

天赐材料 (002709)

收购胶黏剂公司，电解液海外布局加速 买入 (维持)

2022 年 11 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	11,091	25,028	38,309	41,999
同比	169%	126%	53%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	2,208	5,881	6,498	8,744
同比	314%	166%	10%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.15	3.05	3.37	4.54
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.98	15.01	13.59	10.10

关键词: #一体化

投资要点

■ **事件:** 1) 公司拟以 3.83 亿元收购董事长等关联方所持东莞腾威 85% 的股权 (交易前邬全生持股 55%, 徐金富持股 30%, 交易完成后公司持股 85%, 邬全生持股 15%), 布局锂电胶黏剂业务; 2) 拟发行 GDR 在瑞士证券交易所上市, 本次发行 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票不超过 2.89 亿股; 3) 公司拟在新加坡投资设立全资子公司, 注册资本为 100 万新加坡元, 有利于完善公司全球化战略平台。

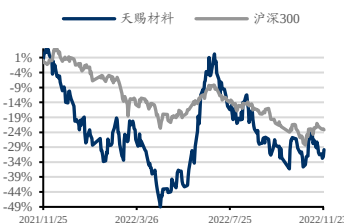
■ **4.5 亿对价收购东莞腾威, 拓展胶黏剂业务, 贡献新增长点。**公司此前发布 Pack 端的发泡弹性体、低密度弹性体、高导热凝胶和高导热灌封胶, 腾威主营业务为动力电池用胶黏剂, 与公司有机硅产品具有协同作用。腾威 22 年 H1 营收 0.87 亿元, 净利润 0.25 亿元, 22 年 1-10 月预计营收 1.68 亿元, 净利润 0.4 亿元, 转让人承诺腾威 23/24/25 年扣非归母净利润不低于 0.49/0.55/0.62 亿元, 3 年累计净利润不低于 1.66 亿元, 若未达到将给予现金补偿, 若超额实现将对经营团队进行额外现金奖励 (超额的 30%)。腾威估值为 4.5 亿元, 对应定价 85% 股权为 3.825 亿元, 按明年承诺业绩计算, 则对应明年估值 9x, 交易价格合理, 有助于补充及丰富公司产品线并发挥行业协同效应。

■ **公司电解液成本优势突出, 23 年目标翻倍增长, 市占率预计进一步提升。**公司全年预计出货 33 万吨, 同增 130%+, 23 年公司目标出货 60 万吨, 接近翻倍增长, 同时公司拟发行 GDR, 成立新加坡子公司, 海外产能布局加速, 我们预计公司 23 年全球市占率将进一步提升。盈利方面, 我们预计 Q3 单吨盈利 1.2-1.3 万元/吨左右, 领先行业竞争对手, Q4 预计仍可维持 1.1 万元/吨+, 公司液体六氟优势明显, 我们预计六氟成本较竞争对手低 3 万元/吨+, 享受超额利润, 叠加 23 年 LIFSI 放量, 23 年单吨盈利我们预计可维持 1 万元左右。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到行业竞争加剧, 我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预期至 58.81/64.98/87.44 亿元 (原预期 60.46/75.84/99.00 亿元), 同比+166%/10%/35%, 对应 PE 为 15x/14x/10x, 给予 23 年 20 倍 PE, 对应目标价 67.4 元, “买入”评级。

■ **风险提示:** 电动车销量不及预期, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.83
一年最低/最高价	36.26/138.50
市净率(倍)	8.14
流通 A 股市值(百万元)	63,309.73
总市值(百万元)	88,298.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.63
资产负债率(% ,LF)	52.11
总股本(百万股)	1,926.66
流通 A 股(百万股)	1,381.40

相关研究

《天赐材料(002709): 2022 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 出货环比高增长》

2022-10-28

《天赐材料(002709): 2022 年中报点评: 业绩符合市场预期, 下半年排产拐点明确》

2022-08-25

天赐材料三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	9,252	16,737	26,954	32,360	营业总收入	11,091	25,028	38,309	41,999
货币资金及交易性金融资产	2,148	3,128	5,597	7,057	营业成本(含金融类)	7,211	15,594	27,307	28,019
经营性应收款项	5,621	10,583	16,262	20,070	税金及附加	78	177	271	297
存货	1,252	2,777	4,863	4,990	销售费用	76	170	261	286
合同资产	0	0	0	0	管理费用	355	751	1,073	1,092
其他流动资产	231	249	232	244	研发费用	378	851	1,188	1,260
非流动资产	4,648	5,895	6,854	7,711	财务费用	38	10	19	50
长期股权投资	30	20	20	20	加:其他收益	26	30	31	29
固定资产及使用权资产	2,493	3,382	3,969	4,454	投资净收益	-2	-3	-4	-4
在建工程	987	1,187	1,387	1,587	公允价值变动	0	10	10	10
无形资产	531	704	877	1,050	减值损失	-294	-327	-400	-490
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-12	-3	-4	-4
长期待摊费用	6	6	5	4	营业利润	2,672	7,183	7,825	10,537
其他非流动资产	600	595	595	595	营业外净收支	29	35	40	35
资产总计	13,899	22,632	33,808	40,071	利润总额	2,702	7,218	7,865	10,572
流动负债	6,146	10,513	16,759	16,397	减:所得税	394	1,155	1,180	1,586
短期借款及一年内到期的非流动负债	561	100	1,619	2,193	净利润	2,307	6,063	6,685	8,986
经营性应付款项	2,366	5,117	8,961	9,194	减:少数股东损益	99	182	187	243
合同负债	2,027	3,119	2,731	1,401	归属母公司净利润	2,208	5,881	6,498	8,744
其他流动负债	1,192	2,177	3,448	3,609	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.15	3.05	3.37	4.54
非流动负债	384	384	384	384	EBIT	2,966	7,485	8,211	11,046
长期借款	311	311	311	311	EBITDA	3,387	7,975	8,901	11,879
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.98	37.69	28.72	33.29
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.91	23.50	16.96	20.82
其他非流动负债	73	73	73	73	收入增长率(%)	169.26	125.67	53.06	9.63
负债合计	6,529	10,897	17,142	16,780	归母净利润增长率(%)	314.42	166.32	10.48	34.57
归属母公司股东权益	7,157	11,340	16,083	22,466					
少数股东权益	213	395	582	825					
所有者权益合计	7,370	11,735	16,666	23,291					
负债和股东权益	13,899	22,632	33,808	40,071					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	2,047	4,944	4,411	5,002	每股净资产(元)	7.46	8.41	11.92	16.65
投资活动现金流	-1,758	-1,767	-1,668	-1,673	最新发行在外股份(百万股)	1,927	1,927	1,927	1,927
筹资活动现金流	1,553	-2,207	-284	-1,878	ROIC(%)	39.76	61.68	45.41	42.30
现金净增加额	1,836	970	2,459	1,450	ROE-摊薄(%)	30.86	51.86	40.40	38.92
折旧和摊销	421	490	690	833	资产负债率(%)	46.98	48.15	50.71	41.88
资本开支	-1,609	-1,768	-1,664	-1,669	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.98	15.01	13.59	10.10
营运资本变动	-997	-2,892	-4,659	-5,511	P/B(现价)	6.15	5.45	3.84	2.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>