天赐材料（002709）三季报点评

电解液量利双升趋势确立，全年业绩略好于预期

2020 年 10 月 26 日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,755	4,049	5,700	7,207
同比（%）	32%	47%	41%	26%
归母净利润（百万元）	16	709	1,001	1,201
同比（%）	-96%	4247%	41%	20%
每股收益（元/股）	0.03	1.30	1.84	2.20
P/E（倍）	1,916.94	44.10	31.18	26.00

投资要点

- **20Q1-3 净利润 5.18 亿元，略低预告中值，符合预期：**2020 年前三季度公司营收 26.96 亿元，同比增长 37.2%；归母净利润 5.18 亿元，同比增长 475.8%，略低于预告中值（此前预告前 3 季度利润 5-5.5 亿），符合预期；扣非净利润 5.16 亿元，同比增长 453.9%；20Q1-3 毛利率为 41.27%，同比增加 13.66pct；净利率为 18.42%，同比增加 14.43pct。

- **全年预告 6.5-7.5 亿，略好于符合预期：**公司预告 20 年全年归母净利润 6.5-7.5 亿，同比增长 3883%-4496%，中值 7 亿，略好于预期。其中 20Q4 单季度归母净利润 1.32-2.32 亿元，同比增长 279%-390%，环比-36%-12%，预计 Q4 电解液盈利进一步向上，增厚利润。

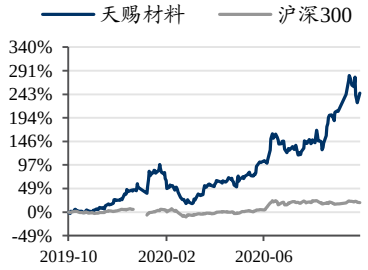
- **Q3 电解液产能利用率提升抵消原材料涨价，单吨盈利维持，Q4 趋势向上：**预计 20Q3 公司电解液出货 2.2 万吨，同比增长 70%，环比增长 50%，毛利率预计维持 32%左右，与上半年持平。三季度原材料 DMC 大幅涨价，8 月 DMC 均价由 7500/吨涨至 9 月底 1.3 万/吨，上涨 73%，增加电解液成本约 0.4 万/吨。而电解液涨价有所滞后，9 月开始调涨，前期盈利水平有所受损。但另一方面，公司 Q3 产能利用率大幅提升，降低成本，因此我们预计 Q3 公司电解液单吨利润维持 5000 元/吨左右，Q3 贡献约 1.1 亿利润。全年看，公司 1-Q3 电解液出货量 4.6 万吨，预计 Q4 排产 2.5-2.7 万吨，全年出货预期 7 万吨左右，同比增长 50%，电解液贡献近 3.5 亿利润；21 年预计公司出货量 11-12 万吨，同比增 55%+。

- **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，目前价格超过 9 万，部分公司报价 10 万/吨，较底部涨幅 30%，预计年内六氟价格涨至 11 万，明年整体供应偏紧+季节性失衡预计价格 12-15 万/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/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。我们测算，六氟价格上涨 1 万/吨，对应电解液价格上涨 1100 元/吨，可增厚公司利润 900 元/吨。我们预计 Q4 公司电解液单吨利润可升至 6000 元/吨，环比增加 20%。我们测算六氟价格 10 万/吨，对应公司电解液利润翻番至近 7 亿；若六氟价格上涨至 12 万/吨，对应电解液利润可至 9 亿。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年归母净利润 7.1/10/12 亿，同比增长 4247%/41%/20%，EPS 为 1.3/1.84/2.20 元/股，对应 PE 为 44x/31x/26x。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 74 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)	57.25
一年最低/最高价	15.92/65.47
市净率(倍)	9.49
流通 A 股市值(百万元)	31095.42

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）：电解液盈利大幅提升，卡波姆量价齐升》2020-08-19

2、《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

3、《天赐材料（002709）：卡波姆量价齐升，业绩超预期》2020-05-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20Q1-3 净利润 5.18 亿元，略低预告中值，符合预期：2020 年前三季度公司营收 26.96 亿元，同比增长 37.2%；归母净利润 5.18 亿元，同比增长 475.8%，略低于预告中值（此前预告前 3 季度利润 5-5.5 亿），符合预期；扣非净利润 5.16 亿元，同比增长 453.9%；20Q1-3 毛利率为 41.27%，同比增加 13.66pct；净利率为 18.42%，同比增加 14.43pct。

卡波姆价格有所回落，Q3 利润环比降 23%：20Q3 公司实现营收 11.03 亿元，同比增加 47.76%，环比增长 3.28%；归母净利润 2.07 亿元，同比增长 423.36%，环比下降 23.49%，扣非归母净利润 2.05 亿元，同比增长 404.69%，环比下降 24.05%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 37.56%，同比增长 9.1pct，环比下降 12.31pct；净利率 18.37%，同比增长 13.53pct，环比下降 5.46pct；Q3 扣非净利率 18.59%，同比提升 13.14pct，环比下降 6.69pct。

全年预告 6.5-7.5 亿，略好于符合预期：公司预告 20 年全年归母净利润 6.5-7.5 亿，同比增长 3883%-4496%，中值 7 亿，略好于预期。其中 20Q4 单季度归母净利润 1.32-2.32 亿元，同比增长 279%-390%，环比-36%-12%，预计 Q4 电解液盈利进一步向上，增厚利润。

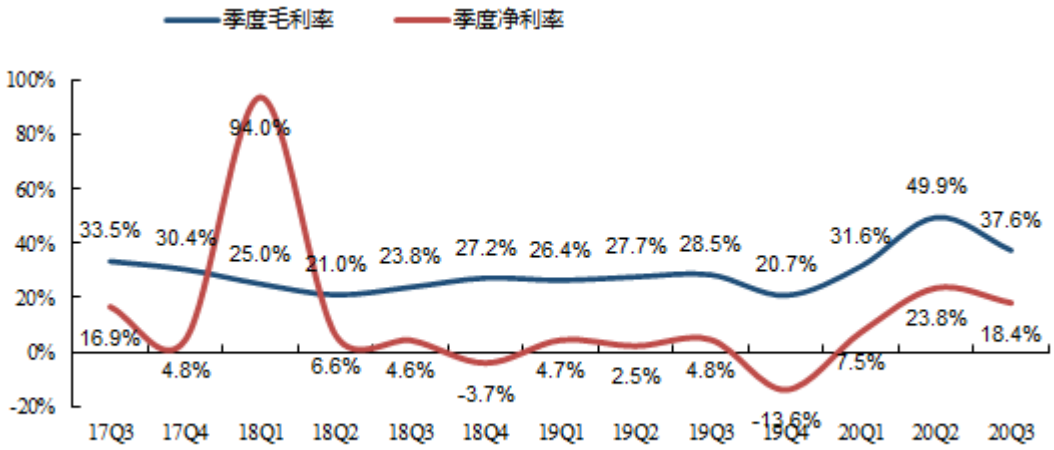
图 1：天赐材料分季度业绩

	2020Q4预计	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3
营业收入(百万)		1,102.8	1,067.8	525.0	790.5	746.3	673.8	543.9	582.9	555.1
-同比		47.76%	58.47%	-3.48%	35.62%	34.44%	33.25%	24.72%	11.29%	-7.23%
毛利率		37.56%	49.87%	31.59%	20.74%	28.46%	27.66%	26.39%	27.23%	23.81%
归母净利润(百万)	131.6-231.6	206.7	270.2	41.5	-73.7	39.5	21.9	28.6	-16.3	26.5
-同比	278.56%-389.82%	423.36%	1132.73%	45.08%	-353.43%	48.81%	-36.46%	-93.05%	-160.44%	-73.74%
净利率		18.37%	23.83%	7.53%	-13.59%	4.84%	2.53%	4.67%	-3.73%	4.64%
扣非归母净利润（百万）		204.97	269.88	40.93	-81.46	40.61	26.96	25.55	-11.14	11.46
-同比		404.69%	901.18%	60.22%	-631.29%	254.31%	695.38%	79.98%	-148.34%	-88.75%
扣非归母净利率		18.59%	25.28%	7.80%	-10.30%	5.44%	4.00%	4.70%	-1.91%	2.06%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：天赐材料分季度毛利率

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

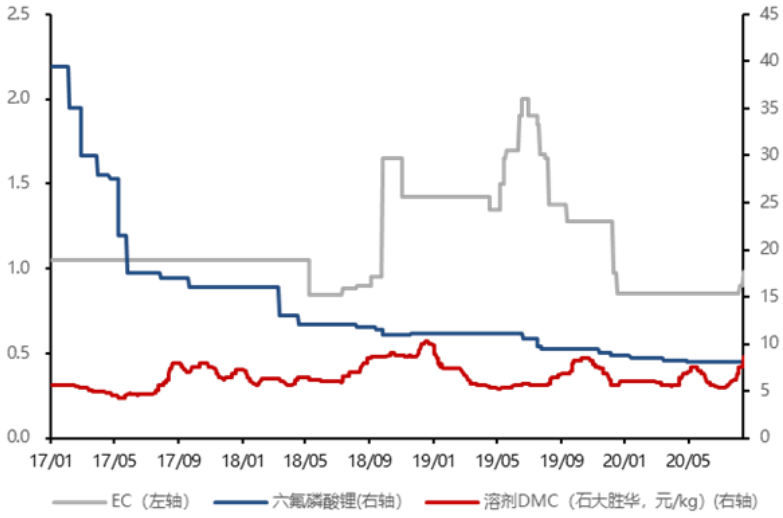
业绩拆分：电解液放量增厚利润，卡波姆利润有所回落。我们预计 20Q3 日化贡献 1 亿利润，其中卡波姆贡献 0.8 亿左右，较 2 季度 2 亿利润回落明显；预计电解液贡献 1.1 亿，环比 2 季度大增 60%左右。

Q3 电解液产能利用率提升抵消原材料涨价，单吨盈利维持，Q4 趋势向上。预计 20Q3 公司电解液出货 2.2 万吨，同比增长 70%，环比增长 50%，毛利率预计维持 32%左右，与上半年持平。三季度原材料 DMC 大幅涨价，8 月 DMC 均价由 7500/吨涨至 9 月底 1.3 万/吨，上涨 73%，增加电解液成本约 0.4 万/吨。而电解液涨价有所滞后，9 月开始调涨，前期盈利水平有所受损。但另一方面，公司 Q3 产能利用率大幅提升，降低成本，因此我们预计 Q3 公司电解液单吨利润维持 5000 元/吨左右，Q3 贡献约 1.1 亿利润。全年看，公司 1-Q3 电解液出货量 4.6 万吨，预计 Q4 排产 2.5-2.7 万吨，全年出货预期 7 万吨左右，同比增长 50%，电解液贡献近 3.5 亿利润；21 年预计公司出货量 11-12 万吨，同比增 55%+。

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，目前价格超过 9 万，部分公司报价 10 万/吨，较底部涨幅 30%，预计年内六氟价格涨至 11 万，明年整体供应偏紧+季节性失衡预计价格 12-15 万/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/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。我们测算，六氟价格上涨 1 万/吨，对应电解液价格上涨 1100 元/吨，可增厚公司利润 900 元/吨。我们预计 Q4 公司电解液单吨利润可升至 6000 元/吨，环比增加 20%。产能方面，公司六氟产能 1.2 万吨，21 年下半年逐步新增 2 万吨产能，国内规模最大，基本可满足电解液自供需求，因此对应 21 年电解液量利双升，我们测算六氟价格 10 万/吨，对应公司电解液利润翻番至近 7 亿；若六氟价格上涨至 12 万/吨，对应电解液利润可至 9 亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：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

卡波姆价格有所回落，传统日化表现平稳。Q3 预计卡波姆销量 1300 吨，产能利用率 85%左右；Q3 均价预计下滑至 14-15 万/吨，较 Q2 最高价下降 30%+。我们预计收入贡献近 1.6 亿元，利润约 0.8 亿，Q4 预计卡波姆利润环比基本稳定，全年预计贡献近 4 亿利润。其他日化业务表现平稳，预计 Q3 贡献利润 0.2 亿元，全年贡献 0.8 亿左右。

图 4：卡波姆业务情况

卡波姆	2017 年	2018 年	2019年	2020年 E	20Q1	20Q2 E	20Q3 E	20Q4 E
产能(t)	5,000	5,000	5,000	5,751	1,251	1,500	1,500	1,500
产量(t)	2,301	2,036	2,410	5,361	861	1,500	1,500	1,500
产能利用率	46%	41%	48%	88%	69%	100%	80%	80%
销量（t）	2,184	2,019	2,449	4,706	806	1,500	1,200	1,200
单价（万元/吨）	4.14	4.35	4.55	14.68	7.15	23	13	11
销售额（万元）	9,046	8,789	11,143	69,065	5,765	34,500	15,600	13,200
毛利率	30%	32%	34%	80%	57%	86%	75%	70%
净利率	15%	17%	17%	57%	43%	64%	52%	48%
单吨成本（万）	2.9	3	3	3.3	3.1	3.3	3.3	3.3
单吨利润（万）	0.62	0.74	0.77	8.29	3.1	14.72	6.76	5.28
合计利润（万）	1,357	1,494	1,876	39,026	2,498	22,080	8,112	6,336

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三费同比小幅增长，费率同比下降明显，环比基本稳定。2020Q1-3 公司三费合计 4.39 亿元，同比增长 20.09%，费用率为 16.27%，同比下降 2.32pct。20Q3 单季度三费 1.6 亿元，同比增长 17.6%，环比持平，费用率 14.6%，同比下降 2.72pct，环比持平。

20Q3 销售费用 0.5 亿元，销售费用率 4.4%，同比下降 0.2pct；管理费用 0.5 亿元，管理费用率 4.8%，同比下降 2.1pct；财务费用 0.2 亿元，财务费用率 1.6%，同比下降 0.7pct；研发费用 0.4 亿元，研发费用率 3.8%，同比下降 0.7pct。

图 5：公司季度费用率

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	19.67	31.21	34.16	43.57	26.29	40.90	48.05
-销售费用率	3.62%	4.63%	4.58%	5.51%	5.01%	3.83%	4.36%
管理费用	43.69	53.29	51.50	59.20	47.35	55.47	52.86
-管理费用率	8.03%	7.91%	6.90%	7.49%	9.02%	5.19%	4.79%
研发费用	21.42	30.42	33.80	40.25	25.77	49.22	42.35
-研发费用率	3.94%	4.52%	4.53%	5.09%	4.91%	4.61%	3.84%
财务费用	15.21	13.09	17.80	23.30	14.70	17.49	18.17
-财务费用率	2.80%	1.94%	2.38%	2.95%	2.80%	1.64%	1.65%
期间费用	99.99	128.01	137.25	166.32	114.11	163.08	161.44
-期间费用率	18.38%	19.00%	18.39%	21.04%	21.74%	15.27%	14.64%
资产减值损失	-	-8.55	-7.08	-112.93	-	-65.13	18.74
信用减值损失	0.00	-10.04	-11.02	7.50	3.52	-3.20	-23.64

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营现金流继续大幅好转：2020 年前三季度公司存货为 5.66 亿，较年初下降 5.84%；应收账款 12.52 亿，较年初增长 38.95%；较上半年末增长 9.51%；期末公司预收账款 0.37 亿元，较年初增长 102.49%，较上半年末增长 15.88%。20Q1-3 公司经营活动净现金流为 4.87 亿，同比上升 545.81%，其中 Q3 单季度 2.23 亿，同比增长 448%，环比增长 31%；投资活动净现金流为-2.38 亿，同比上升 40.94%；资本开支为 2 亿，同比上升 27.44%。账面现金为 4.07 亿，较年初增长 93.62%，主要原因为报告期内销售回款增加，付款账期改善；短期借款 5.51 亿元，较年初减少 25.73%。期末固定资产 19.0 亿，在建工程 2.85 亿，较二季度末均持平。

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，同比增长 4247%/41%/20%，对应 PE 为 44x/31x/26x。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 74 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）	2019A	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
在建工程	368	468	468	268
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）	2019A	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	123	155	187
资本开支	272	600	500	300
营运资本变动	-425	-777	-514	-465

利润表（百万元）	2019A	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
营业费用	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
其他收益	16	30	30	30
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
EBIT	83	885	1,240	1,447
EBITDA	304	1,008	1,395	1,634

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.03	1.30	1.84	2.20
每股净资产(元)	5.09	5.95	7.29	8.90
发行在外股份(百万股)	548	546	546	546
ROIC(%)	-194.0%	14.2%	16.6%	17.2%
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(%)	32.4%	47.0%	40.8%	26.4%
净利润增长率(%)	-97.6%	6019.7%	44.9%	19.3%
P/E	1,916.94	44.10	31.18	26.00
P/B	11.21	9.63	7.86	6.44
EV/EBITDA	107	32	23	20

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