

天赐材料 (002709)

公司研究/点评报告

21Q2 业绩超预期，电解液一体化龙头再扩产

—天赐材料 (002709) 2021 年半年报点评

点评报告/基础化工

2021 年 08 月 24 日

一、事件概述

8月23日，公司发布2021年半年报，上半年实现营收36.99亿元，同比增长132.27%，实现归母净利润7.83亿元，同比增长151.13%，超出此前预期的6.5-7.5亿元，扣非后归母净利润7.66亿元，同比增长146.48%。公司同时公告了扩产计划：1) 投资15.6亿元建设9.5万吨锂电基础材料及10万吨二氯丙醇；2) 投资17.7亿元建设35万吨锂电及含氟新材料项目(一期)；3) 投资2.58亿元建设6万吨日化基础材料(一期)；4) 投资5.51亿元建设废旧锂电池资源化循环利用项目。

二、分析与判断

➤ 21Q2 营收和归母净利润创单季新高

营收和净利：公司21Q2营收21.38亿元，同比增长了100.2%，环比增长36.9%，归母净利润为4.96亿元，同比增长83.5%，环比增长72.9%，得益于下游需求旺盛，叠加电解液体系价格屡创新高，营收和净利均创单季新高。**毛利率：**21Q2毛利率为36.2%，同比下降13.7pct，环比提升1.8pct，主要受运费调整带来成本增加及卡波姆量价下跌拖累。**费用率：**公司21Q2期间费用率为8.0%，同比下降7.3pct，费用管控良好，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.4%、3.1%、0.5%、3.0%，同比下降了2.5pct、2.1pct、1.1pct和1.6pct，销售费用和财务费用同比分别下降27.51%和20.36%，主要受益于运费调整至营业成本和融资综合成本下降。**现金流：**21Q2经营活动现金流量净额为5.03亿元，同比增长195.3%，环比增长133.7%，主要受益于销售回款增加。

➤ 电解液体系：量利双增，大规模扩产LiFSI提前卡位

21H1 锂电材料方面实现营收31.42亿元，同比大增282.06%，毛利率36.18%，同比增加7.07pct，得益于电解液量价齐升。我们预计公司21H1出货6万吨左右，全年预计出货12-14万吨，同比增长70%以上。下游需求旺盛叠加产能紧张带来上半年6F价格单边快速上升，从年初10.25万/吨增长至6月底31.5万/吨，增长接近2倍，同时电解液价格从年初4.7万/吨增长至6月底7.3万/吨，涨价带动公司盈利提升。公司电解液明年出货将接近30万吨，保持接近40%的全球市占率。此次扩产将于23年再释放20万吨电解液产能，使得23年总产能达到50万吨以上。

6F：公司6F产能2021年年底产能预计将达到3.5万吨，至22年6月份将达到4.5万吨，明年6F已有60%产能被长单锁定，仍处于供给紧张状态，有望维持20万元/吨左右的价格高位，公司液态6F与日本中央硝子合作开发，在成本上有竞争力。

LiFSI：公司当前LiFSI产能为2300吨，年底前有望新增4000吨产能，我们预计全年产量在2000-3000吨左右。此前九江HFSI项目将于23年年中达产，再释放对应约5.7万吨LiFSI。本次公告的扩产分别于南通和九江再分别增加2万、3万吨，建设周期分别为24个月和18个月，使得公司远期规划产能达到11万吨以上，巩固垄断地位。LiFSI是下一代优质电解液，在主流的电解液配方中添加比例大概在2%-10%之间，目前单吨售价40万元以上，毛利率达40%以上，随着规模扩张成本降低和6F维持高位，其出货量将显著提升，公司先发优势明显，积极扩产卡位需求。

其他添加剂：公司扩产还包括1万吨二氟双草酸磷酸锂、0.5万吨二氟磷酸锂、0.6万吨硫酸乙烯酯和10万吨二氯丙醇。二氟双草酸磷酸锂及二氟磷酸锂作为电解液添加剂，可提高电池的高温循环性能及低温输出特性，具有广阔的市场前景；硫酸乙烯酯能有效的降低电池的阻抗，提升电池的倍率性能/高温性能/低温性能/循环寿命；二氯丙醇是

推荐

维持评级

当前价格：128.04元

交易数据 2021-8-23

| | |
|---------------|--------------|
| 近12个月最高/最低(元) | 128.04/37.85 |
| 总股本(百万股) | 955 |
| 流通股本(百万股) | 662 |
| 流通股比例(%) | 69.30 |
| 总市值(亿元) | 1,223 |
| 流通市值(亿元) | 848 |

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：S0100520080001

电话：021-60876734

邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：S0100120120042

电话：021-60876734

邮箱：dingya@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

相关研究

1. 天赐材料(002709):扩产电解液、磷酸铁,龙头扬帆起航
2. 天赐材料(002709):上半年业绩亮眼,电解液龙头全年将高增

LiFSI 生产中副产物，可提升公司资源利用效益。

► 重点布局 LFP 废旧电池回收，开拓蓝海市场

九江天赐将通过子公司九江天赐资源循环布局废旧电池回收，项目投资 5.51 亿元，建设周期 18 个月，达产后将形成 2.72 万吨高纯碳酸锂、1.76 万吨磷酸铁和 0.76 万吨镍钴锰硫酸盐的年产能，预计可实现年营收 19.79 亿元，净利 2.37 亿元。LFP 目前由于成本和技术问题，国内回收量较小，而未来 LFP 在中低端电动车和储能上均有广阔应用前景，此次公司重点布局磷酸铁和碳酸锂回收，将与现有磷酸铁生产形成协同，进入蓝海市场。

► 日化：短期业绩受疫情、原材料涨价和监管条例等影响承压，积极扩产表面活性剂核心原料

日化材料及特种化学品分部上半年实现营收 4.56 亿元，同比下降 32.89%，毛利率为 35.23%，同比减少 29.71pct，主要受 1) 化妆品监督管理条例等法规加严带来国内化妆品新品上市速度放缓；2) 大宗原材料价格持续上涨，整个化妆品市场相对低迷；3) 海外疫情持续影响的背景下，国际客户复工复产相对缓慢。预计随着海内外疫情缓解、公司新品推出，日化分部将逐步走上正轨。此次公司投资 2.58 亿元建设 6 万吨日化基础材料（一期），主要生产甲基牛磺酸钠系列表活的上游核心原材料，项目建设周期 18 个月，达产后预计可实现年收入 3.71 亿元，净利润 0.67 亿元，将满足下游对表活核心原料的需求。

三、投资建议

考虑公司重点卡位 LiFSI，一体化布局领先行业，我们上调了公司 2021-2023 年归母净利润为 17.45、29.75、36.95 亿元，同比分别增长 228%、71%、24%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 70、41、33 倍。参考 CS 新能源车当前 PE-TTM 为 157 倍，考虑到公司是电解液龙头，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新能源车销量不及预期；六氟磷酸锂和 LiFSI 价格不及预期；公司扩产进度不及预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 4,119 | 8,927 | 15,221 | 21,195 |
| 增长率（%） | 49.5 | 116.7 | 70.5 | 39.2 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 533 | 1,745 | 2,975 | 3,695 |
| 增长率（%） | 3165.2 | 227.5 | 70.5 | 24.2 |
| 每股收益（元） | 0.98 | 1.83 | 3.12 | 3.87 |
| PE（现价） | 130.7 | 70.1 | 41.1 | 33.1 |
| PB | 20.7 | 3.7 | 3.4 | 3.1 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 4,119 | 8,927 | 15,221 | 21,195 |
| 营业成本 | 2,678 | 5,929 | 10,194 | 14,587 |
| 营业税金及附加 | 38 | 73 | 132 | 185 |
| 销售费用 | 67 | 145 | 247 | 343 |
| 管理费用 | 242 | 524 | 894 | 1,245 |
| 研发费用 | 168 | 365 | 622 | 866 |
| EBIT | 926 | 1,891 | 3,132 | 3,969 |
| 财务费用 | 73 | (163) | (370) | (380) |
| 资产减值损失 | (179) | 0 | 0 | (0) |
| 投资收益 | (6) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 634 | 2,091 | 3,502 | 4,349 |
| 营业外收支 | (8) | (38) | 0 | 0 |
| 利润总额 | 626 | 2,053 | 3,500 | 4,347 |
| 所得税 | 126 | 308 | 525 | 652 |
| 净利润 | 500 | 1,745 | 2,975 | 3,695 |
| 归属于母公司净利润 | 533 | 1,745 | 2,975 | 3,695 |
| EBITDA | 1,224 | 2,209 | 3,565 | 4,519 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 312 | 26332 | 27820 | 27741 |
| 应收账款及票据 | 1348 | 2972 | 5023 | 7025 |
| 预付款项 | 83 | 165 | 299 | 417 |
| 存货 | 550 | 2605 | 2297 | 5091 |
| 其他流动资产 | 152 | 152 | 152 | 152 |
| 流动资产合计 | 2822 | 32321 | 35697 | 40561 |
| 长期股权投资 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| 固定资产 | 1914 | 2514 | 3514 | 4114 |
| 无形资产 | 409 | 446 | 498 | 540 |
| 非流动资产合计 | 3189 | 4639 | 6080 | 6993 |
| 资产合计 | 6010 | 36960 | 41777 | 47554 |
| 短期借款 | 548 | 548 | 548 | 548 |
| 应付账款及票据 | 909 | 2216 | 3635 | 5326 |
| 其他流动负债 | 252 | 252 | 252 | 252 |
| 流动负债合计 | 2097 | 3695 | 5537 | 7619 |
| 长期借款 | 317 | 317 | 317 | 317 |
| 其他长期负债 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 非流动负债合计 | 378 | 378 | 378 | 378 |
| 负债合计 | 2475 | 4073 | 5915 | 7997 |
| 股本 | 546 | 955 | 955 | 955 |
| 少数股东权益 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 股东权益合计 | 3536 | 32887 | 35862 | 39557 |
| 负债和股东权益合计 | 6010 | 36960 | 41777 | 47554 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 49.5 | 116.7 | 70.5 | 39.2 |
| EBIT 增长率 | 319.7 | 104.3 | 65.6 | 26.7 |
| 净利润增长率 | 3165.2 | 227.5 | 70.5 | 24.2 |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 35.0 | 33.6 | 33.0 | 31.2 |
| 净利润率 | 12.9 | 19.5 | 19.5 | 17.4 |
| 总资产收益率 ROA | 8.9 | 4.7 | 7.1 | 7.8 |
| 净资产收益率 ROE | 15.7 | 5.3 | 8.3 | 9.4 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.3 | 8.7 | 6.4 | 5.3 |
| 速动比率 | 1.1 | 8.0 | 6.0 | 4.7 |
| 现金比率 | 0.1 | 7.1 | 5.0 | 3.6 |
| 资产负债率 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 98.1 | 102.3 | 100.2 | 101.3 |
| 存货周转天数 | 77.3 | 95.8 | 86.6 | 91.2 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.0 | 1.8 | 3.1 | 3.9 |
| 每股净资产 | 6.2 | 34.3 | 37.4 | 41.3 |
| 每股经营现金流 | 1.1 | (0.1) | 3.6 | 1.5 |
| 每股股利 | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 130.7 | 70.1 | 41.1 | 33.1 |
| PB | 20.7 | 3.7 | 3.4 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 88.3 | 37.7 | 22.8 | 17.7 |
| 股息收益率 | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.0 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 500 | 1,745 | 2,975 | 3,695 |
| 折旧和摊销 | 524 | 318 | 433 | 550 |
| 营运资金变动 | (479) | (2,188) | (46) | (2,861) |
| 经营活动现金流 | 620 | (50) | 3,400 | 1,422 |
| 资本开支 | 355 | 1,499 | 1,876 | 1,465 |
| 投资 | (43) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (397) | (1,499) | (1,876) | (1,465) |
| 股权募资 | 2 | 27,797 | 0 | 0 |
| 债务募资 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (124) | 27,569 | (37) | (37) |
| 现金净流量 | 99 | 26,021 | 1,488 | (79) |

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。