

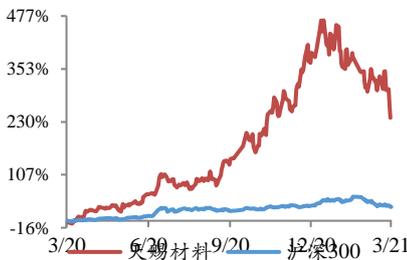
# 海外客户放量与一体化布局，电解液量利双升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-25

收盘价（元）	70.65
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）	386
流通市值（亿元）	384

## 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\_公司深度\_天赐材料：电解液盈利向好，日化结构优化》  
2021-2-1

## 主要观点：

2020 年年报：营收 41.19 亿元，同比增长 49.53%；归母净利 5.33 亿元，同比增长 3165.21%；扣非归母净利 5.28 亿元，同比增长 4432.33%。  
2021 年一季报业绩预告：预计实现归母净利 2.50-3.00 亿，同比增长 502.35%-622.82%。

### ● 20 年业绩受资产减值拖累，21 年 Q1 业绩略超预期

公司 20 年计提减值 2.26 亿，其中宁德凯欣商誉计提 0.86 亿，选矿和电池租赁业务分别计提 0.35 和 0.20 亿，另有部分存货跌价与坏账计提；若加回则实现净利 7.14 亿。20 年毛利率为 35.0%，同比提升 9.3pct；期间费用率为 13.4%，同比降低 5.9pct，其中销售费用率下降 3.0pct，主要由于运费调整至营业成本，管理/研发/财务费用率分别下降 1.7/0.5/0.7pct。21 年 Q1 业绩略超预期，电解液需求旺盛，毛利率提升受益于一体化布局及六氟涨价。

### ● 电解液业务受益于一体化布局，收货海外优质客户

公司 20 年电解液销量为 7.3 万吨，同比增长超过 52%；海外客户开拓取得明显成效，公司在老客户 LG、村田取得了较高份额，与 AESC、Northvolt、SDI、Panasonic、BMW、Dyson 等客户均进入密切合作阶段，并与 Tesla 签署了战略合作协议。20 年公司锂电材料毛利率为 27.61%，同比提升 0.45pct，考虑到运费调整毛利率提升更为显著，一体化布局优势凸显；公司重点布局品种六氟供需紧张下价格持续上涨，每涨 1 万/吨对应电池成本仅上涨 0.001 元/Wh，影响电池成本约 0.15%；涨价顺利传导下公司毛利率显著提升。

### ● 日化业务稳步增长，卡波姆持续贡献利润

20 年日化业务营收为 12.13 亿，同比增长 51.4%；毛利为 6.91 亿，同比增长 57.0%；毛利率为 56.97%，同比增长 23.15pct；预计其中卡波姆为 5-6 亿营收和 3-4 亿毛利，贡献主要增量，其他日化业务平稳增长。

### ● 投资建议

我们上调公司 21-23 年归母净利分别为 11.40/13.46/17.59 亿，EPS 为 2.09/2.46/3.22 元，对应 PE34/29/22，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

产品价格下降低于预期；产能扩张不及预期；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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4119	6540	7820	9961
收入同比（%）	49.5%	58.8%	19.6%	27.4%
归属母公司净利润	533	1140	1346	1759
净利润同比（%）	3165.2%	114.0%	18.0%	30.7%
毛利率（%）	35.0%	34.9%	34.9%	35.2%
ROE（%）	15.7%	18.0%	16.7%	17.0%
每股收益（元）	0.98	2.09	2.46	3.22
P/E	106.38	33.84	28.67	21.94
P/B	16.74	6.10	4.79	3.72
EV/EBITDA	46.86	22.63	18.68	14.34

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	2822	5419	6772	8954	
现金	312	1336	1990	3012	
应收账款	1343	2150	2571	3275	
其他应收款	16	36	43	55	
预付账款	83	128	153	194	
存货	550	1166	1395	1768	
其他流动资产	518	603	621	650	
<b>非流动资产</b>	3189	3885	4680	5482	
长期投资	131	131	131	131	
固定资产	1914	2318	2521	2835	
无形资产	409	493	575	655	
其他非流动资产	735	944	1453	1862	
<b>资产总计</b>	6010	9305	11452	14436	
<b>流动负债</b>	2097	2481	2898	3580	
短期借款	548	0	0	0	
应付账款	851	1516	1813	2299	
其他流动负债	698	965	1085	1282	
<b>非流动负债</b>	378	378	378	378	
长期借款	317	317	317	317	
其他非流动负债	61	61	61	61	
<b>负债合计</b>	2475	2859	3276	3959	
少数股东权益	150	117	117	117	
股本	546	564	564	564	
资本公积	946	2548	2548	2548	
留存收益	1893	3217	4946	7248	
归属母公司股东权益	3386	6329	8059	10361	
<b>负债和股东权益</b>	6010	9305	11452	14436	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	632	792	1427	1696	
净利润	533	1140	1346	1759	
折旧摊销	298	296	348	400	
财务费用	61	31	14	14	
投资损失	6	0	0	0	
营运资金变动	-467	-741	-401	-617	
其他经营现金流	1201	1948	1867	2516	
<b>投资活动现金流</b>	-397	-809	-759	-659	
资本支出	-355	-800	-750	-650	
长期投资	-43	0	0	0	
其他投资现金流	1	-9	-9	-9	
<b>筹资活动现金流</b>	-124	1042	-14	-14	
短期借款	-194	-548	0	0	
长期借款	107	0	0	0	
普通股增加	-2	18	0	0	
资本公积增加	36	1602	0	0	
其他筹资现金流	-71	-31	-14	-14	
<b>现金净增加额</b>	107	1025	653	1023	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	4119	6540	7820	9961	
营业成本	2678	4256	5091	6454	
营业税金及附加	38	55	66	84	
销售费用	67	131	156	199	
管理费用	242	379	454	578	
财务费用	73	22	-2	-11	
资产减值损失	-179	-100	-120	-140	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-6	0	0	0	
<b>营业利润</b>	634	1302	1583	2069	
营业外收入	3	0	0	0	
营业外支出	10	0	0	0	
<b>利润总额</b>	626	1302	1583	2069	
所得税	126	195	237	310	
<b>净利润</b>	500	1107	1346	1759	
少数股东损益	-32	-33	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	533	1140	1346	1759	
EBITDA	1224	1721	2049	2598	
EPS (元)	0.98	2.09	2.46	3.22	

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	49.5%	58.8%	19.6%	27.4%
营业利润	4684.2%	105.4%	21.6%	30.7%
归属于母公司净利	3165.2%	114.0%	18.0%	30.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	35.0%	34.9%	34.9%	35.2%
净利率 (%)	12.9%	17.4%	17.2%	17.7%
ROE (%)	15.7%	18.0%	16.7%	17.0%
ROIC (%)	16.4%	17.6%	16.8%	17.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	41.2%	30.7%	28.6%	27.4%
净负债比率 (%)	70.0%	44.3%	40.1%	37.8%
流动比率	1.35	2.18	2.34	2.50
速动比率	1.04	1.66	1.80	1.95
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.70	0.68	0.69
应收账款周转率	3.07	3.04	3.04	3.04
应付账款周转率	3.15	2.81	2.81	2.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.98	2.09	2.46	3.22
每股经营现金流薄)	1.16	1.45	2.61	3.11
每股净资产	6.20	11.59	14.76	18.97
<b>估值比率</b>				
P/E	106.38	33.84	28.67	21.94
P/B	16.74	6.10	4.79	3.72
EV/EBITDA	46.86	22.63	18.68	14.34

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。