

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

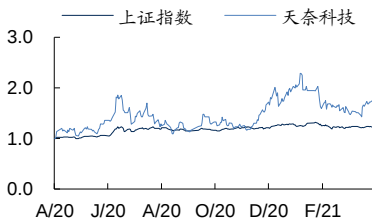
天奈科技(688116)
买入

2021 年一季报点评

(调高评级)

2021 年 04 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	232/177
总市值/流通(百万元)	14,468/11,017
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	86.70/31.90

相关研究报告:

《天奈科技-688116-2020 年业绩快报&扩产公告点评: 短期盈利波动, 产能快速扩张》——2021-02-24

《国信证券-天奈科技-688116-2020 年三季报点评: 业绩复合预期, 碳纳米管龙头复苏》——2020-10-22

《国信证券-天奈科技-688116-2020 年三季报点评: 业绩复合预期, 碳纳米管龙头复苏》——2020-10-22

《国信证券-天奈科技-688116-2020 年半年报点评: 碳纳米管龙头蓄势待发》——2020-08-27

《天奈科技-688118-深度报告: 锂电细分材料龙头? 积极探索芯片赛道》——2020-07-23

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

CNT 龙头护城河稳固, Q1 盈利超预期

● Q1 盈利超预期, 需求旺盛涨价传导顺畅

公司 21 年 Q1 实现营收 2.19 亿元, 同比+262%, 环比+40.4%, 归母净利润 0.53 亿元, 同比+315%, 环比+76.7%, 超过市场预期。销售单价因 NMP 涨价而大幅提高, 21Q1 毛利率仍稳定在 37.76%, 相比 20 年全年度仅减少 1.32pct, 环比减少 1.98pct, 净利率 24.37%, 相比 20 年+1.78pct, 环比+5.01pct, 收入基数扩大的同时费用率大幅降低。估计 21Q1 单吨盈利环比改善显著, 主要是 20Q4 材料价格突然涨价导致公司商务上来不及传导, 21Q1 下游需求旺盛, 公司正常向下游传导 NMP 涨幅, 盈利能力恢复至 0.9-1.0 万元/吨的长期中枢。

● 产业链战略布局, NMP 回收有望扩宽护城河

21 年 Q1NMP 价格不断创新高, 单吨售价从 2020 年的 1.7 万元一度飙升至 4 万元, 近期回调至 3.4 万元/吨。Q1NMP 价格处于高位, 但是公司单吨盈利回归历史中枢, 体现公司技术护城河的议价能力。Q2 预期随着公司产量爬坡, 单位盈利有望保持。另外公司 NMP 回收产线已经在 Q1 逐步投产, 将满足公司自用需求并持续为产业链降本, 进一步通过降本能力扩宽竞争护城河。

● 公司产能爬坡加速, 龙头地位持续强化

公司 2 月 23 日公布两项扩产计划: 1) 拟投资建设年产 5 万吨导电浆料、5000 吨导电塑料母粒和 3000 吨碳管纯化加工产能; 2) 公司拟在北美内华达州设立“美国天奈”子公司, 投资建设年产 8000 吨的导电浆料, 充分把握 CNT 渗透率和市占率提升双重利好。

● 风险提示: 锂电池需求不达预期; 原材料价格大幅波动的风险。

● 投资建议: 看好公司高盈利和产能爬坡, 上调至“买入”评级

公司是碳纳米管导电剂龙头, 基于公司 Q1 盈利超预期上调盈利预测, 预计公司 21-23 年总销量分别为 3/5.5/7.7 万吨, 归母净利润 2.9/5.8/7.9 亿元 (原盈利预测 21-22 年为 2.66/4.53 亿元), 同比增加 172%/100%/35%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 1.26/2.51/3.40 元, 当前股价对应 PE 分别为 52/26/19 倍, 上调至“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	472	1,092	2,217	3,013
(+/-%)	22.1%	131.3%	103.1%	35.9%
净利润(百万元)	107	292	582	788
(+/-%)	-2.6%	172.1%	99.5%	35.3%
摊薄每股收益(元)	0.46	1.26	2.51	3.40
EBIT Margin	20.9%	31.3%	31.1%	30.9%
净资产收益率(ROE)	6.5%	15.4%	24.7%	26.3%
市盈率(PE)	141.9	52.1	26.1	19.3
EV/EBITDA	119.8	41.9	21.9	16.3
市净率(PB)	9.2	8.0	6.4	5.1

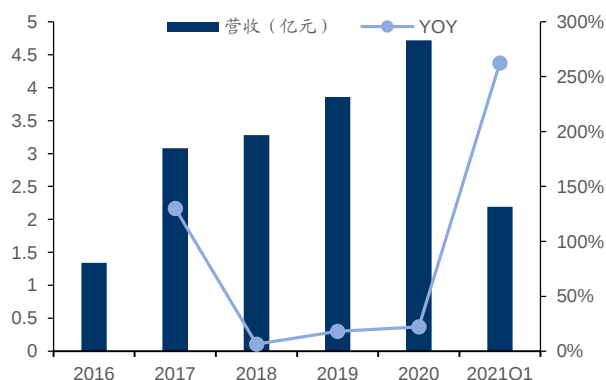
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 21 年 Q1 实现营收 2.19 亿元，同比+262%，环比+40.4%，归母净利润 0.53 亿元，同比+315%，环比+76.7%，超过市场预期。销售单价因 NMP 涨价而大幅提高，21Q1 毛利率仍稳定在 37.76%，相比 20 年全年仅减少 1.32pct，环比减少 1.98pct，净利率 24.37%，相比 20 年+1.78pct，环比+5.01pct，收入基数扩大的同时费用率大幅降低。估计 21Q1 单吨盈利环比改善显著，主要是 20Q4 材料价格突然涨价导致公司商务上来不及传导，21Q1 下游需求旺盛，公司正常向下游传导 NMP 涨幅，盈利能力恢复至 0.9-1.0 万元/吨的长期中枢。

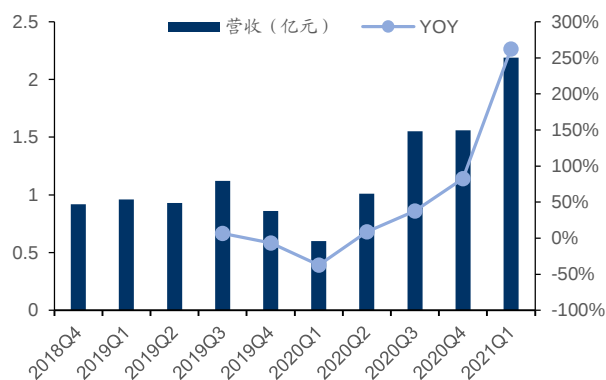
2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 2.4%(-1.2pct)、6.2%(-1.3pct)、3.9%(-2.1pct) 和 0.1%(-0.3pct)，各项费用率均存在明显下降，公司销售费用同比增加 79.3%，主要是报告期内销售收入增长使得运输费用增加，管理费用同比增加 145%，主要是本期确认股权激励费用，研发费用同比增加 78.2%，但由于营收大幅增长，各项费用率被摊薄而下降。Q1 公司冲回信用减值损失 48 万元，未计提资产减值。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



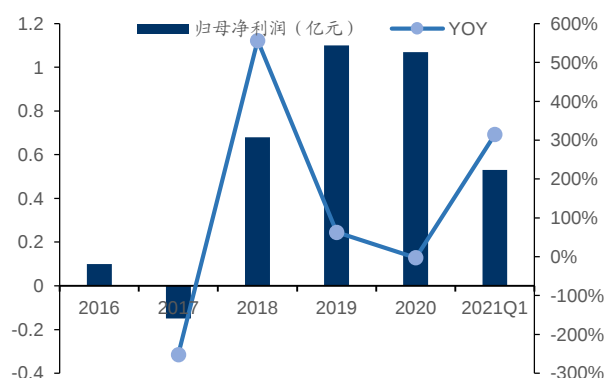
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



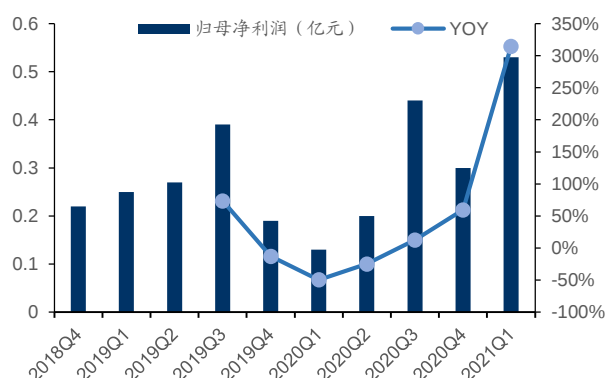
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



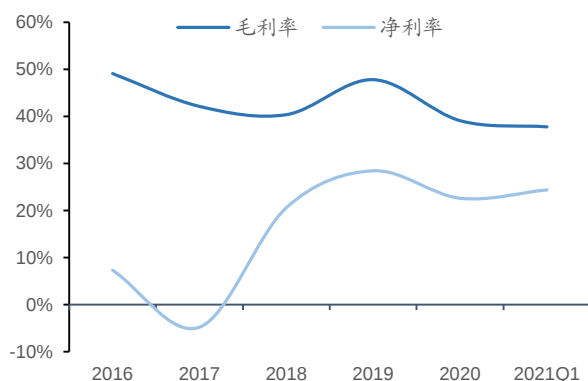
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



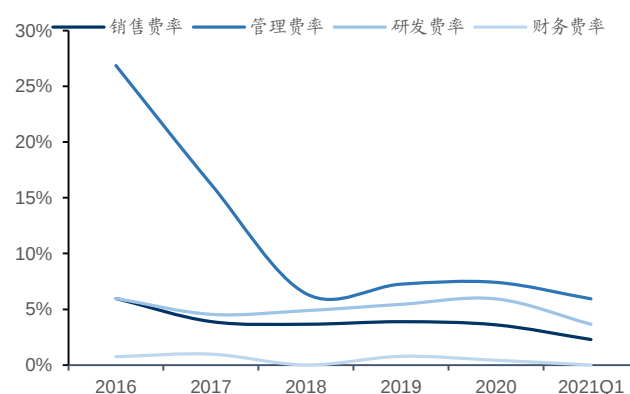
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率、净利率变化



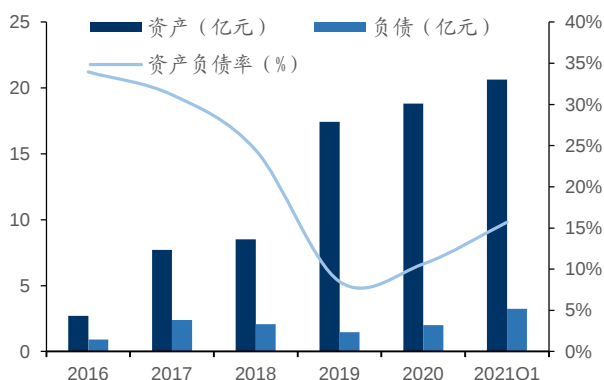
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



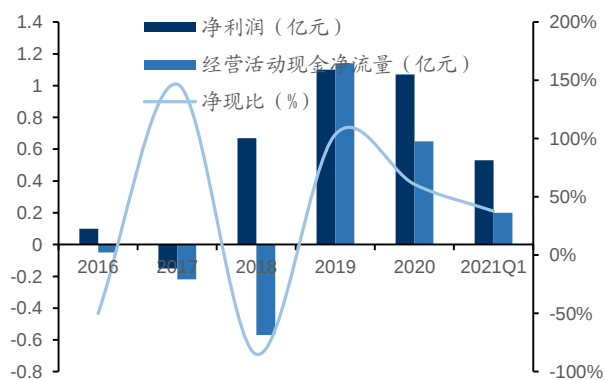
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产负债率变化



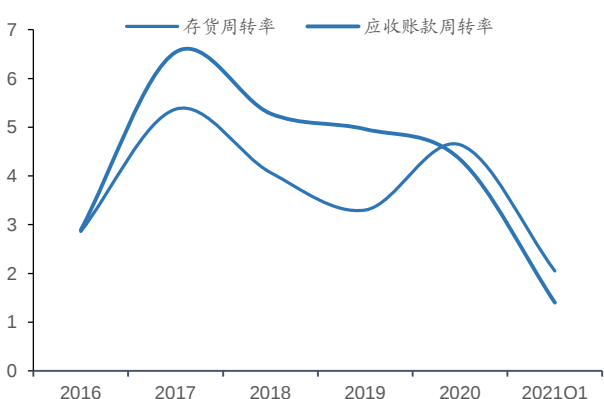
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司现金流指标变化



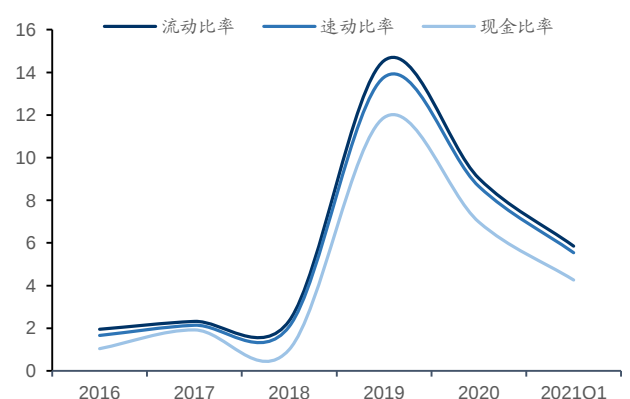
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司短期偿债指标变化



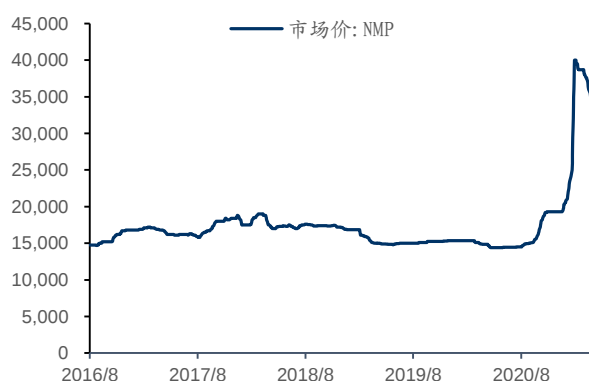
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产业链战略布局，NMP 回收有望扩宽护城河。公司主营产品碳纳米管导电剂的原材料主要是 NMP、丙烯、液氮等，原料占成本比重近 70%，NMP 又占到原料成本的 70%。21 年第一季度 NMP 价格不断创新高，单吨售价从 2020 年的 1.7 万元一度飙升至 4 万元，近期回调至 3.4 万元/吨。在 NMP 价格高企的背景下，公司单吨盈利不降反升，顺利回归 0.9-1 万元的历史中枢，体现公司技术

护城河的议价能力。21Q2 预期随着公司产量爬坡，单位盈利有望保持。另外公司 NMP 回收产线已经在 Q1 逐步投产，将满足公司自用需求并持续为产业链降本，进一步通过降本能力扩宽竞争护城河。

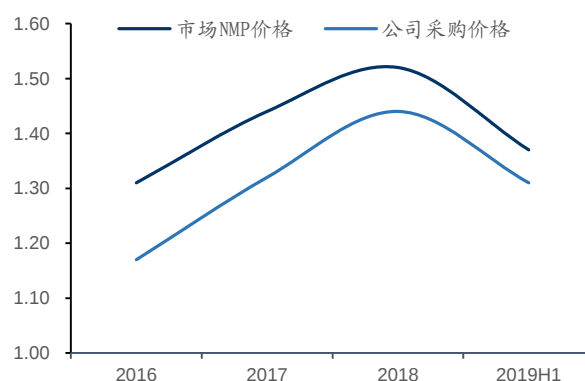
公司向上游延伸布局，21 年 NMP 回收项目落地。公司 2018 年开始投建子公司新纳环保回收生产 NMP，公司持股约 68%，预计产能在 2021 年落地，该项目年产 NMP 废液 10 万吨以上，对应 CNT 浆料 8.5 万吨以上，将满足公司自用需求。产业链下游，公司积极与客户协调联动定价机制，产业链延伸将显著降低原料价格波动对公司盈利的影响。

图 11: 国内 NMP 市场价格涨至高位 (元/吨)



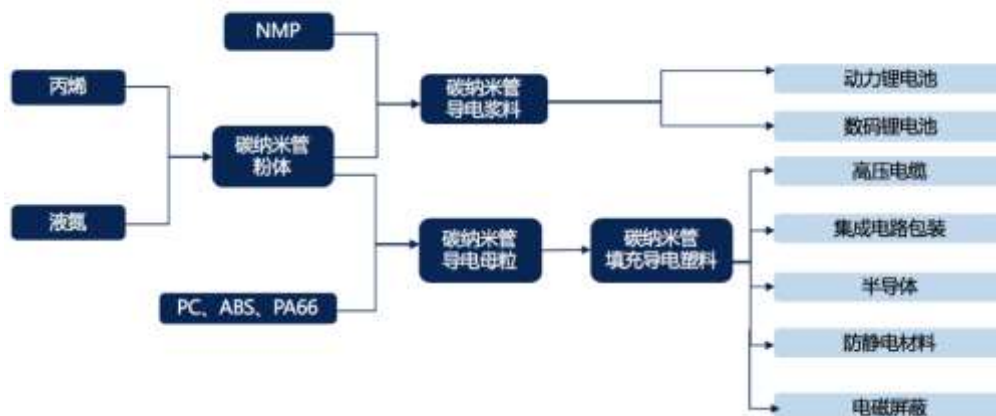
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司 NMP 采购价格显著低于市场价 (万元/吨)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 13: 碳纳米管产业链



资料来源: 天奈科技招股书、国信证券经济研究所整理

产能爬坡加速，龙头地位持续强化。伴随下游客户对电池性能的要求逐步提升以及动力电池行业“高镍化+快充化+负极硅碳化”趋势加速，公司产能快速爬坡。2019 年底拥有碳纳米管年产能 800 吨，当前产能已经增至 1500 吨，2019 年底公司碳纳米管浆料产能 12000 吨，当前产能已增至 30000 吨，公司还有“石墨烯、碳纳米管与副产物氢及相关复合产品生产项目”和“碳纳米材料研发中心建设项目”的建设，公司另有纳米碳管及锂电池导电浆料二期项目在建。

2021年2月23日，公司公布两项扩产计划：1）全资子公司常州天奈拟在常州投资10亿元建设年产5万吨导电浆料、5000吨导电塑料母粒和3000吨碳管纯化加工产能，项目分两期进展预计2025年全部落地；2）拟在北美内华达州设立“美国天奈”子公司，投资5000万美元建设年产8000吨的导电浆料，项目3年建设期。随产能爬坡和海外市场开拓龙头优势将进一步巩固，市占率有望持续提升。

投资建议：公司是碳纳米管导电剂龙头，基于公司Q1盈利超预期上调盈利预测，预计公司21-23年总销量分别为3/5.5/7.7万吨，归母净利润2.9/5.8/7.9亿元（原21-22年盈利预测2.66/4.53亿元），同比增加172%/100%/35%，对应21-23年EPS分别为1.26/2.51/3.40元，当前股价对应PE分别为52/26/19倍，上调至“买入”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) 21.04.28	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	64.33	597.25	0.98	2.78	3.64	4.25	65.6	23.1	17.7	15.1	买入
002812	恩捷股份	131.30	1,166.15	1.26	1.95	2.75	4.18	104.2	67.3	47.7	31.4	增持
300073	当升科技	50.09	227.22	0.85	1.38	1.89	2.33	58.9	36.3	26.5	21.5	买入
688116	天奈科技	65.62	152.15	0.46	1.26	2.51	3.40	141.9	52.1	26.1	19.3	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	197	200	200	200	营业收入	472	1092	2217	3013
应收款项	176	389	790	1073	营业成本	288	599	1221	1745
存货净额	55	119	246	352	营业税金及附加	6	13	27	36
其他流动资产	104	218	443	603	销售费用	17	39	80	90
流动资产合计	1311	1726	2479	3028	管理费用	35	113	215	226
固定资产	397	638	807	937	财务费用	2	2	9	8
无形资产及其他	152	137	122	107	投资收益	33	0	0	0
投资性房地产	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	(1)	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(32)	15	15	15
资产总计	1881	2521	3427	4092	营业利润	124	343	685	927
短期借款及交易性金融负债	25	270	411	199	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	96	221	458	657	利润总额	123	343	685	927
其他流动负债	24	50	103	141	所得税费用	16	51	103	139
流动负债合计	145	541	972	997	少数股东损益	(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	24	24	24	24	归属于母公司净利润	107	292	582	788
其他长期负债	31	41	51	61					
长期负债合计	55	65	75	85	现金流量表（百万元）				
负债合计	200	606	1047	1081		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	20	20	20	20	净利润	107	292	582	788
股东权益	1661	1894	2360	2990	资产减值准备	3	8	6	5
负债和股东权益总计	1881	2521	3427	4092	折旧摊销	30	51	68	84
					公允价值变动损失	1	(4)	(4)	(4)
					财务费用	2	2	9	8
					营运资本变动	(21)	(221)	(447)	(298)
					其它	(4)	(8)	(6)	(5)
					经营活动现金流	117	117	200	570
					资本开支	(93)	(280)	(224)	(200)
					其它投资现金流	55	(21)	0	0
					投资活动现金流	(39)	(301)	(224)	(200)
					权益性融资	9	0	0	0
					负债净变化	(12)	0	0	0
					支付股利、利息	(36)	(58)	(116)	(158)
					其它融资现金流	5	245	141	(212)
					融资活动现金流	(83)	187	24	(370)
					现金净变动	(5)	3	0	0
					货币资金的期初余额	201	197	200	200
					货币资金的期末余额	197	200	200	200
					企业自由现金流	1	(160)	(16)	377
					权益自由现金流	(6)	83	117	158

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