

2020年07月07日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

大幅上调中报预告,卡波姆+电解液双轮驱动 买入(维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2755	4462	5929	7933
同比(%)	32%	62%	33%	34%
归母净利润(百万元)	16	605	719	916
同比(%)	-96%	3608%	19%	27%
每股收益(元/股)	0.03	1.10	1.31	1.67
P/E(倍)	1272.56	34.32	28.87	22.67

投资要点

- 大幅计提减值,仍上调20H1业绩,超预期:**公司预计20年上半年实现归母净利润3.05-3.25亿,同比增长503.7%-543.3%,较此前预告大幅提升(此前预告1.95-2.54亿,同比+286%-402%)。其中20Q2归母净利润2.63-2.83亿元,同比增长11.0-11.9倍,环比增长5.3-5.7倍。**另公司公告将计提6,825万元减值,其中存货跌价计提6,531万,应收账款计提294万。**
- 卡波姆产品量价齐升,业绩爆发再超预期:**卡波姆因疫情影响近期需求和价格同步上涨,Q2贡献利润再超预期。17-19年公司卡波姆产能利用率稳定50%左右,2月起因疫情影响订单需求大增,3月产能利用率提升至95%。20Q1卡波姆销量806吨,我们预计收入贡献超过5k万,利润超过2k万。20Q2卡波姆需求旺盛导致单价上涨,目前卡波姆市场价格在15-20万/吨,高端产品价格30万/吨以上,较17-18年提升3-4倍。我们预计二季度卡波姆为公司贡献2亿+利润,合计上半年有望为公司贡献接近2.5亿利润。Q3订单饱满,全球范围产能紧缺,下半年卡波姆旺盛需求预计可持续。
- 电解液Q2出货大幅增长,盈利预计进一步提升。**20Q2公司电解液出货预计近1.5万吨,环比增长70%,同比增长20-30%。其中宁德二季度预计生产电池9gwh,对公司电解液需求预计55000吨以上;另LG特斯拉项目预计公司二季度订单超过1500吨。对应20H1公司电解液出货预计2.3-2.5万吨,同比增长10-20%。另Q2公司液体六氟磷酸铁及添加剂自供比例提升,成本优势愈发明显,叠加产能利用率提升,Q2毛利率预计提升至30%以上。预计二季度电解液贡献净利润超过0.7亿,合计上半年贡献近1亿利润。
- 7月电解液排产大幅回升,叠加海外客户放量,全年预期高增长。**7月公司排产环比回升20-30%,国内需求拐点已现,Q3预计需求逐月提升;且公司以高份额进入LG特斯拉项目,预计全年贡献5000吨以上。公司电解液全年预期出货近7万吨,同比增长50%;且我们预计单吨利润回升至4000元以上,全年电解液有望贡献2.5-3亿利润。
- 盈利预测与投资评级:**公司卡波姆产品量价情况均好于预期,且下半年预计仍可持续,另电解液订单和盈利能力好于此前预期,因此我们上调全年业绩,预计公司20-22年归母净利润6.1/7.2/9.2亿,同比增长3608%/19%/27%,EPS为1.10/1.31/1.67元/股,对应PE为34x/29x/23x。考虑到公司是电解液龙头,主要客户需求恢复,给予21年40倍PE,对应目标价52元,维持“买入”评级。
- 风险提示:**降价幅度超预期、销量低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.84
一年最低/最高价	15.48/37.87
市净率(倍)	7.35
流通A股市值(百万元)	20507.68

基础数据

每股净资产(元)	5.15
资产负债率(%)	44.17
总股本(百万股)	548.52
流通A股(百万股)	541.96

相关研究

- 《天赐材料(002709):卡波姆量价齐升,业绩超预期》2020-05-04
- 《天赐材料(002709):存货减值拖累业绩,主业盈利继续向好》2020-04-28
- 《天赐材料(002709)点评:盈利拐点即将到来》2020-01-06

大幅计提减值，仍上调 20H1 业绩，超预期：公司预计 20 年上半年实现归母净利润 3.05-3.25 亿，同比增长 503.7%-543.3%，较此前预告大幅提升（此前预告 1.95-2.54 亿，同比+286%-402%）。其中 20Q2 归母净利润 2.63-2.83 亿元，同比增长 11.0-11.9 倍，环比增长 5.3-5.7 倍。另公司公告将计提 6,825 万元减值，其中存货跌价计提 6,531 万，应收账款计提 294 万。

卡波姆产品量价齐升，业绩爆发再超预期：卡波姆因疫情影响近期需求和价格同步上涨，Q2 贡献利润再超预期。17-19 年公司卡波姆产能利用率稳定 50%左右，2 月起因疫情影响订单需求大增，3 月产能利用率提升至 95%。20Q1 卡波姆销量 806 吨，我们预计收入贡献超过 5k 万，利润超过 2k 万。20Q2 卡波姆需求旺盛导致单价上涨，目前卡波姆市场价格在 15-20 万/吨，高端产品价格 30 万/吨以上，较 17-18 年提升 3-4 倍。我们预计二季度卡波姆为公司贡献 2 亿+利润，合计上半年有望为公司贡献接近 2.5 亿利润。Q3 订单饱满，全球范围产能紧缺，下半年卡波姆旺盛需求预计可持续。

图 3：公司卡波姆出货及盈利测算

卡波姆	2017 年	2018 年	2019 年	2020年1月	2020年2月	2020年3月	20Q1	20Q2 E	20Q3 E
产能(t)	5,000	5,000	5,000	417	417	417	1,251	1,500	1,800
产量(t)	2,301	2,036	2,410	229	234	398	861	1,500	1,800
产能利用率	46%	41%	48%	55%	56%	95%	69%	100%	100%
销量 (t)	2,184	2,019	2,449	39	356	411	806	1,500	1,500
单价 (万元/吨)	4.14	4.35	4.55	4.54	5.01	9.26	7.15	23	20
销售额 (万元)	9,046	8,789	11,143	177	1,782	3,806	5,765	34,500	30,000
毛利率	30%	32%	34%	32%	38%	67%	57%	86%	84%
净利率	15%	17%	17%	20%	25%	53%	43%	65%	60%
单吨成本 (万)	2.9	3	3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.3	3.3
单吨利润 (万)	0.62	0.74	0.77	0.91	1.25	4.91	3.1	14.95	12
合计利润 (万)	1,357	1,494	1,876	35	445	2,017	2,498	22,425	18,000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电解液 Q2 出货大幅增长，盈利预计进一步提升。20Q2 公司电解液出货预计近 1.5 万吨，环比增长 70%，同比增长 20-30%。其中宁德二季度预计生产电池 9gwh，对公司电解液需求预计 55000 吨以上；另 LG 特斯拉项目预计公司二季度订单超过 1500 吨。对应 20H1 公司电解液出货预计 2.3-2.5 万吨，同比增长 10-20%。另 Q2 公司液体六氟磷酸铁及添加剂自供比例提升，成本优势愈发明显，叠加产能利用率提升，Q2 毛利率预计提升至 30%以上。预计二季度电解液贡献净利润超过 0.7 亿，合计上半年贡献近 1 亿利润。

7月电解液排产大幅回升，叠加海外客户放量，全年预期高增长。7月公司排产环比回升20-30%，国内需求拐点已现，Q3预计需求逐月提升；且公司以高份额进入LG特斯拉项目，预计全年贡献5000吨以上。公司电解液全年预期出货近7万吨，同比增长50%；且我们预计单吨利润回升至4000元以上，全年电解液有望贡献2.5-3亿利润。

盈利预测与投资建议：公司卡波姆产品量价情况均好于预期，且下半年预计仍可持续，另电解液订单和盈利能力好于此前预期，因此我们上调全年业绩，预计公司20-22年归母净利润6.1/7.2/9.2亿，同比增长3608%/19%/27%，EPS为1.10/1.31/1.67元/股，对应PE为34x/29x/23x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予21年40倍PE，对应目标价52元，维持“买入”评级。

风险提示：降价幅度超预期、销量低于预期

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,265	3,370	4,636	6,157	营业收入	2,755	4,462	5,929	7,933
现金	210	446	593	793	减:营业成本	2,048	2,843	4,074	5,589
应收账款	901	1,475	1,975	2,643	营业税金及附加	24	38	51	68
存货	601	827	1,408	1,990	营业费用	129	192	246	321
其他流动资产	502	551	558	591	管理费用	334	531	623	785
非流动资产	3,065	3,516	3,861	3,975	财务费用	69	80	76	61
长期股权投资	138	138	138	138	资产减值损失	146	102	41	55
固定资产	1,816	2,203	2,564	2,893	加:投资净收益	0	10	10	10
在建工程	368	468	468	268	其他收益	-7	-9	-9	-6
无形资产	319	306	292	279	营业利润	13	703	845	1082
其他非流动资产	792	869	887	685	加:营业外净收支	-13	-2	-2	-2
资产总计	5,330	6,886	8,497	10,131	利润总额	0	701	843	1080
流动负债	2,085	3,266	4,355	5,319	减:所得税费用	29	105	126	162
短期借款	806	1,960	2,492	2,766	少数股东损益	-45	-9	-3	3
应付账款	741	1,029	1,474	2,023	归属母公司净利润	16	605	719	916
其他流动负债	538	274	274	274	EBIT	83	545	691	911
非流动负债	274	274	274	274	EBITDA	304	906	1,075	1,329
长期借款	210	210	210	210					
其他非流动负债	64	64	64	64	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,359	3,540	4,629	5,592	每股收益(元)	0.03	1.10	1.31	1.67
少数股东权益	183	174	171	174	每股净资产(元)	5.09	5.78	6.74	7.96
					发行在外股份(百万股)	548	549	549	549
归属母公司股东权益	2,788	3,172	3,697	4,365	ROIC(%)	-194.0%	12.1%	11.9%	13.0%
负债和股东权益	5,330	6,886	8,497	10,131	ROE(%)	0.6%	19.1%	19.4%	21.0%
						25.6%	36.3%	31.3%	29.5%
					毛利率(%)				
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	-1.0%	13.4%	12.1%	11.6%
经营活动现金流	-18	-8	394	540	资产负债率(%)	44.3%	51.4%	54.5%	55.2%
投资活动现金流	-29	596	716	918	收入增长率(%)	32%	62%	33%	34%
筹资活动现金流	-289	-609	-509	-306	净利润增长率(%)	-96%	3608%	19%	27%
现金净增加额	8	236	147	200	P/E	1272.56	34.32	28.87	22.67
折旧和摊销	221	124	155	186	P/B	7.44	6.54	5.61	4.75
资本开支	272	600	500	300	EV/EBITDA	72	24	20	17
营运资本变动	-425	-908	-594	-676					

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>