天赐材料（002709）

电解液盈利大幅提升，卡波姆量价齐升

买入（维持）

2020 年 08 月 19 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2755	4238	5660	7611
同比（%）	32%	54%	34%	34%
归母净利润（百万元）	16	684	741	935
同比（%）	-96%	4093%	8%	26%
每股收益（元/股）	0.03	1.25	1.36	1.71
P/E（倍）	1373.50	32.76	30.18	23.92

投资要点

- **2020H1 归母净利润 3.12 亿元，同比增长 516.88%，处于业绩预告中值，符合预期：**2020 年 H1 公司营收 15.93 亿元，同比增加 30.8%；归母净利润 3.12 亿元，同比增长 516.9%，处于业绩预告中值，符合预期（此前预告 20 年上半年实现归母净利润 3.05-3.25 亿）；扣非净利润 3.11 亿元，同比增长 492%；20H1 毛利率为 43.84%，同比增加 16.75pct；净利率为 18.46%，同比增加 14.98pct。公司 20H1 计提资产减值损失 0.65 亿，主要为存货跌价损失。

- **卡波姆放量带动 20Q2 业绩同环比大幅提升：**20Q2 公司实现营收 10.68 亿元，同比增加 58.47%，环比增长 103.39%；归母净利润 2.7 亿元，同比增长 1132.73%，环比增长 550.95%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比增长 901.18%，环比增长 559.38%，若不考虑减值损失，Q2 净利润有望达到 3.4 亿。盈利能力方面，Q2 毛利率为 49.87%，同比增长 22.2pct，环比增长 18.27pct；净利率 23.83%，同比增长 21.3pct，环比增长 17.48pct；Q2 扣非净利率 25.28%，同比提升 21.27pct，环比提升 17.48pct。

- **公司业绩持续高增，预告前 3 季度利润 5-5.5 亿，同比+455%~+511%，好于预期：**公司预告前 3 季度利润 5 亿至 5.5 亿，同比上升 455.43%至 510.98%，其中 Q3 归母净利润为 1.88 亿元-2.38 亿元，同比增长 376%-503%，环比下降 12%-30%，我们预计 Q3 电解液出货量出货量超过 2 万吨，环比提升 40%左右，卡波姆价格略微回落，盈利回调。

- **电解液成本优势突出，海外客户放量，盈利水平逆势大幅提升。**锂离子电池材料业务 20 年 H1 收入 8.19 亿元，同比增长 10.3%，逆势增长，其中磷酸铁锂和磷酸铁业务规模较小，主要收入贡献来自电解液。上半年该板块毛利率 29.5%，同比增长 4.14pct，环比 2H19 提升 1pct；其中电解液业务毛利率达 32.6%，同比提升 4.7pct，主要由于电解液价格基本稳定，而公司纵向布局锂盐、添加剂，原材料自产率提升，强化成本优势，且海外客户加速导入，公司成为 lg 南京工厂电解液重要供应商，带动盈利提升。我们预计 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%；20H1 公司电解液出货预计 2.3-2.5 万吨，同比增长 10-20%。预计目前海外客户占比提升至 15%左右，后续将进一步提升。排产看，Q3 电解液排产环比进一步提升，全年预计出货量有望达到 6.5-7 万吨，增长 45%以上。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年归母净利润 6.8/7.4/9.4 亿，同比增长 4093%/8%/26%，对应 PE 为 33x/30x/24x。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 54 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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.02
一年最低/最高价	15.92/44.44
市净率(倍)	7.27
流通 A 股市值(百万元)	22280.07

基础数据

每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	43.20
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）：大幅上调中报预告，卡波姆+电解液双轮驱动》2020-07-07

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

3、《天赐材料（002709）：存货减值拖累业绩，主业盈利继续向好》2020-04-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020H1 归母净利润 3.12 亿元，同比增长 516.88%，处于业绩预告中值，符合预期：2020 年 H1 公司营收 15.93 亿元，同比增加 30.8%；归母净利润 3.12 亿元，同比增长 516.9%，处于业绩预告中值，符合预期（此前预告 20 年上半年实现归母净利润 3.05-3.25 亿）；扣非净利润 3.11 亿元，同比增长 492%；20H1 毛利率为 43.84%，同比增加 16.75pct；净利率为 18.46%，同比增加 14.98pct。公司 20H1 计提资产减值损失 0.65 亿，主要为存货跌价损失。

卡波姆放量带动 20Q2 业绩同环比大幅提升：20Q2 公司实现营收 10.68 亿元，同比增加 58.47%，环比增长 103.39%；归母净利润 2.7 亿元，同比增长 1132.73%，环比增长 550.95%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比增长 901.18%，环比增长 559.38%，若不考虑减值损失，Q2 净利润有望达到 3.4 亿。盈利能力方面，Q2 毛利率为 49.87%，同比增长 22.2pct，环比增长 18.27pct；净利率 23.83%，同比增长 21.3pct，环比增长 17.48pct；Q2 扣非净利率 25.28%，同比提升 21.27pct，环比提升 17.48pct。

公司业绩持续高增，预告前 3 季度利润 5-5.5 亿，同比+455%~+511%，好于预期：公司预告前 3 季度利润 5 亿至 5.5 亿，同比上升 455.43%至 510.98%，其中 Q3 归母净利润为 1.88 亿元-2.38 亿元，同比增长 376%-503%，环比下降 12%-30%，我们预计 Q3 电解液出货量超过 2 万吨，环比提升 40%左右，卡波姆价格略微回落，盈利回调。

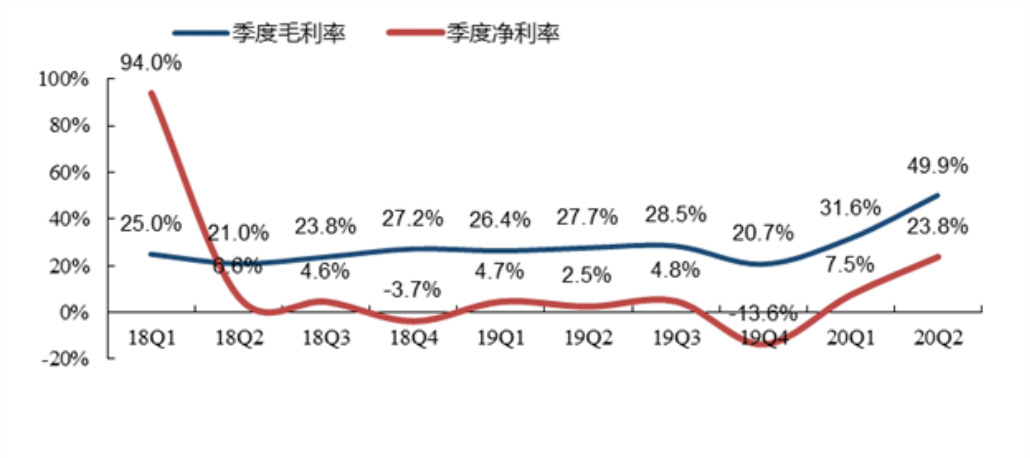
图 1：天赐材料季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	1,067.8	525.0	790.5	746.3	673.8	543.9
-同比	58.47%	-3.48%	35.62%	34.44%	33.25%	24.72%
毛利率	49.87%	31.59%	20.74%	28.46%	27.66%	26.39%
归母净利润(百万)	270.2	41.5	-73.7	39.5	21.9	28.6
-同比	1132.73%	45.08%	-353.43%	48.81%	-36.46%	-93.05%
净利率	23.83%	7.53%	-13.59%	4.84%	2.53%	4.67%
扣非归母净利润（百万）	269.88	40.93	-81.46	40.61	26.96	25.55
-同比	901.18%	60.22%	-631.29%	254.31%	695.38%	79.98%
扣非归母净利率	25.28%	7.80%	-10.30%	5.44%	4.00%	4.70%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：天赐材料季度经营情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

业绩拆分上半年日化、电解液业务双轮驱动：1）我们预计 20Q2 卡波姆贡献 2 亿+利润，电解液贡献 0.7+亿，其他日化业务贡献 0.4+亿，减值计提 0.6 亿。2）20H1 来看，卡波姆贡献 2.5 亿利润，电解液贡献近 1 亿，其他日化业务贡献 0.6 亿，其他业务亏损 0.3 亿，减值 0.6 亿。

电解液成本优势突出，海外客户放量，盈利水平逆势大幅提升。锂离子电池材料业务 20 年 H1 收入 8.19 亿元，同比增长 10.3%，逆势增长，其中磷酸铁锂和磷酸铁业务规模较小，主要收入贡献来自电解液。上半年该板块毛利率 29.5%，同比增长 4.14pct，环比 2H19 提升 1pct；其中电解液业务毛利率达 32.6%，同比提升 4.7pct，主要由于电解液价格基本稳定，而公司纵向布局锂盐、添加剂，原材料自产率提升，强化成本优势，且海外客户加速导入，公司成为 lg 南京工厂电解液重要供应商，带动盈利提升。我们预计 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%；20H1 公司电解液出货预计 2.3-2.5 万吨，同比增长 10-20%。预计目前海外客户占比提升至 15%左右，后续将进一步提升。排产看，Q3 电解液排产环比进一步提升，全年预计出货量有望达到 6.5-7 万吨，增长 45%以上。

液态六氟成本优势明显，新型锂盐布局领先。公司液态六氟生产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），是目前最具有产业化前景的新型电解质，主要用于解决电池高温寿命的问题，被认为是六氟磷酸锂的有效替代者。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。

计划新建 10 万吨捷克电解液产能，全球化布局再进一步。公司计划投资 2.75 亿元，于捷克建设 10 万吨电解液项目，配套海外客户需求。预计项目完成后可实现年收入 11.6 亿元，年均净利润 1.77 亿元。公司 19 年市占率 22%，20H1 上升到 26%，在国内多个主流电池厂份额稳定在 50%以上，行业规模优势明显，目前布局海外产能预计配套 LG、

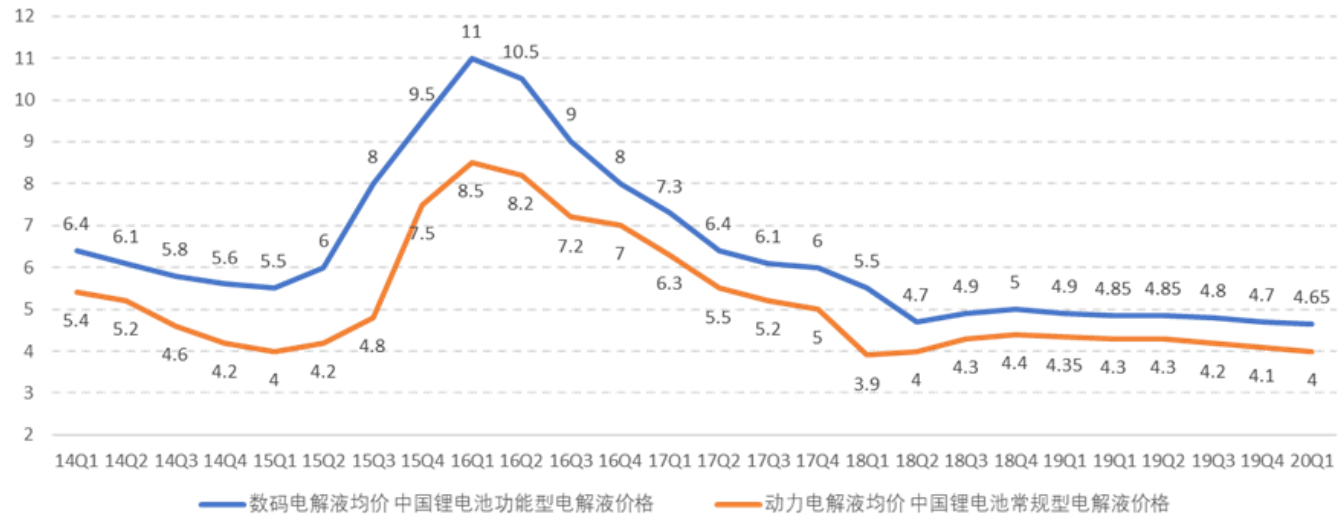
宁德时代等海外产能，进一步扩大龙头优势。

图 3：天赐材料分业务收入

	2020上半年					2019下半年		2019上半年		19年收入	19年毛利率
	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率		
锂离子电池材料	8.19	10.3%	29.5%	4.14pct	1.04pct	9.55	28.5%	7.43	25.4%	16.98	27.2%
日化材料	6.69	67.4%	65.5%	33.45pct	29.85pct	4.02	35.6%	4.00	32.0%	8.01	33.8%
其他	1.05	38.6%	17.8%	0.03pct	39.36pct	1.8	-21.6%	0.75	17.8%	2.55	-10.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：电解液价格（万元/吨）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

卡波姆产品量价齐升，业绩爆发：日化材料业务 20 年 H1 收入 6.69 亿元，同比大增 67.4%，毛利率 65.5%，同比大增 33.4pct，环比增长 29.85pct。其中，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，20 年产能达到 5000 吨/年，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 卡波姆价格虽有所回落，但公司订单饱满，下半年卡波姆旺盛需求预计可持续。

图 5：公司卡波姆出货及盈利测算

卡波姆	2017 年	2018 年	2019年	20年1月	20年2月	20年3月	20Q1	20Q2 E	20Q3 E
产能(t)	5,000	5,000	5,000	417	417	417	1,251	1,500	1,500
产量(t)	2,301	2,036	2,410	229	234	398	861	1,500	1,500
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	16
销售额（万元）	9,046	8,789	11,143	177	1,782	3,806	5,765	34,500	24,000
毛利率	30%	32%	34%	32%	38%	67%	57%	86%	78%
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	3.5
单吨利润（万）	0.62	0.74	0.77	0.91	1.25	4.91	3.1	14.95	9.6
合计利润（万）	1,357	1,494	1,876	35	445	2,017	2,498	22,425	14,400

数据来源：Wind，东吴证券研究所

其他业务毛利环比转正。其他主要包含电材租赁和选矿业务，20 年上半年中天鸿锂、池州天赐销售额增长，收入 1.05 亿，同比增长 38.6%，毛利率 17.8%，同比持平。

图 6：子公司盈利情况

	2020H1						19H2			19H1			2019	
公司名称	营业收入(亿元)	营收-同比	净利润(亿元)	净利润-同比	净利率	同比	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净利率	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净利率	营业收入(百万)	净利润(百万)
九江矿业	0.08		-0.62											
九江天赐	9.67	42.2%	1.98	692.0%	20.5%	16.8%	8.40	0.61	7.3%	6.80	0.25	3.7%	15.20	0.86

数据来源： Wind，东吴证券研究所

整体费用控制良好，Q2 充分计提存货减值损失。2020 年 H1 公司三费合计 2.77 亿元，同比增长 21.58%，费用率为 17.4%，同比下降 1.32pct。20Q2 三费合计 1.63 亿元，同比增长 27.4%，环比增长 42.9%，费用率 15.3%，同比减少 3.73pct，环比减少 6.46pct。管理费用 0.55 亿元，管理费用率 5.19%，同比下降 2.72pct，财务费用 0.17 亿元，财务费用率 1.64%，同比下降 0.3pct；研发费用 0.49 亿元，同环比增长 62%/91%，研发费用率 4.61%，同比增 0.09pct。公司 20H1 计提资产减值损失 0.65 亿，主要为公司锂矿存货计提，目前基本计提完毕。

图 7：天赐材料三费情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
销售费用	19.67	31.21	34.16	43.57	26.29	40.90
-销售费用率	3.62%	4.63%	4.58%	5.51%	5.01%	3.83%
管理费用	43.69	53.29	51.50	59.20	47.35	55.47
-管理费用率	8.03%	7.91%	6.90%	7.49%	9.02%	5.19%
研发费用	21.42	30.42	33.80	40.25	25.77	49.22
-研发费用率	3.94%	4.52%	4.53%	5.09%	4.91%	4.61%
财务费用	15.21	13.09	17.80	23.30	14.70	17.49
-财务费用率	2.80%	1.94%	2.38%	2.95%	2.80%	1.64%
期间费用	99.99	128.01	137.25	166.32	114.11	163.08
-期间费用率	18.38%	19.00%	18.39%	21.04%	21.74%	15.27%
资产减值损失	0.00	-8.55	-7.08	-112.93	0.00	-65.13
信用减值损失	-4.19	-10.04	-11.02	7.50	3.52	-3.20

数据来源：Wind，东吴证券研究所

201H 经营性净现金流大幅改善。期末公司存货为 5.43 亿，较年初下降 9.7%，充分计提减值；期末公司应收账款 11.43 亿元，较年初增长 26.88%；期末公司预收账款 0.32 亿元，较一季度末下降 30.5%，较年初增长 74%。20H1 公司经营活动净现金流为 2.64 亿，去年同期为-0.5 亿，大幅改善；其中 20Q2 单季度经营净现金流 1.70 亿；1H 资本开支 0.9 亿，同比下滑 90%。

图 8：天赐材料在建工程情况（百万元）

项目名称	本报告期投入金额	累计投入金额	项目进度
年产25000吨磷酸铁锂正极材料项目	6.55	37.2	30.15%
年产2万吨电解质基础材料及5800吨新型锂电解质项目	0.52	0.52	0.33%
年产15万吨锂电材料项目	0.86	0.86	0.58%
合计	7.93	38.58	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润 6.8/7.4/9.4 亿，同比增长 4093%/8%/26%，对应 PE 为 33x/30x/24x。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 54 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

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	3,166	4,407	5,899
现金	210	424	566	761
应收账款	901	1,401	1,886	2,549
存货	601	732	1,306	1,870
其他流动资产	502	546	555	587
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				
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	6,682	8,293	9,899
流动负债	2,085	3,012	4,086	4,999
短期借款	806	1,824	2,338	2,582
应付账款	741	933	1,381	1,913
其他流动负债	538	256	367	504
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	3,286	4,359	5,273
少数股东权益	183	169	166	175
归属母公司股东权益	2,788	3,227	3,768	4,451
负债和股东权益	5,330	6,682	8,293	9,899

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-18	126	408	567
投资活动现金流	-289	-609	-509	-306
筹资活动现金流	315	696	243	-66
现金净增加额	8	214	142	195
折旧和摊销	221	124	155	186
资本开支	272	600	500	300
营运资本变动	-425	-841	-570	-658

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,755	4,238	5,660	7,611
减：营业成本	2,048	2,577	3,815	5,287
营业税金及附加	24	36	48	65
营业费用	129	182	238	320
管理费用	334	509	623	761
财务费用	69	76	72	57
资产减值损失	146	98	16	41
加：投资净收益	-7	-9	-9	-6
其他收益	0	0	0	0
营业利润	13	791	870	1,113
加：营业外净收支	-13	-2	-2	-2
利润总额	0	789	868	1,111
减：所得税费用	29	118	130	167
少数股东损益	-45	-13	-4	9
归属母公司净利润	16	684	741	935
EBIT	83	867	941	1,171
EBITDA	304	991	1,096	1,357

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.03	1.25	1.36	1.71
每股净资产(元)	5.09	5.92	6.91	8.16
发行在外股份(百万股)	546	546	546	546
ROIC(%)	-194.0%	13.6%	12.4%	13.5%
ROE(%)	0.6%	21.2%	19.7%	21.0%
毛利率(%)	25.6%	39.2%	32.6%	30.5%
销售净利率(%)	-1.0%	15.8%	13.0%	12.4%
资产负债率(%)	44.3%	49.2%	52.6%	53.3%
收入增长率(%)	32%	54%	34%	34%
净利润增长率(%)	-96%	4093%	8%	26%
P/E	1373.50	32.76	30.18	23.92
P/B	8.03	6.94	5.95	5.03
EV/EBITDA	78	24	22	17

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