

强烈推荐-A (维持)

天赐材料 002709.SZ

目标估值: 58.00-60.00 元

当前股价: 43.69 元

2017 年 11 月 21 日

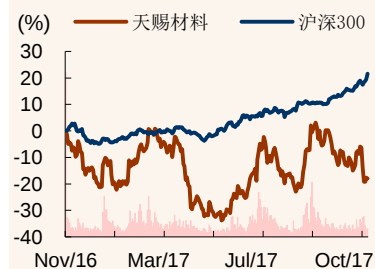
扩产 20 万吨电解液布局华东市场，实施成本领先战略

基础数据

上证综指	3410
总股本(万股)	33996
已上市流通股(万股)	18862
总市值(亿元)	149
流通市值(亿元)	82
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	14.6
资产负债率	29.6%
主要股东	徐金富
主要股东持股比例	39.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	18	-16
相对表现	-12	-4	-37



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《天赐材料(002709)一业绩基本符合预期,长期竞争力更加稳固》2017-10-27

2、《天赐材料(002709)一参股云锂股份丰富提锂原料,循环产业集群正在形成》2017-09-11

3、《天赐材料(002709)一电解液行业领导者与颠覆者,正极材料是新亮点》2017-09-05

游家训

021-68407937

youjx@cmschina.com.cn

S1090515050001

陈雁冰

chenyanbing@cmschina.com.cn

S1090517070011

11 月 20 日公司公告,拟设立全资子公司安徽天赐,自筹资金实施扩产 20 万吨电解液项目(一期),其中一期年产电解液 10 万吨,二期另外的 10 万吨将结合需求再做具体安排。公司同时公告,2016 年募投项目中,新型锂盐 LiTDI 决定延期 1 年至 2018 年 12 月 31 日完成建设;2000t/a 固体六氟磷酸锂项目,受部分进口特制设备交货期较长的影响,延期 10 个月至 2018 年 10 月 31 号完成建设。

□ **扩产 20 万吨电解液,布局华东市场。**为解决公司拓展华东市场在运输成本、供货周期、质量保障和客户服务等问题,满足华东客户“就近供应”需求,安徽天赐拟扩产 20 万吨电解液,分为二期进行,一期 10 万吨产能总投资 1.64 亿元,建设周期 12 个月,达产后预计实现年收入 35.9 亿元,税后年均利润 1.33 亿元,推算电解液税后单价约 3.6 万元/吨,净利率约 3.7%,项目测算单价相比较目前的税后单价 4 万元(税前约 4.7 万元)下降约 10%,符合市场预期,项目的实施将完成公司在华东市场供应链的战略布局。

□ **延期新型锂盐 LiTDI 和固体 6F 扩产项目项目, LiFSI 项目产能正爬坡。**2016 年非公开发行募投的项目:1) 150 吨二氟磷酸锂已于 2017 年 10 月建成;2) 2000 吨 LiFSI 预计今年年底达产,现月产 5 吨左右,正处于产能爬坡期;3) 150 吨 LiTDI 虽然产品性能优异,但考虑目前其应用市场化尚有一定时间,决定延期 1 年至 2018 年 12 月 31 日建设完成。4) 2000t/a 固体 6F 项目因采用新工艺,且部分设备为进口特制设备,最长交货期长达 9 个月,项目建设进度受到影响,拟延期 10 个月至 2018 年 10 月 31 日建设完成。

□ **或继续扩产更低成本的液体 6F,正极材料和碳酸锂明年放量在即。**公司今年 3 月投产了 6000 吨液体 6F 产能,成本比固体 6F 低,预计将继续扩产液体 6F 扩大成本领先优势,今明两年 6F 产能与产量均有望翻倍增长,产能扩张或超预期,有望加速公司 2018 年增长。公司磷酸铁锂正极材料现有产能 1 万吨,募投的 3 万吨产能 2018 年有望放量。另外,公司近两年先后参股容汇与云锂以保障碳酸锂的供应与成本优势,二者扩产的新产能也将于 2018 年开始释放,贡献较为可观的投资收益,公司材料产业群平台化布局正在逐渐搭建。

□ **维持“强烈推荐-A”评级。**公司日化、电解液、正极材料、有机硅等几大业务布局清晰,管理能力优秀,中长期成长空间大,预计 2017-2019 年实现净利润 3.74/6.08/8.76 亿元,维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:**政策不达预期、新能源汽车推广低于预期、竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	946	1837	2246	3588	5364
同比增长	34%	94%	22%	60%	49%
营业利润(百万元)	95	457	425	716	1061
同比增长	46%	382%	-7%	69%	48%
净利润(百万元)	100	396	374	608	876
同比增长	62%	298%	-6%	63%	44%
每股收益(元)	0.77	1.22	1.10	1.79	2.58
PE	57.1	35.8	39.7	24.4	17.0
PB	4.8	8.7	7.7	6.0	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、扩产 20 万吨电解液，布局华东市场	3
2、延期新型锂盐 LiTDI，系考虑应用市场化仍需时日，LiFSI 产能正爬坡	3
3、延期固体 6F 扩产项目，系部分进口特制设备交货期较长	4
4、或继续扩产更低成本的液体 6F，实施成本领先战略	4
5、正极材料和碳酸锂明年放量在即，材料产业平台化布局正在形成	5
6、维持“强烈推荐-A”评级	6
风险提示	6

图表目录

图 1: 天赐材料六氟磷酸锂产能预测	5
图 2: 天赐材料针对上游碳酸锂原材料的布局	5
图 3 公司几大业务架构示意图	6
图 4: 天赐材料历史 PE Band	7
图 5: 天赐材料历史 PB Band	7
表 1: 安徽天赐扩产情况	3
表 2: 公司 2016 年非公开发行募集 6 亿元投资项目情况	4
表 3: 公司固体六氟磷酸锂项目延期情况	4
附: 财务预测表	8

事件：

11月20日，公司发布公告，拟设立全资子公司“安徽天赐”，自筹资金实施扩产20万吨电解液项目（一期），其中项目一期年产电解液产能为10万吨，二期另外的10万吨将结合需求再做具体安排。

公司同时公告，2016年募投项目中，新型锂盐LiTDI考虑到其应用市场化仍需时日，决定延期1年至2018年12月31日建设完成；2000t/a固体六氟磷酸锂项目，受部分进口特制设备交货期较长的影响，延期10个月至2018年10月31号完成建设。

点评：

1、扩产20万吨电解液，布局华东市场

公司设立“安徽天赐”主要是为了有效地解决公司拓展华东市场在运输成本、供货周期、质量保障和客户服务等方面的问题，满足华东重点及潜在客户提出的“就近供应”为合作先决条件的要求。安徽天赐拟扩产20万吨电解液，分为二期进行：

- (1) 项目一期(年产电解液10万吨)总投资1.64亿元，其中建设投资为1.29亿元，铺底流动资金为0.35亿元，建设周期12个月，达产后预计实现年收入35.9亿元，税后年均利润1.33亿元；

我们推算电解液税后单价约3.6万元/吨，净利率约3.7%，项目测算单价相比较目前的税后单价4万元（税前约4.7万元）下降约10%，符合市场预期。

- (2) 项目二期(年产电解液10万吨)具体投资安排将结合项目需求另行决策。项目的实施，将完成公司锂离子电池材料电解液华东市场供应链的战略布局。

表1：安徽天赐扩产情况

扩产项目	20万吨电解液项目	
项目分期	一期	二期
产能	10万吨	10万吨
投资	总投资1.64亿元，其中建设投资1.29亿元，铺底流动资金0.35亿元	待定
建设周期	12个月	待定
业绩贡献	达产后预计实现年收入35.9亿元，税后年均利润1.33亿元	待定

资料来源：公司公告，招商证券

2、延期新型锂盐LiTDI，系考虑应用市场化仍需时日，LiFSI产能正爬坡

2016年非公开发行募集的6亿元资金所投资的项目中，其中2300t/a新型锂盐项目：

- 150t/a二氟磷酸锂项目已于2017年10月建设完成；
- 2000t/a的LiFSI项目建设周期为2016年5月至2017年12月，目前月产5吨左右，正处于产能爬坡期；
- 150t/a的4,5-二氟基-2-三氟甲基咪唑锂（LiTDI）虽然产品性能优异，但考虑目前

其应用市场化尚有一定时间，公司决定延期 1 年至 2018 年 12 月 31 日建设完成；

表 2：公司 2016 年非公开发行募集 6 亿元投资项目情况

实施单位	九江天祺氟硅新材料科技有限公司		
项目名称	2300t/a 新型锂盐项目		
项目分类	2000t/a 的 LiFSI	150t/a 二氟磷酸锂	150t/a 的 LiTfI
建设周期	11 个月（2017.10-2018.8）	20 个月（2016.5-2017.12）	
当前情况	处于产能爬坡期	2017.10 建成	延期 1 年至 2018.12.31 建成
建设地点	江西省九江市湖口县金砂湾工业园		
主要产品	双（氟代磺酰）亚胺锂	二氟磷酸锂	4,5-二氟基-2-三氟甲基咪唑
项目投资	总投资 18286 万元，拟使用募集资金投资 16056 万元	总投资 1920 万元，拟使用募集资金投资 1257 万元	
	总投资 20206 万元，拟使用募集资金投资 17313 万元		

资料来源：公司公告，招商证券

3、延期固体 6F 扩产项目，系部分进口特制设备交货期较长

公司现有六氟磷酸锂（6F）产能为 2000 吨固体+6000 吨液体（相当于 2000 吨固体），即折合固体当量为 4000 吨，对应电解液产能 3.2 万吨。

2016 年募投项目中，2000t/a 固体 6F 项目原定于 2017 年 12 月完工，该项目于 2017 年 10 月开工建设，目前处于土建工程施工阶段。由于该项目采用新工艺，且部分设备为进口特制设备，最长交货期长达 9 个月，项目建设进度因此受到影响，预计延期 10 个月至 2018 年 10 月 31 日建设完成。

表 3：公司固体六氟磷酸锂项目延期情况

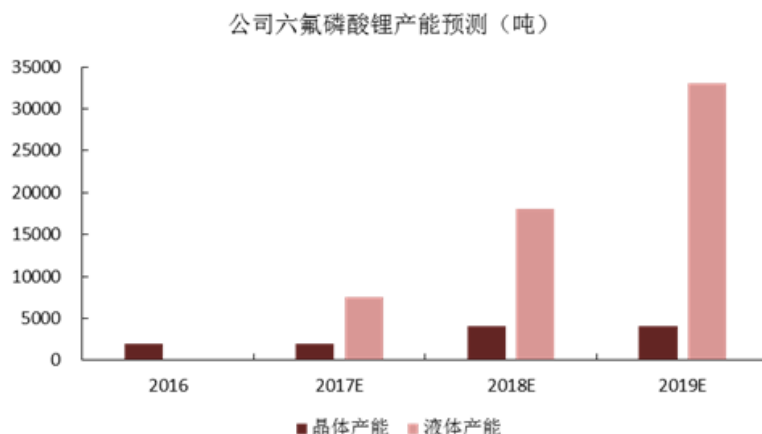
项目名称	2000t/a 固体六氟磷酸锂项目
项目实施单位	九江天祺氟硅新材料科技有限公司
建设周期	20 个月（2016.5-2017.12）
当前情况	延期 10 个月至 2018 年 10 月 31 日建设完成
建设地点	江西省九江市湖口县金砂湾工业园
主要产品	固体六氟磷酸锂
项目投资	总投资 12557 万元，拟使用募集资金投资 10873 万元

资料来源：公司公告，招商证券

4、或继续扩产更低成本的液体 6F，实施成本领先战略

目前 6F 的市场价格约 15-16 万元/吨，对应电解液价格约 4.5-5 万元/吨，公司于 2017 年 3 月份开始投产了 6000 吨的液体 6F 产能，成本相对于固体 6F 更低，预计公司将继续扩产液体 6F 产能扩大成本领先的优势，公司 LiPF₆ 产能与产量今明两年均翻倍增长，产能扩张或超市场预期，成本领先战略的实施有望加速公司 2018 年增长。

图 1: 天赐材料六氟磷酸锂产能预测

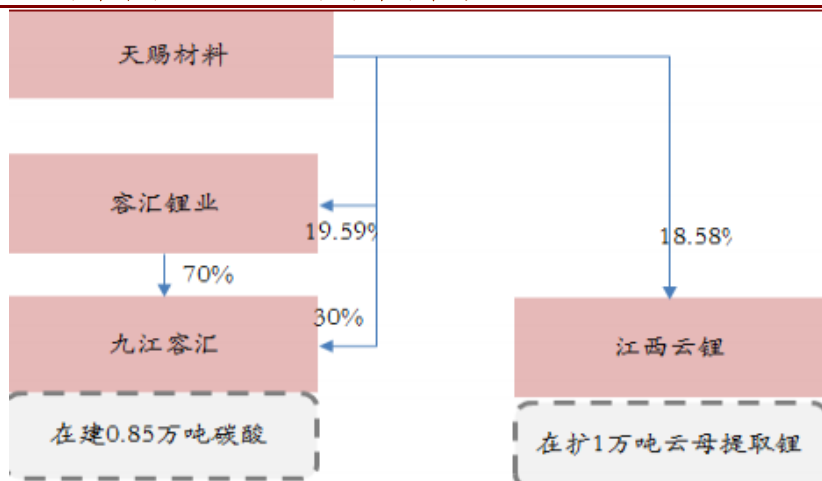


资料来源: 招商证券

5、正极材料和碳酸锂明年放量在即，材料产业平台化布局正在形成

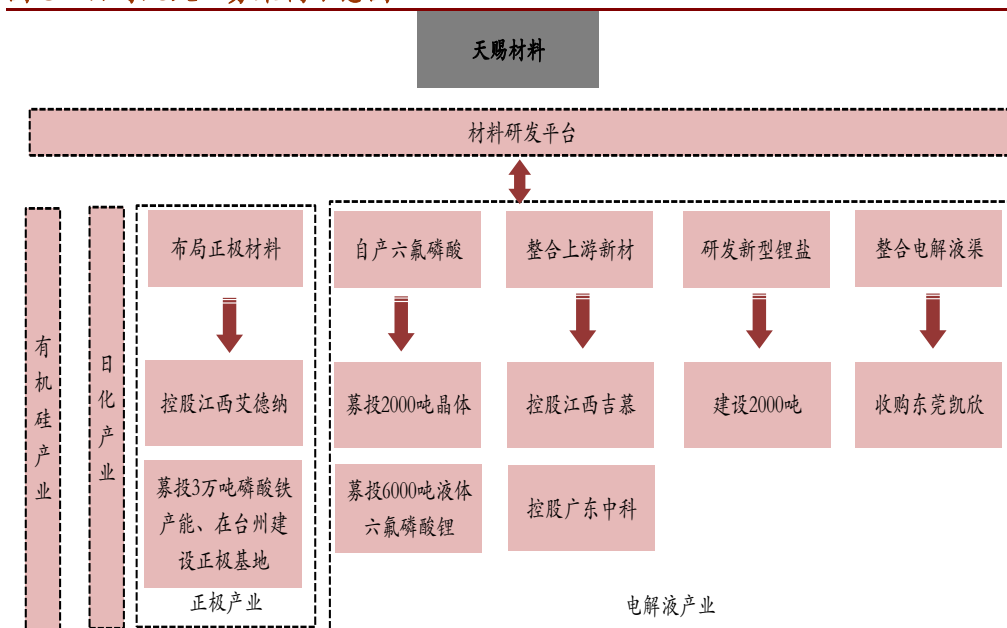
公司采用 LiPF₆ 副产物硫酸铁等生产磷酸铁锂正极材料构建循环经济, 现有产能 1 万吨, 募投的 3 万吨磷酸铁锂产能 2018 年有望放量。公司近两年先后参股容汇与云锂以保障碳酸锂的供应与成本优势, 容汇今年有望实现净利润 2-2.5 亿, 明年增速超过 60% 以上贡献投资收益; 而云锂股份技术独特而先进, 市场预期差较大, 公司材料产业群平台化布局正在逐渐搭建。

图 2: 天赐材料针对上游碳酸锂原材料的布局



资料来源: 招商证券

图3 公司几大业务架构示意图



资料来源：招商证券

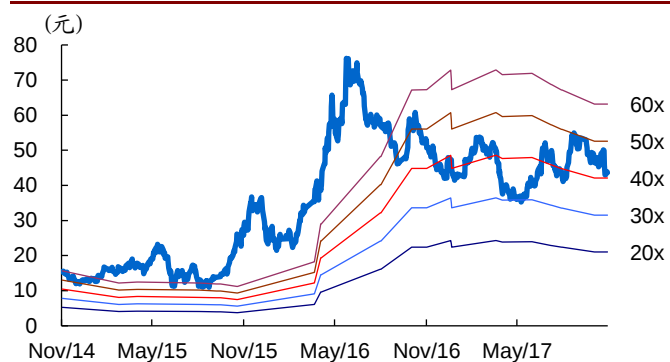
6、维持“强烈推荐-A”评级

公司日化、电解液、正极材料、有机硅等几大业务布局清晰，管理能力优秀，中长期成长空间大，看好公司的中长期发展，预计2017-2019年实现净利润3.74/6.08/8.76亿元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示

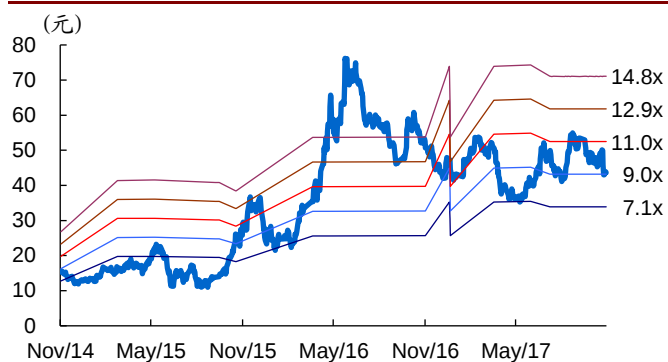
- 新能源车推广销售低于预期，导致公司产品需求疲软。**目前中国新能源汽车的发展仍处于起步阶段，新能源汽车产销量在汽车行业总体占比依然较低，购买成本、充电时间、续航能力、配套充电设施等因素仍会对新能源汽车产业的发展形成一定的制约。未来如果受到产业政策变化、配套设施建设和推广、客户认可度等因素影响，导致新能源汽车市场需求出现较大波动，将会对公司的生产经营造成重大影响。
- 新能源行业受关注高，参与者多，可能过度竞争导致产品价格持续下降。**近年来，随着国家对新能源汽车产业的支持，新能源汽车市场在快速发展的同时，市场竞争也日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，也不断吸引新进入者通过直接投资、产业转型或收购兼并等方式参与竞争，同时现有动力电池及其材料企业亦纷纷扩充产能，市场竞争日益激烈。如果未来市场需求不及预期，市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩，将面临一定的市场竞争加剧的风险。
- 新能源汽车政策不达预期风险。**中国政府正努力推动新能源汽车行业的发展，以实现我国汽车产业的弯道超车，国家产业政策变化将会影响动力电池市场发展，进而影响公司产品的销售及营业收入。如果相关产业政策发生重大不利变化，将会对公司的销售规模和盈利能力产生重大不利影响。

图 4: 天赐材料历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 天赐材料历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	782	1156	1545	2421	3708
现金	222	198	394	596	983
交易性投资	0	26	26	26	26
应收票据	114	241	295	472	705
应收款项	266	443	518	828	1238
其它应收款	8	7	9	14	21
存货	125	187	236	378	574
其他	47	53	67	106	160
非流动资产	845	1180	1232	1274	1308
长期股权投资	60	241	241	241	241
固定资产	480	529	622	693	726
无形资产	71	85	77	69	62
其他	233	324	292	270	279
资产总计	1626	2335	2777	3694	5016
流动负债	424	693	818	1157	1630
短期借款	20	90	90	90	90
应付账款	157	287	378	605	919
预收账款	10	19	25	40	60
其他	236	297	324	423	560
长期负债	11	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11	9	9	9	9
负债合计	435	701	826	1166	1638
股本	130	325	340	340	340
资本公积金	648	524	509	509	509
留存收益	405	778	1087	1634	2410
少数股东权益	9	7	14	45	118
归属于母公司所有者权益	1183	1628	1936	2483	3259
负债及权益合计	1626	2335	2777	3694	5016

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	90	234	407	300	408
净利润	100	396	374	608	876
折旧摊销	58	75	81	92	101
财务费用	5	2	12	20	35
投资收益	(1)	(30)	(14)	(120)	(250)
营运资金变动	(69)	(207)	(62)	(353)	(455)
其它	(3)	(4)	16	52	101
投资活动现金流	(296)	(252)	(136)	(136)	(136)
资本支出	(123)	(164)	(136)	(136)	(136)
其他投资	(173)	(88)	0	0	0
筹资活动现金流	274	(3)	(75)	39	115
借款变动	39	(103)	(12)	0	0
普通股增加	10	195	15	0	0
资本公积增加	241	(123)	(15)	0	0
股利分配	(14)	(23)	(65)	(61)	(100)
其他	(1)	52	2	100	215
现金净增加额	68	(22)	196	203	387

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	946	1837	2246	3588	5364
营业成本	652	1107	1460	2333	3546
营业税金及附加	5	16	13	22	32
营业费用	60	83	101	183	290
管理费用	122	190	225	395	590
财务费用	3	3	12	20	35
资产减值损失	8	38	24	40	60
公允价值变动收益	0	26	(26)	0	0
投资收益	1	30	40	120	250
营业利润	95	457	425	716	1061
营业外收入	26	13	25	25	25
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	115	464	445	736	1081
所得税	16	69	63	98	132
净利润	99	395	382	639	949
少数股东损益	(0)	(1)	8	30	74
归属于母公司净利润	100	396	374	608	876
EPS（元）	0.77	1.22	1.10	1.79	2.58

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	34%	94%	22%	60%	49%
营业利润	46%	382%	-7%	69%	48%
净利润	62%	298%	-6%	63%	44%
获利能力					
毛利率	31.0%	39.8%	35.0%	35.0%	33.9%
净利率	10.5%	21.6%	16.6%	17.0%	16.3%
ROE	8.4%	24.4%	19.3%	24.5%	26.9%
ROIC	7.0%	22.2%	18.0%	23.7%	26.6%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	30.0%	29.8%	31.6%	32.7%
净负债比率	1.6%	4.4%	3.2%	2.4%	1.8%
流动比率	1.8	1.7	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1
存货周转率	5.8	7.1	6.9	7.6	7.4
应收帐款周转率	4.2	5.2	4.7	5.3	5.2
应付帐款周转率	5.4	5.0	4.4	4.7	4.7
每股资料（元）					
每股收益	0.77	1.22	1.10	1.79	2.58
每股经营现金	0.69	0.72	1.20	0.88	1.20
每股净资产	9.10	5.01	5.70	7.30	9.59
每股股利	0.18	0.20	0.18	0.29	0.42
估值比率					
PE	57.1	35.8	39.7	24.4	17.0
PB	4.8	8.7	7.7	6.0	4.6
EV/EBITDA	90.1	26.0	26.5	16.5	11.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

陈术子：上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

龙云霄：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，主要研究电力设备、新能源汽车上游产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。