 15.32%，其中原材料存货 4.81 亿元，较年初增加 10%，在产品 1.6 亿，较年初增加 54%，主要原因包括锂原矿增加等；应收账款 8.59 亿，较年初增长 17.56%；期末公司预收账款 0.12 亿元，较年初下降 29.61%。**经营活动净现金流为-0.46 亿，去年同期为-2.73 亿元。**期末固定资产 15.60 亿元，较年初增长 39%，主要为九江天祺、九江天赐在建工程项目转固。

盈利预测与投资建议：预计公司 19-21 年归母净利润 1.42/3.04/4.73 亿，同比增长-69%/115%/55%，EPS 为 0.26/0.56/0.86 元/股，对应 PE 为 65x/30x/19x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 20 年 38 倍 PE，对应目标价 21 元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

天赐材料三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,486	3,141	4,332	5,359	营业收入	2,080	2,748	4,061	5,130
现金	215	275	406	513	减:营业成本	1,574	2,037	3,016	3,800
应收账款	731	911	1,342	1,691	营业税金及附加	14	19	28	35
存货	698	903	1,331	1,681	营业费用	108	132	183	210
其他流动资产	634	787	866	990	管理费用	276	330	447	513
非流动资产	2,449	2,905	3,302	3,460	财务费用	44	61	60	50
长期股权投资	144	144	144	144	资产减值损失	46	40	25	35
固定资产	1,120	1,266	1,405	1,476	加:投资净收益	486	10	15	40
无形资产	296	285	275	264	其他收益				
其他非流动资产	888	1,209	1,478	1,576	营业利润	542	180	358	566
资产总计	4,935	6,046	7,634	8,819	加:营业外净收支	-9	-2	-2	-2
流动负债	1,838	2,812	4,179	5,022	利润总额	533	178	356	554
短期借款	782	1,530	2,298	2,659	减:所得税费用	86	39	53	83
应付账款	577	747	1,105	1,393	少数股东损益	-9	-3	-2	-2
其他流动负债	479	536	776	970	归属母公司净利润	456	142	304	473
非流动负债	131	131	131	131	EBITDA	724	353	546	758
长期借款	48	48	48	48	EPS (元)	0.83	0.26	0.56	0.86
其他非流动负债	83	83	83	83					
负债合计	1,969	2,943	4,310	5,153	重要财务与估值指				
少数股东权益	145	142	140	138	标	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	2,822	2,961	3,183	3,529	每股收益(元)	0.83	0.26	0.56	0.86
负债和股东权益	4,935	6,046	7,634	8,819	每股净资产(元)	8.31	5.40	5.81	6.44
					发行在外股份(百万股)	339	548	548	548
					ROIC(%)	13.9%	4.2%	6.6%	8.6%
					ROE(%)	16.2%	4.8%	9.6%	13.4%
					毛利率(%)	24.3%	25.9%	25.7%	25.9%
					销售净利率(%)	21.5%	5.0%	7.5%	9.2%
					资产负债率(%)	39.9%	48.7%	56.5%	58.4%
					收入增长率(%)	1%	32%	48%	26%
					净利润增长率(%)	50%	-69%	115%	55%
					P/E	20.16	64.98	30.23	19.45
					P/B	3.26	3.11	2.89	2.61
					EV/EBITDA	14	29	19	13

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>

