

中报预告：碳纳米管导电剂需求加速，优势龙头量利双升超预期

买入（维持）

2021年07月02日

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）	472	1183	2209	3517
同比（%）	22.1%	150.6%	86.8%	59.2%
归母净利润（百万元）	107	345	636	1010
同比（%）	-3%	221%	84%	59%
每股收益（元/股）	0.46	1.49	2.74	4.36
P/E（倍）	261.75	81.45	44.15	27.79

投资要点

■ 公司预计 21Q2 归母净利润预告中值 0.77 亿元，同比+285%/+44%，略超市场预期。公司预计 21 年 H1 归母净利润 1.1-1.5 亿元，同比增长 235%-357%，其中 Q2 归母净利润 0.57-0.97 亿元，同比增长 184%-385%，环比增长 7%-82%，对应中值 0.77 亿元，同比+285%/+44%。公司预计 Q2 扣非归母净利润为 0.48-0.88 亿元，同比增长 229%-503%，环比增长 6%-95%，对应中值 0.68 亿元，同比+366%/+50%。公司业绩提升主要得益于下游客户需求增长强劲，各项业务均恢复向好，业绩大幅改善。

■ 需求高增+原材料价格上涨顺利传导，公司 Q2 量利齐升。1) 下游客户满产满销，带动公司出货大幅增长。行业 21Q2 延续 21Q1 高景气度，排产环比再增 20%，电池环节满产满销，叠加铁锂+高镍需求高增，公司终端需求旺盛。公司现有浆料产能 3 万吨，且技改提升产出能力，随着产能逐步释放，我们预计公司 Q2 出货 0.77-0.8 万吨，环比增长 40%+，全年我们预计出货 3-3.5 万吨，同比高增 150%左右。2) 一体化布局+原材料价格顺利传导，盈利能力环比改善。Q2 产品结构基本保持稳定，3 月公司定价方式改为与 NMP 价格联动，顺利传导原料上涨压力，Q2 价格弹性充分体现，我们预计 Q2 单吨利润 1 万+，扣非单吨净利 0.9 万/吨左右，环比增长 5-10%（Q1 单吨利润 9.5k 元左右，扣非单吨净利 0.8 万/吨左右）。

■ 赛道优质，“双提升”打开成长空间，增速超越行业。CNT 享受电动车行业高速增长的同时，一方面铁锂+高镍中均需添加导电剂，受益于能量密度提升需求，CNT 添加比例逐步增加，从 1.5%有望逐步提升至 2%，另一方面 CNT 加速对传统导电剂替代，国内 CNT 份额目前 40%、海外不足 20%，份额加速提升。我们预计 21 年全球 CNT 需求 11 万吨，市场空间超 30 亿，同+80%，未来 5 年复合增速超 40%。且竞争格局稳定，产能基本集中国内，公司市占率超 30%，行业具备高增速+高壁垒特质，赛道优质。

■ 技术+一体化优势领先，产能加速建设，公司龙头地位强化。公司可量产第一至第三代产品，目前一代产品出货量在 20%左右，二代产品占比 70%左右，三代产品接近 10%，且随着高镍放量三代产品份额快速提升。目前公司已储备第四至第六代产品，四代产品已出样品，与竞争对手形成显著技术代差，并向上游原材料 NMP 布局，一体化强化优势，毛利率维持 40% 以上，较同行高 10pct，充分享受技术领先的超额收益。公司全球化扩产，目前 CNT 浆料 3 万吨年产能，Q3 预计新增 2 万吨产能，同时将在常州及美国新建基地，分别贡献 5 万吨和 0.8 万吨产能，完善全球化布局，22 年年底产能有望达 8 万吨以上。

■ 盈利预测与投资评级：我们上修公司 2021-2023 年归母净利至 3.5/6.4/10.1 亿（原预测 2.8/4.5/6.8 亿），同比增长 221%/84%/59%，对应 PE 为 81x/44x/28x，考虑到碳纳米管加速渗透，行业高速发展，而公司作为龙头，布局规模、成本优势，给予 2022 年 65 倍 PE，目标价 178 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	121.08
一年最低/最高价	37.30/123.15
市净率(倍)	16.48
流通 A 股市值(百万元)	21376.42

基础数据

每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	15.69
总股本(百万股)	231.86
流通 A 股(百万股)	176.55

相关研究

1、《天奈科技 (688116)：十年磨一剑，导电剂龙头利刃出鞘》2021-05-13

公司预计 21Q2 归母净利润预告中值 0.77 亿元，同环比+285%/+44%，略超市场预期。公司预计 21 年 H1 归母净利润 1.1-1.5 亿元，同比增长 235%-357%，其中 Q2 归母净利润 0.57-0.97 亿元，同比增长 184%-385%，环比增长 7%-82%，对应中值 0.77 亿元，同环比+285%/+44%。公司预计 Q2 扣非归母净利润为 0.48-0.88 亿元，同比增长 229%-503%，环比增长 6%-95%，对应中值 0.68 亿元，同环比+366%/+50%。公司业绩提升主要得益于下游客户需求增长强劲，各项业务均恢复向好，业绩大幅改善。

表 1: 公司季度业绩情况

	2021Q2预测中值	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)			218.6	156.2	154.9	100.5	60.3
-同比			262.40%	82.40%	37.82%	8.67%	-37.09%
毛利率			37.76%	39.74%	40.61%	37.02%	36.86%
归母净利润(百万)	76.74	56.74-96.74	53.3	30.5	44.0	20.0	12.8
-同比	285%	184%-385%	314.75%	-59.59%	12.69%	-24.85%	-49.46%
归母净利率			24.36%	19.50%	28.41%	19.85%	21.29%
扣非归母净利润(百万)	67.89	47.89-87.89	45.11	20.63	34.28	14.57	6.95
-同比	366%	229%-503%	549.33%	46.73%	-8.28%	-35.63%	-68.32%
扣非归母净利率			20.64%	13.21%	22.13%	14.49%	11.52%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

需求高增+原材料价格上涨顺利传导，公司 Q2 量利齐升。1) 下游客户满产满销，带动公司出货大幅增长。行业 21Q2 延续 21Q1 高景气度，排产环比再增 20%，电池环节满产满销，叠加铁锂+高镍需求高增，公司终端需求旺盛。公司现有浆料产能 3 万吨，且技改提升产出能力，随着产能逐步释放，我们预计公司 Q2 出货 0.77-0.8 万吨，环比增长 40%+，全年我们预计出货 3-3.5 万吨，同比高增 150%左右。此前公告新增 5 万吨导电浆料产能规划，随着新增产能逐步释放，我们预计明年产量有望达 7 万吨，连续翻番以上增长。2) 一体化布局+原材料价格顺利传导，盈利能力环比改善。Q2 产品结构基本保持稳定，3 月公司定价方式改为与 NMP 价格联动，顺利传导原料上涨压力，Q2 价格弹性充分体现，我们预计 Q2 单吨利润 1 万+，扣非单吨净利 0.9 万/吨左右，环比增长 5-10% (Q1 单吨利润 9.5k 元左右，扣非单吨净利 0.8 万/吨左右)。为平滑原材料波动影响，子公司新纳环保布局 4.5 万吨 NMP 回收项目，已开始逐步投产，后续原材料自供比例将提升，进一步改善公司盈利水平。

赛道优质，“双提升”打开成长空间，增速超越行业。CNT 享受电动车行业高增长的同时，一方面铁锂及高镍中均需添加导电剂，受益于能量密度提升需求，CNT 添加比例逐步增加，从 1.5%有望逐步提升至 2%，另一方面 CNT 加速对传统导电剂替代，国内 CNT 份额目前 40%、海外不足 20%，份额加速提升。我们预计 21 年全球 CNT 需求

11 万吨，市场空间超 30 亿，同+80%，未来 5 年复合增速超 40%。且竞争格局稳定，产能基本集中国内，公司市占率超 30%，行业具备高增速+高壁垒特质，赛道优质。

技术+一体化优势领先，产能加速建设，公司龙头地位强化。公司可量产第一至第三代产品，目前一代产品出货量在 20%左右，二代产品占比 70%左右，三代产品接近 10%，且随着高镍放量三代产品份额快速提升。目前公司已储备第四至第六代产品，四代产品已出样品，与竞争对手形成显著技术代差，并向上游原材料 NMP 布局，一体化强化优势，毛利率维持 40% 以上，较同行高 10pct，充分享受技术领先的超额收益。公司前三大客户为比亚迪、宁德、ATL，已进入 LG 和松下，同时在导电塑料领域和 SABIC 公司、Total 等合作。公司全球化扩产，目前 CNT 浆料 3 万吨年产能，Q3 预计新增 2 万吨产能，同时将在常州及美国新建基地，分别贡献 5 万吨和 0.8 万吨产能，完善全球化布局，22 年年底产能有望达 8 万吨以上。

表 2: 公司产能规划布局

	项目	时间	产能
现有产能	-	-	纯碳纳米管导电浆料 3 万吨，碳纳米管 1500 吨
规划产能	募投项目	2022 年底	导电浆料 1.8 万吨产能、碳纳米管 6000 吨、导电母粒 2000 吨、300 吨石墨烯及年收集 900 吨副产物氢
	常州天奈	2025 年	年产 5 万吨导电浆料、5000 吨导电母粒和 3000 吨碳管纯化加工产能
	美国天奈	2024 年	年产 8000 吨的导电浆料

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测:我们上修公司 2021-2023 年归母净利至 3.5/6.4/10.1 亿(原预测 2.8/4.5/6.8 亿)，同比增长 221%/84%/59%，对应 PE 为 81x/44x/28x，考虑到碳纳米管加速渗透，行业高速发展，而公司作为龙头，布局规模、成本优势，给予 2022 年 65 倍 PE，目标价 178 元，维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧

天奈科技三大财务预测表

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	1,311	1,605	2,622	3,660	营业收入	472	1,183	2,209	3,517
现金	197	118	221	352	减: 营业成本	288	599	1,124	1,806
应收账款	138	248	463	737	营业税金及附加	6	14	27	42
存货	55	197	370	594	销售费用	17	40	68	106
其他流动资产	921	1040	1567	1977	管理费用	63	118	216	334
非流动资产	570	772	979	1,074	财务费用	2	4	21	35
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	14	24	30
固定资产	255	377	538	637	加: 投资净收益	33	2	2	2
无形资产	152	148	144	140	其他收益	-1	0	0	0
其他非流动资产	163	247	297	297	营业利润	124	398	736	1,172
资产总计	1,881	2,377	3,601	4,734	加: 营业外净收支	-1	3	3	3
流动负债	145	390	1,151	1,549	利润总额	123	401	739	1,175
短期借款	25	143	688	806	减: 所得税费用	16	56	104	164
应付账款	64	133	249	400	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	56	114	214	343	归属母公司净利润	107	345	636	1,010
非流动负债	55	55	55	55	EBITDA	156	434	800	1,262
长期借款	24	24	24	24					
其他非流动负债	31	31	31	31					
负债合计	200	444	1,206	1,604	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	20	20	20	20	每股收益 (元)	0.46	1.49	2.74	4.36
归属母公司股东权益	1,661	1,912	2,375	3,110	每股净资产 (元)	7.16	8.25	10.24	13.41
负债和股东权益	1,881	2,377	3,601	4,734	发行在外股份 (百万股)	232	232	232	232
					ROIC (%)	13.7%	26.2%	28.0%	32.6%
					ROE (%)	6.5%	18.0%	26.8%	32.5%
					毛利率 (%)	39.1%	49.3%	49.1%	48.7%
					销售净利率 (%)	22.6%	29.2%	28.8%	28.7%
					资产负债率 (%)	10.6%	18.7%	33.5%	33.9%
					收入增长率 (%)	22.1%	150.6%	86.8%	59.2%
					净利润增长率 (%)	-3%	221%	84%	59%
					P/E	261.75	81.45	44.15	27.79
					P/B	16.90	14.68	11.82	9.03
					EV/EBITDA	180	65	35	22
现金流量表 (百万元)									
2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	65	134	-1	471					
投资活动现金流	-44	-232	-248	-148					
筹资活动现金流	-30	20	351	-192					
现金净增加额	-10	-78	103	131					
折旧和摊销	30	32	43	55					
资本开支	123	250	250	150					
营运资本变动	-51	-259	-722	-658					

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>