天赐材料（002709）

天赐材料点评：长期供货特斯拉，品质再获海外认可

2020 年 11 月 08 日

买入（维持）

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2755	4049	5700	7207
同比（%）	32%	47%	41%	26%
归母净利润（百万元）	16	709	1001	1201
同比（%）	-96%	4247%	41%	20%
每股收益（元/股）	0.03	1.30	1.83	2.20
P/E（倍）	2420.20	55.68	39.43	32.88

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

投资要点

- **事件：**公司与特斯拉签订长期供货协议，协议约定了产品定价模式、供货方式、产品标准等内容。交货地点包括特斯拉美国弗里蒙特工厂、奥斯汀工厂、德国柏林工厂。特斯拉未对产品采购量进行保证，后续特斯拉将通过订单方式提出采购需求。因此协议签订对公司未来经营业绩的影响需视后续特斯拉的具体订单情况而定，具有不确定性。

- **品质再获认可，配套特斯拉自产产能。**天赐此前为 LG 南京-特斯拉项目主供，预计份额 50%以上。此次长期供货协议针对特斯拉自产电池产能，双方对产品标准共同探讨，天赐产品再获海外客户高度认可。特斯拉目前在美国弗里蒙特工厂布局试验线产能 1.5gwh，公司计划德国柏林工厂、美国奥斯汀工厂均配套部分自建电池产能。特斯拉规划自产电池决心较强，公司规划产能 21 年投产 10gwh，22 年到 100gwh，较为乐观。我们预计 22 年开始规模出货，预计 22 年特斯拉电池产量 10gwh 左右，对应电解液需求 2 万吨。我们预计天赐初期基本独供，对应电解液 21 年订单接近 2 万吨，后期天赐份额预计在 50%以上。

- **天赐欧洲基地预计 21 年开始小批量，有望加速配套欧洲电池厂，客户结构进一步优化。**天赐拟建设捷克基地，规划年产能 10 万吨，其中一期总投资 2.75 亿元，对应 3 万吨/年电解液项目。预计欧洲基地明年 Q2 投产开始送样，有望加速认证并配套宁德德国基地、LG 波兰基地等，进一步优化客户结构。20 年公司出货预期 7 万吨左右，同比增长 50%，国内市占率 30%左右。21 年预计出货 11-12 万吨，同比增长 60%。

- **六氟涨价启动，电解液价格顺利传导，公司业绩弹性大。**9 月开始六氟供给出现紧张，价格连续上调，目前价格 9-9.5 万元/吨，部分公司报价 10 万元/吨，较底部涨幅 30%，预计年内六氟价格涨至 11 万元/吨，明年整体供应偏紧+季节性失衡预计价格 12-15 万元/吨。电解液连续三年价格底部平稳，竞争格局优势，龙头话语权加强，目前电解液报价 4.3-4.4 万元/吨，价格上涨 10-20%，六氟和溶剂涨价带来的成本上涨已顺利传导。因此对应 21 年电解液量利双升，我们测算六氟价格 10 万元/吨，对应公司电解液利润翻番至近 7 亿元；若六氟价格上涨至 12 万元/吨，对应电解液利润可至 9 亿元。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润 7.1/10/12 亿元，同比增长 4247%/41%/20%，对应 PE 为 56x/39x/33x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 91 元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	72.28
一年最低/最高价	16.26/73.80
市净率(倍)	11.98
流通 A 股市值(百万元)	39258.99

基础数据

每股净资产(元)	6.03
资产负债率(%)	41.55
总股本(百万股)	546.13
流通 A 股(百万股)	543.15

相关研究

1、《天赐材料（002709）：电解液量利双升趋势确立，全年业绩略好于预期》2020-10-27
2、《天赐材料（002709）：电解液盈利大幅提升，卡波姆量价齐升》2020-08-19
3、《天赐材料（002709）：大幅上调中报预告，卡波姆+电解液双轮驱动》2020-07-07

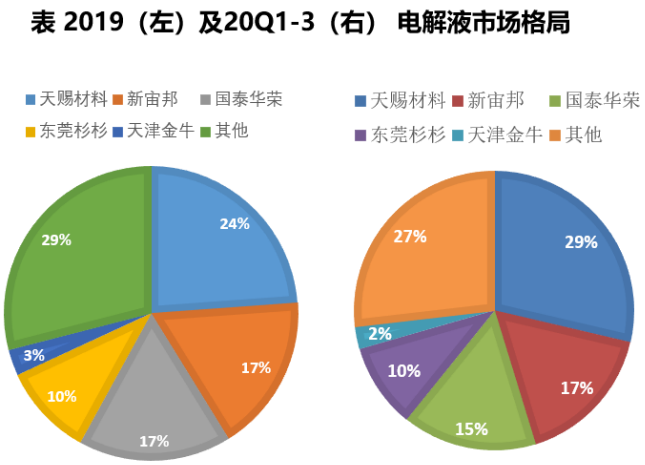
请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司与特斯拉签订长期供货协议，协议约定了产品定价模式、供货方式、产品标准等内容。交货地点包括特斯拉美国弗里蒙特工厂、奥斯汀工厂、德国柏林工厂。特斯拉未对产品采购量进行保证，后续特斯拉将通过订单方式提出采购需求。因此协议签订对公司未来经营业绩的影响需视后续特斯拉的具体订单情况而定，具有不确定性。

品质再获认可，配套特斯拉自产产能。天赐此前为 LG 南京-特斯拉项目主供，预计份额 50%以上。此次长期供货协议针对特斯拉自产电池产能，双方对产品标准共同探讨，天赐产品再获海外客户高度认可。特斯拉目前在美国弗里蒙特工厂布局试验线产能 1.5gwh，公司计划德国柏林工厂、美国奥斯汀工厂均配套部分自建电池产能。特斯拉规划自产电池决心较强，公司规划产能 21 年投产 10gwh，22 年到 100gwh，较为乐观。我们预计 22 年开始规模出货，预计 22 年特斯拉电池产量 10gwh 左右，对应电解液需求 2 万吨。我们预计天赐初期基本独供，对应电解液 21 年订单接近 2 万吨，后期天赐份额预计在 50%以上。

天赐欧洲基地预计 21 年开始小批量，有望加速配套欧洲电池厂，客户结构进一步优化。天赐拟建设捷克基地，规划年产能 10 万吨，其中一期总投资 2.75 亿元，对应 3 万吨/年电解液项目。我们预计欧洲基地明年 Q2 投产开始送样，有望加速认证并配套宁德德国基地、LG 波兰基地等，进一步优化客户结构。20 年公司出货预期 7 万吨左右，同比增长 50%，国内市占率 30%左右。21 年预计出货 11-12 万吨，同比增长 60%。

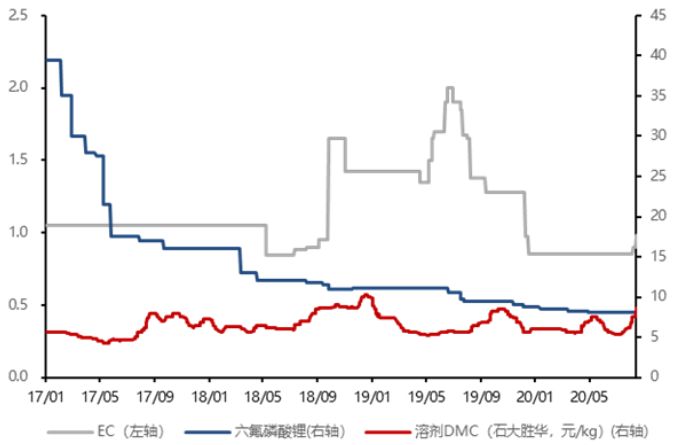
图 1：电解液市场格局



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

六氟涨价启动，电解液价格顺利传导，公司业绩弹性大。9 月开始六氟供给出现紧张，价格连续上调，目前价格 9-9.5 万元/吨，部分公司报价 10 万元/吨，较底部涨幅 30%，预计年内六氟价格涨至 11 万元/吨，明年整体供应偏紧+季节性失衡预计价格 12-15 万元/吨。电解液连续三年价格底部平稳，竞争格局优势，龙头话语权加强，目前电解液报价 4.3-4.4 万元/吨，价格上涨 10-20%，六氟和溶剂涨价带来的成本上涨已顺利传导。因此对应 21 年电解液量利双升，我们测算六氟价格 10 万元/吨，对应公司电解液利润翻番至近 7 亿元；若六氟价格上涨至 12 万元/吨，对应电解液利润可至 9 亿元。

图 2：溶剂和六氟价格走势



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

液态六氟成本优势明显，新型锂盐需求加大。公司液态六氟生产过程省去析出工序，成本也比固体平均低 15-20%，20 年产能达到 1 万吨，且 6 万吨液态六氟项目 7 月开建，预计 21Q4 逐步投产，加大公司的成本优势。另公司 5800 吨新型锂盐项目在建，主要是研发建设双氟磺酰亚胺锂（LIFSI），主要用于解决电池高温寿命的问题，出口产品配比量有望加大。目前公司新型锂盐产能约 600 吨，主要供给特斯拉和其他 811 电池产品。

盈利预测与投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润 7.1/10/12 亿元，同比增长 4247%/41%/20%，对应 PE 为 56x/39x/33x。考虑到公司是电解液龙头，主要客户需求恢复，给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 91 元，给予“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，卡波姆价格下滑等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

天赐材料三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,265	3,085	4,185	5,290
现金	210	405	570	721
应收账款	901	1,338	1,899	2,401
存货	601	738	1,071	1,468
其他流动资产	502	541	555	583
非流动资产	3,065	3,516	3,886	4,000
长期股权投资	138	138	138	138
固定资产	1,816	2,203	2,569	2,898
无形资产	319	306	292	279
其他非流动资产	792	869	887	685
资产总计	5,330	6,601	8,071	9,290
流动负债	2,085	2,913	3,657	4,012
短期借款	806	1,751	2,000	1,828
应付账款	741	913	1,304	1,723
其他流动负债	538	249	353	461
非流动负债	274	274	274	274
长期借款	210	210	210	210
其他非流动负债	64	64	64	64
负债合计	2,359	3,187	3,931	4,285
少数股东权益	183	169	164	152
归属母公司股东权益	2,788	3,246	3,976	4,853
负债和股东权益	5,330	6,601	8,071	9,290

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-18	185	761	1,000
投资活动现金流	-289	-609	-509	-306
筹资活动现金流	315	619	-87	-543
现金净增加额	8	195	165	151
折旧和摊销	221	124	155	186
资本开支	272	600	500	300
营运资本变动	-425	-777	-514	-465

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,755	4,049	5,700	7,207
减：营业成本	2,048	2,524	3,603	4,763
营业税金及附加	24	35	49	62
销售费用	129	162	228	274
管理费用	334	405	541	649
财务费用	69	75	66	47
资产减值损失	146	69	60	46
加：投资净收益	-7	-9	-9	-6
营业利润	13	810	1,174	1,401
加：营业外净收支	-13	-2	-2	-2
利润总额	0	808	1,172	1,399
减：所得税费用	29	113	176	210
少数股东损益	-45	-14	-5	-12
归属母公司净利润	16	709	1,001	1,201
EBITDA	304	1,008	1,395	1,634

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益（元）	0.03	1.30	1.83	2.20
每股净资产（元）	5.09	5.94	7.28	8.89
发行在外股份（百万股）	548	546	546	546
ROIC（%）	-194.0%	14.2%	16.6%	17.5%
ROE（%）	0.6%	21.8%	25.2%	24.7%
毛利率（%）	25.6%	37.7%	36.8%	33.9%
销售净利率（%）	-1.0%	17.2%	17.5%	16.5%
资产负债率（%）	44.3%	48.3%	48.7%	46.1%
收入增长率（%）	32%	47%	41%	26%
净利润增长率（%）	-96%	4247%	41%	20%
P/E	2420.20	55.68	39.43	32.88
P/B	14.16	12.16	9.93	8.13
EV/EBITDA	134	40	29	25

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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