

2021 年 04 月 20 日

六氟涨价弹性大，业绩表现亮眼
买入(维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,119	6,556	8,925	11,992
同比(%)	49.5%	59.2%	36.1%	34.4%
归母净利润(百万元)	533	1,547	2,008	2,809
同比(%)	3165.2%	190.4%	29.8%	39.8%
每股收益(元/股)	0.98	2.83	3.69	5.16
P/E(倍)	99.43	34.24	26.28	18.79

投资要点

■ 21 年 Q1 归母净利润 2.87 亿元，同比增长 591.15%，偏业绩预告上限，符合我们预期。2021 年 Q1 公司营业收入 15.62 亿元，同比增长 197.5%，环比上升 9.71%；归母净利润 2.87 亿元，同比增长 591.1%，环比上涨 1878.62%，此前公司预告 2.5-3 亿元，偏业绩预告上限，符合预期；扣非净利润 2.84 亿元，同比增长 592.9%，环比上涨 2161.48%，非经常性损益主要为政府补助。盈利能力方面，21 年 Q1 毛利率为 34.33%，同比增加 2.74pct；净利率为 18.37%，同比增加 10.46pct。

■ 公司预告 Q2 归母净利 3.6-4.6 亿元，环比增长 27%-61%，略超市场预期。公司预告 21H1 归母净利润为 6.5 亿-7.5 亿元，同增 108.55%-140.63%，对应 Q2 归母净利 3.63-4.63 亿元，同增 34%-71%，环比大增 27%-61%，略超市场预期。公司下游需求旺盛，销量增长明显，同时产品原材料自产率提升，毛利率大幅提升，六氟涨价弹性明显。

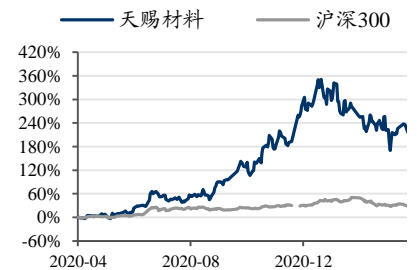
■ Q1 六氟涨价顺利传导，电解液盈利大幅提升，Q2 环比持续向上。公司 Q1 电解液满产满销，我们预计出货 2.5 万吨左右，环比基本持平。盈利方面，六氟 Q1 成交均价 13 万左右，我们测算对应公司电解液单吨利润 0.9-1 万/吨，因此我们预计 Q1 电解液贡献近 2.5 亿利润。3 月六氟近期价格进一步上涨至 23 万/吨，我们预计 Q2 公司单吨利润将进一步上涨至 1.3 万/吨+。全年看，六氟行业竞争格局优化，产能扩张集中于头部厂商，下半年预计六氟价格可高位维持，公司电解液盈利水平可维持。出货量方面，我们预计 Q2 出货量 2.8-3 万吨，环比增 15-20%，对应贡献利润 3.6-3.9 亿，环比大增 45%+。1H 公司电解液出货量合计近 5.5 万吨，全年预计出货 12-14 万吨，同比增长 70%+。

■ 扩产规模全球领先，液体六氟、新型锂盐、添加剂等一体化布局强化竞争优势。扩产规模全球领先，液体六氟、新型锂盐、添加剂等一体化布局强化竞争优势。公司已建成宁德、广州、九江三大基地，目前累计产能近 15 万吨。为满足下游客户需求，公司积极扩产溧阳、福鼎基地及海外捷克子公司产能建设。全部建成后公司产能有望达 55 万吨以上，配套约 300GWH 以上电池产能，对应目标市占率 30%+。同时公司目前六氟产能 1.2 万吨，下半年将再投 2 万吨；第二，公司新型锂盐 2000 吨产能率先实现量产，已配套龙头客户，后续产能将扩至 6000 吨；第三，公司 vc 以及新型添加剂均可实现量产，自供比例逐步增加。

■ 盈利预测与投资评级：由于六氟价格上涨超预期，我们将 2021-2022 归母净利润 14.1/18.6 上修至 15.5/20.1 亿元，预计 2023 年归母净利为 28.1 亿元，同比增长 190%/30%/40%，当前市值对应 PE 为 34x/26x/19x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 45 倍 PE，对应目标价 127 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	97.02
一年最低/最高价	24.69/123.58
市净率(倍)	14.41
流通 A 股市值(百万元)	36768.73

基础数据

每股净资产(元)	6.73
资产负债率(%)	43.57
总股本(百万股)	546.13
流通 A 股(百万股)	378.98

相关研究

- 1、《天赐材料(002709): 2020 年年报及 2021 年一季度业绩预告点评: 轻装上阵, 21 年电解液量利齐升》2021-03-25
- 2、《天赐材料(002709): 双轮驱动, 电解液龙头再启航》2020-11-22
- 3、《天赐材料(002709): 天赐材料点评: 长期供货特斯拉, 品质再获海外认可》2020-11-08

21 年 Q1 归母净利润 2.87 亿元，同比增长 591.15%，偏业绩预告上限，符合我们预期。2021 年 Q1 公司营业收入 15.62 亿元，同比增长 197.5%，环比上升 9.71%；归母净利润 2.87 亿元，同比增长 591.1%，环比上涨 1878.62%，此前公司预告 2.5-3 亿元，偏业绩预告上限，符合预期；扣非净利润 2.84 亿元，同比增长 592.9%，环比上涨 2161.48%，非经常性损益主要为政府补助。盈利能力方面，21 年 Q1 毛利率为 34.33%，同比增加 2.74pct；净利率为 18.37%，同比增加 10.46pct。

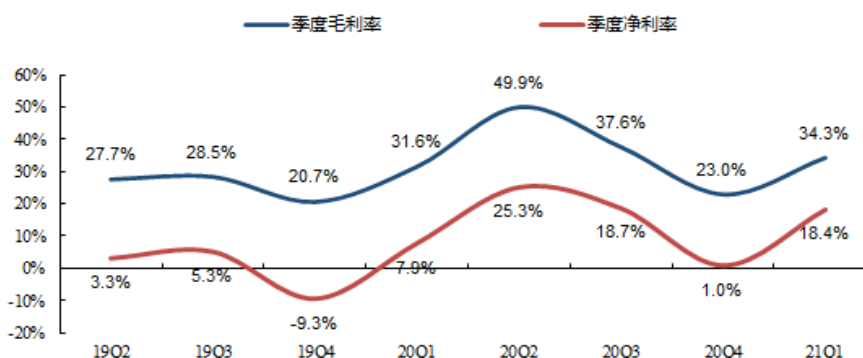
公司预告 Q2 归母净利 3.6-4.6 亿元，环比增长 27%-61%，略超市场预期。公司预告 21H1 归母净利润为 6.5 亿-7.5 亿元，同增 108.55%-140.63%，对应 Q2 归母净利 3.63-4.63 亿元，同增 34%-71%，环比大增 27%-61%，略超市场预期。公司下游需求旺盛，销量增长明显，同时产品原材料自产率提升，毛利率大幅提升，六氟涨价弹性明显。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		1,561.7	1,423.5	1,102.8	1,067.8	525.0
-同比		197.47%	80.07%	47.76%	58.47%	-3.48%
毛利率		34.33%	23.04%	37.56%	49.87%	31.59%
归母净利润(百万)	363.1-463.1	286.9	14.5	206.7	270.2	41.5
-同比	34.38-71.39%	591.15%	-119.67%	423.36%	1132.73%	45.08%
归母净利率		18.37%	1.02%	18.74%	25.30%	7.91%
扣非归母净利润(百万)		283.59	12.54	204.97	269.88	40.93
-同比		592.88%	-115.40%	404.69%	901.18%	60.22%
扣非归母净利率		18.16%	0.88%	18.59%	25.28%	7.80%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

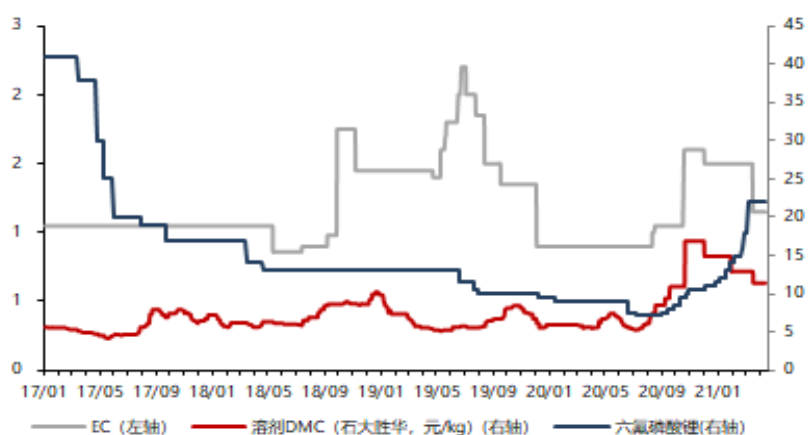
图 2：季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

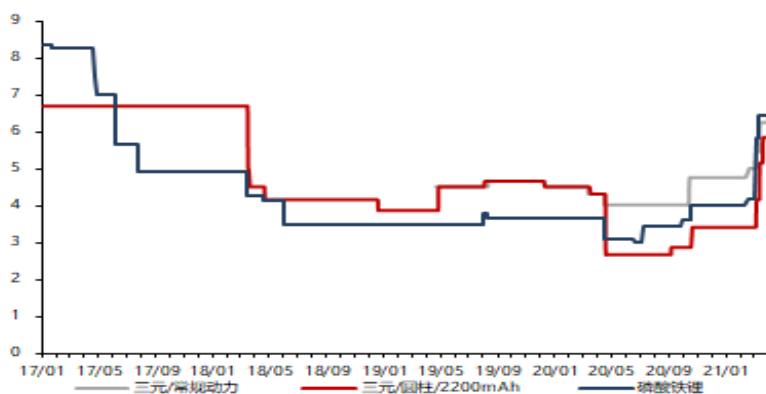
Q1 六氟涨价顺利传导，电解液盈利大幅提升，Q2 环比持续向上。公司 Q1 电解液满产满销，我们预计出货 2.5 万吨左右，环比基本持平。盈利方面，六氟 Q1 成交均价 13 万左右，我们测算对应公司电解液单吨利润 0.9-1 万/吨，因此我们预计 Q1 电解液贡献近 2.5 亿利润。3 月六氟价格跳涨至 20 万/吨，近期价格进一步上涨至 23 万/吨，电解液价格传导国内客户相对较顺利，海外客户进度稍微滞后，我们预计 Q2 公司单吨利润将进一步上涨至 1.3 万/元+，全年看，六氟行业竞争格局优化，产能扩张集中于头部厂商，下半年预计六氟价格可高位维持，公司电解液盈利水平可维持。出货量方面，我们预计 Q2 出货量 2.8-3 万吨，环比增 15-20%，对应贡献利润 3.6-3.9 亿，环比大增 45%+；2021 年 1H 公司电解液出货量合计近 5.5 万吨，全年预计出货 12-14 万吨，同比增长 70%+。

图 3: 溶剂与六氟价格走势 (万/吨)



数据来源：百川、东吴证券研究所

图 4: 电解液价格走势 (万/吨)



数据来源：百川、东吴证券研究所

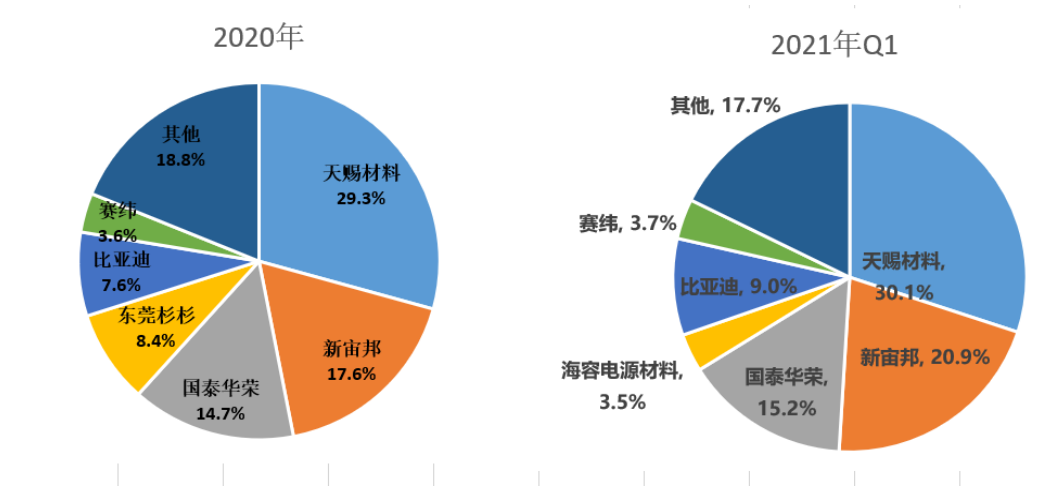
图 5: 六氟涨价业绩弹性测算 (万元/吨、亿元)

价格 (万元/吨)	假设价格 (万/吨) 对应公司利润 (亿)							
	15	16	17	18	19	20	21	22
多氟多	6.9	7.6	8.2	8.9	9.6	10.3	11	11.7
天赐材料	15.9	16.9	17.8	18.8	19.7	20.6	21.5	22.4
天际股份	5.5	6.1	6.8	7.4	8.05	8.7	9.35	10

数据来源: 东吴证券研究所测算

扩产规模全球领先, 液体六氟、新型锂盐、添加剂等一体化布局强化竞争优势。公司已建成宁德、广州、九江三大基地, 目前累计产能近 15 万吨。为满足下游客户需求, 公司积极扩产, 其中溧阳基地设计总产能为 20 万吨, 一期产能为 10 万吨开始建设, 计划投资 2.81 亿, 达产后可实现营收 12.2 亿, 净利 1.14 亿, 福鼎基地 10 万吨产能开始建设, 计划投资 2.89 亿元。捷克子公司总规划 10 万吨, 目前一期 2-3 万吨在建。全部建成后公司产能有望达 55 万吨以上, 配套约 300GWH 以上电池产能, 对应目标市占率 30%+, 远期规划庞大。同时公司强化一体化布局, 目前六氟产能 1.2 万吨, 全球第一, 基本可满足自用, 下半年将再投 2 万吨, 成本领先; 第二, 公司新型锂盐 2000 吨产能率先实现量产, 已配套龙头客户, 后续产能将扩至 6000 吨; 第三, 公司 vc 以及新型添加剂均可实现量产, 自供比例逐步增加。因此, 公司具备规模、成本优势, 并深度绑定下游龙头电池企业, 我们看好公司电解液份额持续提升。

图 6: 电解液产能市占率



数据来源：物理化学协会、东吴证券研究所

卡波姆价格回落至正常水平，传统日化稳定增长，其他业务逐步扭亏。卡波姆价格回落至正常水平，我们预计 21 年 Q1 卡波姆及传统日化业务贡献 0.4 亿+利润，环比微降。全年来看，卡波姆有望贡献 1 亿利润，传统日化贡献 1 亿，合计 2 亿利润。公司在建项目年产 18.5 万吨日用化工新材料项目，支撑日化业务稳定增长。公司其他业务逐步扭亏，Q1 仅电池运营亏损，预计亏损金额 0.2 亿+，但正极、选矿等业务逐步扭亏；Q2 进一步好转。

公司费用控制良好，研发投入提升。公司期间费用合计 1.66 亿元，同比增长 45.36%，费用率为 10.62%，同比降 0.07pct，环比上升 3.49pct。2021Q1 销售费用 0.19 亿元，销售费用率 1.23%，同比降 1.23pct；管理费用 0.76 亿元，管理费用率 4.86%，同比降 0.42pct；财务费用 0.15 亿元，财务费用率 0.94%，同比降 0.44pct；研发费用 0.56 亿元，研发费用率 3.6%，同比增 1.18pct。公司 2021 年 Q1 计提信用减值损失 0.05 亿。

图 7：季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	26.29	40.90	48.05	-48.54	19.21
-销售费用率	2.46%	3.71%	3.38%	-3.11%	1.23%
管理费用	47.35	55.47	52.86	86.21	75.85
-管理费用率	4.43%	5.03%	3.71%	5.52%	4.86%
研发费用	25.77	49.22	42.35	51.01	56.19
-研发费用率	2.41%	4.46%	2.98%	3.27%	3.60%
财务费用	14.70	17.49	18.17	22.69	14.62
-财务费用率	1.38%	1.59%	1.28%	1.45%	0.94%
期间费用	114.11	163.08	161.44	111.37	165.87
-期间费用率	10.69%	14.79%	11.34%	7.13%	10.62%
资产减值损失	0.00	-65.13	18.74	-132.35	0.00
信用减值损失	3.52	-3.20	-23.64	-23.99	-4.51

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司经营性现金流大幅改善，预付货款增长。截止 2021Q1 公司存货为 6.24 亿，较年初增长 13.48%；应收账款 18.00 亿，较年初增长 34.07%，主要原因为 21 年 Q1 内销售额的增长；预付账款 1.31 亿元，较年初增长 58.4%，主要为预付原材料款以及加工费所致；合同负债 0.3 亿元，较年初增长 56.1%。2021Q1 公司经营活动净现金流为 2.15 亿，同比大幅增长 131%，主要为销售回款增长；投资活动净现金流出 2.06 亿，同比增长 316%，主要为购买长期资产支出增加；资本开支为 2.04 亿，同比上升 311%，账面现金为 4.43 亿，较年初增长 42%，在手现金充裕。短期借款 6.09 亿元，较年初增长 11%。

盈利预测与投资建议：由于六氟价格上涨超预期，我们将 2021-2022 归母净利润 14.1/18.6 上修至 15.5/20.1 亿元，预计 2023 年归母净利为 28.1 亿元，同比增长 190%/30%/40%，当前市值对应 PE 为 34x/26x/19x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 45 倍 PE，对应目标价 127 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等

天赐材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,822	4,323	5,776	7,677	营业收入	4,119	6,556	8,925	11,992
现金	312	656	893	1,199	减:营业成本	2,678	3,844	5,412	7,260
应收账款	1,343	2,147	2,942	3,995	营业税金及附加	38	61	82	111
存货	550	852	1,214	1,685	销售费用	67	131	179	240
其他流动资产	518	534	544	557	管理费用	242	340	422	530
非流动资产	3,189	3,597	3,851	4,169	研发费用	168	269	363	489
长期股权投资	131	131	131	131	财务费用	73	77	59	24
固定资产	1,914	2,471	2,843	2,979	资产减值损失	226	44	76	42
在建工程	259	159	59	259	加:投资净收益	-6	-9	-9	-6
无形资产	409	392	375	358	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	735	604	502	701	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	6,010	7,921	9,627	11,846	营业利润	634	1,821	2,362	3,340
流动负债	2,097	2,984	3,226	3,366	加:营业外净收支	-7	-2	-2	-2
短期借款	647	1,312	917	297	利润总额	626	1,819	2,360	3,338
应付账款	851	1,222	1,720	2,307	减:所得税费用	126	273	354	501
其他流动负债	598	450	589	762	少数股东损益	-32	-2	-2	28
非流动负债	378	378	378	378	归属母公司净利润	533	1,547	2,008	2,809
长期借款	317	317	317	317	EBIT	707	1,898	2,422	3,364
其他非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	1,005	2,108	2,673	3,646
负债合计	2,475	3,362	3,604	3,744	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	150	148	146	175	每股收益(元)	0.98	2.83	3.69	5.16
归属母公司股东权益	3,386	4,410	5,876	7,927	每股净资产(元)	6.20	8.11	10.80	14.57
负债和股东权益	6,010	7,921	9,627	11,846	发行在外股份(百万股)	546	928	928	928
					ROIC(%)	12.6%	26.1%	28.4%	32.9%
					ROE(%)	15.7%	35.1%	34.2%	35.4%
					毛利率(%)	35.0%	41.4%	39.4%	39.5%
					销售净利率(%)	12.1%	23.6%	22.5%	23.7%
					资产负债率(%)	41.2%	42.4%	37.4%	31.6%
					收入增长率(%)	49.5%	59.2%	36.1%	34.4%
					净利润增长率(%)	12.1%	23.6%	22.5%	23.7%
					P/E	99.43	34.24	26.28	18.79
					P/B	15.65	12.01	9.02	6.68
					EV/EBITDA	54	26	20	15

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>