

天赐材料 (002709)

证券研究报告

2021 年 03 月 25 日

减值计提释放，量利齐升可期

业绩摘要：公司 2020 年实现收入 41.2 亿元，同比增长 49.5%，归母净利润 5.3 亿元，同比增长 3165%，扣非净利润 5.3 亿元，同比增长 4432%。经营活动现金流量 6.3 亿元，同比由负转正。综合毛利率 35%，同比增长 9.3Pct，综合净利率 12.1%，同比增长 13.2Pct。

2020Q4 收入 14.2 亿元，同比增长 80%，归母净利润 0.14 亿元，同比增加 120%，扣非净利润 0.13 亿元，同比增加 115%。综合毛利率 23%，同比增长 2.3Pct，环比减少 14.5Pct，综合净利率 0.3%，同比增长 13.9Pct，环比减少 18.1Pct。

四季度利润环比大幅减少的原因主要为计提减值。2020 年公司计提减值 2.26 亿元，其中包括 1) 应收账款坏账准备 0.47 亿元 2) 存货跌价准备 0.34 亿元 (主要为选矿业务) 3) 固定资产减值 0.58 亿元 (选矿业务 0.35 亿元 + 租赁电池 0.2 亿元) 4) 宁德时代商誉减值 0.86 亿元。

大幅计提商誉减值，后续影响预计将大幅减少。截至 2020 年 Q3 末，公司商誉 1.23 亿元，全部为并购东莞凯欣而后转移至宁德时代形成的商誉。此次减值后，公司账面商誉仅 0.37 亿元。Q4 计提减值 1.6 亿元，若加回减值、股权激励等费用，预计 2020 年公司归母净利润约 7 亿元，接近预告中值。

分业务看，电解液出货量同比大幅提升，磷酸铁已导入头部企业，日化方面卡波姆表现亮眼。全年公司共交付电解液超 7.3 万吨，同比增长超过 52%。公司日化、电解液等产能处于较高利用率水平，积极扩产为提升市占率打下基础。

部分主要原材料价格上涨，而涨价传导滞后，导致 Q4 电解液盈利承压。从锂电材料售价看，2020 年下半年销售均价 30.32 元/kg，与上半年销售均价相比仅增长 3%。而部分主要原材料价格上涨明显，碳酸二甲酯 (DMC) 下半年平均价格 10.73 元/吨，相较上半年均价上涨 54%。

投资建议

去年四季度由于电解液价格传导滞后，而原材料涨价导致电解液盈利承压，但一季度预计涨价传导较为顺利，盈利能力将大幅提升。公司发布一季报预告，预计归母净利润 2.5-3 亿元，业绩亮眼。今年公司原材料供应比例将继续提升，6F、LiFSI 产能预计于下半年投产，公司有机添加剂 VC 已实现连续生产。

由于原材料涨价超预期，而天赐自供原材料有望获取超额利润，我们将 2021、2022 年归母净利润 12、16 亿上调至 14、17.5 亿，对应 PE 30、24x，维持“买入”评级。

风险提示：电解液市场竞争加剧、锂电池需求不及预期、LiFSI 价格大幅下降、原材料供应不足影响出货。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,754.59	4,119.05	7,391.63	11,296.63	16,380.11
增长率(%)	32.44	49.53	79.45	52.83	45.00
EBITDA(百万元)	682.79	1,550.85	1,975.34	2,445.70	3,663.98
净利润(百万元)	16.32	532.87	1,400.04	1,751.38	2,727.00
增长率(%)	(96.42)	3,165.21	162.74	25.10	55.71
EPS(元/股)	0.03	0.98	2.56	3.21	4.99
市盈率(P/E)	2,600.86	79.65	30.32	24.24	15.56
市净率(P/B)	15.22	12.54	9.64	7.32	5.32
市销率(P/S)	15.41	10.30	5.74	3.76	2.59
EV/EBITDA	17.63	36.79	22.42	16.85	11.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	70.65 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	546.13
流通 A 股股本(百万股)	378.98
A 股总市值(百万元)	38,584.05
流通 A 股市值(百万元)	26,775.01
每股净资产(元)	6.20
资产负债率(%)	41.17
一年内最高/最低(元)	123.58/18.65

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《天赐材料-公司专题研究:LiFSI: 新型锂盐，开启新的成长之路》2020-12-15
- 2 《天赐材料-季报点评:电解液销量高增，6F 涨价带来业绩弹性》2020-10-27
- 3 《天赐材料-半年报点评:电解液拐点明确，盈利超预期》2020-08-19

1. 年报点评

业绩摘要：公司 2020 年实现收入 41.2 亿元，同比增长 49.5%，归母净利润 5.3 亿元，同比增长 3165%，扣非净利润 5.3 亿元，同比增长 4432%。经营活动现金流量 6.3 亿元，同比由负转正。综合毛利率 35%，同比增长 9.3Pct，综合净利率 12.1%，同比增长 13.2Pct。

2020Q4 收入 14.2 亿元，同比增长 80%，归母净利润 0.14 亿元，同比增加 120%，扣非净利润 0.13 亿元，同比增加 115%。综合毛利率 23%，同比增长 2.3Pct，环比减少 14.5Pct，综合净利率 0.3%，同比增长 13.9Pct，环比减少 18.1Pct。

表 1：天赐材料业绩摘要

单位：亿元	2019 年	2020 年	YoY	2019Q4	2020Q3	2020Q4	YoY	QoQ
营业收入	27.5	41.2	49.5%	7.9	11.0	14.2	80%	29%
归母净利润	0.2	5.3	3165%	-0.7	2.1	0.14	120%	-93%
扣非净利润	0.1	5.3	4432%	-0.8	2.0	0.13	115%	-94%
经营活动现金净流量	-0.2	6.3	-3536%	0.9	2.2	1.5	60%	-35%
综合毛利率	25.6%	35.0%	9.3%	20.7%	37.6%	23.0%	2.3%	-14.5%
综合净利率	-1.0%	12.1%	13.2%	-13.6%	18.4%	0.3%	13.9%	-18.1%

资料来源：Wind、天风证券研究所

四季度利润环比大幅减少的原因主要为计提减值。2020 年公司计提减值 2.26 亿元，其中包括 1) 应收账款坏账准备 0.47 亿元 2) 存货跌价准备 0.34 亿元（主要为选矿业务）3) 固定资产减值 0.58 亿元（选矿业务 0.35 亿元+租赁电池 0.2 亿元）4) 宁德凯欣商誉减值 0.86 亿元。

表 2：天赐 2020 年计提资产减值准备情况

序号	项目	计提资产减值准备金额 (万元)	占 2020 年度经审计的净利润绝对 对值比例预计不超过
1	应收账款坏账准备	4729.89	8.88%
2	存货跌价准备	3448.28	6.47%
3	固定资产减值	5795.1	10.88%
4	商誉	8630.93	16.2%
	合计	22604.2	42.43%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

大幅计提商誉减值，后续影响预计将大幅减少。截至 2020 年 Q3 末，公司商誉 1.23 亿元，全部为并购东莞凯欣而后转移至宁德凯欣形成的商誉。此次减值后，公司账面商誉仅 0.37 亿元。宁德凯欣拟在福鼎建立电解液生产基地，待建成后宁德凯欣将被替代并停止生产，相关资产计划以对外出售方式进行处置，相关商誉对应资产组将消失。Q4 计提减值 1.6 亿元，若加回减值、股权激励等费用，预计 2020 年公司归母净利润约 7 亿元，接近预告中值。

分业务看，电解液出货量同比大幅提升，磷酸铁已导入头部企业，日化方面卡波姆表现亮眼。全年公司共交付电解液超 7.3 万吨，同比增长超过 52%。2020 年，公司成功开拓了国际知名客户并实现批量供应，AESC、Northvolt、Dyson、SDI、BMW、Panasonic 等均进入了密切合作阶段，LG、村田取得较高供应份额。

部分主要原材料价格上涨，而涨价传导滞后，导致 Q4 电解液盈利承压。从锂电材料售价看，2020 年下半年销售均价 30.32 元/kg，与上半年销售均价相比仅增长 3%。而部分主要原材料价格上涨明显，碳酸二甲酯（DMC）下半年平均价格 10.73 元/吨，相较上半年均价上涨 54%。碳酸乙烯酯（EC）下半年均价 8.97 元/kg，相较上半年上涨 11%。由于部分原材料价格上涨明显，而价格传导滞后，因此 Q4 电解液盈利承压。

表 3：2020 年天赐主要业务售价变化

产品名称	产量（吨）	销量（吨）	上半年平均 售价（元/kg）	下半年平均 售价（元/kg）	同比变动情况	变动原因
日化材料及特种化学品	96014.87	94020.32	16.01	10.42	H1 平均售价 YOY+70.1%, H2 平均售价 YOY+23.2%	卡波姆等产品销售价格上涨
锂离子电池材料	89442.86	88600.43	29.37	30.32	H1 平均售价 YOY+1.1%, H2 平均售价 YOY+0.4%	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 4：天赐主要原材料采购模式

主要原材料	采购模式	采购额占采购 总额比例	结算方式是否发生 重大变化	上半年平均价格 （元）	下半年平均价格 （元）
碳酸二甲酯（DMC）	招标采购+议价	7.26%	否	6.95	10.73
碳酸乙烯酯（EC）	招标采购+议价	6.9%	否	8.07	8.97
碳酸锂	现货（随行就市）	3.72%	否	52.32	48.25
氢氟酸	现货（随行就市）	1.65%	否	9.92	8.09

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司日化、电解液等产能处于较高利用率水平，积极扩产为提升市占率打下基础。电解液方面，公司目前产能 10.6 万吨，产能利用率达到 70%，在建产能 35 万吨。正极材料方面，目前公司产能 3.5 万吨，产能利用率 25%，在建产能 2.5 万吨。前驱体磷酸铁方面，公司产能稳步提升，目前已导入磷酸铁锂头部企业。

表 5：天赐主要产品产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
表面活性剂	85372t/a	77.00%		目前在建项目：年产 18.5 万吨日用化工新材料项目
水溶性聚合物	5000 t/a	86.00%		目前在建项目：年产 18.5 万吨日用化工新材料项目
正极材料	35000 t/a	25.00%		目前在建项目：年产 25000 吨磷酸铁锂正极材料项目
锂离子电池电解液	106000 t/a	70.00%	350000 t/a	目前在建项目：年产 15 万吨锂电材料项目、年产 10 万吨锂电池电解液项目、年产 20 万吨电解液项目（一期）

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 投资建议

去年四季度由于电解液价格传导滞后，而原材料涨价导致电解液盈利承压，但一季度预计涨价传导较为顺利，盈利能力将大幅提升。公司发布一季报预告，预计归母净利润 2.5-3 亿元，业绩亮眼。今年公司原材料供应比例将继续提升，6F、LiFSI 产能预计于下半年投产，公司有机添加剂 VC 已实现连续生产。

由于原材料涨价超预期，而天赐自供原材料有望获取超额利润，我们将 2021、2022 年归母净利润 12、16 亿上调至 14、17.5 亿，对应 PE 30、24x，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	210.08	311.56	591.33	3,073.20	1,310.41
应收票据及应收账款	932.68	1,347.62	4,063.17	2,726.98	7,118.74
预付账款	50.84	82.58	391.86	267.45	573.46
存货	601.32	549.62	2,077.70	1,867.72	3,988.43
其他	470.05	530.23	514.19	511.39	575.03
流动资产合计	2,264.98	2,821.62	7,638.25	8,446.74	13,566.07
长期股权投资	137.96	130.77	130.77	130.77	130.77
固定资产	1,815.73	1,914.24	1,944.51	1,950.38	1,928.62
在建工程	368.37	258.56	191.14	162.68	127.61
无形资产	319.35	408.60	389.73	370.85	351.98
其他	423.26	476.67	295.51	354.28	368.75
非流动资产合计	3,064.67	3,188.85	2,951.66	2,968.98	2,907.74
资产总计	5,329.64	6,010.47	10,589.91	11,415.71	16,473.80
短期借款	741.90	547.79	1,948.20	1,200.00	1,445.62
应付票据及应付账款	836.17	908.84	2,778.74	2,730.07	4,898.01
其他	506.97	639.93	637.77	719.79	983.16
流动负债合计	2,085.03	2,096.55	5,364.71	4,649.86	7,326.79
长期借款	210.00	317.15	535.31	588.84	647.72
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.54	60.96	69.18	64.56	64.90
非流动负债合计	273.54	378.11	604.49	653.40	712.62
负债合计	2,358.58	2,474.66	5,969.20	5,303.26	8,039.41
少数股东权益	182.77	149.95	219.95	310.59	450.93
股本	548.32	546.13	546.13	546.13	546.13
资本公积	910.10	946.35	946.35	946.35	946.35
留存收益	2,179.64	2,734.59	3,854.63	5,255.73	7,437.34
其他	(849.77)	(841.21)	(946.35)	(946.35)	(946.35)
股东权益合计	2,971.07	3,535.81	4,620.70	6,112.45	8,434.39
负债和股东权益总计	5,329.64	6,010.47	10,589.91	11,415.71	16,473.80

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(28.91)	500.45	1,400.04	1,751.38	2,727.00
折旧摊销	221.15	298.00	116.03	121.46	125.71
财务费用	60.61	61.45	99.87	118.52	103.97
投资损失	7.36	5.92	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(759.14)	(569.18)	(2,358.46)	1,574.38	(4,459.40)
其它	480.51	335.83	155.87	37.39	152.66
经营活动现金流	(18.41)	632.46	(586.65)	3,603.13	(1,350.06)
资本支出	630.17	271.15	51.78	84.62	49.66
长期投资	(6.36)	(7.18)	0.00	0.00	0.00
其他	(912.32)	(661.03)	(276.15)	(55.04)	(117.92)
投资活动现金流	(288.51)	(397.07)	(224.37)	29.58	(68.26)
债权融资	1,015.94	964.63	2,544.12	1,863.62	2,171.71
股权融资	41.59	6.29	(204.53)	(118.05)	(103.49)
其他	(742.98)	(1,095.25)	(1,248.80)	(2,896.41)	(2,412.69)
筹资活动现金流	314.55	(124.32)	1,090.79	(1,150.83)	(344.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7.63	111.07	279.77	2,481.87	(1,762.79)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,754.59	4,119.05	7,391.63	11,296.63	16,380.11
营业成本	2,048.30	2,678.49	4,585.77	7,229.84	10,319.47
营业税金及附加	23.59	38.02	66.52	97.15	140.87
营业费用	128.61	66.71	317.84	508.35	753.48
管理费用	207.67	241.89	413.93	655.20	950.05
研发费用	125.90	168.36	310.45	497.05	737.10
财务费用	69.40	73.05	99.87	118.52	103.97
资产减值损失	(128.56)	(178.74)	(80.00)	(70.00)	(50.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	82.18	(54.79)	9.13
投资净收益	(7.36)	(5.92)	0.00	0.00	0.00
其他	273.81	403.35	(164.37)	109.58	(18.26)
营业利润	13.25	633.84	1,759.44	2,205.72	3,434.30
营业外收入	3.24	2.57	5.00	4.00	3.00
营业外支出	16.17	10.09	10.00	15.00	20.00
利润总额	0.32	626.32	1,754.44	2,194.72	3,417.30
所得税	29.22	125.87	280.71	351.15	546.77
净利润	(28.91)	500.45	1,473.73	1,843.56	2,870.53
少数股东损益	(45.23)	(32.42)	73.69	92.18	143.53
归属于母公司净利润	16.32	532.87	1,400.04	1,751.38	2,727.00
每股收益（元）	0.03	0.98	2.56	3.21	4.99

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	32.44%	49.53%	79.45%	52.83%	45.00%
营业利润	-97.55%	4684.18%	177.59%	25.36%	55.70%
归属于母公司净利润	-96.42%	3165.21%	162.74%	25.10%	55.71%
获利能力					
毛利率	25.64%	34.97%	37.96%	36.00%	37.00%
净利率	0.59%	12.94%	18.94%	15.50%	16.65%
ROE	0.59%	15.74%	31.81%	30.19%	34.16%
ROIC	-230.57%	16.24%	41.66%	31.32%	65.20%
偿债能力					
资产负债率	44.25%	41.17%	56.37%	46.46%	48.80%
净负债率	27.12%	18.47%	42.26%	-19.79%	10.21%
流动比率	1.09	1.35	1.42	1.82	1.85
速动比率	0.80	1.08	1.04	1.41	1.31
营运能力					
应收账款周转率	2.92	3.61	2.73	3.33	3.33
存货周转率	4.24	7.16	5.63	5.73	5.59
总资产周转率	0.54	0.73	0.89	1.03	1.17
每股指标（元）					
每股收益	0.03	0.98	2.56	3.21	4.99
每股经营现金流	-0.03	1.16	-1.07	6.60	-2.47
每股净资产	5.11	6.20	8.06	10.62	14.62
估值比率					
市盈率	2,600.86	79.65	30.32	24.24	15.56
市净率	15.22	12.54	9.64	7.32	5.32
EV/EBITDA	17.63	36.79	22.42	16.85	11.84
EV/EBIT	25.74	45.04	23.81	17.73	12.26

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com