

天赐材料 (002709.SZ)

自供率提升强化盈利能力，把握添加剂新一轮红利

核心观点：

- **22Q1 利润高增，核心溶质自供率明显提升。**公司披露一季度业绩，22Q1 实现营收 51.49 亿元，同比+230%，环比+15%，归母净利润 14.98 亿元，同比+422%，环比+129%，扣非净利 14.95 亿元，同比+427%，环比+127%，净利率 29.70%，环比大幅提升 14.75pct。我们测算 22Q1 电解液出货量约 6 万吨，单吨净利约 2.1 万元，主要系一季度六氟磷酸锂产能爬坡，自供率明显提升、碳酸锂库存增益以及 21 年底 LiFSI 4000 吨装置达产带来利润增厚。
- **加码添加剂把握新一轮红利期，核心原材料自产深化竞争优势。**公司规划 LiFSI 产能共计约 6 万吨，建立循环体系扩大领先优势，根据公告披露 21 年底 4000 吨 LiFSI 装置已达产，并拓展二氟磷酸锂、硫酸乙烯酯、二氟双草酸磷酸锂等其他添加剂，有望共同受益电解液新一轮技术红利。22Q2 随着六氟磷酸锂、LiFSI 技改产能投放，利润有望充分释放。
- **磷酸铁量利齐升迎接 Q2 景气度上行。**2022 年磷酸铁供需仍紧平衡，据 wind，22Q1 价格涨幅约 12%，而行业新增产能或不及预期，我们预计 Q2 价格仍处于上升通道。公司 21 年底形成约 4 万吨产能，22Q1 公司磷酸铁出货量超 8000 吨，22Q2 深度耦合、循环配套完善的湖北宜昌一期项目竣工投产，4 月 14 日公司公告拟投资建设宜昌二期 20 万吨磷酸铁项目，建设周期 9 个月，投产后公司将具备 35 万吨以上规模的产能，叠加氨法路线+完善循环配套深化公司成本优势。
- **盈利预测和投资建议。**预计 2022-2024 年公司 EPS 6.17/7.69/9.21 元，维持合理价值 198.72 元/股不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**销量不及预期；投产不及预期；原材料价格波动风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,119	11,091	25,440	36,855	47,386
增长率 (%)	49.5	169.3	129.4	44.9	28.6
EBITDA (百万元)	1,224	3,414	7,445	9,444	10,988
归母净利润 (百万元)	533	2,208	5,942	7,400	8,867
增长率 (%)	3165.2	314.4	169.1	24.5	19.8
EPS (元/股)	0.98	2.30	6.17	7.69	9.21
市盈率 (P/E)	106.38	49.83	13.21	10.61	8.85
ROE (%)	15.7	30.9	44.0	33.8	28.3
EV/EBITDA	46.86	31.86	10.47	7.81	6.14

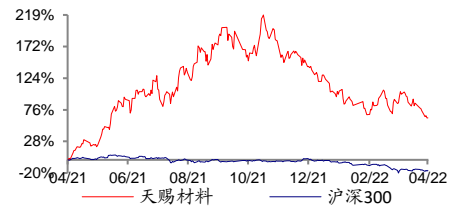
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	81.55 元
合理价值	198.72 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-15

相对市场表现



分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师：

何雄



SAC 执证号：S0260520050004



SFC CE No. BQW866



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事监管活动。

相关研究：

天赐材料 (002709.SZ) :21	2022-03-22
年净利率显著提升，自给率提高保障利润成长	
天赐材料 (002709.SZ) :Q3	2021-11-01
利润超预期，股权激励落地彰显成长性	
天赐材料 (002709.SZ) :二	2021-08-24
季度量价齐升，扩产把握添加剂技术红利	

盈利预测和投资建议

公司盈利预测假设如下：

(1) 电解液业务：

销量方面，全球新能源汽车市场共振，2020年开始下游需求快速增长。公司与宁德时代深度合作并开拓LG化学、松下等海外客户和市场，贴近大客户布局产能有望带来全新业绩增量。2021年6月以来公司接连披露扩产公告，彰显对行业景气度的坚定决心，也不断巩固自身的行业优势地位，预计2021年底公司6万吨液态六氟磷酸锂（折固2万吨）投产后，结合原2000吨固体六氟磷酸锂产能，名义折固产能将扩至3.2万吨，预计到22-24年底形成约9、13.5、15万吨名义折固产能，公司自产的六氟磷酸锂预计可支撑40、70、100万吨电解液销量。随着产能逐渐爬坡，和下游需求增速的不断提升，其他电解液企业缺乏六氟一体化产能扩产进度慢于公司，公司凭借更稳定和优越的保供能力将获得市占率提升的机会。由于景气度持续，假设产销率一直保持100%。

价格方面，由于六氟磷酸锂扩产周期大约为1.5年，此轮景气周期自20H2开始，保守估计将持续至2021年底，2022年起随着行业产能投放，预计电解液价格逐渐回落，2022-2024年营收复合增速约64%。

毛利率方面，公司采用大宗化思维统筹业务发展，成本控制效果也将逐渐显现，且2022年起高毛利的LiFSI和新型添加剂品种放量，预计2022年整体毛利率有所提升，2023-2024年随着行业供需趋缓毛利率有所下滑。

(2) 日化业务：2022年海内外疫情反复，卡波姆需求和价格会保持在一定的区间水平，价格相比2021年预计下滑，预计2022-2024年公司日化业务保持10%的稳定增速，毛利率维持30%左右。

表1：公司盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
电解液业务									
六氟磷酸锂产能（万吨）	0.20	0.20	0.60	0.60	1.20	3.20	9.00	13.50	15.00
电解液产能（万吨）	1.60	1.60	4.80	4.80	9.60	25.60	72.00	108.00	120.00
产能利用率	61.50%	54.37%	59.74%	68.98%	73.00%	50.78%	55.56%	64.81%	83.33%
电解液产量（万吨）	1.85	3.00	3.58	4.83	7.30	13.00	40.00	70.00	100.00
产销率	111.55%	97.87%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
电解液销量（万吨）	2.06	2.94	3.58	4.83	7.30	13.00	40.00	70.00	100.00
YOY	51.64%	42.66%	22.08%	34.72%	51.18%	78.08%	207.69%	75.00%	42.86%
售价（万元/吨，不含税）	5.95	4.57	3.57	3.52	3.64	7.13	5.70	4.56	4.11
YOY	77.57%	-23.16%	-21.90%	-1.56%	3.61%	95.67%	-20.00%	-20.00%	-10.00%
营业收入（百万元）	1225.11	1342.98	1280.44	1698.12	2659.80	9268.22	22814.08	31939.71	41065.34
YOY	169.27%	9.62%	-4.66%	32.62%	56.63%	248.46%	146.15%	40.00%	28.57%
营业成本（百万元）	690.75	821.28	970.41	1236.97	1925.41	5911.20	13617.32	19439.68	26382.42

毛利率	43.62%	38.85%	24.21%	27.16%	27.61%	36.22%	40.31%	39.14%	35.76%
日化业务									
营业收入 (百万元)	524.68	636.54	711.67	801.29	1213.36	1456.03	1747.24	2096.68	1322.28
YOY	25.56%	21.32%	11.80%	12.59%	51.43%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	354.87	476.98	529.39	530.29	522.11	1019.22	1223.07	1467.68	925.60
毛利率	32.36%	25.07%	25.61%	33.82%	56.97%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预计公司2022-2024年EPS为6.17、7.69、9.21元/股,我们维持合理价值198.72元/股,维持“买入”评级。

风险提示

(一) 新能源汽车销量不及预期

相对于传统燃油车,新能源汽车仍然属于新生事物,考虑产品稳定性、使用便利性等因素,对消费者接受度仍然较低,因而带来新能源汽车销量增长的不确定性。

(二) 投产进度不及预期

公司六氟磷酸锂、LiFSI产能扩张是业绩增长的重要保障,若投产进度不及预期,可能对公司盈利能力带来较大不确定性。

(三) 原材料价格波动风险

原材料成本占公司生产成本近80%,整体原材料价格波动对公司生产成本具有重要影响,主要原材料价格持续大幅波动,将会造成公司生产成本波动,进而影响公司盈利水平。

广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级研究员，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈思宇：高级研究员，毕业于西安交通大学，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级研究员，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷菡：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。