

天赐材料 (002709)

证券研究报告

2020年02月14日

重新出发，聚焦电解液和日化

1. 千帆过尽，重新出发，聚焦电解液和日化

天赐材料自成立以来一直在电解液领域深耕，并试图通过一体化布局实现成本壁垒。然而，回顾 2016-2019 年公司发展路径，由于一体化的进军步伐迈的太急，导致正极、选矿等多个业务出现亏损。

市场诟病公司业务多而散，而我们认为，第一，公司确实因为“走太快而犯过错”，但这背后也反应了管理层是具有冒险精神的企业家，勇于试错并承担风险。第二，我们在 2019 年明显看到了变化。19H1 天赐在建工程项目明显缩减，在电解液价格处于低位时，天赐的毛利率、市占率双双提升。而 19 年底，公司清理拖累业务，聚焦电解液、日化，重新出发。

2. 看 5 年，电解液行业空间和龙头公司盈利如何？

我们预计 2020、2025 年全球电解液需求分别为 36.2、117.1 万吨，对应市场空间 136、369 亿。假设龙头公司在 2020、2025 年市占率分别为 22%、25%，对应营收 30、92 亿。以 12% 净利率计算，**对应净利润 3.6、11.1 亿。**

3. 天赐的核心竞争力是什么？

天赐材料在 2015-2017 年与新宙邦、江苏国泰的市占率相当，但在 2018 年市场份额迅速提升，与竞争对手拉开差距。2019 年 Q1、Q2、Q3 天赐毛利率与电解液市占率逐季提升，电解液业务成绩亮眼。

竞争力一：绑定重要的优质客户。国内宁德时代是天赐的重要客户；海外天赐在设立子公司，积极开拓国际一线客户。

竞争力二：通过原材料自产来降低成本，争取超额收益。根据测算，自制 6F 可使毛利率提升 10.5%。在工艺上，采用液体 6F，成本低于固体 6F。而在工艺流程上，物料形成循环利用体系也使原材料成本进一步下降。

竞争力三：积极布局新型电解液添加剂，为高端动力电池储备工艺。

4. 盈利预测

我们预计天赐材料 2019-2021 年电解液销量分别为 5、8、13.8 万吨。2019-2020 年公司营业收入分别为 28.7、41.1、62.9 亿元，归母净利润 2.6、4、6.1 亿，2020、2021 年对应 PE 42x、28x。

考虑 1) 电解液跟随电动车具有较强的成长性，且从市占率角度看，天赐系行业龙头；2) 从产业链布局来看，公司坚持成本控制为王。我们给与天赐 2021 年 35xPE，对应市值 214.6 亿，目标价 39.14 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：电解液市场竞争加剧，新能源汽车终端需求不及预期、公司业务开展不及预期

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	30.81 元
目标价格	39.14 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	548.32
流通 A 股股本(百万股)	366.15
A 股总市值(百万元)	16,893.87
流通 A 股市值(百万元)	11,281.23
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	44.03
一年内最高/最低(元)	36.36/15.50

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天赐材料-半年报点评:中报业绩超预期，锂电池电解液高景气无忧》 2016-08-23
- 《天赐材料-公司点评:六氟磷酸锂量价齐升助推业绩爆发，16 年高速增长无忧》 2016-08-21

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,057.30	2,079.85	2,874.14	4,109.73	6,294.47
增长率(%)	11.98	1.10	38.19	42.99	53.16
EBITDA(百万元)	2,089.23	793.41	446.28	643.77	909.55
净利润(百万元)	304.73	456.28	258.82	401.29	612.78
增长率(%)	(23.11)	49.73	(43.28)	55.05	52.70
EPS(元/股)	0.56	0.83	0.47	0.73	1.12
市盈率(P/E)	55.78	37.25	65.68	42.36	27.74
市净率(P/B)	6.70	6.02	5.23	4.73	4.11
市销率(P/S)	8.26	8.17	5.91	4.14	2.70
EV/EBITDA	7.44	9.81	37.65	26.96	18.67

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 重新出发，聚焦电解液和日化.....	4
1.1. 行业集中度高，天赐系龙头，18 年市占率 25%.....	5
1.2. 思考一：看五年，电解液市场空间有多大？.....	6
1.3. 思考二：看五年，龙头公司营收和利润预计多少？.....	7
2. 天赐材料的核心竞争力分析.....	8
2.1. 转变：天赐市占率和盈利能力不断提升.....	8
2.2. 竞争力 1：绑定国内锂电龙头，开拓国际客户.....	8
2.2.1. 绑定锂电龙头，与 CATL 共同成长.....	8
2.2.2. 布局海外/合资子公司，开拓全球客户.....	9
2.3. 竞争力 2：原材料自供叠加工艺优势，成本优势明显.....	9
2.3.1. 自产 6F 及上游原材料，自给率高.....	9
2.3.1. 液体 6F 成本低于固体.....	10
2.3.2. 物料循环体系降低原料成本.....	11
2.4. 竞争力 3：布局新型添加剂，为高端动力电池保障稳定供应.....	11
3. 盈利预测.....	12

图表目录

图 1：天赐材料固定资产和在建工程（亿）.....	4
图 2：天赐材料减值损失（亿）.....	4
图 3：天赐材料主要营收来自锂电材料和日化（亿元）.....	5
图 4：2018 年电解液竞争格局（出货量）.....	5
图 5：2018 年数码电池电解液竞争格局.....	6
图 6：2018 年动力电池电解液竞争格局.....	6
图 7：天赐、新宙邦、江苏国泰电解液市占率（%）.....	8
图 8：天赐市占率和盈利能力 2019Q1 以来逐季提升.....	8
图 9：天赐材料锂电材料工艺流程.....	11
图 10：天赐材料日化业务营收（亿）及增速（%）.....	12
图 11：天赐材料日化业务毛利率（%）.....	12
表 1：中国电解液市场空间测算.....	6
表 2：海外电解液市场空间测算.....	7
表 3：全球电解液市场空间.....	7
表 4：电解液龙头企业营收和利润测算.....	7
表 5：宁德时代电池出货量测算.....	9
表 5：天赐布局海外/合资子公司.....	9

表 7: 赛纬电子电解液成本结构	9
表 8: 天际股份六氟磷酸锂成本结构测算	10
表 9: 天赐电解液上游材料布局	10
表 10: 天赐材料六氟磷酸锂募投项目	10
表 11: 电解液新型添加剂	11
表 12: 天赐材料盈利预测	12
表 13: 同行业公司万得一致预测 PE	13

1. 重新出发，聚焦电解液和日化

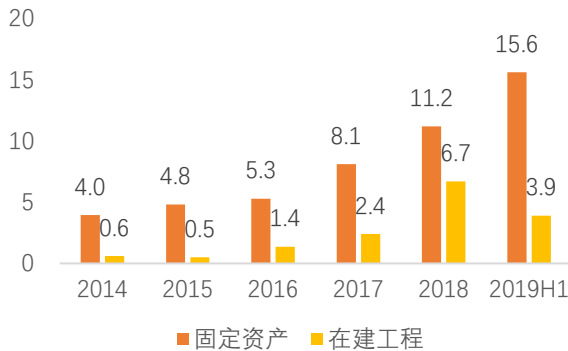
天赐电解液发展历程：2015 年通过并购东莞凯欣获得电解液战略性客户，并一直在电解液领域深耕，布局上游原材料，成长为电解液龙头企业。然而，回顾 2016-2019 年，天赐在往上游打造一体化的路上业务太过分散，正极材料、选矿等业务出现了经营性亏损。从报表数据看，天赐 2016-2018 年的固定资产和在建工程上涨明显，减值损失也在 2016-2018 年快速上升。

天赐在 2016-2019 年扩张速度过快，市场认为天赐业务杂乱，且盈利水平差。而本篇报告主要从电解液研究视角，重新认识天赐材料：

第一，公司确实因为“走太快而犯过错”，但这背后也反应了管理层是具有冒险精神的企业家，勇于试错并承担风险。

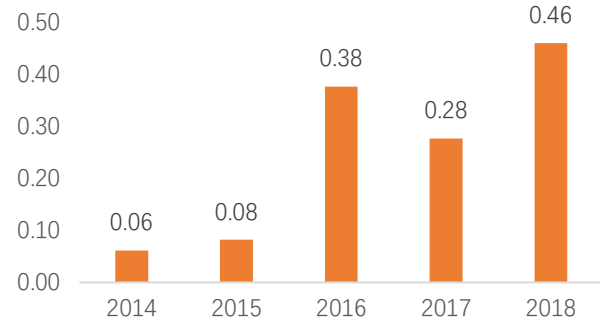
第二，我们在 2019 年底明显看到了公司变化。19H1 天赐在建工程项目明显缩减，在电解液价格处于低位时，天赐的毛利率、市占率双双提升。与此同时，公司清理拖累业务，聚焦电解液、日化，重新出发。

图 1：天赐材料固定资产和在建工程（亿）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：天赐材料减值损失（亿）

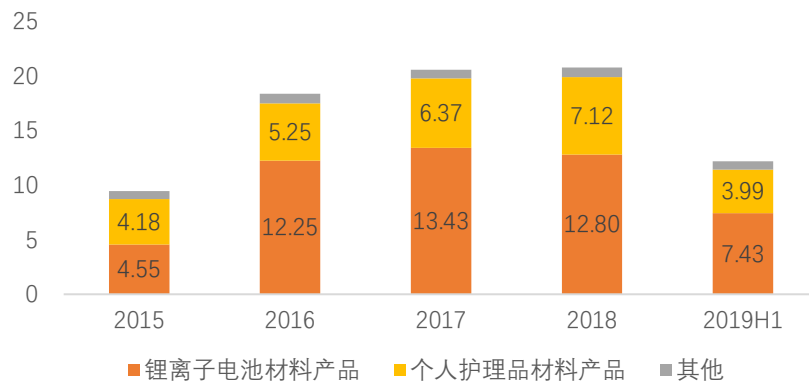


资料来源：Wind、天风证券研究所

天赐材料的主营业务为锂离子电池材料和个人护理品材料。2018 年天赐材料营业收入 20.8 亿，其中锂电材料收入 12.8 亿，占营业收入 62%。

锂电材料主要包括电解液和正极材料磷酸铁，公司还配套布局电解液上游原料，包括六氟磷酸锂、新型电解质、添加剂等。**在锂电材料产品中，营收占比最高的是电解液业务。**个人护理品材料产品是天赐材料第二大主营业务，2018 年营业收入 7.1 亿，占营业收入 35%。个人护理品材料产品包括洗发护发、护肤品以及消毒液、清洁剂等用品。

图 3：天赐材料主要营收来自锂电材料和日化（亿元）

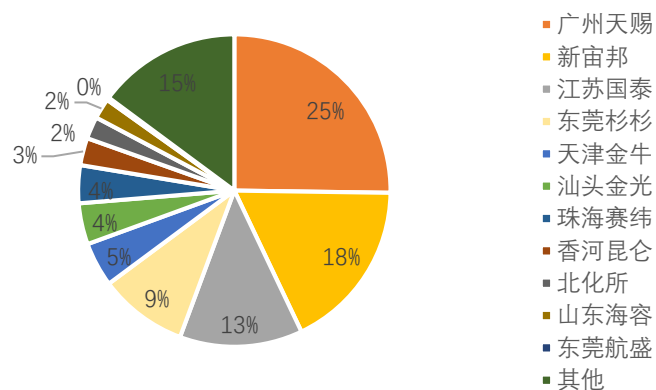


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.1. 行业集中度高，天赐系龙头，18 年市占率 25%

电解液市场集中度较高，CR3 占比 56%。2018 年电解液总出货量 14.15 万吨，其中天赐材料出货量 3.57 万吨，占比 25%，位列第一；新宙邦出货量 2.51 万吨，占比 18%，位列第二；江苏国泰出货量 1.8 万吨，占比 13%，位列第三。

图 4：2018 年电解液竞争格局（出货量）



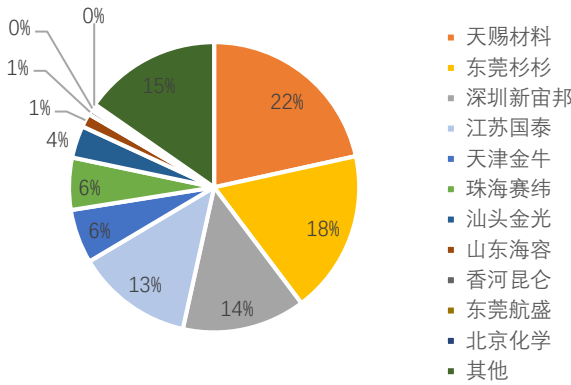
资料来源：高工锂电、天风证券研究所

2018 年，国内数码电池电解液共出货 4.73 万吨，占整体电解液市场 33%，动力电池电解液出货 7.74 万吨，占比 55%，储能电池电解液出货 0.8 万吨，占比约 6%。

数码目前电解液市场 CR3 集中度约 54%。2018 年天赐出货 1.02 万吨，占比 22%；东莞杉杉出货 0.86 万吨，占比 18%；新宙邦出货 0.65 万吨，占比 14%。

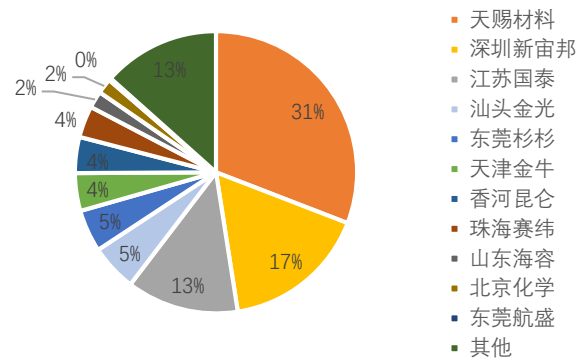
动力电池电解液市场 CR3 集中度约 61%。2018 年天赐出货 2.39 万吨，占比 31%；新宙邦出货 1.29 万吨，占比 17%；江苏国泰出货 1 万吨，占比 13%。

图 5：2018 年数码电池电解液竞争格局



资料来源：高工锂电、天风证券研究所

图 6：2018 年动力电池电解液竞争格局



资料来源：高工锂电、天风证券研究所

1.2. 思考一：看五年，电解液市场空间有多大？

国内市场空间测算： 我们预计 2019-2021 年国内动力电池装机分别为 62.3、86.5、138.4GWh，对应 2020、2021 年增速分别为 39%、60%。3C 数码电池 2018 年产量为 32GWh。消费电子行业进入成熟期，未来 3C 锂电池增速较为平稳。储能电池 2018 年产量 5.2GWh，目前基数较小，但随着磷酸铁锂电池的降价，储能经济性不断提升，可能带来较快增长。

看 2020 和 2025 年，我们预计国内锂电池装机分别为 131、479GWh，对应电解液需求 17.1、53.1 万吨。电解液价格以年均降幅 3% 计算，动力电解液不含税价格分别为 3.6、3.1 万/吨，数码价格分别为 4.1、3.5 万/吨。**对应电解液 2020、2025 年市场空间分别为 64、167 亿。**

表 1：中国电解液市场空间测算

	单位	2018	2019E	2020E	2025E	
电池需求	总需求	GWh	102	103	131	479
	-动力	GWh	65	62.4	86.5	400
	-3C	GWh	31.8	34	36.6	59
	-储能	GWh	5.2	6.8	8.2	20.3
电解液需求	总需求	万吨	13.3	13.4	17.1	53.1
	-动力	万吨	17.1	53.1	11.2	44
	-3C	万吨	4.1	4.4	4.8	6.5
	-储能	万吨	0.7	0.9	1.1	2.6
电解液价格	动力	万/吨	3.8	3.7	3.6	3.1
	3C	万/吨	4.3	4.2	4.1	3.5
	平均价格	万/吨	3.9	3.9	3.7	3.1
电解液	市场空间	亿	52	52	64	167

资料来源：高工锂电、天风证券研究所

海外市场空间测算： 随着欧洲电动化提速，特斯拉全球销量高增，我们预计海外动力电池迎来高速增长，2019-2021 年装机 46.1、86.5、144GWh，对应 2020、2021 年增速分别为 88%、67%。消费电池增速平稳，预计年增速 10%-15%，储能较快增长。

预计 2020、2025 年海外电池需求合计 146.9、579.5GWh，对应电解液需求 19.1、64 万吨。电解液价格以年均降幅 3% 计算，动力 2020、2025 年不含税价格分别为 3.6、3.1 万/吨，数码价格分别为 4.1、3.5 万/吨。储能电池电解液以动力电池电解液价格计算。**对应**

电解液 2020、2025 年市场空间分别为 72、202 亿。

表 2：海外电解液市场空间测算

		单位	2018	2019E	2020E	2025E
电池需求	总需求	GWh	82.6	98.1	146.9	579.5
	-动力	GWh	36.1	46.1	86.5	469.7
	-3C	GWh	41.7	46.1	52.7	98.6
	-储能	GWh	4.8	6	7.7	11.1
电解液需求	总需求	万吨	10.7	12.8	19.1	64
	-动力	万吨	4.7	6	11.2	51.7
	-3C	万吨	5.4	6	6.9	10.8
	-储能	万吨	0.6	0.8	1	1.4
电解液价格	动力	万/吨	3.8	3.7	3.6	3.1
	3C	万/吨	4.3	4.2	4.1	3.5
	平均价格	万/吨	4	3.9	3.8	3.2
市场空间	亿	43	50	72	202	

资料来源：高工锂电、天风证券研究所

因此，全球电解液需求 2020、2025 年分别为 36、117 万吨，对应行业空间 136、396 亿。电解液平均单价分别为 3.8、3.2 万/吨。

表 3：全球电解液市场空间

	单位	2018	2019E	2020E	2025E
国内电解液需求	万吨	13.3	13.4	17.1	53.1
海外电解液需求	万吨	10.7	12.8	19.1	64
合计	万吨	24	26.2	36.2	117.1
平均单价	万/吨	4	3.9	3.8	3.2
市场空间	亿	95	102	136	369

资料来源：高工锂电、天风证券研究所

1.3. 思考二：看五年，龙头公司营收和利润预计多少？

天赐 2018 年电解液出货 3.57 万吨，其中动力电池电解液 2.39 万吨，数码电池电解液 1.02 万吨。我们以行业平均价格计算，税后动力电池电解液均价 3.7 万/吨、数码电池电解液税后均价 4.3 万/吨，龙头企业 2018 年电解液营收约 13.2 亿。

2018 年国内外电解液市场空间约 95 亿，龙头企业占比约 14%。由于锂电需求增长主要在动力，龙头企业的渗透率会随动力电池放量迅速提升。

我们假设 2020、2025 年龙头渗透率分别为 22%、25%，对应龙头企业 2020、2025 年营收 30 亿、92 亿。以净利率 12% 计算，龙头企业在 2020、2025 年净利润分别为 3.6、11.1 亿。

表 4：电解液龙头企业营收和利润测算

	单位	2020E	2025E
国内外电解液市场空间	亿	136	369
渗透率	%	22%	25%
营收	亿	30	92
净利率	%	12%	12%
净利润	亿	3.6	11.1

资料来源：高工锂电、天风证券研究所

2. 天赐材料的核心竞争力分析

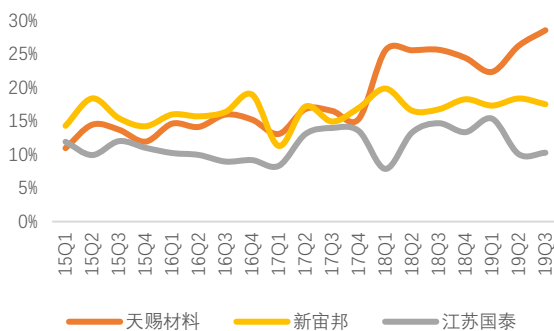
天赐在 2015-2017 年与新宙邦、江苏国泰的市占率相当，而在 2018 年市场份额迅速提升，与竞争对手拉开差距。虽然天赐由于其它业务拖累，净利率较低，但 2019 年 Q1、Q2、Q3 天赐毛利率与电解液市占率逐季提升，电解液业务成绩亮眼。

2.1. 转变：天赐市占率和盈利能力不断提升

拉开差距的主要原因是电解液价格战，落后企业产能出清带动天赐市占率快速提升。动力电池电解液价格从 2017Q1-2018Q2 不断下降，由 2017Q1 6.3 万/吨下降至 2018Q2 4.1 万/吨，天赐材料的销售毛利率也由 2017Q1 36% 下降至 2018Q2 21%。

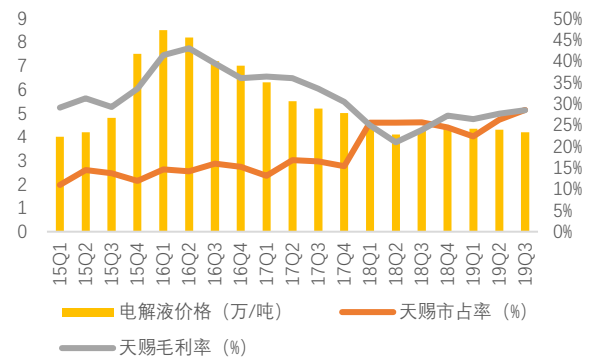
2019 年以来，电解液价格趋于平稳，但 2019Q1、Q2、Q3 天赐毛利率和市占率逐季提升。2019Q3 市占率达到 29%，毛利率达到 28%，具备竞争优势。

图 7：天赐、新宙邦、江苏国泰电解液市占率 (%)



资料来源：高工锂电、天风证券研究所

图 8：天赐市占率和盈利能力 2019Q1 以来逐季提升



资料来源：高工锂电、公司公告、天风证券研究所

2.2. 竞争力 1：绑定国内锂电龙头，开拓国际客户

宁德时代是天赐的重要客户之一，天赐将受益于锂电龙头出货量提升。除此之外，天赐积极布局海外市场，开拓国际一线客户。

2.2.1. 绑定锂电龙头，与 CATL 共同成长

宁德时代是天赐电解液的主要客户之一。宁德时代是目前国内动力电池市场的绝对龙头，2019 年装机量 32.3GW，占国内整体装机量 52%。除了国内市场外，宁德时代也在海外进行布局。首个海外工厂位于德国图林根州，计划于 2021 年投产，预计到 2022 年可实现 14GWh 的电池年产能。除此之外，在特斯拉 2019 年四季报财报会议上，特斯拉确认已经

跟宁德时代达成合作，未来可能供货特斯拉。根据我们测算，宁德时代 2020、2021 年出货量分别为 56、91GW，对应增速 60%、62%。随着主要客户宁德时代电池出货量提升，天赐材料将受益于电池龙头的快速成长。

表 5：宁德时代电池出货量测算

	2018	2019E	2020E	2021E
国内装机量	56.97	62.31	86.49	138.36
-CATL 渗透率	41%	52%	55%	50%
海外装机量	34.16	46.08	86.47	144.02
-CATL 渗透率	0%	1%	5%	10%
海外装机量 (GW)	23.36	32.86	51.57	83.58
出货量 (GW)	21.31	34.91	55.87	90.55
YOY	80%	64%	60%	62%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2.2. 布局海外/合资子公司，开拓全球客户

天赐积极布局海外战略，开拓全球客户。2020 年 1 月，欧洲电动车销量数据超预期，德国 2020 年 1 月销量 1.61 万辆，YOY+138%；法国 1 月电动车销量 1.46 万辆，YOY+212%；英国 1 月电动车销量 0.87 万辆，YOY+146%。同时国产特斯拉逐步放量，行业整体向上趋势明确。

天赐材料在 2019 年 10 月发布公告，分别在韩国、捷克设立全资子公司。在韩国布局主要为满足周边国际客户快速提供电解液配样的需求，促进公司与国际客户间的合作。在捷克布局主要是为更好服务欧洲市场做前期筹备。

表 6：天赐布局海外/合资子公司

公告时间	海外/合资公司	主要业务
2019 年 10 月	在韩国投资设立全资子公司	实验与研发
2019 年 10 月	在捷克投资设立全资子公司	锂电原材料的生产和销售、化学品贸易、技术进出口
2018 年 3 月	子公司九江天赐与日本中央硝子成立合资子公司 天赐中硝	液体六氟磷酸锂的生产及销售

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 竞争力 2：原材料自供叠加工艺优势，成本优势明显

天赐通过原材料自产来降低成本，取得超额收益。在工艺上，采用液体 6F，成本低于固体 6F。而在工艺流程上，物料形成循环利用体系也使原材料成本进一步下降。

2.3.1. 自产 6F 及上游原材料，自给率高

天赐自制 6F 及上游原材料降低成本。从成本结构来看，电解液成本主要来自原材料，而原材料中 6F 成本占比较大。以赛纬电子的电解液成本构成为例，2017 年直接材料在成本中占比 95%，其中 6F 成本占比 70.7%。天赐材料自制 6F 可控制大部分原材料的稳定供应和避免价格波动的风险。

表 7：赛纬电子电解液成本结构

	2014	2015	2016	2017H1
直接材料	90.4%	90.8%	95.1%	94.8%
其中六氟磷酸锂成本	35.4%	37.3%	70.7%	72.4%
直接人工	2.6%	1.9%	0.9%	0.6%
制造费用	7.0%	7.3%	4.0%	4.6%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

6F 的主要成本是直接材料。以天际股份 6F 的成本结构来看，2018 年原材料成本占比 82%。根据天际股份披露，每吨 6F 需要 0.3 吨碳酸锂，碳酸锂成本占比约 35%。2018 年天际股份 6F 的毛利率约 25%，单吨毛利约 3 万元，若 6F 自制，每吨电解液可增加毛利 0.39 万元。对应 2018 年 3.7 万/吨的动力电池电解液不含税均价，毛利率可提升 10.5%。

表 8：天际股份六氟磷酸锂成本结构测算

	2017		2018	
	占比	每吨成本 (万)	占比	每吨成本 (万)
直接材料	78.34%	6.92	81.74%	7.58
其中碳酸锂成本	42.50%	3.76	34.83%	3.23
直接人工	2.80%	0.25	2.34%	0.22
制造费用	18.86%	1.67	15.92%	1.48

资料来源：公司公告、天风证券研究所

除六氟磷酸锂之外，天赐在 2018 年投资建设 5 万吨氟化氢，并在 2019 年 12 月发公告规划扩产六氟磷酸锂的主要原料五氟化磷、氟化锂等。

表 9：天赐电解液上游材料布局

公告日期	产能规划	建设周期	建设投资额 (亿)
2019 年 12 月	年产 2 万吨电解质基础材料(五氟化磷、氟化锂等)及 5800 吨新型锂电解质 (LiFSi 等)项目	30 个月	4.64
2019 年 12 月	年产 6 万吨/年液体六氟磷酸锂装置、年产 7 万吨/年溶剂装置及年产 15 万吨/年电解液母液配制装置	30 个月	3.19
2019 年 6 月	年产 40 万吨硫磺制酸项目	12 个月	2.34
2019 年 6 月	年产 20 万吨高钴氢氧化镍项目 (一期 A 段)	24 个月	11.73

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3.1. 液体 6F 成本低于固体

液体 6F 成本低于固体 6F。液体 6F 的生产工艺相对简单，生产成本和产品价格相对较低。液体六 6F 中晶体 6F 含量在 30~35%，因此 6000 吨液体 6F 相当于 2000 吨固体 6F。

从投资额来看，天赐 2014 年通过非公开发行股票募集年产 6000 吨液体 6F (相当于 2000 吨固体 6F)，实际投资金额为 4972 万。而 2016 年通过非公开发行股票募集年产 2000 吨固体 6F 的实际投资额为 8837 万。液体 6F 的投资额要低于固体。天赐大力布局液体 6F，2019 年 12 月发布公告，规划产能 6 万吨液体 6F。

表 10：天赐材料六氟磷酸锂募投项目

投资项目	实际投资金额 (万)	募集方式
6000t/a 液体六氟磷酸锂	4972	2014 年度非公开发行股票
2000t/a 固体六氟磷酸锂	8837	2016 年度非公开发行股票

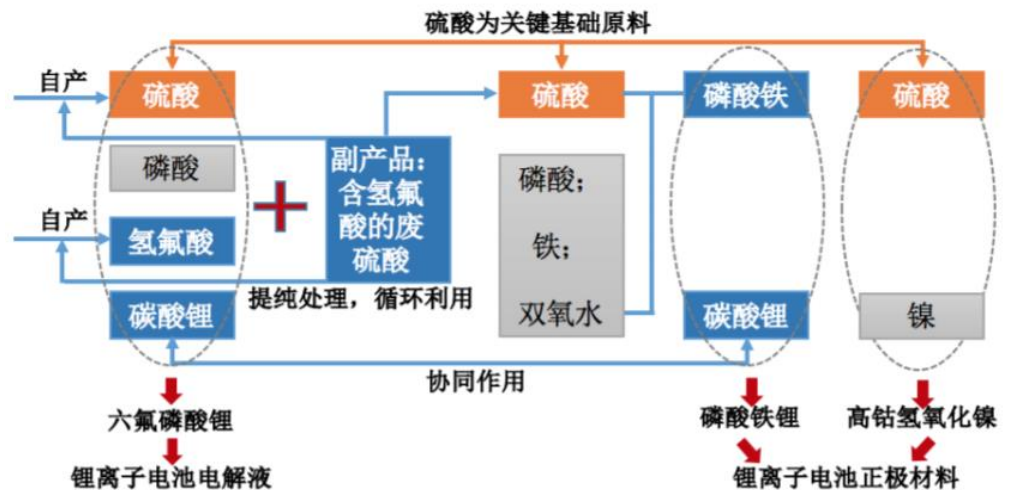
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3.2. 物料循环体系降低原料成本

天赐的物料循环体系降低原料成本，主要源于工艺的不同。硫酸在生产 6F、LiFSI、正极前驱体等生产工艺中处于重要供应位置，而天赐的工艺产生副产品硫酸可循环再利用，降低原料成本。天赐 2019 年 5 月发行可转债项目，募集资金用于投资建设年产 40 万吨硫磺制酸项目，主要产品包括 98%硫酸、三氧化硫（SO₃）和氯磺酸等。

除硫酸外，三氧化硫可替代发烟硫酸作为 6F 原料，可减少约 65%的副产硫酸（含氢氟酸）产生；氯磺酸为 LiFSi 的原料；LiFSi 生产过程中产生大量氯化氢尾气，可作为氯磺酸原料。

图 9：天赐材料锂电材料工艺流程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.4. 竞争力 3：布局新型添加剂，为高端动力电池保障稳定供应

目前新型电解液添加剂主要有：LiFSI、LiPF₂、LiTDI、ODF、ODFP。天赐着力布局新型添加剂，为高端动力电池研发新型产品。

LiFSI 目前是最有产业化前景的新型电解质。LiFSI 在热稳定性、对水分的敏感性、导电性等方面具有明显的优势，在性能上能针对性解决锂电池循环寿命较短、安全隐患等行业技术难题。LiFSi 生产难度大，目前价格高昂，仅在高端乘用车锂离子电池材料中使用。随着国产化不断突破，成本有望不断降低。2019 年 12 月天赐发布公告规划扩产 5800 吨新型锂电电解质，其中包括 LiFSI。

二氟磷酸锂（LiPF₂）作为电解液添加剂可以提高锂电池的高温循环性能、储存性能、低温输出性能以及过充保护与均衡容量性能。通常需要在特定的电解液配方中配合使用，使用量在总量的 0.1%-1%之间。天赐 2300 吨新型锂盐项目中有子项目 150 吨 LiPO₂F₂ 项目。

LiTDI 综合性能优异，在电解液中具有非常高的锂离子迁移数，有望减少锂盐用量（约为六氟磷酸锂的三分之一）从而降低电池成本。同时，LiTDI 具有优异的热稳定性，在水分存在时也保持稳定，电化学稳定性高，能满足高要求的正极材料。

2018 年 3 月，天赐材料的全资子公司九江天赐与日本中央硝子株式会社合资成立天赐中硝，九江天赐持股比例 65%，中央硝子持股比例 35%。天赐中硝主要经营液体六氟磷酸锂的生产和销售，规划扩产液体六氟磷酸锂 6 万吨。除 6F 外，中央硝子在电解液添加剂上的积累也较为深厚，可能帮助天赐在新型添加剂上有所提升。

表 11：电解液新型添加剂

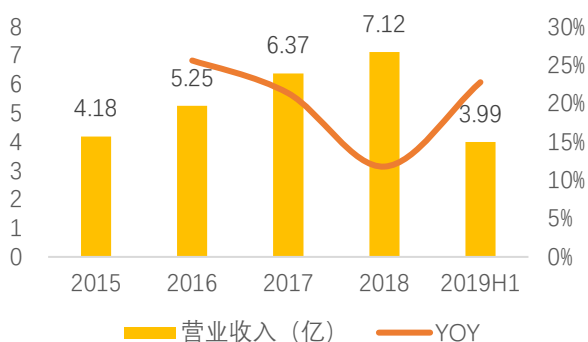
新型添加剂	主要作用
LiFSI	提升热稳定性、对水分的敏感性、导电性
LiPF ₂	提升高温循环性、储存性能、低温输出性能、过充保护与均衡容量性能
LiTDI	综合性能优异，可减少锂盐用量

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 盈利预测

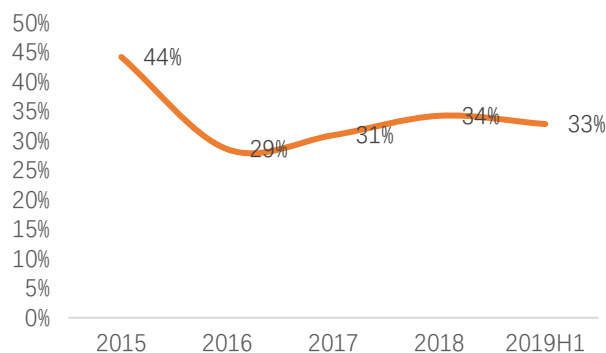
公司第二大业务日化主要包括洗发水、护肤品、消毒液、清洁剂等个人消费品。2018 年天赐日化业务营业收入 7.1 亿，同比增长 12%，占营业收入 35%。2019H1 营业收入 4 个亿，同比增长 23%，毛利率稳定在 30%左右。公司不断推进日化材料在护肤和彩妆市场的销售力度，并开拓海外区域市场，开发高毛利新产品，使收入稳步增长。

图 10：天赐材料日化业务营收（亿）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：天赐材料日化业务毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计天赐材料 2019-2021 年电解液销量分别为 5、8、13.8 万吨，其中宁德时代电解液供应量 2.3、3.7、6.1 万吨，LG 南京供应量 0.3、0.72.7 万吨。

电解液价格由于 2017-2018Q2 行业价格战之后价格趋于稳定，假设不含税单价 3.8 万元/吨，年价格降幅 3%。对应 2019-2020 年电解液营业收入分别为 19、29.5、49.2 亿元。毛利率由于成本继续下降略有增加。

日化业务部分，营收稳步增长，毛利率保持稳定。我们预计 2020-2021 年营业收入 28.7、41.1、62.9 亿元，同比增长 38%、43%、53%。归母净利润预计 2019-2021 年 2.6、4、6.1 亿，2020、2021 年对应 PE 42x、28x。

表 12：天赐材料盈利预测

项目	单位	2019E	2020E	2021E
电解液销量	万吨	5	8	13.8
-其中 CATL	万吨	2.3	3.7	6.1
-其中 LG	万吨	0.3	0.7	2.7
单价	万元/吨	3.8	3.7	3.6
电解液营收	亿元	19	29.5	49.2
电解液毛利率	%	30%	31%	32%
日化营收	亿元	8.5	10.1	11.9
日化毛利率	%	32%	32%	32%
其它业务营收	亿元	1.2	1.5	1.8
合计营业收入	亿元	28.7	41.1	62.9
YOY	%	38%	43%	53%

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们考虑 1) 电解液行业具有成长性, 2020 年市场空间 136 亿, 2025 年市场空间 369 亿, 年均增长 22%, 且天赐作为龙头企业仍有向上走的空间。2) 从产业链布局来看, 公司有冒险, 但管理层决定解决拖累业务, 聚焦主业。3) 在 2019 年电解液价格低迷时, 天赐市占率、毛利率均逐季增长。我们认为 2021 年归母净利润 6 亿。同行业公司 2021 年 PE 区间 30-50, 我们给与天赐 2021 年 35 倍 PE, 对应市值 214.6 亿, 目标价 39.14 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 同行业公司万得一致预测 PE

	2019E	2020E	2021E
宁德时代	53	62	51
璞泰来	51	45	37
恩捷股份	48	46	37
新宙邦	38	32	30

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	322.97	214.94	1,338.14	856.23	1,295.87	营业收入	2,057.30	2,079.85	2,874.14	4,109.73	6,294.47
应收票据及应收账款	1,040.61	952.23	1,324.15	1,993.82	3,087.99	营业成本	1,359.63	1,574.02	1,934.87	2,750.64	4,194.00
预付账款	25.18	195.59	70.41	157.25	256.29	营业税金及附加	17.26	14.30	19.26	27.54	42.17
存货	331.97	698.35	151.77	1,201.22	685.53	营业费用	106.69	108.44	146.58	217.82	348.71
其他	99.09	425.17	204.44	257.38	324.35	管理费用	114.27	166.57	227.06	330.01	516.15
流动资产合计	1,819.83	2,486.28	3,088.91	4,465.89	5,650.04	研发费用	106.16	109.51	169.57	267.13	412.29
长期股权投资	349.61	144.32	144.32	144.32	144.32	财务费用	15.65	44.26	73.54	89.51	97.96
固定资产	811.89	1,120.25	1,361.39	1,505.40	1,578.15	资产减值损失	27.65	46.03	45.00	20.00	20.00
在建工程	259.40	681.40	444.84	314.91	218.94	公允价值变动收益	(26.22)	1.29	(155.63)	21.57	37.50
无形资产	201.70	295.88	283.19	270.50	257.81	投资净收益	61.92	485.72	202.00	47.00	25.00
其他	249.30	206.76	203.44	211.81	203.39	其他	(83.04)	(1,012.07)	(92.74)	(137.14)	(125.00)
非流动资产合计	1,871.89	2,448.61	2,437.18	2,446.94	2,402.61	营业利润	357.33	541.78	304.63	475.65	725.68
资产总计	3,691.72	4,934.89	5,526.09	6,912.83	8,052.65	营业外收入	0.50	2.47	5.50	2.00	1.40
短期借款	222.00	763.55	1,100.00	1,200.00	1,300.00	营业外支出	1.27	11.64	5.00	5.97	7.54
应付票据及应付账款	600.49	864.41	586.72	1,633.10	1,844.69	利润总额	356.56	532.60	305.13	471.68	719.54
其他	178.01	209.66	347.47	231.00	519.74	所得税	55.30	85.52	49.25	76.13	116.13
流动负债合计	1,000.50	1,837.62	2,034.19	3,064.09	3,664.43	净利润	301.26	447.08	255.88	395.55	603.41
长期借款	0.00	48.00	52.80	58.08	63.89	少数股东损益	(3.47)	(9.20)	(2.94)	(5.75)	(9.37)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	304.73	456.28	258.82	401.29	612.78
其他	46.05	83.04	45.93	58.34	62.43	每股收益(元)	0.56	0.83	0.47	0.73	1.12
非流动负债合计	46.05	131.04	98.73	116.42	126.32						
负债合计	1,046.55	1,968.66	2,132.92	3,180.51	3,790.75						
少数股东权益	107.63	144.69	141.90	136.25	127.08	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	339.67	339.47	548.32	548.32	548.32	成长能力					
资本公积	1,191.87	1,068.77	1,068.77	1,068.77	1,068.77	营业收入	11.98%	1.10%	38.19%	42.99%	53.16%
留存收益	2,209.90	2,482.07	2,702.95	3,047.75	3,586.49	营业利润	-21.77%	51.62%	-43.77%	56.14%	52.57%
其他	(1,203.91)	(1,068.77)	(1,068.77)	(1,068.77)	(1,068.77)	归属于母公司净利润	-23.11%	49.73%	-43.28%	55.05%	52.70%
股东权益合计	2,645.17	2,966.23	3,393.17	3,732.32	4,261.90	获利能力					
负债和股东权益总	3,691.72	4,934.89	5,526.09	6,912.83	8,052.65	毛利率	33.91%	24.32%	32.68%	33.07%	33.37%
						净利率	14.81%	21.94%	9.01%	9.76%	9.74%
						ROE	12.01%	16.17%	7.96%	11.16%	14.82%
						ROIC	21.42%	20.03%	9.74%	15.51%	17.47%
						偿债能力					
						资产负债率	28.35%	39.89%	38.60%	46.01%	47.07%
						净负债率	-3.18%	20.72%	-5.00%	11.22%	1.99%
						流动比率	1.82	1.35	1.52	1.46	1.54
						速动比率	1.49	0.97	1.44	1.07	1.35
						营运能力					
						应收账款周转率	2.39	2.09	2.53	2.48	2.48
						存货周转率	7.93	4.04	6.76	6.08	6.67
						总资产周转率	0.68	0.48	0.55	0.66	0.84
						每股指标(元)					
						每股收益	0.56	0.83	0.47	0.73	1.12
						每股经营现金流	-0.14	-0.58	0.43	-0.67	1.10
						每股净资产	4.63	5.15	5.93	6.56	7.54
						估值比率					
						市盈率	55.78	37.25	65.68	42.36	27.74
						市净率	6.70	6.02	5.23	4.73	4.11
						EV/EBITDA	7.44	9.81	37.65	26.96	18.67
						EV/EBIT	7.8	11.84	44.43	30.71	20.62

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	301.26	447.08	258.82	401.29	612.78
折旧摊销	97.83	137.76	68.11	78.61	85.91
财务费用	6.67	31.51	73.54	89.51	97.96
投资损失	(61.92)	(485.72)	(202.00)	(47.00)	(25.00)
营运资金变动	(532.32)	(465.26)	193.65	(904.55)	(194.17)
其它	109.14	16.38	(158.57)	15.82	28.13
经营活动现金流	(79.34)	(318.25)	233.56	(366.31)	605.61
资本支出	686.21	701.82	97.11	67.59	45.90
长期投资	108.44	(205.29)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,287.46)	(1,009.03)	356.15	(143.73)	(145.90)
投资活动现金流	(492.81)	(512.50)	453.26	(76.14)	(100.00)
债权融资	238.83	829.67	1,168.53	1,274.98	1,380.80
股权融资	654.55	(155.52)	135.31	(89.51)	(97.96)
其他	(198.77)	30.32	(867.46)	(1,224.93)	(1,348.81)
筹资活动现金流	694.61	704.47	436.38	(39.47)	(65.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	122.46	(126.28)	1123.2	(481.92)	439.65

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com