

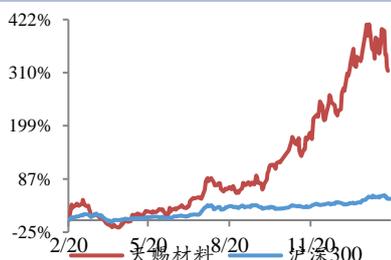
# 电解液盈利向好，日化结构优化

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-02-01

收盘价(元)	94.20
近12个月最高/最低(元)	117.80/19.49
总股本(百万股)	546
流通股本(百万股)	543
流通股比例(%)	99.45
总市值(亿元)	514
流通市值(亿元)	512

## 公司价格与沪深300走势比较



## 分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

## 联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

## 分析师：滕飞

执业证书号：S0010520080006

邮箱：tengfei@hazq.com

## 相关报告

1. 《华安证券新能源\_行业研究\_锂电正极高镍三元与磷酸铁锂两翼齐飞—新能源锂电池系列报告之四》2021-01-19

## 主要观点：

### ● 日化业务起家的电解液龙头企业

公司起家于精细化工日化领域，深耕电解液市场十年，出货量稳居第一，2020年市占率27%。

### ● 一体化布局六氟磷酸锂和差异化添加剂 建立成本优势

公司选择成本占比较高的六氟磷酸锂和从成本占比提升且具备差异化的添加剂，进行有针对性的一体化布局，并且构建循环产业链，建立了成本优势，毛利率高于同行。公司自产液体六氟，相较于固体六氟少了结晶等步骤，且在使用上更为便利。公司在建的液体六氟产能单吨投资额不足1.6万，显著低于公司和同行的固体项目。除了生产成本上的优势，液体六氟运输上的要求较固体六氟低，配置成电解液过程中更易混合且避免了固体溶解的放热问题，使用更为便利。

### ● 多基地布局 and 高质量研发优化客户服务

公司多地布局电解液工厂，三人小组精准投入，满足客户快速响应需求；三百余人研发团队提供研究支持，电解液配方储备丰富。公司和下游优势客户保持了良好的合作关系，电解液出货量稳步增长。

### ● 电解液格局清晰，行业向好，原材料涨价顺利传导

上游原材料涨价为电解液提供成本支撑，其中六氟磷酸锂每涨价1万元/吨给公司带来年化1.2亿的成本优势。电解液作为配方式产品原材料涨价传导相对容易；且电解液在电池中的成本约为0.027-0.033元/Wh，占比仅5%左右。原材料涨价顺利传导下，电解液价格从2020年9月初开始上涨。

### ● 日化业务稳步增长，优化品类结构扩大产能

我国日化行业增速高于全球，长年维持两位数增长，公司相关业务也稳步增长。公司新设清远基地，扩大转移广州基地现有产能并扩充品类，大幅扩张以氨基酸表面活性剂为代表的新产品优化了产品结构。

### ● 投资建议

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为7.23/10.06/12.81亿，EPS为1.32/1.84/2.35元，对应PE71/51/40。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

产品价格下降低于预期；新能源车发展不及预期

### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2755	4192	6156	7526
收入同比(%)	32.4%	52.2%	46.9%	22.2%
归属母公司净利润	16	723	1006	1281
净利润同比(%)	-96.4%	4330.9%	39.1%	27.4%
毛利率(%)	25.6%	37.9%	35.5%	36.0%
ROE(%)	0.6%	19.3%	19.4%	18.2%
每股收益(元)	0.03	1.32	1.84	2.35
P/E	692.71	71.14	51.15	40.15
P/B	4.05	13.76	9.95	7.31
EV/EBITDA	27.52	43.78	34.42	27.54

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 总论.....	5
2 日化起家的电解液龙头企业 .....	8
2.1 起家于精细化工日化领域，深耕电解液市场十年 .....	8
2.2 电解液盈利改善，日化业务稳步增长 .....	10
3 电解液一体化布局降本，绑定优质客户增量.....	12
3.1 电解液商业模式决定成本和客户服务为核心竞争力 .....	12
3.2 公司布局核心原材料奠定成本优势 .....	13
3.3 优化客户服务扩大市场份额 .....	17
3.4 电解液格局清晰，价格传导顺畅 .....	18
4 日化业务稳步增长，优化品类结构扩大产能.....	23
4.1 日化行业长年维持两位数增长，公司业务稳步增长 .....	23
4.2 新基地扩大产能扩充品类，产品结构优化 .....	25
5 正极轻装上阵，聚焦磷酸铁环节 .....	27
6 盈利预测与估值 .....	29
6.1 盈利预测 .....	29
6.2 相对估值 .....	30
风险提示 .....	30
财务报表与盈利预测 .....	31

## 图表目录

图表 1 六氟磷酸锂投资成本对比 .....	5
图表 2 电解液不含添加剂成本测算 (万元/吨) .....	6
图表 3 公司盈利预测拆分 .....	7
图表 4 天赐材料发展历程 .....	8
图表 5 天赐材料股权结构 .....	9
图表 6 天赐材料业务布局 .....	10
图表 7 天赐材料营业收入及增长率 .....	10
图表 8 天赐材料归母净利润及增长率 .....	10
图表 9 天赐材料毛利率及净利率 .....	11
图表 10 天赐材料费用率水平 .....	11
图表 11 天赐材料营业收入构成 .....	11
图表 12 天赐材料分项目毛利率 .....	11
图表 13 电解液主要成分构成 .....	12
图表 14 电解液成本拆分 .....	13
图表 15 公司电解液业务布局 .....	13
图表 16 公司六氟磷酸锂和 LiFSI 产能情况 .....	14
图表 17 六氟磷酸锂投资成本对比 .....	14
图表 18 天赐材料液体六氟物料平衡图 .....	15
图表 19 公司重点布局的添加剂结构及作用 .....	16
图表 20 公司循环产业链示意图 .....	16
图表 21 公司锂电材料和同行毛利率对比 .....	17
图表 22 公司电解液基地布局 .....	17
图表 23 天赐材料研发费用及其在营业收入占比 .....	18
图表 24 天赐材料研发人员数及其占比 .....	18
图表 25 2016-2020 年公司电解液出货量 .....	18
图表 26 电解液格局变化 .....	19
图表 27 2016-2020 年电解液出货量 .....	19
图表 28 碳酸二甲酯 (DMC) 涨价 (元/吨) .....	20
图表 29 碳酸二甲酯 (DMC) 产业链 .....	20
图表 30 不同 DMC 价格和比例下在电解液中的成本测算 .....	20
图表 31 六氟磷酸锂价格回升 .....	21
图表 32 电解液不含添加剂成本测算 (万元/吨) .....	21
图表 33 电解液价格回升 .....	22
图表 34 公司日化产品介绍 .....	23
图表 35 中国美妆个护市场规模及增速 .....	24
图表 36 2018 年全球各国家化妆品消费情况 .....	24
图表 37 公司个人护理品材料产品营收及毛利率情况 .....	24
图表 38 公司日化产能 .....	25
图表 39 公司甘氨酸类产品情况 .....	26

图表 40 公司循环产业设想及布局 .....	27
图表 41 碳酸锂价格情况 .....	27
图表 42 磷酸铁锂电池需求量预测 (GWH) .....	28
图表 43 公司盈利预测拆分 .....	29
图表 44 可比公司估值 .....	30

## 1 总论

公司起家于精细化工日化领域，深耕电解液市场十年，市占率稳居行业第一。

**电解液商业模式决定了成本和客户为核心竞争力。**电解液配方研发是电池中的核心环节，由电池厂和电解液厂家合作完成。电解液在电池中需要同时参与正负极两个界面的电化学反应，对整个电池的电化学性能至关重要，材料体系的研发升级也需要电解液的配合。合作研发模式之下，由于配方主要由电池厂所掌握，差异化主要在于成本和客户服务。电池厂对供应商的选择，除了价格成本之外，也会考虑产能布局带来的供应稳定和响应速度。合作研发的模式造成供应商和客户之间的联系更为密切，合作关系也更稳固，进入头部企业、和优质客户共同成长对于电解液厂家而言至关重要。

**公司选择成本占比较高的六氟磷酸锂和成本占比提升且具备差异化的添加剂，进行有针对性的一体化布局，并且构建循环产业链，奠定了成本优势，毛利率高于同行。**

**公司自产液体六氟，相较固体六氟有显著成本优势，且在使用上更为便利。**液体六氟相较于固体六氟在生产工艺中少了结晶等步骤，加上工艺路线上具备优势，在单位投资和原材料利用率上都有成本优势。公司在建的液体六氟产能单吨投资额不足 1.6 万，显著低于公司和同行的固体项目。除了生产成本上的优势，液体六氟运输上的要求较固体六氟低，配置成电解液过程中更易混合且避免了固体溶解的放热问题，使用更为便利。

图表 1 六氟磷酸锂投资成本对比

	天赐液体六氟	天赐液体六氟	天赐固体六氟	多氟多晶体六氟	多氟多晶体六氟
产能(万吨/年)	6	0.6	0.2	0.3	1
折合固体六氟产能(万吨/年)	2	0.2	0.2	0.3	1
投资额(亿元)	小于 3.20	0.49	1.52	2.02	6.02
单位投资额(万元/吨)	小于 1.60	2.45	7.61	6.72	6.02
公告时间	2019 年	2014 年	2016 年	2015 年	2017 年
建设周期	30 个月	1.5 年	20 个月	12 个月	5 年，分两期完成
备注	3.195 亿投资额对应 15 万吨锂电材料，除了 6 万吨液体六氟外还有 7 万吨溶剂和 15 万吨母液	改扩建项目，于 2017 年进入试生产	调整过投资额，于 19 年 12 月 31 日达到可使用状态		

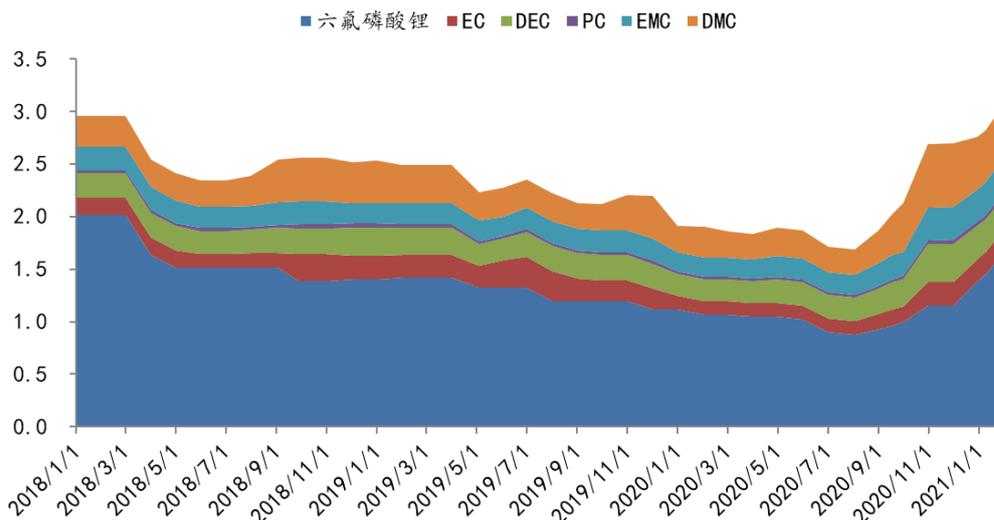
资料来源：公司公告，华安证券研究所

**在客户服务方面，公司多地布局电解液工厂，三人小组精准投入，满足客户快速响应需求；三百余人研发团队提供研究支持，电解液配方储备丰富。**在优势的客户服务和研发能力带动下，公司和下游优势客户保持了良好的合作关系，电

解液出货量稳步增长, 真锂研究数据显示, 公司 2020 年出货量达到 7 万吨, 同比增长 66.2%, 对应市占率为 27.2%, 稳居行业第一。

电解液行业格局相对稳定, 未来随着海外市场发展和海外客户引入, 竞争力强的龙头企业占据优势。上游原材料涨价为电解液提供成本支撑, 其中六氟磷酸锂每涨价 1 万元/吨给公司带来年化 1.2 亿的成本优势, 同时公司布局高昂添加剂 LiFSI 降低生产成本。电解液在电池中的成本约为 0.027-0.040 元/Wh, 占比仅 5%左右, 加上配方式产品的定价模式下, 原材料涨价能够顺利传导, 电解液价格从 2020 年 9 月初开始上涨。

图表 2 电解液不含添加剂成本测算 (万元/吨)



资料来源: 鑫椏数据, wind, 公司环评报告, 华安证券研究所测算

**公司日化业务稳步增长, 清远基地优化品类结构扩大产能。**从整个产业链上来看, 公司上游为化工原材料, 下游为宝洁、欧莱雅等日化厂家。商业模式上和电解液业务有一定相似之处, 配合客户进行产品配方的研发和新产品开发十分重要。公司以精细化工起家, 在合成工艺技术和成本方面有积累, 在客户服务方面也有丰富的经验, 目前为国内最大的日化原材料公司。我国日化行业增速高于全球, 长年维持两位数增长, 公司相关业务也稳步增长。公司新设清远基地, 扩大转移广州基地现有产能并扩充品类, 大幅扩张以氨基酸表面活性剂为代表的新产品优化了产品结构; 选址临近日化客户, 具有区位优势。清远项目达产后可实现年均营业收入 21.62 亿元, 净利润 2.41 亿元。

**正极业务轻装上阵, 聚焦磷酸铁环节有望扭亏为盈。**公司此前基于循环产业的设想布局了上游锂及正极材料业务, 由于行业景气度下行出现亏损, 计提了大量的资产减值, 目前碳酸锂价格企稳, 相关资产继续减值压力小。当下公司选择和六氟及电解液业务有直接协同作用的磷酸铁环节进行聚焦, 3 万吨磷酸铁产能爬坡中。

锂电材料方面我们假设 20/21/22 年电解液销量分别为 7.4/12.0/17.0 万吨, 单价分别为 3.32/3.65/3.30 万元/吨, 考虑到公司向上游布局降本, 毛利率分别为 33.4%/34.9%/35.6%。其他锂电材料假设 20/21/22 年营收分别为 2.0/2.5/2.5 亿元, 21/22 年毛利率均为 11%/12%。

个护业务方面我们假设 20/21/22 年卡波姆均价分别为 13.5/11.0/11.0 万元/吨，对应毛利率 77.8%/68.2%/68.2%；其他业务的营收增速分别 17%/15%/15%，20/21/22 年毛利率分别为 38.0%/35.0%/35.0%。

**图表 3 公司盈利预测拆分**

		2019A	2020E	2021E	2022E
电解液	销量 (万吨)	4.70	7.40	12.00	17.00
	单价 (万元/吨)	3.36	3.32	3.65	3.30
	收入 (亿元)	15.78	24.57	43.80	56.10
	增速	28.3%	55.7%	78.3%	28.1%
	毛利率	29.2%	33.4%	34.9%	35.6%
锂电材料其他	收入 (亿元)	1.20	2.00	2.50	2.50
	毛利率	0.0%	0.0%	11.0%	12.0%
锂电材料小计	收入 (亿元)	16.98	26.57	46.30	58.60
	增速	32.6%	56.5%	74.3%	26.6%
	毛利率	27.2%	31.4%	33.6%	34.6%
卡波姆	销量 (吨)	2449.00	3900.00	3600.00	3600.00
	单价 (万元/吨)	4.49	13.50	11.00	11.00
	收入 (亿元)	1.10	5.27	3.96	3.96
	毛利率	33.8%	77.8%	68.2%	68.2%
个护其他	收入 (亿元)	6.91	8.09	9.30	10.70
	增速	10.8%	17.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	33.8%	38.0%	35.0%	35.0%
个护小计	收入 (亿元)	8.01	13.35	13.26	14.66
	增速	12.6%	66.6%	-0.7%	10.5%
	毛利率	33.8%	53.7%	44.9%	44.0%
总计	收入 (亿元)	27.55	41.92	61.56	75.26
	增速	0.32	0.52	0.47	0.22
	毛利率	25.6%	37.9%	35.5%	36.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 41.92/61.56/75.26 亿，归母净利润分别为 7.23/10.06/12.81 亿，同比 4330.9%/39.1%/27.4%，对应 PE 分别为 71/51/40。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 2 日化起家的电解液龙头企业

### 2.1 起家于精细化工日化领域，深耕电解液市场十年

公司起家于精细化工日化领域，深耕电解液市场十年，为电解液龙头企业。公司成立于2000年，最初主要以为日用化学品厂商提供原料与配方为主。2004年，公司开始对锂离子电池电解液投入研发，并于2010年在江西九江建成锂电池电解液产线。2014年，公司于深交所主板挂牌上市。目前，公司电解液产品年出货量高居国内市场首位。

图表 4 天赐材料发展历程

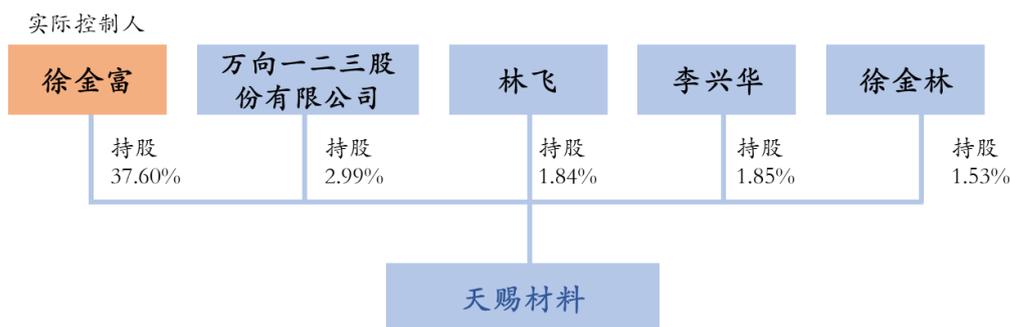
时间	发展历程
2000	成立广州天赐高新材料科技有限公司
2002	公司被认定为广州高新技术企业 成立广州天赐有机硅科技有限公司
2005	组建广州市精细化学品工程技术研发中心 完成股份制改造，成立广州天赐高新材料股份有限公司
2007	成立遂昌天赐 成立九江天赐
2008	公司被认定为国家级高新技术企业
2009	与万向集团达成战略联盟 与华南师范共同组建电化学储能材料与技术教育部工程研究中心 国家人力资源和社会保障部批准组建天赐材料博士后科研工作站 九江天赐年产 2000 吨卡波姆生产线试产成功
2010	九江天赐电解液试产成功 黄埔工厂表面活性剂与硅油车间试产成功 广州天赐有机硅科技有限公司通过国家高新技术企业认证
2011	与宝洁公司达成合作 九江天赐一二期工程建成完工 九江电解质项目投产 电池材料进军锂动力电池市场
2012	九江天赐一期达产并实现盈利 10月在天津设立子公司
2013	晶体六氟磷酸锂投放市场 日化材料两性表面活性剂销售突破两万吨
2014	1月23日，广州天赐高新材料股份有限公司在深交所上市 3月，年产3000吨水溶性聚合物树脂材料募投项目正式投产
2015	8月收购广州中科立新材料科技有限公司70%股权 9月非公开发行股票获证监会批复 10月年产1000吨六氟磷酸锂募投项目试生产 广州天赐技术中心通过国家企业技术中心认定
2016	电池材料产销量创新高，蝉联全球第一 天津天赐竣工投产 呼和浩特天赐成立

2016 年度非公开发行股票发行	
2018	日化氨基酸和阳离子纤维素车间正式投产 成立江苏天赐 新型锂盐 LiFEI 产出、技术重大突破
2019	高电压和高镍三元动力电解液配方技术取得突破, TC-E863#系列全 面投产 九江天赐氨基酸连续反应项目成功投用

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

股权结构清晰, 董事长兼总经理徐金富在精细化学品行业深耕多年。徐金富先生 1987 年毕业于中国科学院化学专业, 硕士研究生学历, 于 1988 年创立了蓝月亮前身道明化学, 在行业深耕超过三十年, 具有深厚的精细化学品产品研发及企业管理背景。2000 年, 徐金富先生创立公司前身广州天赐高新材料科技有限公司, 目前持股占比 37.60%, 为公司第一大股东及实际控制人。2009 年, 公司与万向集团达成战略联盟。截至目前, 万向集团控股子公司万向一二三股份有限公司持有广州天赐 2.99% 的股份。此外, 林飞为徐金富配偶之妹的配偶, 徐金林为徐金富弟弟。

图表 5 天赐材料股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

全国多基地研发生产布局, 积极布局海外。公司目前已经投产的有广州、天津、九江、安徽、宁德五个生产基地。其中, 九江天赐占地约 3000 亩, 大部分电解液及日化品产能集中于此, 安徽基地则为九江基地提供辅助生产功能。除此之外, 公司还有佛冈、溧阳及欧洲 (捷克) 三个生产基地在建。

图表 6 天赐材料业务布局

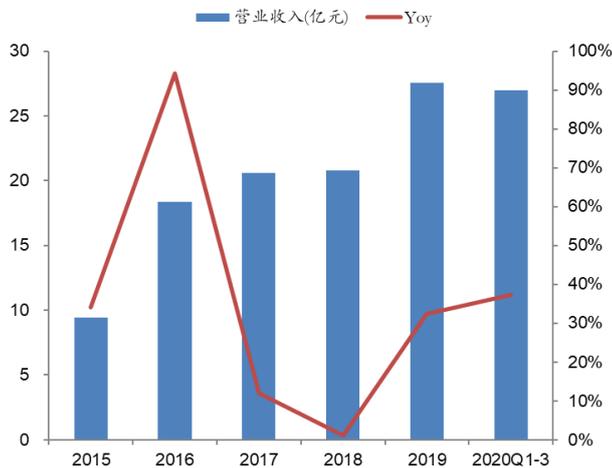
地点		业务布局
<b>已投产</b>		
广州	主营日化	
天津	主营日化，为蓝月亮、宝洁等公司供货	
九江	接近 3000 亩地，主要的化学反应基地，电解液与日化	
安徽	为九江基地提供辅助生产	
宁德	主营锂电材料，为电池企业做配套	
<b>在建</b>		
清远	日化生产研发	
溧阳	主营锂电材料	
欧洲 (捷克)	主营锂电材料	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 电解液盈利改善，日化业务稳步增长

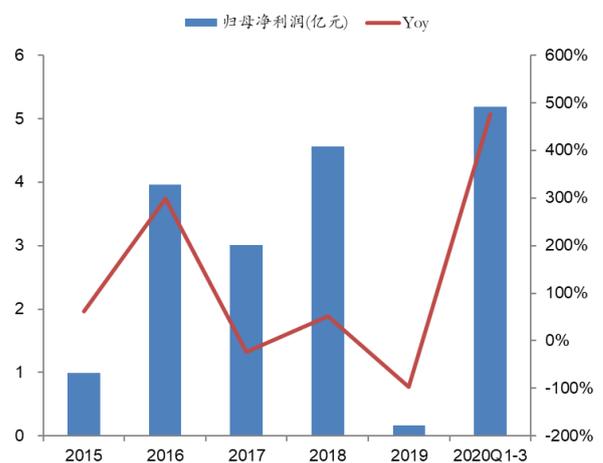
近五年营收保持增长，2020Q1-3 净利润同比增加近五倍。2015-2019 年，公司营收复合增长率为 23.84%，2020Q3 公司营收达到 26.96 亿元，相比于去年同期增长 37.24%。2019 年公司全年归母净利润仅为 0.163 亿元，相比于 2018 年跌幅高达 96.42%，主要是由于正极材料、锂盐制造及锂矿冶炼业务发生亏损，并且因为锂辉石等存货价格下跌大幅计提资产减值 1.29 亿元。轻装上阵后，加上电解液盈利改善，日化业务受益于疫情向好，2020Q1-3 公司归母净利润达到 5.18 亿元，同比增长 476%。

图表 7 天赐材料营业收入及增长率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 天赐材料归母净利润及增长率



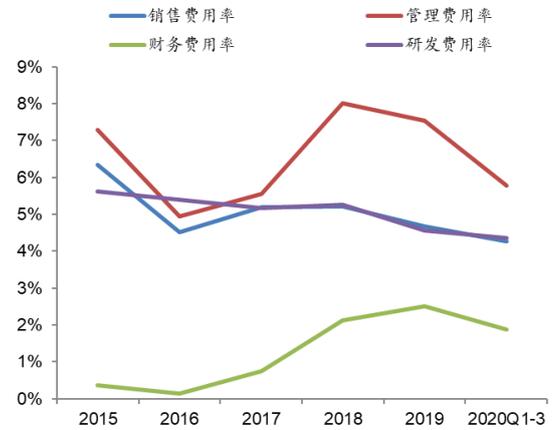
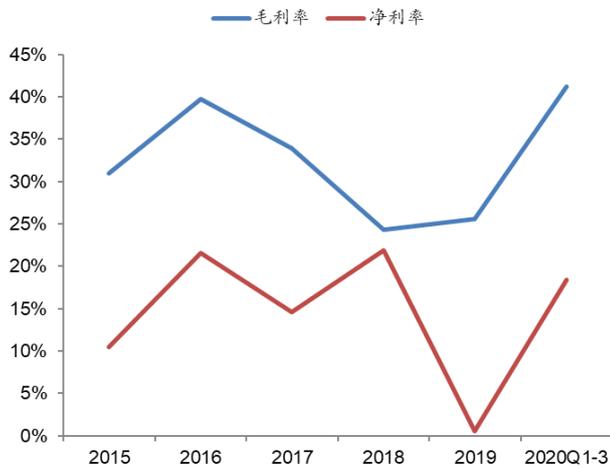
资料来源：wind，华安证券研究所

管理销售费用稳中有降，2020Q1-3 毛利净利双双回升。公司 2015 年-2020Q1-3 期间，毛利率分别为 31.02%、39.77%、33.91%、24.32%、25.64%、41.27%，其中 2016-2018 毛利下降主要是因为电解液业务盈利能力下降。2019 年净利率为负则是由于存货及信用减值损失的大幅计提。2015-2020 期间，公司销售费用与管理费用总体呈下降趋势，研发费用率则保持平

稳略有增长。2018-2019 年财务费用率略有增加，2020Q1-3 财务费用率回落。

图表 9 天赐材料毛利率及净利率

图表 10 天赐材料费用率水平



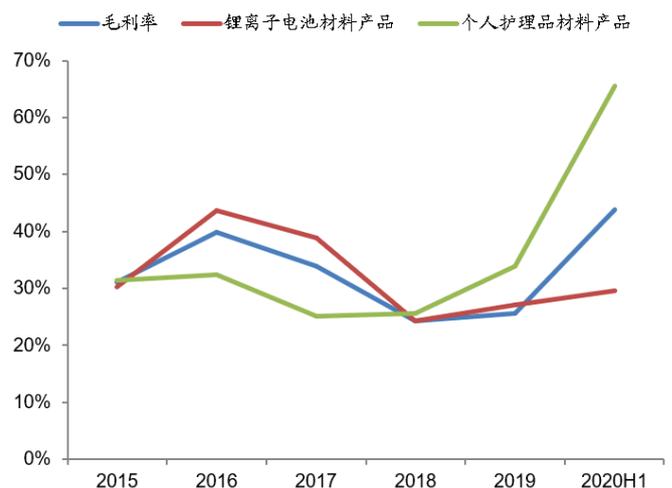
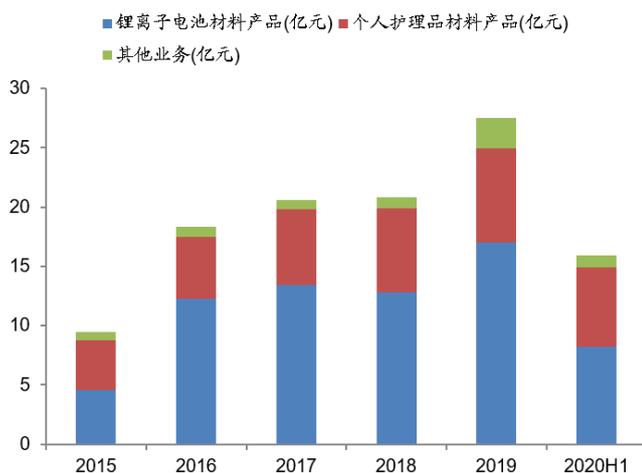
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

**电解液盈利能力回升，卡波姆量价齐升大幅提升日化业务毛利率。**公司营收主要有锂电材料和个人护理品材料，其中锂电材料主要为电解液，还有少量正极业务。2016-2020H1 期间，公司五成以上营收为电解液产品贡献。由于自 2017 年以来，电解液市场价格不断下探，导致公司 2016-2018 年锂电池材料产品毛利率下降。近两年，随着电解液价格企稳，同时公司电解液生产成本不断降低，锂电池材料产品毛利率有所回升，2020H1 达到 29.54%，其中电解液业务毛利率达到 32.6%。2020 年上半年，由于疫情因素，生产个人消毒产品所需的粘度调节剂——卡波姆市场需求猛增，公司产品量价齐升。受此影响，2020H1 期间，公司日化业务收入 6.69 亿元，同比增长 69.3%；毛利率为 65.45%，同比增长 33.43pct。

图表 11 天赐材料营业收入构成

图表 12 天赐材料分项目毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

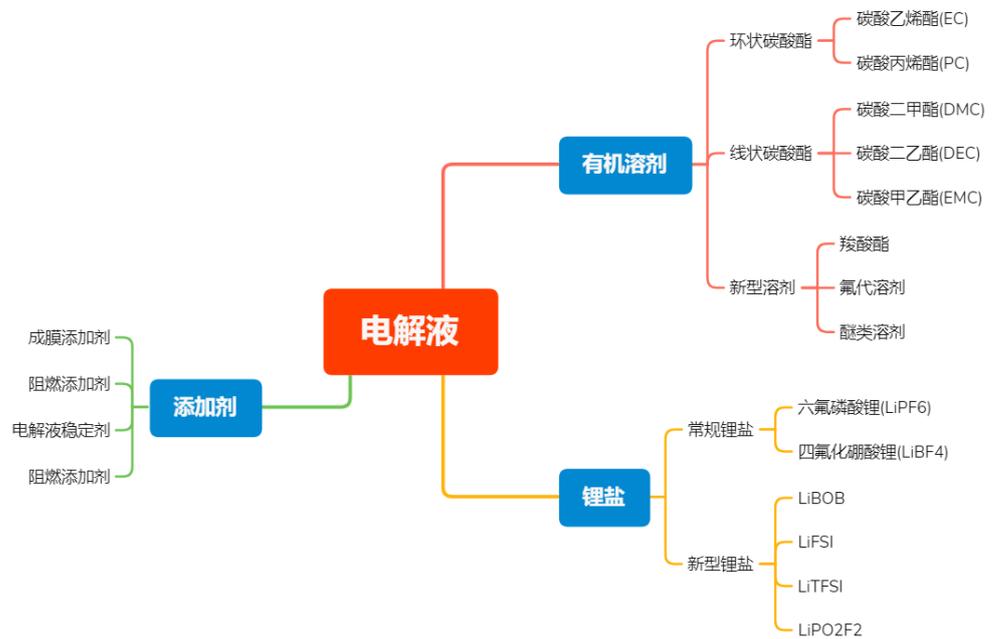
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3 电解液一体化布局降本，绑定优质客户增量

#### 3.1 电解液商业模式决定成本和客户服务为核心竞争力

电解液是电池的关键材料之一，主要由溶剂、锂盐和添加剂组成。电解液主要作用是在电池内部搭建起正负极之间的离子传输通道，是锂电四大核心材料之一，主要由溶剂、锂盐和添加剂组成，其中溶剂的质量约占电解液质量的80-90%，而添加剂通常占比5%以下，余下10%-20%部分为锂盐。锂盐的主要作用是用来负载电荷，现在市场上应用最广泛的锂盐为六氟磷酸锂(LiPF6)，其具有高电导率、高稳定性、电化学窗口较宽等优点。而溶剂的存在则让锂盐离子得以溶剂化，溶剂化离子在外加电场的作用下才能定向迁移。目前使用最多的是碳酸酯类溶剂，如碳酸二甲酯(DMC)、碳酸二乙酯(DEC)、碳酸丙烯酯(PC)等。添加剂则有多种功能，譬如成膜添加剂可以在电池电极与电解液界面上形成一层钝化层，能够有效防止溶剂分子对电极材料的破坏，从而提高电池使用寿命；而改善低温性能添加剂可以降低电解液凝固点，改善电池在低温下的动力学性能；电解液稳定剂可以使电解液不易在电场作用下分解或被空气氧化。目前还有许多其它新型锂盐与溶剂被开发出来，但尚未得到广泛应用。

图表 13 电解液主要成分构成



资料来源：华安证券研究所整理

电解液配方研发是电池研发中的核心环节，由电池厂和电解液厂家合作完成。电解液在电池中同时接触正负极，需要同时参与两个界面的电化学反应，其物理化学性质直接影响到锂电池的使用寿命、充放电速及应用温度范围等重要特性，对于整个电池的电化学性能至关重要。材料体系的研发升级是需要电解液的开发同步进行的，例如高电压正极材料需要配合高电压电解液，硅碳负

极也需要相应的电解液配套。由此，电解液配方的研发是电池研发中的核心环节，通常由电池厂和电解液厂家合作完成。

合作研发的商业模式之下，成本和客户服务成为企业的核心竞争力。在合作研发过程中，由于配方主要由电池厂所掌握，差异化主要在于成本和客户服务；电池厂选择供应商在价格成本之外，也会考虑产能布局带来的供应稳定和响应速度。合作研发的模式造成供应商和客户之间的联系更为密切，合作关系也更稳固，进入头部企业、和优质客户共同成长对于电解液厂家而言至关重要。

### 3.2 公司布局核心原材料奠定成本优势

电解液成本中六氟磷酸锂占比高，添加剂占比提升。在电解液中，六氟磷酸锂成本占比最高，在 30-45%左右，具体根据配方和价格不同有一定差异。溶剂包括 DMC、EC、DEC、EMC 等，总成本占比在 40-60%左右，单品种成本占比根据配方不同有所差异。添加剂成本占比通常在 0-30%。随着高镍高电压及硅碳等技术趋势的发展，对电解液体系的新需求主要开发添加剂来满足，添加剂的成本占比有提升趋势。

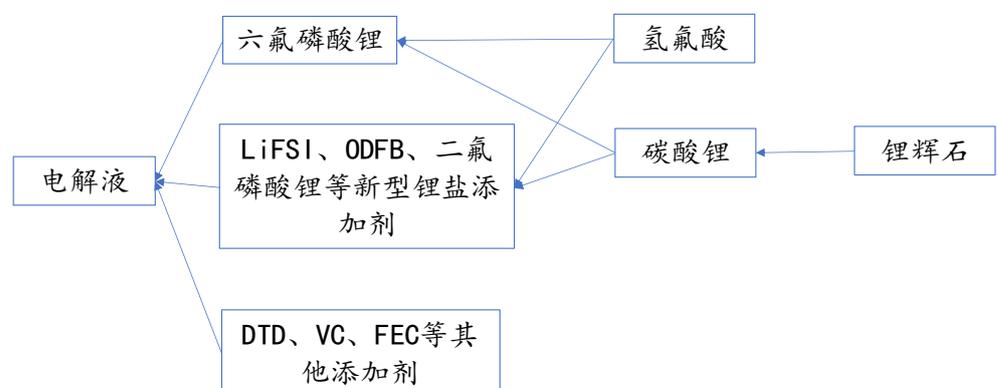
图表 14 电解液成本拆分

项目	成本占比
六氟磷酸锂	30-45%
溶剂 (DMC、EC、DEC、EMC 等)	40-60%
添加剂	0-30%

资料来源：华安证券研究所整理

公司选择成本占比高的六氟磷酸锂和成本占比提升且具备差异化的添加剂进行一体化布局。公司在电解液方面有针对性地进行布局，一方面是成本占比高的六氟磷酸锂，进一步向上延伸；另一方面是具备差异化成本占比提升的添加剂，和现有业务也存在协同作用。在六氟磷酸锂方面，向上游布局了碳酸锂及锂辉石，孙公司安徽天孚自产氢氟酸。添加剂可以分为锂盐类添加剂和其他添加剂，其中锂盐类添加剂和六氟磷酸锂共享部分原材料，其他添加剂也在硫酸、氢氟酸等方面和原有业务存在协同。

图表 15 公司电解液业务布局



资料来源：华安证券研究所整理

公司拥有 1.2 万吨六氟磷酸锂、2300 吨 LiFSI 产能及大量在建产能，预计能满足自供主要需求。公司目前拥有折固 1.2 万吨六氟产能，包括 0.2 万吨晶体产能和 3 万吨液体六氟产能；可供 9.6 万吨电解液使用。另有 6 万吨液体六氟（折固 2 万吨）将于 21 年 3 季度投产。此外，公司 LiFSI 产能 2300 吨，处于产能爬坡状态，在建 4000 吨预计 2021 年投产。按 1% 的添加量计算，2300 吨对应 23 万吨电解液；21 年的 6300 吨对应 63 万吨电解液。

图表 16 公司六氟磷酸锂和 LiFSI 产能情况

产品	产能及规划	对应电解液量
六氟磷酸锂	1.2 万吨，6 万吨液体六氟（折固 2 万吨）将于 21 年 3 季度投产	1.2 万吨对应 9.6 万吨；21 年 3.2 万吨对应 25.6 万吨
LiFSI	2300 吨在爬坡，4000 吨预计 21 年投产	按添加量 1% 计算，2300 吨对应 23 万吨；21 年 6300 吨对应 63 万吨

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

公司自产液体六氟磷酸锂，相较固体六氟有成本优势，且在使用上更为便利。液体六氟相较于固体六氟在生产工艺中少了结晶等步骤，加上工艺路线上具备优势，在单位投资和原材料利用率上均有成本优势。除了生产成本上的优势，液体六氟运输上的要求较固体六氟低，配置成电解液过程中更易混合且避免了固体溶解的放热问题，使用更为便利。

公司液体六氟的单吨投资额大幅减小且远低于同行。公司 2014 年改扩建的液体六氟项目单吨投资额为 2.45 万元，远低于近年来公司自身的固体项目和多氟多的晶体六氟项目。2019 年 12 月公告的 15 万吨锂电材料建设项目中包括 6 万吨液体六氟，总投资额 3.195 亿，相当于液体六氟单吨投资额不足 1.6 万，相较 2014 年公告的项目大大减少。

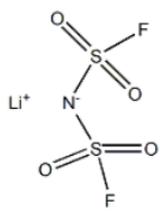
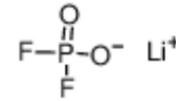
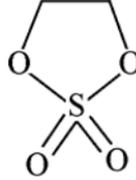
图表 17 六氟磷酸锂投资成本对比

	天赐液体六氟	天赐液体六氟	天赐固体六氟	多氟多晶体六氟	多氟多晶体六氟
产能(万吨/年)	6	0.6	0.2	0.3	1
折合固体六氟产能(万吨/年)	2	0.2	0.2	0.3	1
投资额(亿元)	小于 3.20	0.49	1.52	2.02	6.02
单位投资额(万元/吨)	小于 1.60	2.45	7.61	6.72	6.02
公告时间	2019 年	2014 年	2016 年	2015 年	2017 年
建设周期	30 个月	1.5 年	20 个月	12 个月	5 年，分两期完成
备注	3.195 亿投资额对应 15 万吨锂电材料，除了 6 万吨液体六氟外还有 7 万吨溶剂和 15 万吨母液	改扩建项目，于 2017 年进入试生产	调整过投资额，于 19 年 12 月 31 日达到可使用状态		

资料来源：公司公告，华安证券研究所



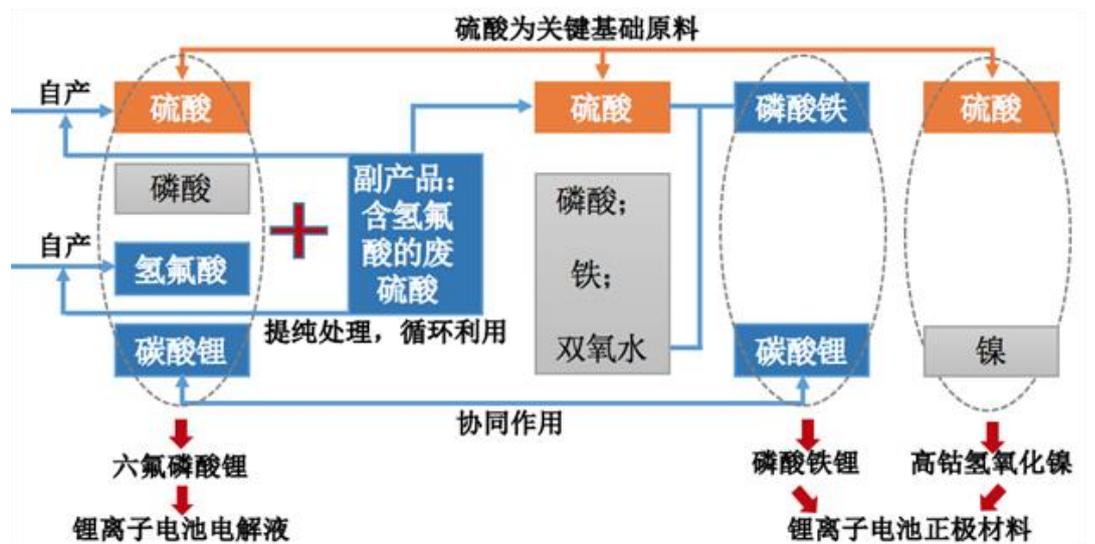
图表 19 公司重点布局的添加剂结构及作用

添加剂名称	结构	作用
双氟磺酰亚胺锂盐LiFSI		可提高锂电池的高低温性能，抑制电解液分解，安全性高
二氟磷酸锂LiPO2F2		可降低正负极材料的膜阻抗，作为LiPF6的反应抑制剂保证电解液的电化学稳定性
硫酸乙烯酯DTD		可增大初始放电容量，减少高温放置后的电池膨胀，提高循环性能

资料来源：华安证券研究所整理

**生产物料循环降低生产成本。**公司在业务布局上充分考虑产业链上各产品之间的联系，打造具有循环经济、协同效应的锂电池材料产品聚群。公司自产氢氟酸，使用自有资金投资建设年产 40 万吨硫磺制酸项目，在六氟磷酸锂、LiFSI 等产品之间形成了物料循环体系，有效地提高了原材料利用率，降低了原料成本。

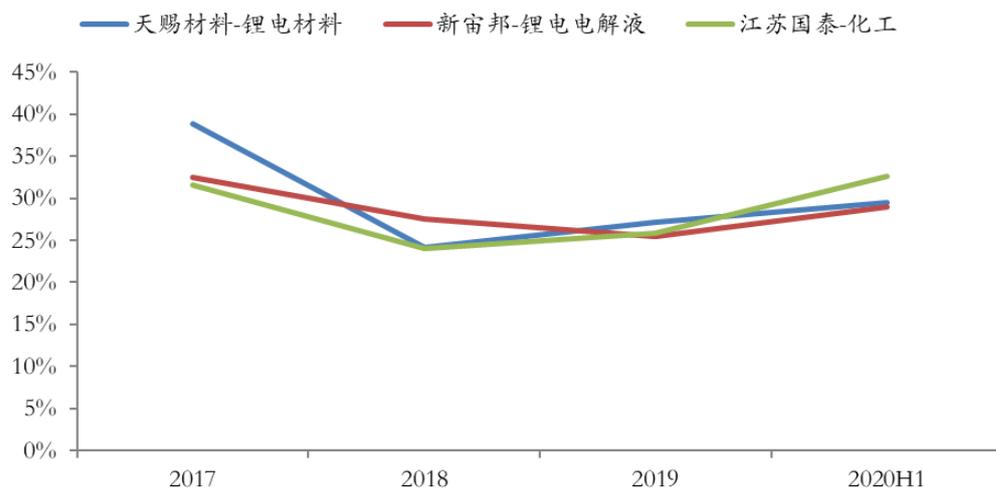
图表 20 公司循环产业链示意图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

随着一体化布局推进，公司毛利率优势逐步体现。公司 2019 年锂电材料毛利率为 27.16%，高于新宙邦和江苏国泰，考虑到 2019 年锂电材料中的正极业务拖累，电解液业务的毛利率更高，一体化布局和规模优势显现。2020H1 公司锂电材料毛利率提升至 29.54%，电解液毛利率为 32.6%，持续高于新宙邦的 29.01%，略低于江苏国泰的 32.63%，但江苏国泰的化工业务中还包含硅烷偶联剂、电容器化学品等其他业务。

图表 21 公司锂电材料和同行毛利率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.3 优化客户服务扩大市场份额

多地布局电解液工厂，三人小组精准投入，满足客户快速响应需求。电解液产能投资额相对较小，建设周期较短，定位偏向于为客户进行服务的前进基地。公司的宁德基地可以对宁德时代的需求进行快速响应，九江和安徽基地服务长三角及周边市场，欧洲布局捷克基地。此外，公司进行细分营销，组建销售/供应链/研发三人小组精准投入，加大定制配套服务力度，有效跟进客户的新产品开发需求和现有产品的服务，国内一线动力电池客户保持明显增速。

图表 22 公司电解液基地布局

电解液基地	辐射地区及电池厂
宁德	宁德时代
九江、安徽	长三角
广州	珠三角
捷克	欧洲地区

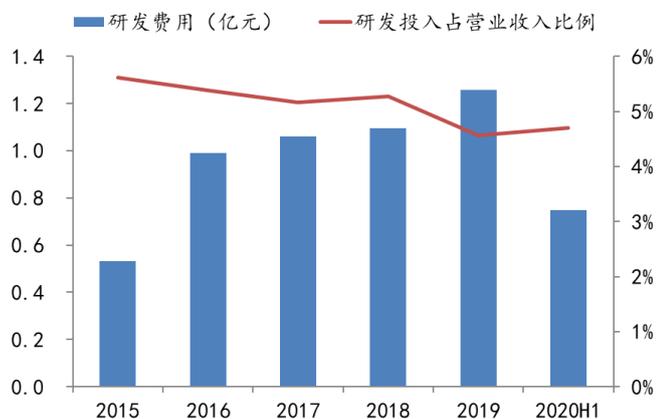
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

三百余人研发团队提供研究支持，电解液配方储备丰富。公司不断加大研发投入，研发费用支出稳步增长，2019 研发费用 1.26 亿元，2020H1 为 0.75 亿元，同比增长 44.65%。自 2017 年以来，公司研发团队规模超过 300 人，全公司拥有研究生以上学历的员工总数接近 250 人，约占公司员工总数 6% 左右。公司还拥有国家级博士后科研工作站、省级“企业技术中心”及“广东省精细化工

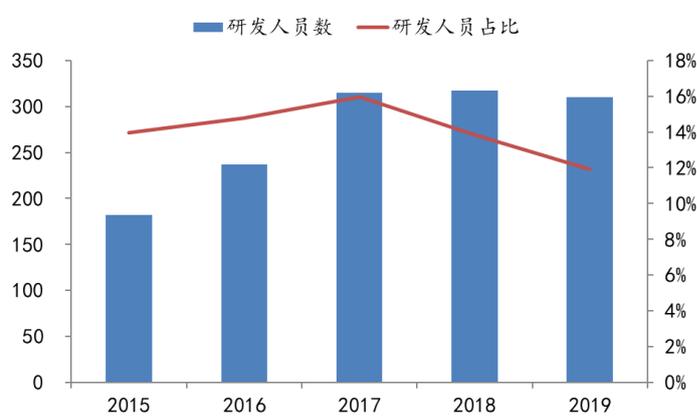
材料工程技术研究开发中心”，并与浙江大学、哈尔滨工业大学、中山大学、华南理工大学等国内知名科研院校建立了广泛的合作关系。持续研发投入下，公司研发并储备了百余种定制化电解液配方，完成了数十项新电解质和添加剂物质的筛选和研究；几十种定制化电解液配方导入中试和量产，其中高镍三元用电解液得到了市场广泛认可，三元高压电解液实现了大规模量产。

图表 23 天赐材料研发费用及其在营业收入占比

图表 24 天赐材料研发人员数及其占比



资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司电解液出货量稳步增长，2020 年市占率 27%。在优质的客户服务和研发能力带动下，公司和下游优质客户保持了良好的合作关系，电解液出货量一直稳步增长，2016-2020 年复合增速 52.8%。真锂研究数据显示，公司 2020 年出货量达到 7.01 万吨，同比增长 66.23%，对应市占率为 27.2%，稳居行业第一。

图表 25 2016-2020 年公司电解液出货量



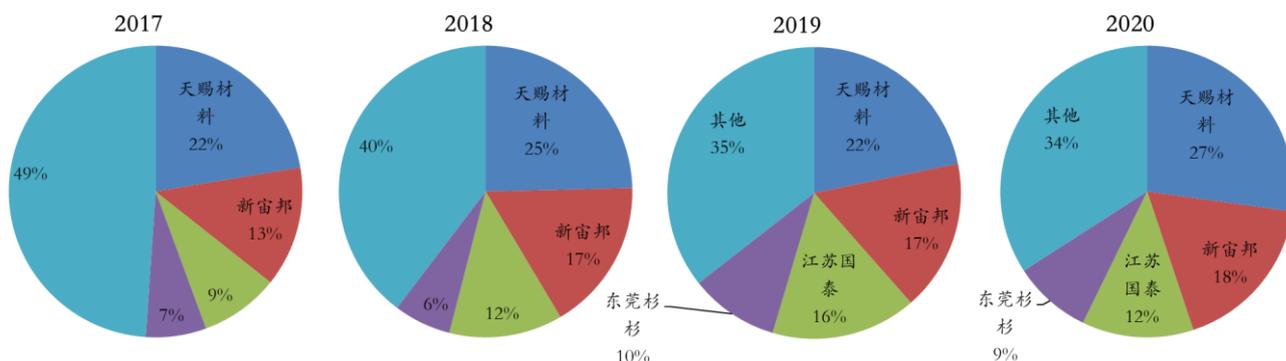
资料来源: GGII, 真锂研究, 华安证券研究所

### 3.4 电解液格局清晰，价格传导顺畅

电解液整体格局相对稳定，CR3 在 50%以上，天赐材料稳居第一。相较于其他电池材料，电解液格局相对稳定，2017-2020 年前三变化不大；天赐材料稳居第一，2020 年市占率升至 27%；其次为新宙邦，2020 年份额为 18%；接下

来为江苏国泰，2020 年市占率为 12%。未来随着海外市场的发展和海外客户的引入，竞争实力强的龙头企业将占据优势，集中度有望持续提升。

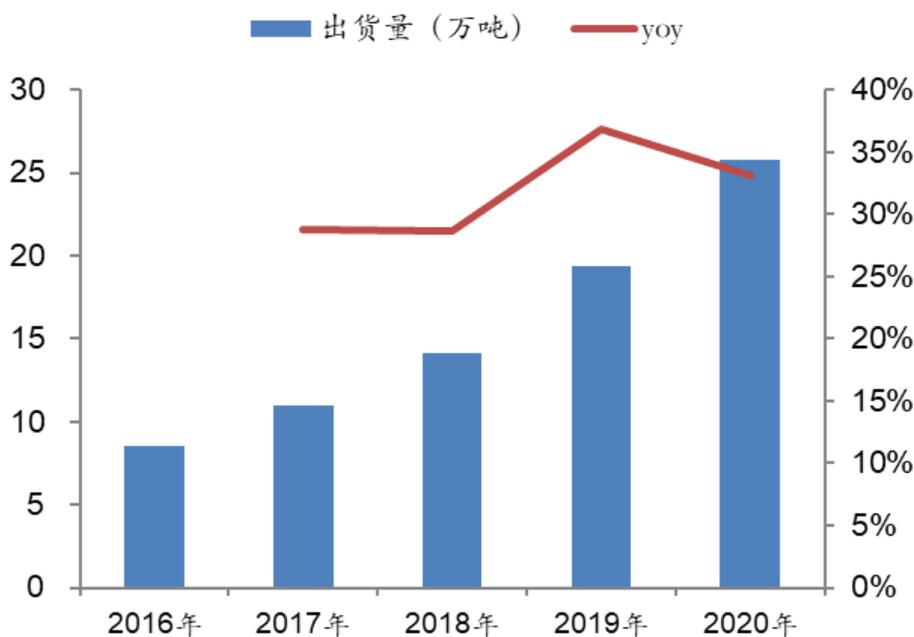
图表 26 电解液格局变化



资料来源: GGII, 真锂研究, 华安证券研究所

电解液整体出货量稳步增长，2020 年上半年受疫情等因素压制增速放缓，下半年加速回升。随着新能源车的发展，电解液整体出货量稳步增长，2016-2020 年出货量复合增速 31.8%。2020 年上半年由于疫情影响及国内补贴退坡等影响，增速放缓；下半年随着经济复苏，补贴效应边际减弱，海外政策发力，新能源车行业整体改善向上趋势显著，电解液出货量加速回升。2020 年电解液出货量 25.8 万吨，同比增长 33.1%。

图表 27 2016-2020 年电解液出货量



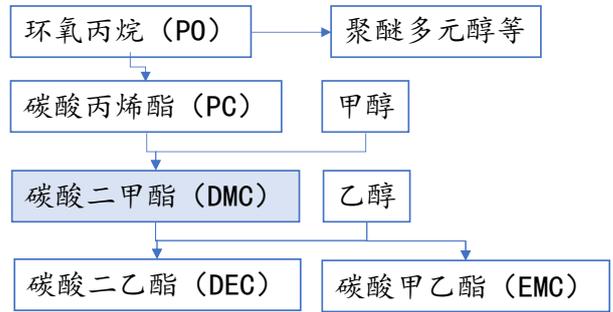
资料来源: GGII, 真锂研究, 华安证券研究所

需求向好，20 年 8 月溶剂 DMC 开始涨价，目前较高点略有回落。近期由于环氧丙烷下游聚醚多元醇等需求向好，价格上涨，叠加电解液需求向好和行业检修导致开工率降低，碳酸二甲酯 DMC 价格也迅速上涨，从 8 月底 0.69 万元/吨涨至 10 月高点 1.7 万元/吨。DMC 除了自身用作电解液溶剂之外，也是

其他环装碳酸酯 DEC 和 EMC 的重要原料，价格上涨对电解液提供了成本支撑。目前碳酸二甲酯价格略有回落，在 1.4 万元/吨左右。

图表 28 碳酸二甲酯 (DMC) 涨价 (元/吨)

图表 29 碳酸二甲酯 (DMC) 产业链



资料来源：鑫椏数据，华安证券研究所

资料来源：石大胜华，华安证券研究所整理

**DMC 在电解液中的溶剂占比不同对应的涨价弹性不同。**假设 DMC 在电解液中的溶剂占比为 25%，溶剂在电解液中占比为 85%，DMC 为 0.9 万元/吨时在电解液中成本为 0.191 万元/吨，涨至 1.4 万元/吨后对应成本为 0.298 万元/吨，对应单吨成本涨幅超过 1000 元。假设占比为 60%，DMC 从 0.9 万元/吨涨至 1.4 万元/吨对应的在电解液中成本分别为 0.459 万元/吨和 0.714 万元/吨，单吨成本涨幅接近 2500 元。

图表 30 不同 DMC 价格和比例下在电解液中的成本测算

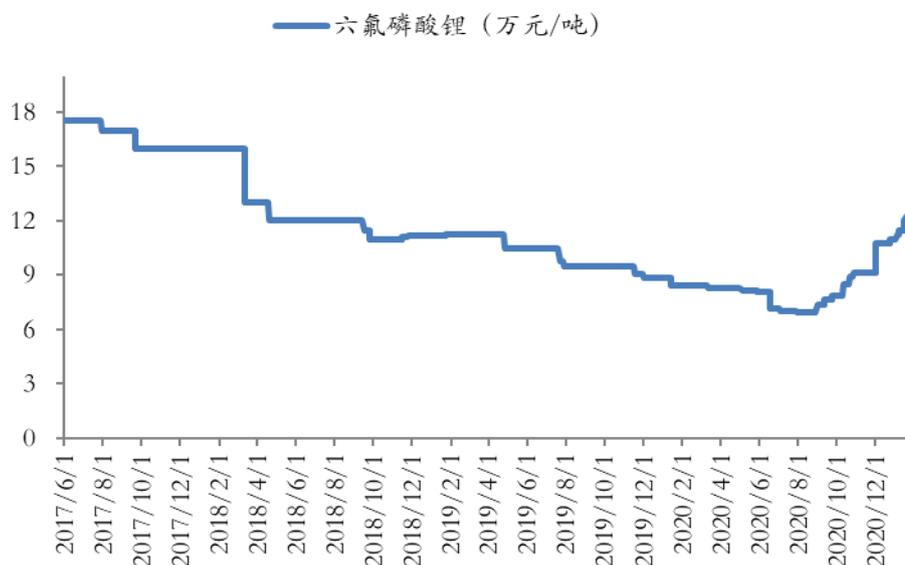
	比例	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
DMC 价格及对应 电解液成本 (万元/吨)	0.8	0.170	0.204	0.238	0.272	0.306	0.340	0.374	0.408
	0.9	0.191	0.230	0.268	0.306	0.344	0.383	0.421	0.459
	1	0.213	0.255	0.298	0.340	0.383	0.425	0.468	0.510
	1.1	0.234	0.281	0.327	0.374	0.421	0.468	0.514	0.561
	1.2	0.255	0.306	0.357	0.408	0.459	0.510	0.561	0.612
	1.3	0.276	0.332	0.387	0.442	0.497	0.553	0.608	0.663
	1.4	0.298	0.357	0.417	0.476	0.536	0.595	0.655	0.714
	1.5	0.319	0.383	0.446	0.510	0.574	0.638	0.701	0.765
	1.6	0.340	0.408	0.476	0.544	0.612	0.680	0.748	0.816

资料来源：华安证券研究所测算

**六氟磷酸锂价格回暖，每涨价 1 万元/吨带给公司年化 1.2 亿成本优势。**此前由于产能大幅过剩，六氟磷酸锂价格持续下跌，从 2016 年的超 40 万元/吨跌至 2020 年中的 7 万/吨左右。价格持续下跌过程中供给收缩，行业普遍亏损，2020 年 H1 天际股份六氟磷酸锂业务已经跌至负毛利。随着下游需求向好，六氟磷酸锂价格已经开始回暖，2020 年 12 月底报价 11 万/吨，2021 年 1 月底报价 12.75 万/吨。**每涨价 1 万元/吨对应电解液成本增加 0.126 万/吨。**公司目前拥有 1.2 万吨六氟产能，包括 0.2 万吨晶体产能和 3 万吨液体六氟产能；可供 9.6 万吨电解液使用。另有 6 万吨液体六氟（折固 2 万吨）将于 21

年下半年投产。目前 1.2 万吨的六氟产能，每涨价 1 万/吨，将给公司带来年化 1.2 亿的成本优势。

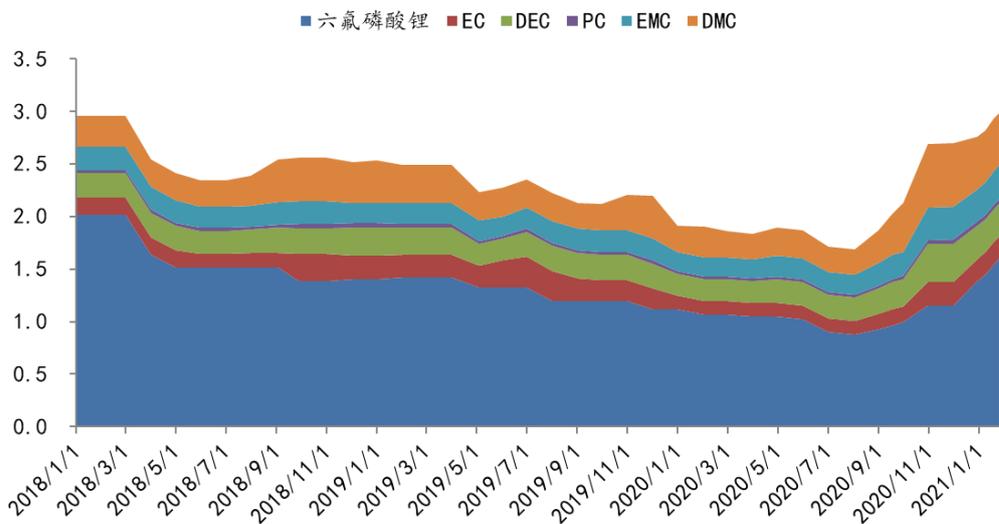
图表 31 六氟磷酸锂价格回升



资料来源: wind, 华安证券研究所

原材料涨价趋势下，电解液非添加剂成本显著增加。我们采用公司环评报告中披露的电解液配方比例作为参考测算了电解液不含添加剂的成本变化，我们采用的比例为 0.126 六氟磷酸锂 +0.155EC+0.354DMC+0.165DEC+0.03PC，实际配方中溶剂比例或有较大差异。从 2020 年 8 月开始，随着原材料涨价，电解液成本显著增加，从 8 月初不足 1.7 万/吨的原材料成本涨至 12 月底超 2.7 万/吨，2021 年 1 月底接近 3 万/吨，单吨成本涨幅在 1.3 万/吨左右。

图表 32 电解液不含添加剂成本测算 (万元/吨)

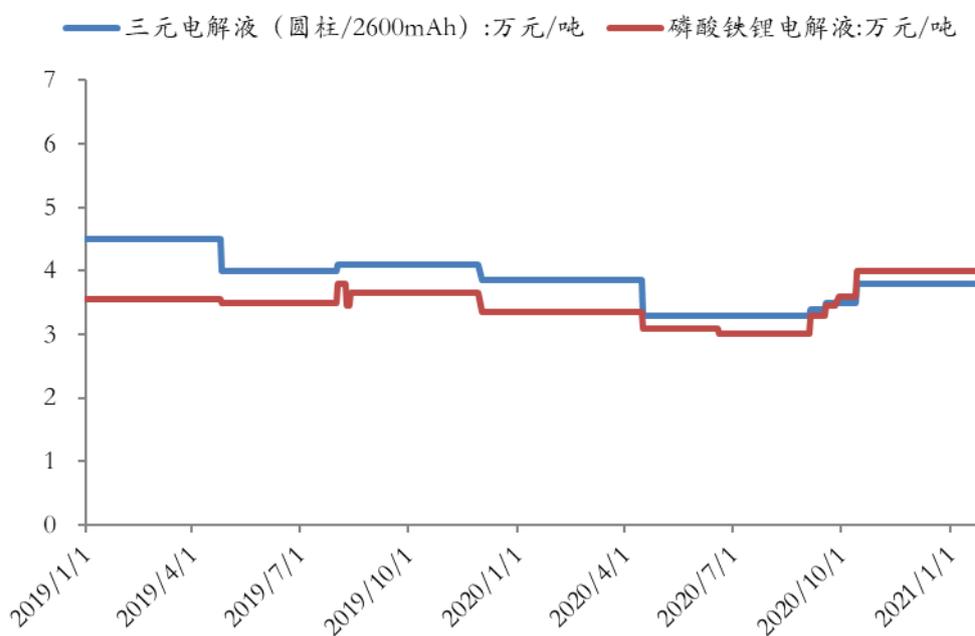


资料来源: 鑫椏数据, wind, 公司环评报告, 华安证券研究所测算

添加剂价格高昂，添加比例提升进一步提高电解液成本。以公司重点布局的新型锂盐 LiFSI 为例，此前商业化应用少，生产壁垒高，仅少数企业有量产产能，市场价格高昂，在 45-50 万/吨。公司目前拥有 LiFSI 产能 2300 吨，处于产能爬坡状态，在建 4000 吨预计 2021 年投产。以 45 万元/吨计，当添加剂比例从 1%提高至 2%时，对应的电解液成本增加 0.45 万/吨。

电解液在电池中成本占比低，且为配方式产品，价格传导较为顺畅。电解液为配方式产品，成本相对透明，原材料价格波动传导机制较为顺畅。此外，电解液在电池中的成本约为 0.027-0.040 元/Wh，占比仅 5%左右，原材料涨价能够顺利传导。电解液价格在 2020 年 9 月初开始上涨，三元圆柱电解液从 9 月初 3.3 万元/吨涨至近期 3.8 万元/吨，磷酸铁锂电解液从 9 月初 3 万元/吨涨至近期 4 万元/吨，单吨涨幅在 0.5-1 万元/吨之间。

图表 33 电解液价格回升



资料来源：鑫椏数据，华安证券研究所

## 4 日化业务稳步增长，优化品类结构扩大产能

### 4.1 日化行业长年维持两位数增长，公司业务稳步增长

公司以日化业务起家，从硅油产品开始发展成多系列产品，主要应用于个人护理和家居护理产品中。公司目前的产品类别包括卡波树脂、表面活性剂、有机硅弹性体、功能聚合物、硅油、天然葡萄糖苷、螯合剂、去屑杀菌剂、乳化剂、防晒剂、悬浮剂等。各产品根据结构性质不同，作用和具体的应用领域有一定差异。

图表 34 公司日化产品介绍

产品类别	详情介绍
卡波树脂系列	高效流变修饰改性剂，悬浮、增稠性能优异，透明度高。适用于化妆水、凝胶、乳霜、沐浴露及香波等多种个人护理用品
表面活性剂系列	良好的起泡清洁能力，泡沫细密稳定，有一定抑菌作用。应用于个人护理和家居护理产品中。
有机硅弹性体系列	又称有机硅弹性体凝胶，是以含氢硅油和乙烯基硅油反应形成的高分子交联化合物，出色的肤感改进剂、增稠稳定剂、功能添加剂，能与多种亲脂性成分相容。
功能性聚合物系列	包括特殊悬浮增稠聚合物和聚合物乳化剂
硅油系列	可分为挥发性硅油、线性聚合硅油、聚醚改性硅油、氨基改性硅油、苯基硅油、烷基改性硅油等。结构不同性能迥异，用于各类个人护理和家居护理产品
天然葡萄糖苷	来源于天然葡萄糖的衍生物，改性过程不同，产品性能不同，涵盖性能温和且高效增稠剂、保湿剂、阳离子调理剂
螯合剂	羧乙二磷酸，能与铁、铜、锌等多种金属离子形成稳定的络合物，常用的络合剂和水质稳定剂。适用于个人护理品种，特别是含吡啶硫酮锌或双吡啶硫酮作为去屑剂的洗发香波中。
去屑杀菌剂系列	TC-ZPT 系列产品，具有去屑、止痒功能
乳化剂系列	溶胀速度快，使用方便，增稠性能好，手感清爽，流动性佳。适用于各类护肤及护发产品
防晒剂	全波段防护，尤其是 UVA 波段防护强，水溶性，具有优良的稳定性和安全性
悬浮稳定剂、流变改良剂	EMUL 系列，流变改良剂，为丙烯酸交联共聚物。在应用中起到悬浮、增稠、稳定作用，对盐有一定耐受能力，与阴离子、非离子表面活性剂配伍性好。常用于香波、沐浴露、粉底霜和防晒霜等产品中
阳离子调理剂系列	包括阳离子纤维素、阳离子瓜尔胶、阳离子淀粉和阳离子合成聚合物等产品，有良好的增稠作用，对皮肤亲和，主要应用于个人护理品中。
家居护理系列	织物柔软剂，酯基季铵盐，具有柔软、抗静电、抗黄变、易润湿、易生物降解等优势。丙烯酰胺类聚合物，可与酯基季铵盐配合使用，起到增稠、柔化作用

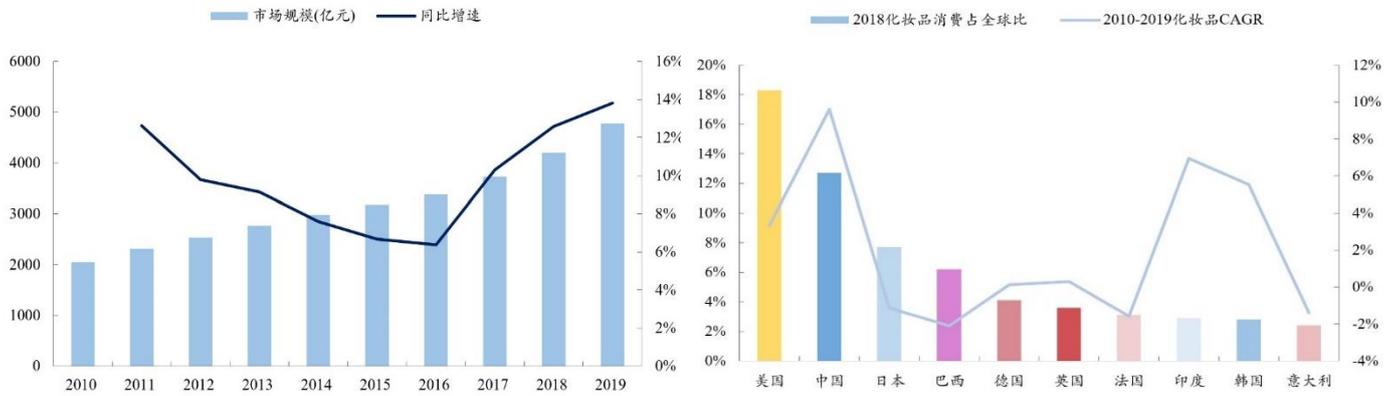
资料来源：公司官网，华安证券研究所

从整个产业链上来看，公司上游为化工原材料，下游为宝洁、欧莱雅等日化厂家。商业模式上和电解液业务有一定相似之处，配合客户进行产品配方的研发和新产品开发十分重要。公司以精细化工起家，在合成工艺技术和成本方面有积累，在客户服务方面也有丰富的经验，目前为国内最大的日化原材料公司。

我国日化行业增速高于全球，长年维持两位数增长。2019年中国美妆个护市场规模达到4777亿元，同比增长13.8%，自2017年起保持10%以上的同比增速。单从化妆品来看，我国为全球第二大市场，2009-2018年复合增长率高达9.6%，增速第一。

图表 35 中国美妆个护市场规模及增速

图表 36 2018 年全球各国家化妆品消费情况



资料来源：欧睿，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

公司日化业务2015-2019年营收复合增速17.7%，2020H1受益于疫情同比大增67.4%。卡波姆等品种受益于疫情量价齐升，带动公司2020H1营收和毛利率均大幅上涨，2020H1营收为6.69亿，毛利率为65.5%，此前日化业务毛利率多在30-35%之间。2019年为33.8%，同比增长8.2pct。

图表 37 公司个人护理品材料产品营收及毛利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

## 4.2 新基地扩大产能扩充品类，产品结构优化

公司新设清远基地，扩大转移广州基地现有产能并扩充品类，选址临近日化客户，具有区位优势。清远基地计划转移并扩大广州基地现有两性表面活性剂、硅类新材料系列和聚合物类产品产线，新增氨基酸类表面活性剂系列产品及温和表面活性剂产品。公司于2020年9月29日公告了清远天赐以7854万元竞得了14.96万平方米。清远项目总规划产能18.5万吨，位于广佛产业园区华南基地，为当地重点规划建设的产业聚集区之一，引进了日化材料上下游产业链企业，具有区位优势。清远项目达产后可实现年均营业收入21.62亿元，净利润2.41亿元。此外，公司在九江的2.9万吨氨基酸表面活性剂等日化材料项目已于2020年上半年转固。

图表 38 公司日化产能

	产品	产能 (万吨/年)
清远基地 18.5 万吨项目 (在建)	氨基酸类表面活性剂系列产品	5
	两性表面活性剂产品	5
	温和表面活性剂产品	5
	聚合物类产品	2.05
	硅类新材料系列产品	1.45
九江基地 2.9 万吨项目 (已转固)	氨基酸类阴离子表面活性剂	2.5
	阳离子聚合物	0.3
	叔辛基丙烯酰胺	0.1
	甜菜碱等表面活性剂	2
九江基地其他	季铵盐及酯基季铵盐	0.8
	Jerichol 聚合物	0.2
	阳离子淀粉	0.5
	聚合物树脂	0.5
	丙二胺	0.5

资料来源：环评公告，公司公告，华安证券研究所整理

公司大幅扩张以氨基酸表面活性剂为代表的新产品优化了产品结构。相较于传统的表面活性剂，氨基酸表面活性剂更为温和与环保，易降解且刺激性小，适合大部分人群，同时有较强的洁净能力，更符合当今护肤品的流行趋势。公司针对高纯度、低盐含量的固体氨基酸作为高品质、温和的代表，以配方及精准专业化的服务，点对点、研讨会等形式快速抢占中高端个人皮肤清洁品市场。公司清远项目规划了5万吨氨基酸类产品，九江基地也有2.5万吨氨基酸产能。

**图表 39 公司甘氨酸类产品情况**
**甘氨酸类温和表面活性剂**

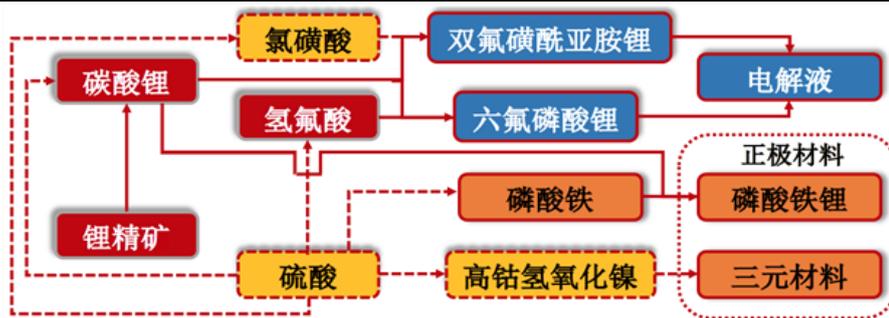
产品名称	国际化妆品原料词典名/CAS编号	产品性能	标准包装
AMIN GC30P <sup>new</sup>	椰油酰甘氨酸钠 / 90387-74-9		200kg/桶
AMIN GC30H	椰油酰甘氨酸钠 / 90387-74-9	甘氨酸系列具有优异的起泡和稳泡性能，透明产品在碱性条件下使用，膏体产品在弱酸性条件下使用。甘氨酸钾盐适合在洁面类产品中使用，甘氨酸钠盐适合在沐浴产品中使用。	200kg/桶
AMIN GC95U <sup>new</sup>	椰油酰甘氨酸钠 / 90387-74-9		15kg/桶
AMIN GCK30P <sup>new</sup>	椰油酰甘氨酸钾 / 301341-58-2	无防腐产品： AMIN GC30H、AMIN GCK30H、 AMIN GC95U、AMIN GCK95U	200kg/桶
AMIN GCK30H	椰油酰甘氨酸钾 / 301341-58-2		200kg/桶
AMIN GCK95U <sup>new</sup>	椰油酰甘氨酸钾 / 301341-58-2		15kg/桶

资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 5 正极轻装上阵，聚焦磷酸铁环节

公司此前基于循环产业的设想布局了上游锂及正极材料业务，由于行业景气度下行出现亏损，大幅拖累公司业绩。2019年宜春天赐亏损4311万，江西云锂亏损2553万，九江天赐矿业亏损14314万，中天鸿锂亏损3693万，合计亏损2.5亿。2019年计提资产减值1.29亿，其中存货跌价损失1.25亿；2020H1计提资产减值0.65亿。

图表 40 公司循环产业设想及布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

碳酸锂价格上涨，相关资产继续减值压力小。此前资产减值主要是由于锂盐及锂矿石价格大幅下跌导致的存货减值。由于产能过剩，2018年4月份开始碳酸锂价格持续下跌。此前碳酸锂已处于历史最低区间，资源端大量矿山亏损，产能大幅收缩。2020年中以来，在供给收紧需求回暖的情况下价格开始明显回升。

图表 41 碳酸锂价格情况

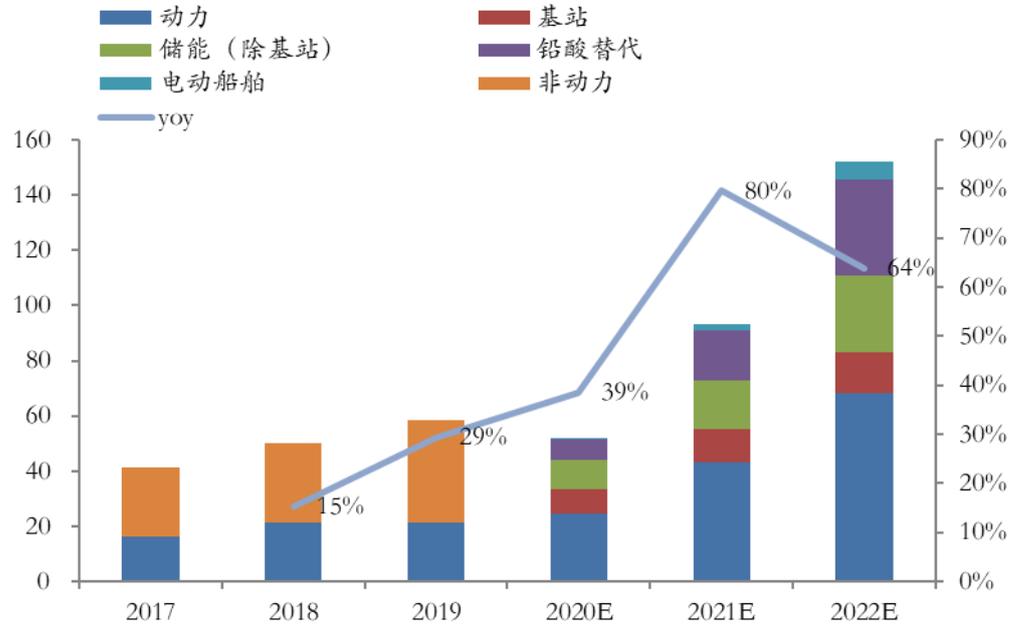


资料来源：wind，华安证券研究所

当下公司聚焦磷酸铁环节，拥有3万吨磷酸铁以及5000吨磷酸铁锂产能，受益于磷酸铁锂景气度提升。公司选择和六氟及电解液业务有直接协同作用的磷酸铁环节进行聚焦，2017年非公开募集了共6.2亿，其中1.32亿用于建设3万吨电池级磷酸铁项目，于2019年底建设完成。此外，磷酸铁作为磷

酸铁锂的重要原材料，其性质形态都对磷酸铁锂产品性质有直接影响，也是关键性的差异化环节之一。磷酸铁锂凭借性价比优势在动力电池领域渗透率提升，储能、铅酸替代等领域也打开了应用空间，在 2021 年将迎来高速增长，公司相关业务将从行业景气度提升中受益。

图表 42 磷酸铁锂电池需求量预测 (GWh)



资料来源：华安证券研究所测算

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

关键假设:

锂电材料方面我们假设 20/21/22 年电解液销量分别为 7.4/12.0/17.0 万吨, 单价分别为 3.32/3.65/3.30 万元/吨, 考虑到公司向上游布局降本, 毛利率分别为 33.4%/34.9%/35.6%。其他锂电材料假设 20/21/22 年营收分别为 2.0/2.5/2.5 亿元, 21/22 年毛利率均为 11%/12%。

个护业务方面我们假设 20/21/22 年卡波姆均价分别为 13.5/11.0/11.0 万元/吨, 对应毛利率 77.8%/68.2%/68.2%; 其他业务的营收增速分别 17%/15%/15%, 20/21/22 年毛利率分别为 38.0%/35.0%/35.0%。

图表 43 公司盈利预测拆分

		2019A	2020E	2021E	2022E
电解液	销量 (万吨)	4.70	7.40	12.00	17.00
	单价 (万元/吨)	3.36	3.32	3.65	3.30
	收入 (亿元)	15.78	24.57	43.80	56.10
	增速	28.3%	55.7%	78.3%	28.1%
	毛利率	29.2%	33.4%	34.9%	35.6%
锂电材料其他	收入 (亿元)	1.20	2.00	2.50	2.50
	毛利率	0.0%	0.0%	11.0%	12.0%
锂电材料小计	收入 (亿元)	16.98	26.57	46.30	58.60
	增速	32.6%	56.5%	74.3%	26.6%
	毛利率	27.2%	31.4%	33.6%	34.6%
卡波姆	销量 (吨)	2449.00	3900.00	3600.00	3600.00
	单价 (万元/吨)	4.49	13.50	11.00	11.00
	收入 (亿元)	1.10	5.27	3.96	3.96
	毛利率	33.8%	77.8%	68.2%	68.2%
个护其他	收入 (亿元)	6.91	8.09	9.30	10.70
	增速	10.8%	17.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	33.8%	38.0%	35.0%	35.0%
个护小计	收入 (亿元)	8.01	13.35	13.26	14.66
	增速	12.6%	66.6%	-0.7%	10.5%
	毛利率	33.8%	53.7%	44.9%	44.0%
总计	收入 (亿元)	27.55	41.92	61.56	75.26
	增速	0.32	0.52	0.47	0.22
	毛利率	25.6%	37.9%	35.5%	36.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 41.92/61.56/75.26 亿, 归母净利润分别为 7.23/10.06/12.81 亿, 同比 4330.9%/39.1%/27.4%。

## 6.2 相对估值

我们选取了锂电行业几家电池材料公司作为对比，20/21/22 年平均 PE 为 95/59/45。公司作为电解液龙头企业，一体化布局降本，日化业务稳步增长，预计公司 20/21/22 年 EPS 分别为 1.32/1.84/2.35，对应 PE 分别为 71/51/40，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 44 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300037.SZ	新宙邦	84.56	0.86	1.26	1.65	2.12	42	67	51	40
300073.SZ	当升科技	58.65	-0.48	0.85	1.31	1.53	-57	69	45	38
688005.SH	容百科技	67.81	0.21	0.44	0.94	1.33	158	156	72	51
002812.SZ	恩捷股份	135.41	1.06	1.17	1.73	2.32	48	116	78	58
603659.SH	璞泰来	104.20	1.50	1.48	2.12	2.76	57	70	49	38
	平均值							95	59	45
002709.sz	天赐材料	94.20	0.03	1.32	1.84	2.35	690	71	51	40

资料来源：可比公司除当升科技外均来自 wind 一致预期，华安证券研究所

## 风险提示

(1) **产品价格下降低于预期。**产业链整体存在降本压力，电解液及六氟磷酸锂价格下降若低于预期，将影响公司盈利水平；卡波姆受益于疫情量价齐升，随着疫情缓解若价格下降低于预期，将影响公司盈利水平。

(2) **新能源车发展不及预期。**行业发展不及预期会导致公司销量不及预期，从而影响盈利水平。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2265	3021	4502	5476	<b>营业收入</b>	2755	4192	6156	7526
现金	210	300	300	408	营业成本	2048	2604	3970	4818
应收账款	901	1149	2024	2474	营业税金及附加	24	35	52	63
其他应收款	7	34	51	62	销售费用	129	176	259	316
预付账款	51	52	79	96	管理费用	208	272	400	489
存货	601	713	1088	1320	财务费用	69	45	40	23
其他流动资产	495	773	960	1115	资产减值损失	-129	-50	0	0
<b>非流动资产</b>	3065	3425	4293	5170	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	138	138	138	138	投资净收益	-7	-8	0	0
固定资产	1816	1883	2160	2548	<b>营业利润</b>	13	826	1183	1508
无形资产	319	403	485	565	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	792	1001	1510	1919	营业外支出	16	0	0	0
<b>资产总计</b>	5330	6446	8795	10646	<b>利润总额</b>	0	826	1183	1508
<b>流动负债</b>	2085	2272	3188	3170	所得税	29	124	177	226
短期借款	742	540	567	0	<b>净利润</b>	-29	702	1006	1281
应付账款	741	928	1414	1716	少数股东损益	-45	-21	0	0
其他流动负债	602	804	1208	1454	<b>归属母公司净利润</b>	16	723	1006	1281
<b>非流动负债</b>	274	274	274	274	EBITDA	442	1191	1516	1870
长期借款	210	210	210	210	EPS (元)	0.03	1.32	1.84	2.35
其他非流动负债	64	64	64	64					
<b>负债合计</b>	2359	2546	3462	3443					
少数股东权益	183	162	162	162					
股本	548	548	548	548					
资本公积	910	910	910	910					
留存收益	1330	2280	3713	5582					
归属母公司股东权益	2788	3739	5172	7041					
<b>负债和股东权益</b>	5330	6446	8795	10646					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-18	759	775	1360
净利润	16	723	1006	1281
折旧摊销	221	276	318	370
财务费用	61	48	43	26
投资损失	7	8	0	0
营运资金变动	-420	-328	-591	-317
其他经营现金流	532	1082	1597	1599
<b>投资活动现金流</b>	-289	-420	-759	-659
资本支出	-272	-403	-750	-650
长期投资	-16	0	0	0
其他投资现金流	0	-17	-9	-9
<b>筹资活动现金流</b>	315	-249	-16	-593
短期借款	-22	-202	26	-567
长期借款	162	0	0	0
普通股增加	209	0	0	0
资本公积增加	-159	0	0	0
其他筹资现金流	124	-48	-43	-26
<b>现金净增加额</b>	7	90	0	108

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.4%	52.2%	46.9%	22.2%
营业利润	-97.6%	6134.1%	43.3%	27.4%
归属于母公司净利润	-96.4%	4330.9%	39.1%	27.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	25.6%	37.9%	35.5%	36.0%
净利率 (%)	0.6%	17.2%	16.3%	17.0%
ROE (%)	0.6%	19.3%	19.4%	18.2%
ROIC (%)	-502.3%	16.5%	16.5%	17.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	44.3%	39.5%	39.4%	32.3%
净负债比率 (%)	79.4%	65.3%	64.9%	47.8%
流动比率	1.09	1.33	1.41	1.73
速动比率	0.77	0.99	1.05	1.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.65	0.70	0.71
应收账款周转率	3.06	3.65	3.04	3.04
应付账款周转率	2.76	2.81	2.81	2.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.03	1.32	1.84	2.35
每股经营现金流	-0.03	1.39	1.42	2.49
每股净资产	5.11	6.85	9.47	12.89
<b>估值比率</b>				
P/E	692.71	71.14	51.15	40.15
P/B	4.05	13.76	9.95	7.31
EV/EBITDA	27.52	43.78	34.42	27.54

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与联系人简介

**华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业**

**陈晓：**华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

**别依田：**上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

**滕飞：**四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

**宋伟健：**五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

**盛炜：**三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。