

2021年06月18日

六氟和 LIFSI 大幅扩产，强化一体化战略和龙头地位

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	2020	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)	162.19	41.23	24.23	18.07

投资要点

■ **事件:** 1) 公司全资子公司九江天赐拟使用自筹资金 5.13 亿元投资建设 6.2 万吨电解质基础材料项目, 包含 6 万吨双氟磺酰亚胺 (HFSI) 及 0.2 万吨添加剂三 (三甲基硅烷) 磷酸酯 (TMSP), 预计可实现年均收入 24.33 亿元, 净利润 2.77 亿元; 2) 公司全资孙公司池州天赐拟使用自筹资金 10.5 亿元投资建设 15.2 万吨锂电新材料项目, 其中液体六氟 15 万吨, 二氟磷酸锂 0.2 万吨, 预计可实现年均收入 48.8 亿元, 净利润 5.25 亿元; 3) 拟与王光明 (三宁化工副总经理) 设立合资子公司, 投资 5 亿元建设 30 万吨磷酸铁项目 (一期) 10 万吨, 预计可实现年均收入 9.4 亿元, 净利润 1.24 亿元。4) 福鼎凯欣拟使用自筹资金参与竞拍购买国有土地使用权以满足年产 10 万吨锂电池电解液项目建设。

■ **产业链下游需求旺盛, 六氟扩产加速大超预期, 一体化布局进一步巩固龙头地位。** 公司现有六氟产能 1.2 万吨 (折固), 2 万吨新增产能 (折固) 预计 7 月投产, 年底六氟产能达 3.2 万吨 (对应 32 万吨电解液), 技改后产能可提升至 4.5 万吨左右, 接近全行业六氟产能的 50%。本次公告计划新建 15 万吨液体六氟 (折固 4.7 万吨), 建设周期一年半, 预计于 23 年 4 月前投产, 投产后公司六氟产能可达约 9 万吨 (折固), 对应 600GWh 左右电池需求, 规划庞大。

■ **新型锂盐、添加剂等一体化布局强化竞争优势, 贡献重要利润增长点。** 公司强化一体化布局, 1) 公司新型锂盐 2000 吨产能率先实现量产, 已配套龙头客户, 现有产能供不应求, 后续产能将扩至 6000 吨, 单吨利润或达 15 万元+, 公司本次新增 6 万吨双氟磺酰亚胺 (HFSI) 产能建设, 对应约 5.5-6 万吨 LIFSI 供应能力, 大超预期, 有利于公司后续快速扩大 LiFSI 产能。2) 公司 vc 以及新型添加剂均可实现量产, 本次新增 0.2 万吨三 (三甲基硅烷) 磷酸酯 (TMSP) 产能, 可改善锂离子电池常温及高温循环性能。公司添加剂布局完善, 未来自供比例逐步增加。

■ **电解液扩产规模全球领先, 成本优势显著, 看好公司份额持续提升。** 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。公司一体化布局完善, 液体六氟、添加剂、新型锂盐自供比例提升, 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。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑行业景气度超预期, 我们预计 21-23 年归母净利润 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 60 倍 PE, 对应目标价 116 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策及销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	90.70
一年最低/最高价	29.12/123.58
市净率(倍)	16.59
流通 A 股市值(百万元)	83950.58

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)	952.91
流通 A 股(百万股)	925.59

相关研究

- 1、《天赐材料 (002709): 电池厂商锁量锁价, 订单指引大超预期, 下游高景气度持续》2021-05-28
- 2、《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
- 3、《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

事件：1) 公司全资子公司九江天赐拟使用自筹资金 5.13 亿元投资建设 6.2 万吨电解质基础材料项目，包含 6 万吨双氟磺酰亚胺（HFSI）及 0.2 万吨添加剂三（三甲基硅烷）磷酸酯（TMSP），预计可实现年均收入 24.33 亿元，净利润 2.77 亿元；2) 公司全资孙公司池州天赐拟使用自筹资金 10.5 亿元投资建设 15.2 万吨锂电新材料项目，其中液体六氟 15 万吨，二氟磷酸锂 0.2 万吨，预计可实现年均收入 48.8 亿元，净利润 5.25 亿元；3) 拟与王光明（三宁化工副总经理）设立合资子公司，投资 5 亿元建设 30 万吨磷酸铁项目（一期）10 万吨，预计可实现年均收入 9.4 亿元，净利润 1.24 亿元。4) 福鼎凯欣拟使用自筹资金参与竞拍购买国有土地使用权以满足年产 10 万吨锂电池电解液项目建设。

产业链下游需求旺盛，六氟扩产加速大超预期，一体化布局进一步巩固龙头地位。公司现有六氟产能 1.2 万吨（折固），2 万吨新增产能（折固）预计 7 月投产，年底六氟产能达 3.2 万吨（对应 32 万吨电解液），技改后产能可提升至 4.5 万吨左右，接近全行业六氟产能的 50%。本次公告计划新建 15 万吨液体六氟（折固 4.7 万吨），建设周期一年半，预计于 23 年 4 月前投产，投产后公司六氟产能可达约 9 万吨（折固），对应 600GWh 左右电池需求，规划庞大。

1) 行业层面，从六氟行业供需格局看，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，六氟紧缺持续至明年，电池厂签单锁定六氟产能验证行业超高景气度；公司本次扩产进度超预期，15 万吨液体六氟产能 23 年落地，投产后总产能对应电池需求超 600GWh，且大部分扩产计划均有订单支持，进一步验证 23-24 年行业确定性，电动化进程加速；

2) 公司层面，公司一体化战略清晰，由于六氟环评严格，单吨投资较高，公司扩产进度远远领先同行，新增 6F 产能占行业内新增产能的 70%以上，我们预计 24 年六氟需求达 15 万吨以上，公司六氟将具备 50-60%的产能配套能力。公司宣布高强度扩产计划，提前匹配下游高增需求，防止行业内其他中小厂商大规模扩产使得产能过剩，通过规模优势率先抢占市场，且通过大规模一体化布局强化电解液供应能力，从而进一步锁定未来电解液市场份额，战略布局清晰，龙头地位进一步凸显。

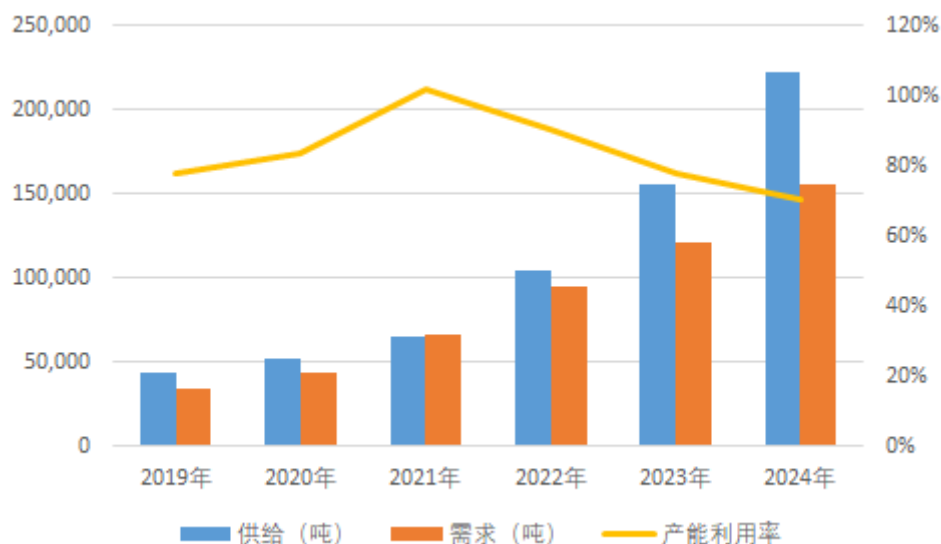
3) 盈利层面，公司成本优势显著，业绩弹性较大。公司液体六氟具备成本优势，低于同行 1-2 万/吨，固体六氟原材料五氯化磷涨价后液体六氟成本优势进一步体现，预计低于同行 3 万/吨+，成本优势将长期保持；21Q1 六氟均价 13 万/吨，此前签订宁德长协区间为 15-20 万/吨，本次六氟 23 年产能投产后公司保守测算可实现年均收入 48.8 亿元，净利润 5.25 亿元，对应价格 8-9 万元/吨，保守预计下单吨净利 1 万元/吨左右。该价格假设条件保守，考虑到公司六氟成本优势显著，公司价格弹性较大，我们预计六氟单吨利润有进一步超预期的可能。

图 1: 公司六氟产能规划

生产基地	规划产能 (万吨)	备注
广东	0.2	2k吨固体
九江	4.3	9W吨液体, 技改后产能提升
东至	4.7	新增15万吨液体
合计	9.2	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

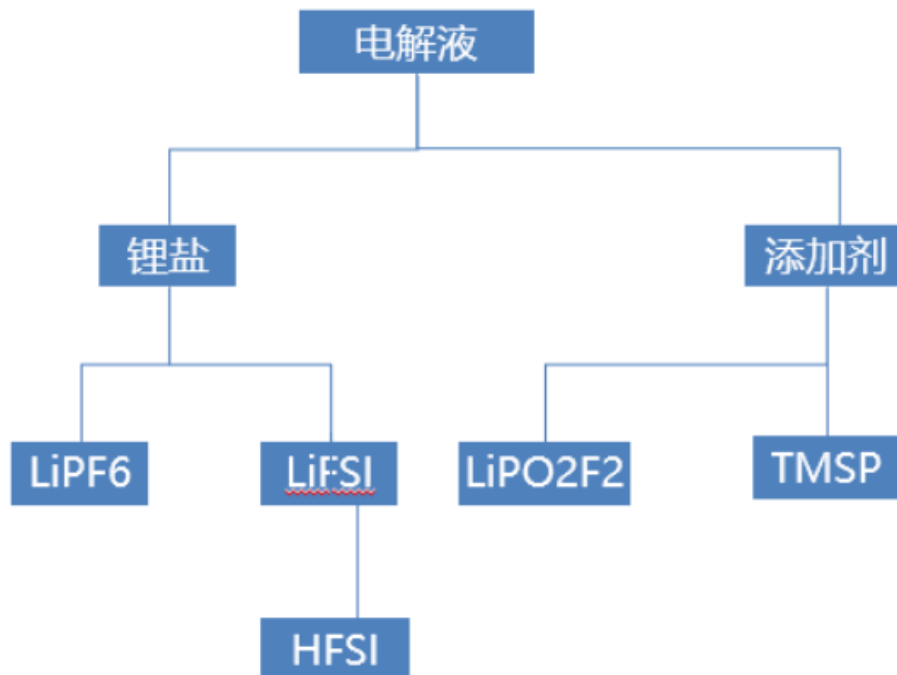
图 2: 六氟磷酸锂供需结构测算



数据来源: 公司公告、中汽协、GGII, 东吴证券研究所

新型锂盐、添加剂等一体化布局强化竞争优势, 贡献重要利润增长点。公司强化一体化布局, 1) 公司新型锂盐 2000 吨产能率先实现量产, 已配套龙头客户, 现有产能供不应求, 后续产能将扩至 6000 吨, 量产进度及规模行业第一, 单吨利润或达 15 万+, 公司本次新增 6 万吨双氟磷酸亚胺 (HFSI) 产能建设, 对应约 5.5-6 万吨 LIFSI 供应能力, 大超预期, 有利于公司后续快速扩大 LIFSI 产能。长期来看, LIFSI 可提高高镍电池的安全性与循环寿命, 未来需求将快速增长, 公司一体化布局完善后 LIFSI 成本有望降低至 10-15 万以内, 可部分替代六氟实现大规模应用; 本次新增 0.2 万吨二氟磷酸锂产能建设, 进一步完善新型锂盐布局; 2) 公司 vc 以及新型添加剂均可实现量产, 本次新增 0.2 万吨三(三甲基硅烷)磷酸酯 (TMSP) 产能, 可改善锂离子电池常温及高温循环性能。公司添加剂布局完善, 未来自供比例逐步增加。

图 3: 本次公告新增一体化布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: 公司 LIFSI 产能布局

生产基地	规划产能 (万吨)	备注
九江	0.2	达产
九江	0.4	在建, Q3达产
九江	6	新增前驱体6万吨
合计	6.6	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电解液扩产规模全球领先，成本优势显著，看好公司份额持续提升。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。公司一体化布局完善，液体六氟、添加剂、新型锂盐自供比例提升，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 5: 公司电解液产能布局

生产基地	规划产能 (万吨)	备注
宁德	3	已达产, 稳定生产
广东	1	已达产, 稳定生产
九江	10	已达产, 稳定生产
九江	15	在建
福鼎	10	在建
捷克	10	在建
溧阳	20	在建
合计	69	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 电解液行业需求测算 (仅考虑装机需求)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
海外: 新能源乘用车销量 (万辆)	103	170	288	423	556	736	1,037
-增速	16%	66%	69%	47%	31%	32%	41%
国内: 新能源乘用车销量 (万辆)	104	121	246	336	428	546	699
国内: 新能源专用车销量 (万辆)	7	7	9	12	17	21	26
国内: 新能源客车销量 (万辆)	8	6	6	6	6	6	6
国内: 新能源车销量合计 (万辆)	119	134	261	355	451	574	732
-增速	-2%	12%	95%	36%	27%	27%	28%
全球: 新能源车销量合计 (万辆)	222	304	549	778	1,007	1,309	1,769
-增速	6%	37%	81%	42%	29%	30%	35%
全球动力电池 (gwh)	108.8	133.9	248.0	366.7	510.8	714.5	1045.7
-增速	20%	23%	85%	48%	39%	40%	46%
全球锂电池合计 (gwh)	213.8	270.0	431.4	589.7	787.9	1061.1	1465.2
全球电解液需求合计 (万吨)	24.0	30.3	46.4	60.4	77.3	99.8	133.1

数据来源: 公司公告、Marklines、GGII, 东吴证券研究所

大举进军磷酸铁, 再创新增长点。公司此前磷酸铁业务处于开拓期造成部分亏损, 目前公司具备磷酸铁产能 3 万吨, 与宁德时代、裕能、国轩、比亚迪等企业开始合作, 产能顺利释放, 21 年有望扭亏为盈。公司建设 30 万吨磷酸铁产能 (一期) 大举进军磷酸铁行业, 本次扩产与磷肥厂三宁化工合资, 基地位于全国五大磷矿基地之一宜昌, 靠近上游资源, 预计为磷酸铁提供充分原材料保障, 加深自身成本优势。公司预计 10 万吨产能建成达产可实现 1.24 亿元净利润, 再创新增长点。

投资建议: 考虑行业景气度超预期, 我们预计 21-23 年归母净利润 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 60 倍 PE, 对应目标价 116 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策及销量不及预期

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
流动资产	2,822	5,606	9,147	12,412	营业收入	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	销售费用	67	171	287	389
其他流动资产	518	539	550	566	管理费用	242	454	689	875
非流动资产	3,189	3,597	3,851	4,169	财务费用	168	343	574	778
长期股权投资	131	131	131	131	资产减值损失	73	90	80	37
固定资产	1,914	2,471	2,843	2,979	加:投资净收益	226	94	141	59
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
资产总计	6,010	9,204	12,998	16,580	营业利润	634	2,119	3,604	4,886
流动负债	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	利润总额	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
非流动负债	378	378	378	378	归属母公司净利润	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
负债合计	2,475	4,459	6,020	6,560					
少数股东权益	150	148	145	187	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	3,386	4,596	6,833	9,833	每股收益(元)	0.57	1.94	3.30	4.43
负债和股东权益	6,010	9,204	12,998	16,580	每股净资产(元)	6.20	4.95	7.36	10.59
					发行在外股份(百万股)	546	953	953	953
					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	162.19	41.23	24.23	18.07
					P/B	25.53	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>