

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

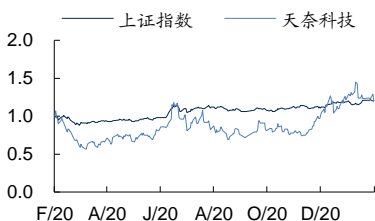
新能源

天奈科技(688116)
增持

2020 年业绩快报&扩产公告点评

(维持评级)

2021 年 02 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	232/177
总市值/流通(百万元)	15,296/11,647
上证综指/深圳成指	3,636/15,243
12 个月最高/最低(元)	86.70/29.61

相关研究报告:

《国信证券-天奈科技-688116-2020 年三季度报点评: 业绩复合预期, 碳纳米管龙头复苏》——2020-10-22

《国信证券-天奈科技-688116-2020 年半年报点评: 碳纳米管龙头蓄势待发》——2020-08-27

《天奈科技-688116-深度报告: 锂电细分材料龙头? 积极探索芯片赛道》——2020-07-23

《国信证券-天奈科技-688116-19 年年报及 20 年一季报点评: 碳纳米管龙头受益锂电行业发展》——2020-04-29

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 万里明

电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
短期盈利波动, 产能快速扩张
● 短期业绩受原料扰动, 全年盈利略低于预期

公司公布 2020 年业绩快报, 全年营收 4.72 亿元 (+22.09%), 归母净利润 1.09 亿元 (-1.37%)。四季度营收 1.56 亿元 (环比+0.7%), 归母净利润 3178 万元 (环比-27.8%)。2020H1 受新能源汽车行业增速下滑的情况营收下降, Q3 公司业绩显著改善, Q4 受产品售价和原材料价格波动影响, 盈利环比有所下滑, 短期公司业绩略低于预期。长期看公司是国内碳纳米管龙头企业, 伴随疫情后行业复苏碳纳米管导电浆料在锂电行业渗透率提升和新建产能释放, 公司将享受行业红利。

● 上游延伸布局 NMP 原料, 下游建立价格联动机制稳定盈利

公司积极布局上游 NMP 原料, 公司 2018 年开始投建子公司新纳环保回收生产 NMP, 预计产能将在 2021 年落地, 该项目年产 NMP 产能对应 CNT 浆料 8.5 万吨以上, 将满足公司自用需求。根据招股说明书, NMP 价格降低 10%, 有望给公司带来 13% 左右的盈利变动, 上游延伸将显著降低原料波动影响。除此之外, 公司积极与客户协调联动定价机制, 也有望稳定毛利率和盈利水平。

● 公布常州和北美两项扩产计划, 海外市场有望突破放量

公司公布两项扩产计划, 一方面公司全资子公司常州天奈拟在常州投资 10 亿元建设年产 5 万吨导电浆料、5000 吨导电塑料母粒和 3000 吨碳管纯化加工产能, 项目分两期进展预计 2025 年全部落地; 另一方面公司拟在北美内华达州设立“美国天奈”子公司, 投资 5000 万美元建设年产 8000 吨的导电浆料, 项目 3 年建设期, 项目建成后预计可实现年收入 3.8 亿元, 海外产能投放有助于公司开拓海外市场。

● 风险提示: 电动车销量不达预期; 新型导电剂渗透速度不及预期。
● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。

短期原材料涨价趋势显著, 基于审慎下调 21-22 年盈利预测, 预计 20-22 年营收 4.72/10.36/16.84 亿元, 同比+22/120/63%, 归母公司净利润 1.09/2.66/4.53 亿元(原 1.27/3.28/4.87 亿元), 同比-1.4/145/71%; EPS0.47/1.15/1.95 元, 对应 PE 为 132/54/32 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

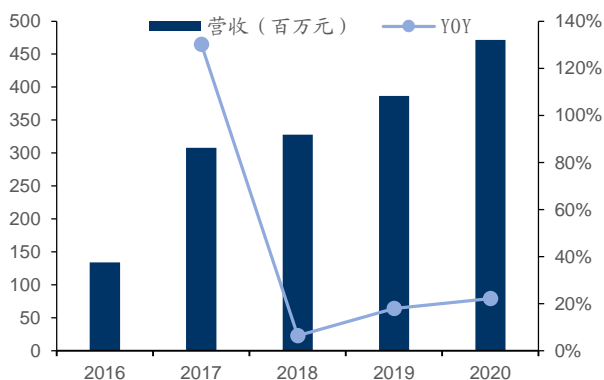
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	386	472	1,036	1,684
(+/-%)	18.0%	22.1%	119.6%	62.6%
净利润(百万元)	110	108.58	265.53	452.77
(+/-%)	62.9%	-1.4%	144.6%	70.5%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.47	1.15	1.95
EBIT Margin	35.5%	25.8%	29.5%	31.1%
净资产收益率(ROE)	7.0%	6.4%	13.7%	19.1%
市盈率(PE)	130.1	132.0	54.0	31.6
EV/EBITDA	88.7	97.0	43.2	26.2
市净率(PB)	9.1	8.5	7.4	6.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

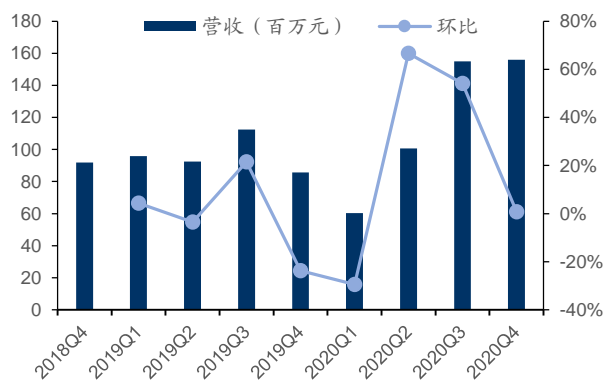
公司公布 2020 年业绩快报，2020 年全年营收 4.72 亿元 (+22.09%)，归母净利润 1.09 亿元 (-1.37%)，扣非归母净利润 8038 万元 (-16.27%)。其中四季度单季度营收 1.56 亿元(环比+0.7%)，归母净利润 3178 万元(环比-27.8%)。在 2020 年第一、第二季度新能源汽车行业整体增速下滑的情况下，公司 2020H1 营收和利润环比也出现了较大幅度的下降，Q3 开始公司业绩呈现改善趋势，Q4 受产品售价和原材料价格波动影响，盈利环比有所下滑，短期公司业绩略低于预期。长期看公司是国内碳纳米管龙头企业，伴随疫情后行业复苏碳纳米管导电浆料在锂电行业渗透率提升和新建产能释放，公司将享受行业红利。

图 1: 天奈科技营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



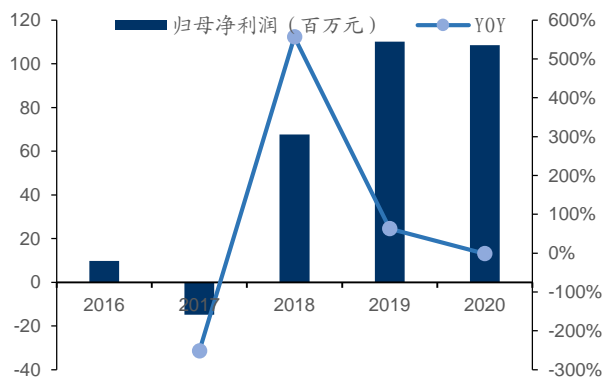
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 天奈科技单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



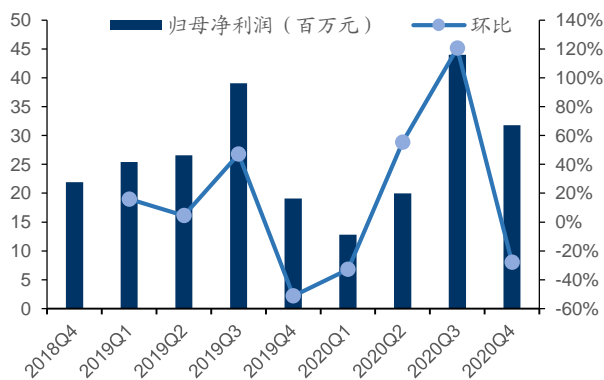
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 天奈科技归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 天奈科技单季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



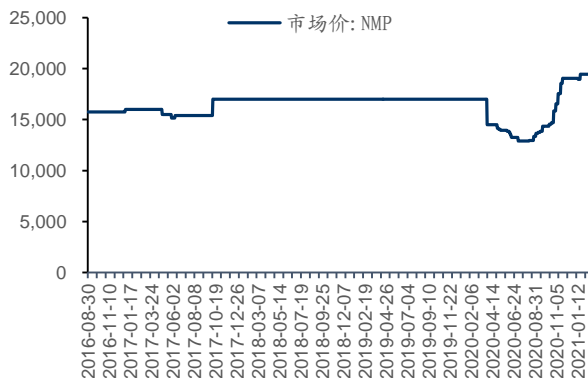
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本方面: 短期原材料波动影响公司盈利, 公司向上游布局有望持续降本和平滑原料价格波动影响。四季度原材料 NMP 成本上涨显著影响公司盈利, 公司主营产品碳纳米管导电剂的原材料主要是 NMP、丙烯、液氮等, 原料占成本比重近 70%, NMP 又占到原料成本的 70%, 根据招股说明书, 参照 2018 年数据, NMP 原料价格降低 10%, 有望给公司带来 13% 左右的盈利变动。

公司产业链上游积极布局上游 NMP 产能, 公司 2018 年开始投建子公司新纳环保回收生产 NMP, 公司持股约 68%, 预计产能将在 2021 年落地, 该项目年产 NMP 废液 10 万吨以上, 对应 CNT 浆料 8.5 万吨以上, 将满足公司自用需求。

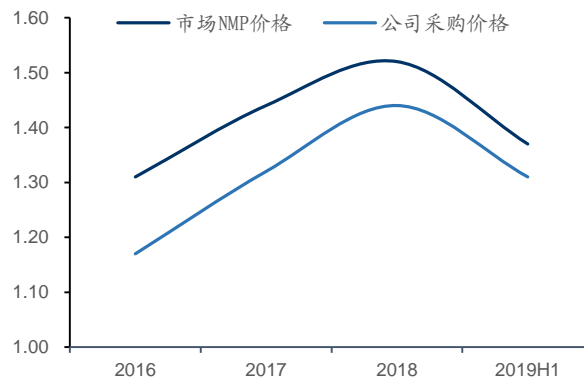
产业链下游，公司积极与客户协调联动定价机制，产业链延伸将显著降低原料价格波动对公司盈利的影响。

图 5: 国内 NMP 市场价格持续上涨 (元/吨)



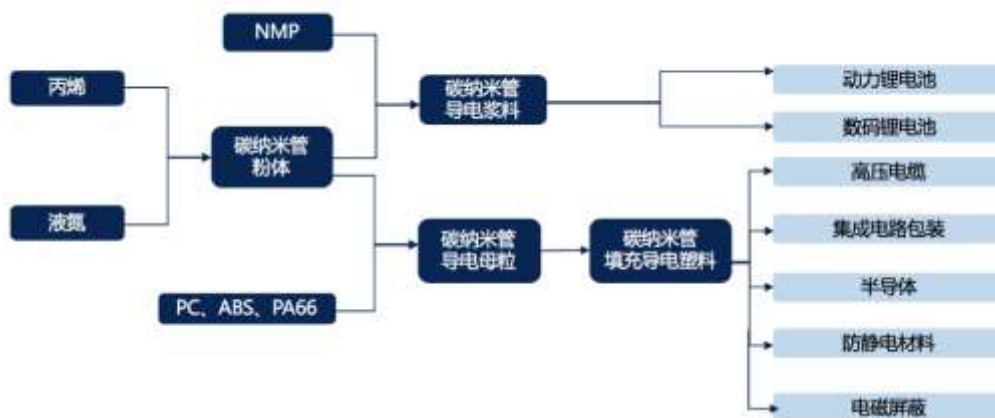
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司 NMP 采购价格显著低于市场价 (万元/吨)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 7: 碳纳米管产业链



资料来源: 天奈科技招股书、国信证券经济研究所整理

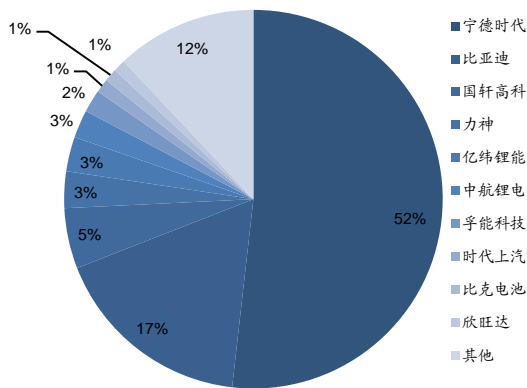
产能方面: 伴随下游客户对电池性能的要求逐步提升以及动力电池行业“高镍化+快充化+负极硅碳化”趋势加速, 公司产能快速爬坡。2019 年底拥有碳纳米管年产能 800 吨, 当前产能已经增至 1500 吨, 2019 年底公司碳纳米管浆料产能 12000 吨, 当前产能已增至 30000 吨, 公司还有“石墨烯、碳纳米管与副产物氢及相关复合产品生产项目”和“碳纳米材料研发中心建设项目”的建设, 公司另有纳米碳管及锂电池导电浆料二期项目在建。

2021 年 2 月 23 日, 公司公布两项扩产计划, 一方面公司全资子公司常州天奈拟在常州投资 10 亿元建设年产 5 万吨导电浆料、5000 吨导电塑料母粒和 3000 吨碳管纯化加工产能, 项目分两期进展预计 2025 年全部落地; 另一方面公司拟在北美内华达州设立“美国天奈”子公司, 投资 5000 万美元建设年产 8000 吨的导电浆料, 项目 3 年建设期, 项目建成后预计可实现年收入 3.8 亿元, 海外产能投放有助于公司开拓海外市场。

客户方面：碳纳米管导电剂渗透率提升趋势明显，客户结构均衡。目前无论在3C锂离子电池还是动力电池领域碳纳米管导电剂的渗透率仍然偏低，伴随下游客户对电池性能的要求逐步提升以及动力电池行业“高镍化+快充化+负极硅碳化”趋势加速，碳纳米管新型导电剂在锂电行业的渗透率有望得到快速提升，公司作为行业龙头有望受益。

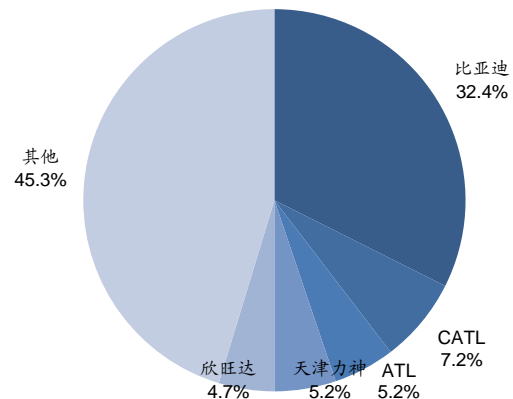
公司已和国内一流锂电生产企业建立稳定合作关系，同时与国际大型企业合作，共同推广碳纳米管在下游领域的新应用，根据公司公告，目前公司已经和日韩知名动力电池企业共同开发碳纳米管导电浆料在硅基负极中的应用，并且测试情况良好，预计未来将实现大批量供货。

图 8：2019 年动力电池出货量结构（%）



资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所整理

图 9：2019H1 公司下游五大客户销售额占比



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

依靠技术研发进一步拓展锂电外市场，发展潜力巨大。在锂电领域公司通过产品迭代保持自身竞争能力，每 2-3 年推出一代新产品，目前已形成第二代产品销售收入为主、第三代产品不断推广的局面；在锂电外市场公司积极拓展碳纳米管在导电塑料、芯片等其他市场的应用，在导电塑料领域，公司已经和 SABIC、Total、Clariant 和 Polyone 等知名国际化工企业展开合作，相关碳纳米管导电母粒产品已经部分完成客户认证；在芯片制造领域，公司与美国 Nantero 公司开始展开合作，公司高纯碳纳米管产品已经开始送样测试。

投资建议：由于短期上游化工原材料涨价趋势显著，基于审慎角度下调 2021-2022 年盈利预测，预计 2020-2022 年营收 4.72/10.36/16.84 亿元，同比增速 22/120/63%，归母公司净利润分别为 1.09/2.66/4.53 亿元（原预测 1.27/3.28/4.87 亿元），同比增速-1.4/145/71%；EPS 为 0.47/1.15/1.95 元，当前股价对应 PE 为 132/54/32 倍，维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.01.24	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
600884	杉杉股份	15.27	248.6	0.24	0.25	0.52	0.71	63.6	61.1	29.4	21.5	未评级
002812	恩捷股份	107.9	956.61	1.06	1.18	1.92	2.75	101.8	91.4	56.2	39.2	增持
300073	当升科技	49.1	222.73	-0.48	0.78	1.21	1.55		62.9	40.6	31.7	未评级
	平均								71.8	42.0	30.8	
688116	天奈科技	61.79	143.27	0.47	0.47	1.15	1.95	131.5	131.5	53.7	31.7	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	201	200	200	200	营业收入	386	472	1036	1684
应收款项	98	142	284	415	营业成本	202	266	570	919
存货净额	69	76	143	221	营业税金及附加	4	5	11	18
其他流动资产	86	94	207	337	销售费用	15	17	35	54
流动资产合计	1288	1347	1668	2007	管理费用	28	62	113	170
固定资产	332	613	864	1047	财务费用	3	1	11	14
无形资产及其他	99	89	79	69	投资收益	3	0	2	1
投资性房地产	25	25	25	25	资产减值及公允价值变动	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(20)	0	0	0
资产总计	1742	2073	2636	3148	营业利润	123	126	302	515
短期借款及交易性金融负债	15	207	424	382	营业外净收支	3	(1)	(1)	(1)
应付款项	59	51	111	181	利润总额	126	125	301	514
其他流动负债	15	48	69	111	所得税费用	16	16	36	62
流动负债合计	88	306	604	674	少数股东损益	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.9)
长期借款及应付债券	36	36	36	36	归属于母公司净利润	110	109	266	453
其他长期负债	23	33	43	53					
长期负债合计	59	69	79	89	现金流量表 (百万元)				
负债合计	148	375	684	764	净利润	110	109	266	453
少数股东权益	13	13	12	12	资产减值准备	(1)	3	3	3
股东权益	1582	1685	1939	2373	折旧摊销	26	30	41	53
负债和股东权益总计	1742	2073	2636	3148	公允价值变动损失	(5)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	3	1	11	14
					营运资本变动	96	(21)	(227)	(214)
					其它	0	(3)	(4)	(4)
					经营活动现金流	227	112	74	285
					资本开支	(84)	(300)	(280)	(224)
					其它投资现金流	(834)	0	0	0
					投资活动现金流	(918)	(300)	(280)	(224)
					权益性融资	935	0	0	0
					负债净变化	36	0	0	0
					支付股利、利息	(5)	(5)	(11)	(20)
					其它融资现金流	(201)	192	217	(42)
					融资活动现金流	797	187	206	(61)
					现金净变动	106	(1)	0	0
					货币资金的期初余额	96	201	200	200
					货币资金的期末余额	201	200	200	200
					企业自由现金流	158	(186)	(197)	75
					权益自由现金流	(8)	5	11	20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032