

天赐材料 (002709)

证券研究报告

2020年10月27日

电解液销量高增，6F 涨价带来业绩弹性

业绩摘要：2020年Q3收入11.03亿元，同比增长48%，环比增长3%；归母净利润2.07亿元，同比增长423%，环比减少23%；扣非净利润2.05亿元，同比增长405%，环比减少24%；经营活动现金净流量2.23亿元，同比由负转正，环比提升31%。综合毛利率37.6%，同比增长9.1pct，环比减少12.3pct；综合净利率18.4%，同比增长13.5pct，环比减少5.5pct。

公司业绩大幅增长的原因：1) 电解液销量大幅增长。2) 卡波姆销量及销售额同比大幅增长。

期间费用率下降显著，规模效应较为明显。Q3期间费用率为14.6%，同比下降3.8pct，环比下降0.6pct，主要是随着收入规模提升，管理费用率与研发费用率下降明显，环比分别下降0.4pct、0.8pct。

Q3业绩符合预期，2020年全年业绩指引超预期。公司预告1-9月归母净利润5-5.5亿元，Q3实际为5.18亿元，YOY+476%。根据公司指引，Q4归母净利润在1.32-2.32亿元之间，中值为1.82亿元。

六氟磷酸锂9月以来价格上涨明显，6F公司中报利润降为负数，涨价具有动力。天际股份有六氟磷酸锂产能8160吨，产能位于行业前列。2018年下半年以来，公司六氟磷酸锂毛利率不断下降，2020H1为-0.6%。毛利率降为负数，6F涨价具有动力。

6F价格上涨明显，公司自制原材料具有成本优势。六氟磷酸锂自8月下旬以来价格上涨明显，从6.95万元/吨上涨至10月23日8.9万元/吨。公司向上游原材料布局，6F价格上涨带来业绩弹性。公司自制液体6F，成本上具有优势，市占率自2018年以来快速提升，天赐市占率从2017Q4的14%提升至2020Q1的31%。

投资建议

除了涨价带来业绩弹性，更重要的是公司自身的alpha。今年明显看到公司的拐点，公司向上游布局原材料，最具成本优势，Q1市占率达到31%。由于1)公司电解液销量增长明显2)原材料涨价带来利润弹性，因此我们将原预测2020、2021年归母净利润7、8亿元上调至7.1、9.9亿元，对应PE44、32x，为电池材料龙头中低估值标的，继续维持“买入”评级。

风险提示：电解液市场竞争加剧、新能源汽车终端需求不及预期、公司日化产品不及预期、卡波姆价格大幅下降。

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	57.25元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	546.13
流通A股股本(百万股)	543.15
A股总市值(百万元)	31,265.91
流通A股市值(百万元)	31,095.42
每股净资产(元)	6.03
资产负债率(%)	41.55
一年内最高/最低(元)	65.47/15.94

作者

孙潇雅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天赐材料-半年报点评:电解液拐点明确，盈利超预期》2020-08-19
- 《天赐材料-公司专题研究:向死而生，今年或是天赐的拐点》2020-06-27
- 《天赐材料-公司点评:卡波姆对天赐业绩影响测算》2020-04-15

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,079.85	2,754.59	3,910.42	5,437.82	5,950.61
增长率(%)	1.10	32.44	41.96	39.06	9.43
EBITDA(百万元)	793.41	682.78	1,100.87	1,474.72	1,126.52
净利润(百万元)	456.28	16.32	707.90	986.05	704.02
增长率(%)	49.73	(96.42)	4,237.71	39.29	(28.60)
EPS(元/股)	0.84	0.03	1.30	1.81	1.29
市盈率(P/E)	68.52	1,915.84	44.17	31.71	44.41
市净率(P/B)	11.08	11.21	10.52	9.87	9.97
市销率(P/S)	15.03	11.35	8.00	5.75	5.25
EV/EBITDA	9.81	17.63	29.99	21.96	29.24

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 三季度点评

业绩摘要：2020 年 Q3 收入 11.03 亿元，同比增长 48%，环比增长 3%；归母净利润 2.07 亿元，同比增长 423%，环比减少 23%；扣非净利润 2.05 亿元，同比增长 405%，环比减少 24%；经营活动现金净流量 2.23 亿元，同比由负转正，环比提升 31%。综合毛利率 37.6%，同比增长 9.1pct，环比减少 12.3pct；综合净利率 18.4%，同比增长 13.5pct，环比减少 5.5pct。
公司业绩大幅增长的原因：1) 电解液销量大幅增长。2) 卡波姆销量及销售额同比大幅增长。

表 1：天赐材料业绩摘要

单位：亿元	2019Q3	2020Q2	2020Q3	YOY	QoQ
营业收入	7.46	10.68	11.03	48%	3%
归母净利润	0.39	2.70	2.07	423%	-23%
扣非净利润	0.41	2.70	2.05	405%	-24%
经营活动现金净流量	-0.64	1.70	2.23	-451%	31%
综合毛利率	28.5%	49.9%	37.6%	9.1%	-12.3%
综合净利率	4.8%	23.8%	18.4%	13.5%	-5.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

期间费用率下降显著，规模效应较为明显。Q3 期间费用率为 14.6%，同比下降 3.8Pct，环比下降 0.6Pct，主要是随着收入规模提升，管理费用率与研发费用率下降明显，环比分别下降 0.4Pct、0.8Pct。

表 2：天赐材料期间费用率

	单位	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
销售费用	亿元	0.34	0.44	0.26	0.41	0.48
管理费用	亿元	0.51	0.59	0.47	0.55	0.53
研发费用	亿元	0.34	0.40	0.26	0.49	0.42
财务费用	亿元	0.18	0.23	0.15	0.17	0.18
销售费用率	%	4.6%	5.5%	5.0%	3.8%	4.4%
管理费用率	%	6.9%	7.5%	9.0%	5.2%	4.8%
研发费用率	%	4.5%	5.1%	4.9%	4.6%	3.8%
财务费用率	%	2.4%	2.9%	2.8%	1.6%	1.6%
期间费用率	%	18.4%	21.0%	21.7%	15.3%	14.6%

资料来源：Wind、天风证券研究所

Q3 业绩符合预期，2020 年全年业绩指引超预期。公司预告 1-9 月归母净利润 5-5.5 亿元，Q3 实际为 5.18 亿元，YOY+ 476%。根据公司指引，Q4 归母净利润在 1.32-2.32 亿元之间，中值为 1.82 亿元。

六氟磷酸锂 9 月以来价格上涨明显，6F 公司中报利润降为负数，涨价具有动力。天际股份有六氟磷酸锂产能 8160 吨，产能位于行业前列。2018 年下半年以来，公司六氟磷酸锂毛利率不断下降，2020H1 为-0.6%。毛利率降为负数，6F 涨价具有动力。

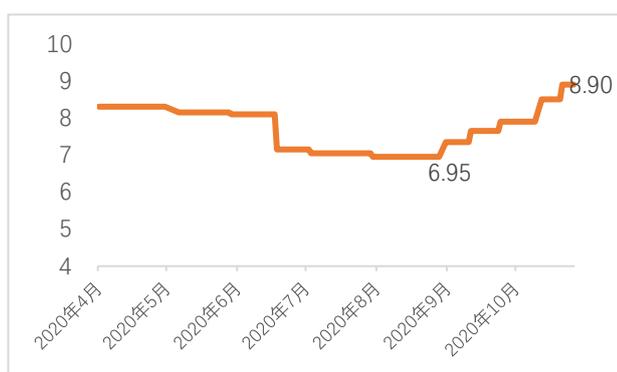
表 3: 天际股份六氟磷酸锂毛利率 (%)

	单位	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
收入	亿元	4.30	2.58	3.02	1.36	0.94
成本	亿元	3.23	1.93	2.55	1.26	0.95
毛利	亿元	1.07	0.65	0.48	0.10	-0.01
毛利率	%	24.9%	25.3%	15.9%	7.5%	-0.6%

资料来源: Wind、天风证券研究所

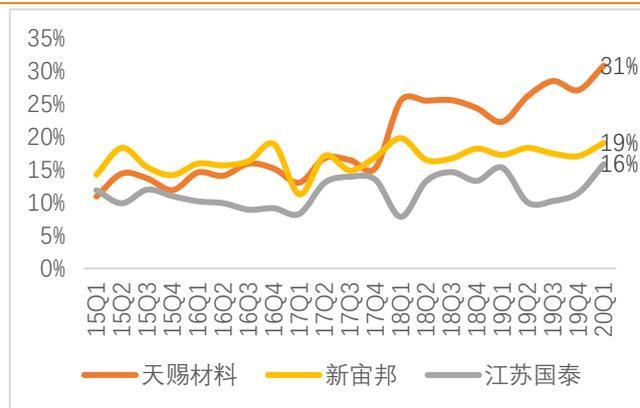
6F 价格上涨明显，公司自制原材料具有成本优势。六氟磷酸锂自 8 月下旬以来价格上涨明显，从 6.95 万元/吨上涨至 10 月 23 日 8.9 万元/吨。公司向上游原材料布局，6F 价格上涨带来业绩弹性。公司自制液体 6F，成本上具有优势，市占率自 2018 年以来快速提升，天赐市占率从 2017Q4 的 14% 提升至 2020Q1 的 31%。

图 1: 六氟磷酸锂价格 (万元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 2: 天赐、新宙邦、江苏国泰市占率 (%)



资料来源: 高工锂电、天风证券研究所

2. 投资建议

除了涨价带来业绩弹性，更重要的是公司自身的 alpha。今年明显看到公司的拐点，公司向上游布局原材料，最具成本优势，Q1 市占率达到 31%。由于 1) 公司电解液销量增长明显 2) 原材料涨价带来利润弹性，因此我们将原预测 2020、2021 年归母净利润 7、8 亿元上调至 7.1、9.9 亿元，对应 PE 44、32x，为电池材料龙头中低估值标的，继续维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	214.94	210.08	312.83	435.03	476.05
应收票据及应收账款	952.23	932.68	2,301.18	1,872.84	2,694.79
预付账款	195.59	50.84	171.50	204.81	231.80
存货	698.35	601.32	654.41	1,279.64	919.69
其他	425.17	470.05	356.11	420.86	429.01
流动资产合计	2,486.28	2,264.98	3,796.03	4,213.17	4,751.34
长期股权投资	144.32	137.96	137.96	137.96	137.96
固定资产	1,120.25	1,815.73	1,922.49	1,985.98	2,010.50
在建工程	681.40	368.37	257.02	202.21	151.33
无形资产	295.88	319.35	305.37	291.40	277.42
其他	206.76	423.26	284.42	294.40	319.56
非流动资产合计	2,448.61	3,064.67	2,907.27	2,911.95	2,896.76
资产总计	4,934.89	5,329.64	6,703.30	7,125.11	7,648.10
短期借款	763.55	741.90	1,753.63	1,206.80	1,703.50
应付票据及应付账款	864.41	836.17	1,043.77	1,674.66	1,585.86
其他	209.66	506.97	354.25	410.52	492.67
流动负债合计	1,837.62	2,085.03	3,151.64	3,291.98	3,782.03
长期借款	48.00	210.00	297.24	326.96	359.66
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	83.04	63.54	64.21	70.26	66.00
非流动负债合计	131.04	273.54	361.44	397.22	425.66
负债合计	1,968.66	2,358.58	3,513.09	3,689.20	4,207.69
少数股东权益	144.69	182.77	218.17	269.20	305.43
股本	339.47	548.32	546.13	546.13	546.13
资本公积	1,068.77	910.10	910.10	910.10	910.10
留存收益	2,482.07	2,179.64	2,425.92	2,620.59	2,588.86
其他	(1,068.77)	(849.77)	(910.10)	(910.10)	(910.10)
股东权益合计	2,966.23	2,971.07	3,190.22	3,435.91	3,440.41
负债和股东权益总计	4,934.89	5,329.64	6,703.30	7,125.11	7,648.10

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	447.08	(28.91)	707.90	986.05	704.02
折旧摊销	137.76	221.15	78.56	85.30	90.34
财务费用	31.51	60.61	105.73	125.71	125.48
投资损失	(485.72)	7.36	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(465.26)	(759.14)	(1,120.69)	410.31	(585.63)
其它	16.38	480.51	119.44	79.29	(8.60)
经营活动现金流	(318.25)	(18.41)	(109.06)	1,686.66	325.60
资本支出	701.82	630.17	59.33	73.95	54.26
长期投资	(205.29)	(6.36)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,009.03)	(912.32)	(283.70)	(208.74)	(12.94)
投资活动现金流	(512.50)	(288.51)	(224.37)	(134.79)	41.32
债权融资	829.67	1,015.94	2,083.86	1,572.14	2,108.30
股权融资	(155.26)	41.37	(168.01)	(125.46)	(125.22)
其他	30.06	(742.76)	(1,479.68)	(2,876.36)	(2,308.97)
筹资活动现金流	704.47	314.55	436.18	(1,429.68)	(325.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(126.28)	7.63	102.75	122.19	41.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,079.85	2,754.59	3,910.42	5,437.82	5,950.61
营业成本	1,574.02	2,048.30	2,254.75	3,143.06	3,867.90
营业税金及附加	14.30	23.59	35.19	46.77	51.18
营业费用	108.44	128.61	218.98	308.87	309.43
管理费用	166.57	207.67	332.39	358.90	386.79
研发费用	109.51	125.90	218.98	288.20	303.48
财务费用	44.26	69.40	105.73	125.71	125.48
资产减值损失	46.03	(128.56)	(90.00)	(70.00)	(50.00)
公允价值变动收益	1.29	0.00	82.18	27.39	(45.66)
投资净收益	485.72	(7.36)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,012.06)	273.80	(164.37)	(54.79)	91.32
营业利润	541.78	13.25	916.57	1,263.71	910.70
营业外收入	2.47	3.24	2.00	4.00	3.00
营业外支出	11.64	16.17	30.00	30.00	30.00
利润总额	532.60	0.32	888.57	1,237.71	883.70
所得税	85.52	29.22	143.42	199.77	142.63
净利润	447.08	(28.91)	745.16	1,037.94	741.07
少数股东损益	(9.20)	(45.23)	37.26	51.90	37.05
归属于母公司净利润	456.28	16.32	707.90	986.05	704.02
每股收益(元)	0.84	0.03	1.30	1.81	1.29

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.10%	32.44%	41.96%	39.06%	9.43%
营业利润	51.62%	-97.55%	6818.29%	37.87%	-27.93%
归属于母公司净利润	49.73%	-96.42%	4237.71%	39.29%	-28.60%
获利能力					
毛利率	24.32%	25.64%	42.34%	42.20%	35.00%
净利率	21.94%	0.59%	18.10%	18.13%	11.83%
ROE	16.17%	0.59%	23.82%	31.14%	22.46%
ROIC	20.03%	-230.57%	24.66%	24.70%	20.24%
偿债能力					
资产负债率	39.89%	44.25%	52.41%	51.78%	55.02%
净负债率	20.72%	27.12%	55.51%	33.10%	47.44%
流动比率	1.35	1.09	1.20	1.28	1.26
速动比率	0.97	0.80	1.00	0.89	1.01
营运能力					
应收账款周转率	2.09	2.92	2.42	2.61	2.61
存货周转率	4.04	4.24	6.23	5.62	5.41
总资产周转率	0.48	0.54	0.65	0.79	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.84	0.03	1.30	1.81	1.29
每股经营现金流	-0.58	-0.03	-0.20	3.09	0.60
每股净资产	5.17	5.11	5.44	5.80	5.74
估值比率					
市盈率	68.52	1,915.84	44.17	31.71	44.41
市净率	11.08	11.21	10.52	9.87	9.97
EV/EBITDA	9.81	17.63	29.99	21.96	29.24
EV/EBIT	11.84	25.75	32.29	23.31	31.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com