

2021年05月28日

# 电池厂商锁量锁价，订单指引大超预期，下游高景气度持续

买入（维持）

| 盈利预测与估值    | 2020A  | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 4,119  | 8,571 | 14,360 | 19,455 |
| 同比（%）      | 50%    | 108%  | 68%    | 35%    |
| 归母净利润（百万元） | 533    | 1802  | 3065   | 4110   |
| 同比（%）      | 3165%  | 238%  | 70%    | 34%    |
| 每股收益（元/股）  | 0.57   | 1.94  | 3.30   | 4.43   |
| P/E（倍）     | 139.38 | 41.23 | 24.23  | 18.07  |

## 投资要点

- **事件：**公司全资子公司宁德凯欣与宁德时代签订《物料供货框架协议》，约定在协议有效期内（自协议生效之日起至2022年6月30日），宁德凯欣向宁德时代供应预计六氟磷酸锂使用量为1.5万吨（可根据双方协商上浮或下降不高于20%）的对应数量电解液。
- **宁德订单指引大超预期，行业景气度持续向上。**宁德时代与天赐材料锁定六氟价格，签订1.5万吨六氟对应电解液供货协议，六氟磷酸锂按协议锁定的基准价格进行报价，其他原材料及费用以报价单为准，如其他原材料市场价格涨跌幅超过10%，则重新确认报价。以电解液需求测算，1.5万吨六氟对应约13-14万吨电解液，可满足110gwh电池需求。若按照50%的长单供货比例测算，考虑15%的折扣，对应宁德时代21年6月-22年6月出货量超过170gwh。我们预计宁德1H21产量50gwh+，2H21产量70gwh+，则1H22产量预计超100gwh，22全年产量或超250gwh，同比翻番，连续2年翻倍以上增长，大超预期。
- **六氟紧缺持续至明年，龙头业绩弹性超预期。**电池厂与电解液龙头签订长单，锁价至2022年中，充分体现出下游需求的持续高景气度。且宁德时代为该供货协议预付产品货款6.7亿元，若以20万元/吨六氟对应的电解液价格测算，本次预付款约占供货价值量的10%，充分体现出六氟供需紧张情况下电解液厂商的议价能力，下半年公司现金流或将明显改善。从六氟行业供需格局看，价格有支撑，我们测算21年全球六氟供需基本为6.4万吨，全年供不应求，且季节错配进一步抬升价格，目前6F价格超预期涨至25万元以上，部分报价已至30万元/吨。
- **六氟率先扩产+布局锂盐FSI新技术，一体化龙头份额持续提升。**公司目前六氟产能折固1.2万吨，下半年2万吨折固产能释放，年底产能达3.2万吨，对应约25万吨电解液需求，22年另有募投的2万吨六氟新产能落地，达产后公司6f产能将达到5.5万吨，对应46万吨电解液，可满足全球行业近50%需求，份额持续提升。同时，公司目前具备2.2k吨新型锂盐，Q3新增4k吨，量产进度及规模行业第一，单吨利润或达15万元+，超高盈利将成公司重要增长点。
- **盈利预测与投资建议：**考虑行业景气度超预期，我们上修公司利润，从21-23年归母净利润15.5/20.1/28.1亿，上修至18/30.7/41.1亿，同比增长238%/70%/34%，对应PE为41x/24x/18x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予21年55倍PE，对应目标价107元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，原材料成本上涨等

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

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元) 80  
 一年最低/最高价 14.68/80  
 市净率(倍) 20.82  
 流通A股市值(百万元) 74080

## 基础数据

每股净资产(元) 3.96  
 资产负债率(%) 43.57  
 总股本(百万股) 928  
 流通A股(百万股) 926

## 相关研究

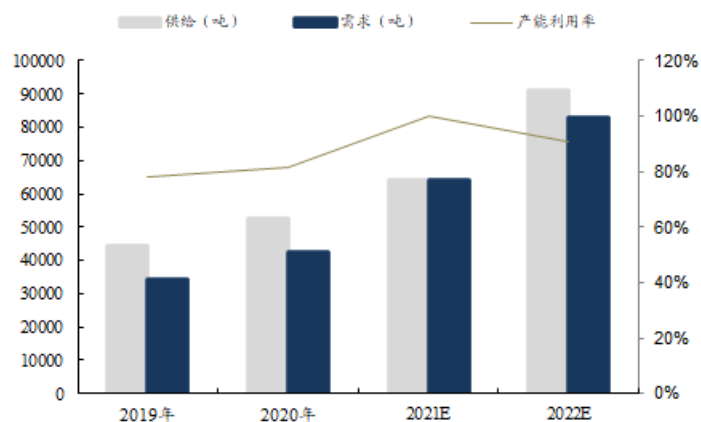
- 1、《天赐材料 (002709) 2021 年一季报点评：六氟涨价弹性大，业绩表现亮眼》2021-04-20
- 2、《天赐材料 (002709)：2020 年年报及 2021 年一季度业绩预告点评：轻装上阵，21 年电解液量利齐升》2021-03-25
- 3、《天赐材料 (002709)：双轮驱动，电解液龙头再启航》2020-11-22

**事件：**公司全资子公司宁德凯欣与宁德时代签订《物料供货框架协议》，约定在协议有效期内（自协议生效之日起至 2022 年 6 月 30 日），宁德凯欣向宁德时代供应预计六氟磷酸锂使用量为 1.5 万吨（可根据双方协商上浮或下降不高于 20%）的对应数量电解液。具体产品的采购数量、金额、货款支付时间和方式等按购销订单/合同约定执行。

**宁德订单指引大超预期，行业景气度持续向上。**宁德时代与天赐材料锁定六氟价格，签订 1.5 万吨六氟对应电解液供货协议，六氟磷酸锂按协议锁定的基准价格进行报价，其他原材料及费用以报价单为准，如其他原材料市场价格涨跌幅超过 10%，则重新确认报价。以电解液需求测算，1.5 万吨六氟对应约 13-14 万吨电解液，可满足 110gwh 电池需求。若按照 50% 的长单供货比例测算，考虑 15% 的折扣，对应宁德时代 21 年 6 月-22 年 6 月出货量超过 170gwh。我们预计宁德 1H21 产量 50gwh+，2H21 产量 70gwh+，则 1H22 产量预计超 100gwh，22 全年产量或超 250gwh，同比翻番，连续 2 年翻倍以上增长，大超预期。

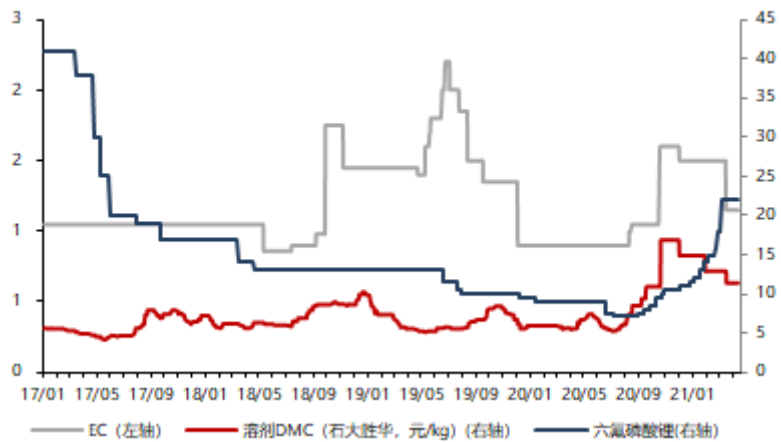
**六氟紧缺持续至明年，龙头业绩弹性超预期。**电池厂与电解液龙头签订长单，锁价至 2022 年中，充分体现出下游需求的持续高景气度。且宁德时代为该供货协议预付产品货款 6.7 亿元，若以 20 万元/吨六氟对应的电解液价格测算，本次预付款约占供货价值量的 10%，充分体现出六氟供需紧张情况下电解液厂商的议价能力，下半年公司现金流或将明显改善。从六氟行业供需格局看，价格有支撑，我们测算 21 年全球六氟供需基本为 6.4 万吨，全年供不应求，且季节错配进一步抬升价格，目前 6F 价格超预期涨至 25 万元以上，部分报价已至 30 万元/吨。21 年底六氟产能扩至 9 万吨，22 年底 12 万吨，有效产能 10-11 万吨，考虑行业宁德指引超预期，预计 1H22 仍是紧平衡。此次长协锁定六氟价格，我们预计区间为 15-20 万元/吨，对应电解液均价 5.7-6 万元/吨，好于 Q1 六氟均价 13 万元/吨，且好于 Q2 均价，预计在此长协价格下，公司电解液单吨利润超过 1.3 万元/吨（Q1 为 0.9w+/吨），有望达到 1.5 万元/吨。

图 1：全球六氟供需平衡测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 溶剂与六氟价格走势



数据来源：百川，东吴证券研究所

**六氟率先扩产+布局锂盐 FSI 新技术，一体化龙头份额持续提升。**公司目前六氟产能折固 1.2 万吨，下半年 2 万吨折固产能释放，年底产能达 3.2 万吨，对应约 25 万吨电解液需求，22 年另有募投的 2 万吨六氟新产能落地，达产后公司 6f 产能将达到 5.5 万吨，对应 46 万吨电解液，可满足全球行业近 50% 需求，份额持续提升。同时，公司目前具备 2.2k 吨新型锂盐，Q3 新增 4k 吨，量产进度及规模行业第一，单吨利润或达 15 万+，超高盈利将成公司重要增长点。宁德时代为公司第一大客户，本次采购协议宁德时代锁定近一半六氟磷酸锂产能，进一步加深与宁德时代的绑定，充分体现公司一体化布局后所具备的量产优势。公司 Q1 电解液满产满销，我们预计出货 2.5 万吨左右，Q2 预计近 3 万吨，Q3 新产能释放叠加 VC 等紧张缓解，我们预计全年公司出货量将达到 13-15 万吨，翻番。同时 22 年行业为新车型大年，根据大客户指引，我们预计公司出货量有望继续翻番达到 26-30 万吨（宁德基本占公司出货量 40%）。

图 3: 宁德时代采购金额

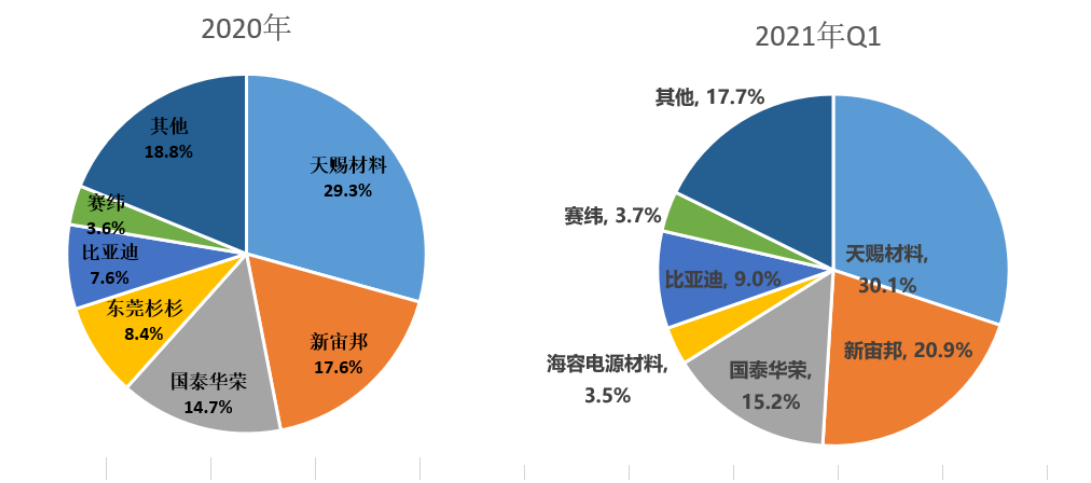
| 项目           | 2018年  | 2019年  | 2020年  |
|--------------|--------|--------|--------|
| 电解液采购金额 (亿元) | 4.57   | 7.75   | 9.97   |
| 占公司营业收入比例    | 21.96% | 28.15% | 24.20% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**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

成后公司产能预计达 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 4：电解液市占率



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议：**考虑行业景气度超预期，我们上修公司利润，从 21-23 年归母净利润 15.5/20.1/28.1 亿，上修至 18/30.7/41.1 亿，同比增长 238%/70%/34%，对应 PE 为 41x/24x/18x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 55 倍 PE，对应目标价 107 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期，原材料成本上涨等

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)         |             |              |              |              |
|----------------|-------|-------|--------|--------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2020  | 2021E | 2022E  | 2023E  |                  | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| <b>流动资产</b>    | 2,822 | 5,606 | 9,147  | 12,412 | <b>营业收入</b>      | 4,119       | 8,571        | 14,360       | 19,455       |
| 现金             | 312   | 857   | 1,436  | 1,946  | 减:营业成本           | 2,678       | 5,252        | 8,883        | 12,294       |
| 应收账款           | 1,343 | 2,806 | 4,734  | 6,481  | 营业税金及附加          | 38          | 79           | 133          | 180          |
| 存货             | 550   | 1,226 | 2,136  | 3,023  | 营业费用             | 67          | 171          | 287          | 389          |
| 其他流动资产         | 518   | 539   | 550    | 566    | 管理费用             | 242         | 454          | 689          | 875          |
| <b>非流动资产</b>   | 3,189 | 3,597 | 3,851  | 4,169  | 研发费用             | 168         | 343          | 574          | 778          |
| 长期股权投资         | 131   | 131   | 131    | 131    | 财务费用             | 73          | 90           | 80           | 37           |
| 固定资产           | 1,914 | 2,471 | 2,843  | 2,979  | 资产减值损失           | 226         | 94           | 141          | 59           |
| 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             | 14          | 30           | 30           | 43           |
| 其他非流动资产        | 735   | 604   | 502    | 701    | 资产处置收益           | -1          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 6,010 | 9,204 | 12,998 | 16,580 | <b>营业利润</b>      | 634         | 2,119        | 3,604        | 4,886        |
| <b>流动负债</b>    | 2,097 | 4,081 | 5,641  | 6,182  | 加:营业外净收支         | -8          | -2           | -2           | -2           |
| 短期借款           | 647   | 1,841 | 1,915  | 1,070  | <b>利润总额</b>      | 626         | 2,117        | 3,602        | 4,884        |
| 应付账款           | 851   | 1,669 | 2,822  | 3,906  | 减:所得税费用          | 126         | 318          | 540          | 733          |
| 其他流动负债         | 598   | 572   | 904    | 1,206  | 少数股东损益           | -32         | -2           | -3           | 42           |
| <b>非流动负债</b>   | 378   | 378   | 378    | 378    | <b>归属母公司净利润</b>  | 533         | 1,802        | 3,065        | 4,110        |
| 长期借款           | 317   | 317   | 317    | 317    | EBIT             | 707         | 2,209        | 3,684        | 4,924        |
| 其他非流动负债        | 61    | 61    | 61     | 61     | EBITDA           | 1,005       | 2,419        | 3,935        | 5,206        |
| <b>负债合计</b>    | 2,475 | 4,459 | 6,020  | 6,560  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 少数股东权益         | 150   | 148   | 145    | 187    | 每股收益(元)          | 0.57        | 1.94         | 3.30         | 4.43         |
| 归属母公司股东权益      | 3,386 | 4,596 | 6,833  | 9,833  | 每股净资产(元)         | 6.20        | 4.95         | 7.36         | 10.59        |
| <b>负债和股东权益</b> | 6,010 | 9,204 | 12,998 | 16,580 | 发行在外股份(百万股)      | 546         | 928          | 928          | 928          |
|                |       |       |        |        | ROIC(%)          | 12.6%       | 27.2%        | 34.1%        | 36.8%        |
|                |       |       |        |        | ROE(%)           | 15.7%       | 39.2%        | 44.9%        | 41.8%        |
|                |       |       |        |        | 毛利率(%)           | 35.0%       | 38.7%        | 38.1%        | 36.8%        |
|                |       |       |        |        | 销售净利率(%)         | 12.1%       | 21.0%        | 21.3%        | 21.3%        |
|                |       |       |        |        | 资产负债率(%)         | 39.0%       | 48.4%        | 37.1%        | 21.1%        |
|                |       |       |        |        | 收入增长率(%)         | 50%         | 108%         | 68%          | 35%          |
|                |       |       |        |        | 净利润增长率(%)        | 3165%       | 238%         | 70%          | 34%          |
|                |       |       |        |        | P/E              | 139.38      | 41.23        | 24.23        | 18.07        |
|                |       |       |        |        | P/B              | 21.94       | 16.16        | 10.87        | 7.55         |
|                |       |       |        |        | EV/EBITDA        | 75          | 31           | 19           | 14           |

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>