

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

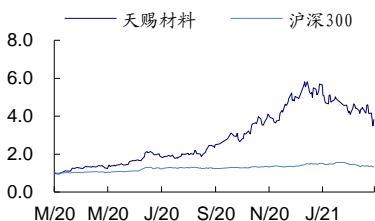
天赐材料(002709)
增持

2020 年年报点评

(首次评级)

2021 年 03 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	546/379
总市值/流通(百万元)	42,445/29,454
上证综指/深圳成指	3,364/13,421
12 个月最高/最低(元)	123.58/18.65

证券分析师: 王蔚祺

 E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 万里明

 电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

电解液龙头, 量价齐升业绩可期

● 2020 年业绩受资产减值影响, 21 年 Q1 盈利大幅增长

公司全年营收 41.19 亿元(+49.5%), 归母净利润 5.33 亿元(+3165%), 低于业绩预告下限 6.5 亿, 主要系 Q4 计提 1.32 亿资产减值准备导致单季度盈利仅 0.14 亿元, 加回后盈利符合预期。全年毛利率为 34.97% (同比+9.33pct), 净利率为 12.15%。公司 21 年 Q1 预计归母净利润 2.5-3.0 亿元, 同比大幅增长 502%-623%。电解液售价上涨带动板块毛利率修复, 疫情催化下公司日化板块卡波姆量价齐升。

● 电解液全年产销两旺, 日化板块受益于卡波姆量价齐升

锂电板块 2020 年营收 26.6 亿元(+57%), 电解液全年销量 7.3 万吨(+52%), 国内出货市占率从 19 年的 26% 增至 20 年 30%, 海外市场开拓成效显著, 铁锂前驱体磷酸铁已导入头部铁锂企业。日化板块全年营收 12.1 亿元(+51%), 毛利率同比增长 23.2 个百分点至 57.0%, 一方面受益于原材料跌价, 另外疫情催化免洗消毒杀菌剂需求激增, 卡波姆价格飞涨显著带动日化板块盈利提升。

● 短期受益于电解液量价齐升, 长期看好上游一体化布局

六氟供给紧张保障电解液高价延续, 公司原料一体化布局将充分收益行业量价齐升。当前六氟单吨市价已从去年底的 7 万元低点上涨至近 20 万元, 下游电解液成本传导较为顺利。公司当前拥有 1.2 万吨六氟产能, 对应 12 万吨电解液需求, 六氟自给率将突破八成; 另外公司还拥有 2300 吨 LiFSI 添加剂产能, 原料 VC 也已实现连续生产, 原料自给率持续提升, 有望显著夯实公司成本优势和核心竞争力。

● 风险提示: 锂电池需求不达预期; 成本下降低于预期影响盈利。
● 投资建议: 公司业绩爆发性强, 首次覆盖给予“增持”评级

公司是国内电解液龙头企业, 充分受益于电解液市场量价齐升, 预计公司 21-23 年归母净利润 12.9/15.6/19.2 亿元, 同比增长 141%/22%/23%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 2.35/2.86/3.51 元, 结合 DCF 绝对估值法合理估值区间为 86.41-103.77 元, 较当前股价溢价 11-34%, 对应 2022 年动态 PE30-36 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

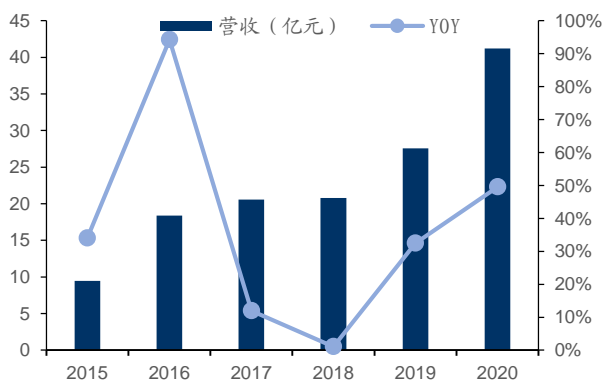
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,119.05	6,415.19	8,654.91	10,586.20
(+/-%)	49.53%	55.74%	34.91%	22.31%
净利润(百万元)	532.87	1285.26	1562.26	1916.15
(+/-%)	3165.21%	141.20%	21.55%	22.65%
摊薄每股收益(元)	0.98	2.35	2.86	3.51
EBIT Margin	26.56%	22.08%	20.12%	20.19%
净资产收益率(ROE)	15.74%	28.70%	26.91%	25.77%
市盈率(PE)	79.65	33.02	27.17	22.15
EV/EBITDA	32.60	28.93	24.18	20.20
市净率(PB)	12.54	9.48	7.31	5.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

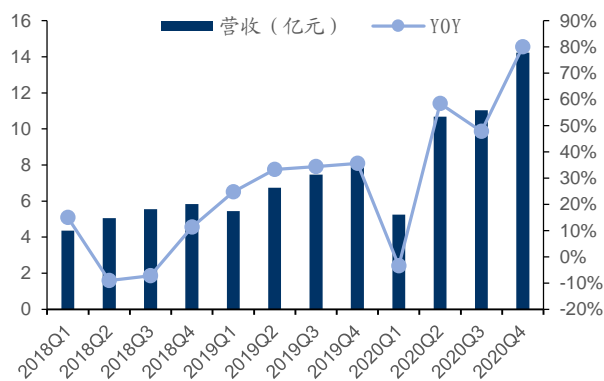
公司 2020 年实现营收 41.19 亿元 (+49.5%), 归母净利润 5.33 亿元 (+3165%), 加权 ROE 为 17.49% (+16.92%), 其中 Q4 营收 14.23 亿元 (同比+80%、环比+29%), 归母净利润 0.14 亿元, 公司全年盈利低于业绩预告下限 6.5 亿元, 主要是因为 Q4 计提 1.32 亿原资产减值准备所致, 加回后盈利符合预期。公司 21 年 Q1 实现归母净利润 2.5-3.0 亿元, 同比增长 502%-623%, 单季度盈利环比同比均大幅增长。公司电解液国内市占率快速提升, 海外客户开启收获之年, 疫情带来的卡波姆量价齐升拉动日化材料板块高增长。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



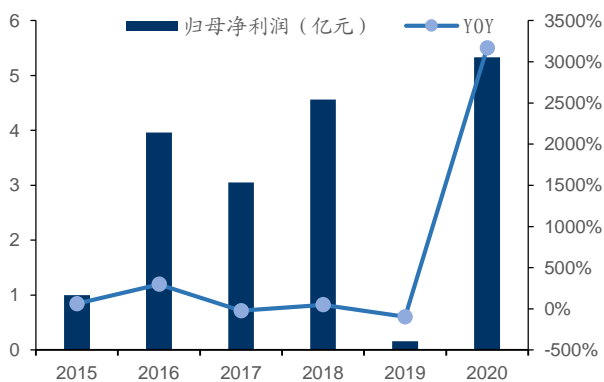
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



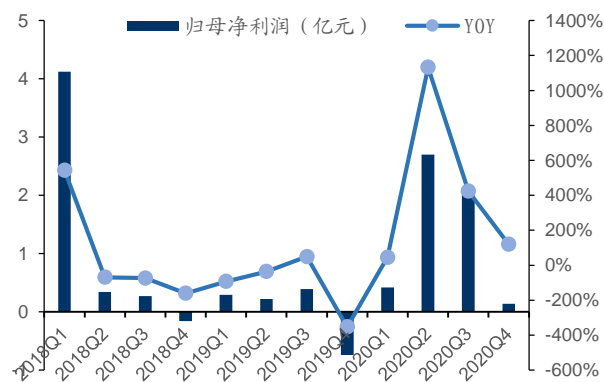
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

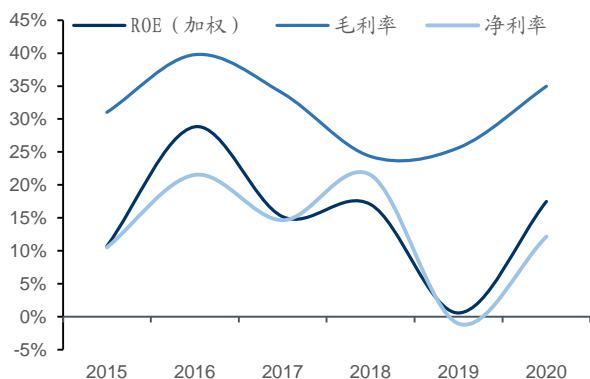


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年毛利率为 34.97% (同比+9.33pct), 净利率为 12.15%, 销售/管理/研发/财务费率分别为 1.6% (-3.1pct)、5.9% (-1.7pct)、4.1% (-0.5pct) 和 1.8% (-0.7pct)。2020 年上半年伴随着电解液价格止跌平稳、氟自供占比提升和卡波姆价格飞涨, 公司 Q2 毛利率增至近 50%, 全年毛利率受 Q4 计提资产减值影响较大。销售费率下降主要是运输费用调至成本所致。

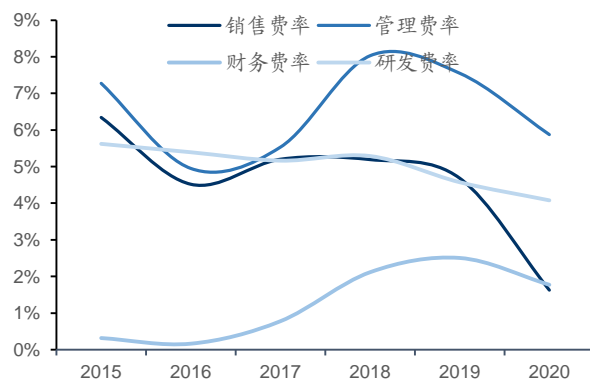
公司 Q4 净利润仅为 389 万元 (Q3 为 2.03 亿元), 净利率环比下降 18.1 个百分点至 0.27%, 主要系 Q4 卡波姆价格大幅回落, 电解液上游涨价压缩了部分盈利, 导致毛利率环比下行; Q4 大幅计提资产减值总额 1.32 亿元, 主要为子公司宁德凯欣计提商誉减值 0.86 亿元、选矿业务、电池租赁业务相关资产减值, 影响 9.2 个百分点的税前利润率; 另外。2020 年公司分红方案为每 10 股派发现金股利 2 元, 未分配利润每 10 股送红股 7 股, 分发现金股利 1.09 亿元, 现金分红占比 20.5%, 符合市场预期。

图 5: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化



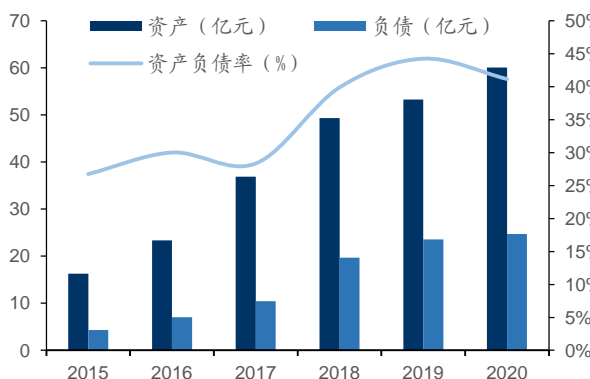
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三费占比情况变化



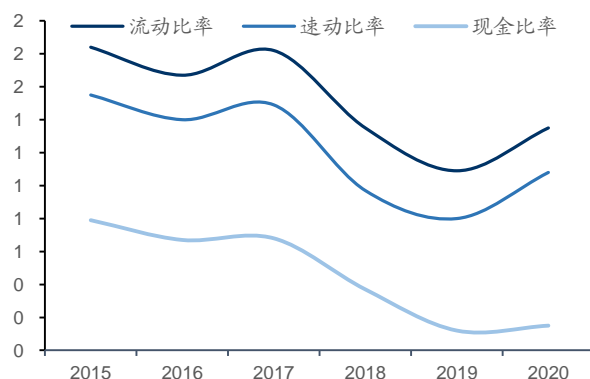
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产负债率变化情况



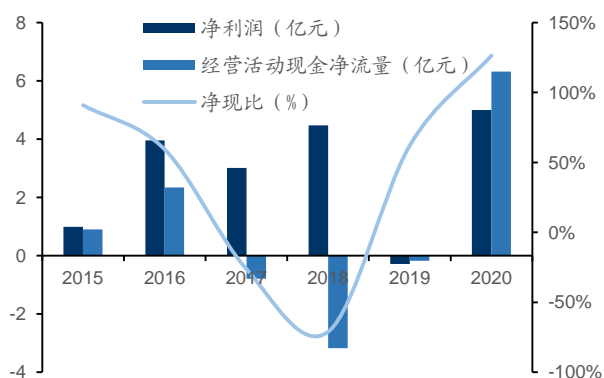
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司短期偿债指标变化



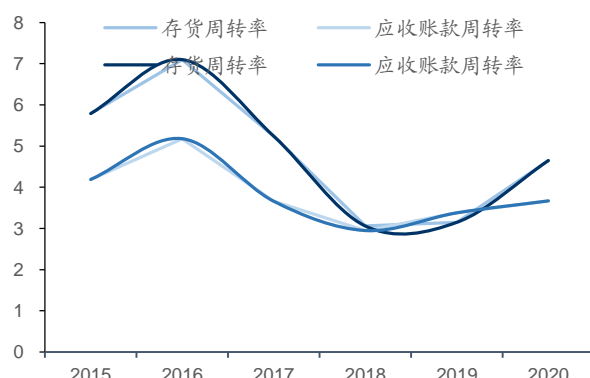
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司经营性现金流持续增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司存货和应收账款周转率情况

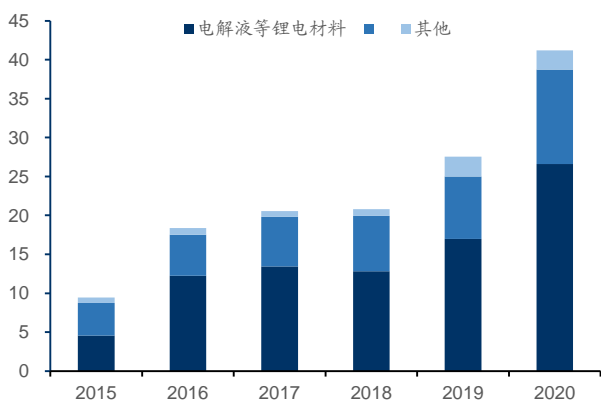


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分部收入方面：2020 年公司锂电材料业务营收 26.6 亿元，同比大增 57%，板块毛利率为 27.6%。其中电解液全年实现销量 7.3 万吨（+52%），产能利用率达 70%，国内市占率从 26%增至 30%，海外市场成功开拓了国际知名客户并实现批量供货，在 LG 和村田取得较高份额，储能市场公司电解液创新产品抢占了 80%以上的 5G、铁塔等储能项目，铁锂前驱体磷酸铁已导入头部铁锂企业。

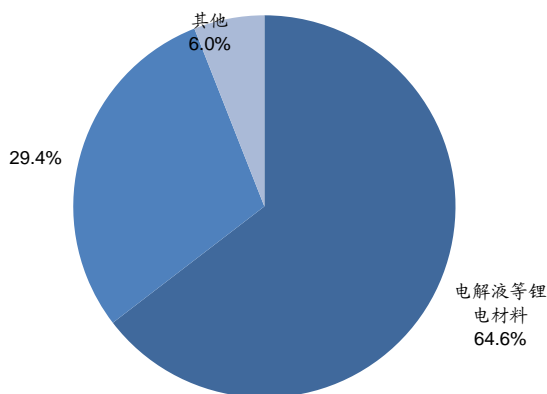
日化板块受益于原料跌价和卡波姆量价齐升。2020 年上半年油价下跌导致公司日化品上游化工原材料价格下降，毛利率显著提升，另外在疫情的催化下，公司用于免洗消毒杀菌剂的卡波姆价格从常规的 4.3 万元/吨左右上涨至最高近 20 万元/吨，显著带动日化板块盈利显著增长，2020 年公司个人护理品板块营收 12.1 亿元（+51%），毛利率同比增长 23.2 个百分点至 57.0%。

图 11：公司主营业务营收变化（亿元）



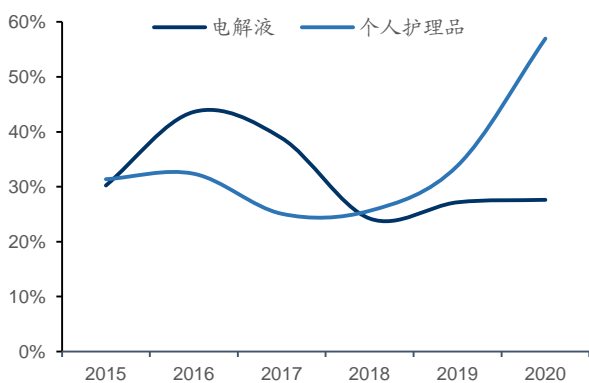
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：2020 年公司主营产品营收占比



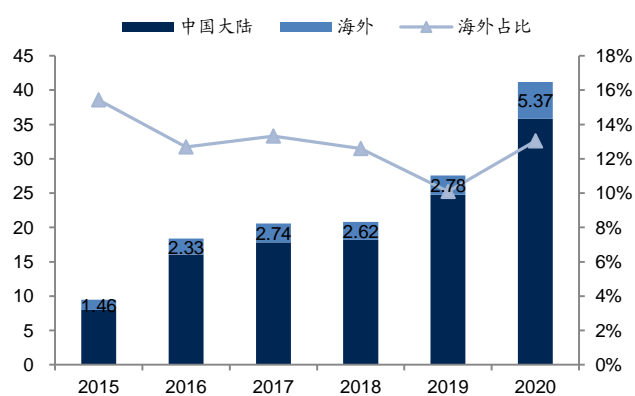
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：公司主营产品毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：公司海外营收变化情况



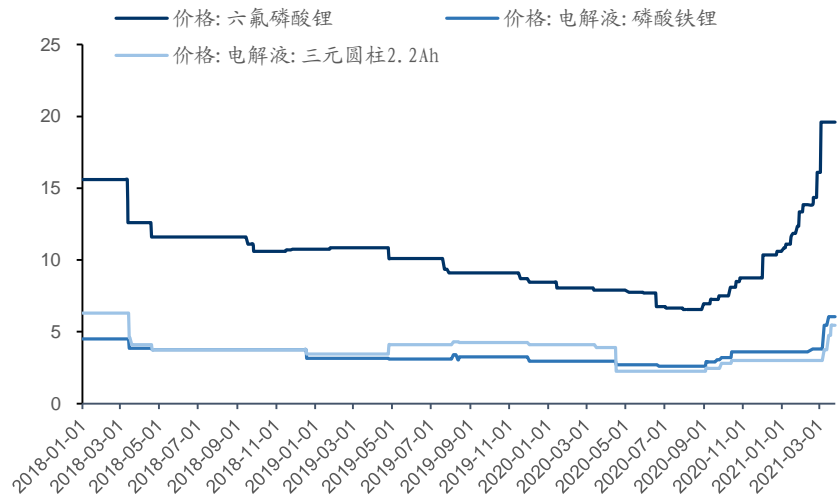
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

伴随 2020Q4 开始的电动车行业需求快速增长，2021 年全年 LiPF6 有望维持紧平衡，支撑电解液价格高位。电解液成本中 LiPF6 占比较高达 40%左右，2021 年以来 LiPF6 价格持续上行，从去年底的低点 7 万元/吨上涨至目前的 20 万元/吨，根据测算 LiPF6 单吨上涨 1 万元，对应电解液成本涨幅在 1000 元左右，按此计算将拉动电解液单吨成本上涨 1.4 万元至当前的 4 万元。供需偏紧的情况下电解液成本传导也较为顺畅，根据鑫椏资讯数据，2 月底国内电解液主流报价已经上涨至 5.5-6.5 万元/吨。

公司上游六氟布局持续完善，一体化将显著提升公司盈利。当前公司已经打通

从锂辉石到碳酸锂到六氟的完整原料供应链，当前公司拥有 1.2 万吨六氟产能（折固产能），2021 年底另有 1 万吨折固六氟产能预计投产，对应 22 万吨电解液生产，能够满足公司八成以上电解液需求。除此之外，公司当前还拥有 2300 吨 LIFSI 添加剂产能，另在建 5800 吨产能，VC 也已经实现连续生产，原料自给率持续提升，有望显著提升公司电解液毛利率。

图 15: 国内六氟磷酸锂、电解液价格变化（万元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司远期产能储备充足，伴随行业快速成长。当前公司在宁德、广州和九江基地已落地产能 15 万吨，另外国内还有约 40 万吨在建产能，分别是溧阳基地 20 万吨、福鼎基地 10 万吨和捷克子公司 10 万吨产能，完全投产后产能将达到 55 万吨/年，按照 2025 年国内 90 万吨电解液需求测算，公司扩产节奏能够保障公司电解液国内 30%或更高的市占率需求。

投资建议： 公司是国内电解液龙头企业，当前原料六氟供需偏紧支撑电解液价格高位，公司一体化建设持续完善，市占率稳步提升，我们看好公司短期业绩爆发和长期成长性，预计公司 21-23 年归母净利润 12.9/15.6/19.2 亿元，同比增长 141%/22%/23%，对应 21-23 年 EPS 分别为 2.35/2.86/3.51 元，结合 DCF 绝对估值法合理估值区间为 86.41-103.77 元，较当前股价溢价 11-34%，对应 2022 年动态 PE30-36 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

- (1) 全球锂电池需求不达预期的风险；
- (2) 公司成本下降低于预期影响盈利的风险；
- (3) 公司扩产进度不及预期的风险。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.03.25	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	77.72	424.45	0.98	2.35	2.86	3.51	79.7	33.1	27.2	22.1	增持
300037	新宙邦	73.07	300.17	1.23	1.56	2.09	-	59.4	46.8	35.0	-	增持
002812	恩捷股份	112.60	999.07	1.26	1.95	2.75	4.18	89.4	57.7	40.9	26.9	增持
603659	璞泰来	90.20	447.42	1.35	2.14	2.69	3.43	66.8	42.1	33.5	26.3	增持
300073	当升科技	45.71	207.35	0.85	1.38	1.89	2.33	53.8	33.1	24.2	19.6	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	312	568	1213	2140	营业收入	4119	6415	8655	10586
应收款项	1364	1933	2608	3190	营业成本	2678	4157	5831	7130
存货净额	550	782	1102	1351	营业税金及附加	38	58	78	95
其他流动资产	596	962	1298	1588	销售费用	67	115	156	191
流动资产合计	2822	4246	6222	8269	管理费用	242	669	849	1033
固定资产	2173	2571	2875	3069	财务费用	73	(1)	(1)	(21)
无形资产及其他	409	381	354	327	投资收益	(6)	(2)	(2)	(2)
投资性房地产	477	477	477	477	资产减值及公允价值变动	179	100	100	100
长期股权投资	131	123	115	107	其他收入	(560)	0	0	0
资产总计	6010	7798	10042	12248	营业利润	634	1515	1840	2256
短期借款及交易性金融负债	647	700	700	700	营业外净收支	(8)	(6)	(6)	(6)
应付款项	909	1341	1889	2316	利润总额	626	1509	1834	2250
其他流动负债	540	822	1276	1530	所得税费用	126	302	367	450
流动负债合计	2097	2863	3865	4546	少数股东损益	(32)	(78)	(95)	(116)
长期借款及应付债券	317	317	317	317	归属于母公司净利润	533	1285	1562	1916
其他长期负债	61	56	51	46					
长期负债合计	378	373	368	363	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2475	3236	4233	4909	净利润	533	1285	1562	1916
少数股东权益	150	84	3	(96)	资产减值准备	80	66	35	27
股东权益	3386	4478	5806	7435	折旧摊销	284	163	189	207
负债和股东权益总计	6010	7798	10042	12248	公允价值变动损失	(179)	(100)	(100)	(100)
					财务费用	73	(1)	(1)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(261)	(393)	(299)	(418)
每股收益	0.98	2.35	2.86	3.51	其它	(108)	(132)	(115)	(126)
每股红利	0.14	0.35	0.43	0.53	经营活动现金流	349	889	1271	1506
每股净资产	6.20	8.20	10.63	13.61	资本开支	(514)	(500)	(400)	(300)
ROIC	22%	24%	26%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	29%	27%	26%	投资活动现金流	(507)	(492)	(392)	(292)
毛利率	35%	35%	33%	33%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	27%	22%	20%	20%	负债净变化	107	0	0	0
EBITDA Margin	33%	25%	22%	22%	支付股利、利息	(75)	(193)	(234)	(287)
收入增长	50%	56%	35%	22%	其它融资现金流	193	53	0	0
净利润增长率	3165%	141%	22%	23%	融资活动现金流	260	(140)	(234)	(287)
资产负债率	44%	43%	42%	39%	现金净变动	101	257	645	927
息率	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	210	312	568	1213
P/E	79.7	33.0	27.2	22.2	货币资金的期末余额	312	568	1213	2140
P/B	12.5	9.5	7.3	5.7	企业自由现金流	382	403	883	1199
EV/EBITDA	32.6	28.9	24.2	20.2	权益自由现金流	682	456	883	1215

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032