

天赐材料 (002709)

2023 年中报点评: 电解液盈利触底, GDR 加码海外产能布局

买入 (维持)

2023 年 08 月 15 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	22,317	24,736	28,683	36,768
同比	101%	11%	16%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	5,714	3,518	5,041	7,090
同比	159%	-38%	43%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.97	1.83	2.62	3.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.29	19.97	13.93	9.91

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **中报业绩中值偏上、符合市场预期。**23H1 公司营收 80 亿元,同减 23%;归母净利 13 亿元,同减 56%;其中 23Q2 营收 37 亿元,同环比-30%/-15%;归母净利 6 亿元,同环比-58%/-15%。23Q2 毛利率 30%,同减 12pct,归母净利率 16%,同减 11pct。公司此前预告 23H1 归母净利 11.6-13.6 亿元,业绩处于中值偏上,符合市场预期。
- **Q2 电解液单吨盈利 0.6 万元/吨、单位盈利见底。**我们预计 23Q2 电解液出货近 9 万吨,同增近 40%,环增 10%+,7-8 月排产环增 10%+,Q3 出货环比有望高增 30%+,我们预计 23 年出货 45-50 万吨,同增 40%+。盈利方面,我们预计 23Q2 电解液单吨净利 0.6 万元左右,环降 15%,其中高价碳酸锂库存影响盈利 0.1 万元/吨左右。全年看,当前六氟价格已触底,下半年 LIFSI 以价换量,核心铁锂客户放量,4C 快充也将提升添加比例,我们预计未来全系添加比例提升至 3-5%,我们预计下半年电解液单吨净利 0.55-0.6 万元,全年单吨净利仍可维持 0.6 万元左右,好于行业平均水平。公司目前 LIFSI 自供比例 92%+,部分核心添加剂自供比例 80%+,24 年公司碳酸锂加工环节自供比例提升,添加剂 DTD、ODFP 等新增产能落地,一体化推动公司单位盈利稳中有升。
- **磷酸铁 Q2 出货 1 万吨左右,23H2 开始贡献盈利。**我们预计公司 23Q2 磷酸铁出货 1 万吨左右,环比微增,随着 Q3 新产能设备调试完毕以及下游需求恢复,23 年出货有望达 10 万吨左右。盈利方面,公司 Q2 计提资产减值损失 0.36 亿元,且由于磷酸及磷酸铁跌价,导致正极业务亏损,下半年随着产能利用率提升,有望开始贡献利润;此外日化业务 Q2 贡献近 0.7 亿左右,23 年稳定增长。
- **拟发行近 60 亿元 GDR、海外布局加速。**公司拟发行 GDR 募资 59.8 亿元,其中 2.8 亿美元于摩洛哥建设 15 万吨电解液、10 万吨六氟及 5 万吨铁锂正极,充分利用摩洛哥磷矿资源,地理、成本优势显著,投资 2 亿美元建设美国 20 万吨电解液产能,已完成土地购置,北美本土化产能落地加速。此外计划投资 10.2 亿元建设 30 万吨眉山电解液产能,投资 9.8 亿元建设江门 20 万吨电解液产能,总产能规划达 225 万吨。
- **盈利预测与投资评级:**考虑六氟竞争加剧,我们维持公司 23-25 年归母净利预期为 35.18/50.41/70.90 亿元,同比-38%/+43%/+41%,对应 PE 为 20x/14x/10x,考虑到公司为电解液龙头,给予 24 年 20 倍 PE,对应目标价 52 元,维持“买入”评级。
- **风险提示:**销量不及预期,盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.48
一年最低/最高价	33.53/58.30
市净率(倍)	5.37
流通 A 股市值(百万元)	50,484.96
总市值(百万元)	70,236.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.79
资产负债率(% ,LF)	47.54
总股本(百万股)	1,925.33
流通 A 股(百万股)	1,383.91

相关研究

《天赐材料(002709): 2023 年中报预告点评: Q2 业绩受减值影响环比下滑, 电解液盈利触底》

2023-07-16

《天赐材料(002709): 2023 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 单位盈利即将触底》

2023-04-18

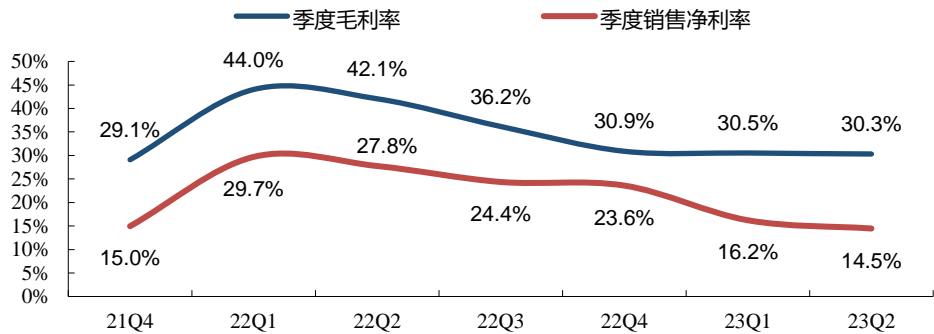
中报业绩中值偏上、符合市场预期。2023 年 H1 公司营收 79.87 亿元，同比下降 22.93%；归母净利润 12.88 亿元，同比下降 55.67%；扣非净利润 12.71 亿元，同比下降 55.97%；23H1 毛利率为 30.43%，同比下降 12.61pct。其中 2023 年 Q2 公司实现营收 36.73 亿元，同比下降 29.57%，环比下降 14.87%；归母净利润 5.94 亿元，同比下降 57.85%，环比下降 14.56%，扣非归母净利润 5.85 亿元，同比下降 57.97%，环比下降 14.7%。盈利能力方面，23Q2 毛利率为 30.31%，同比下降 11.75pct，环比下降 0.22pct；归母净利率 16.16%，同比下降 10.85pct，环比增长 0.06pct；23Q2 扣非净利率 15.93%，同比下降 10.76pct，环比提升 0.03pct。公司此前预告 23H1 归母净利 11.6-13.6 亿元，业绩处于中值偏上，符合市场预期。

图1：天赐材料季度业绩情况

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
营业收入(百万)	3,672.6	4,314.0	5,888.1	6,065.4	5,214.4
-同比	-29.57%	-16.22%	31.79%	107.46%	143.92%
毛利率	30.31%	30.53%	30.89%	36.17%	42.06%
归母净利润(百万)	593.6	694.8	1354.0	1454.2	1408.4
-同比	-57.85%	-53.62%	106.82%	88.61%	184.04%
归母净利率	16.16%	16.10%	22.99%	23.97%	27.01%
扣非归母净利润(百万)	585.0	685.9	1,284.9	1,368.1	1,391.9
-同比	-57.97%	-54.11%	95.08%	83.80%	188.48%
扣非归母净利率	15.93%	15.90%	21.82%	22.56%	26.69%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：天赐材料分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q2 电解液单吨盈利 0.6 万元/吨、单位盈利见底。我们预计 23Q2 电解液出货近 9 万吨，同增近 40%，环增 10%+，7-8 月排产环增 10%+，Q3 出货环比有望高增 30%+，我们预计 23 年出货 45-50 万吨，同增 40%+。盈利方面，我们预计 23Q2 电解液单吨净利 0.6 万元左右，环降 15%，其中高价碳酸锂库存影响盈利 0.1 万元/吨左右。全年看，当前六氟价格已触底，下半年 LIFSI 以价换量，核心铁锂客户放量，4C 快充也将提升添加比例，我们预计未来全系添加比例提升至 3-5%，我们预计下半年电解液单吨净利 0.55-0.6 万元，全年单吨净利仍可维持 0.6 万元左右，好于行业平均水平。公司目前 LIFSI 自供比例 92%+，部分核心添加剂自供比例 80%+，24 年公司碳酸锂加工环节自供比例提

升，添加剂 DTD、ODFP 等新增产能落地，一体化推动公司单位盈利稳中有升。

磷酸铁 Q2 出货 1 万吨左右，23H2 开始贡献盈利。我们预计公司 23Q2 磷酸铁出货 1 万吨左右，环比微增，随着 Q3 新产能设备调试完毕以及下游需求恢复，23 年出货有望达 10 万吨左右。盈利方面，公司 Q2 计提资产减值损失 0.36 亿元，且由于磷酸及磷酸铁跌价，导致正极业务亏损，下半年随着产能利用率提升，有望开始贡献利润；此外日化业务 Q2 贡献近 0.7 亿左右，23 年稳定增长。

拟发行近 60 亿元 GDR、海外布局加速。公司拟发行 GDR 募资 59.8 亿元，其中 2.8 亿美元于摩洛哥建设 15 万吨电解液、10 万吨六氟及 5 万吨铁锂正极，充分利用摩洛哥磷矿资源，地理、成本优势显著，投资 2 亿美元建设美国 20 万吨电解液产能，已完成土地购置，北美本土化产能落地加速。此外计划投资 10.2 亿元建设 30 万吨眉山电解液产能，投资 9.8 亿元建设江门 20 万吨电解液产能，总产能规划达 225 万吨。

公司 2023Q1 费用率同环比上升，计提信用减值损失。2023 年 H1 公司期间费用合计 7.87 亿元，同比增长 3.3%，费用率为 9.85%，同比增长 2.5pct。2023Q2 期间费用合计 4.03 亿元，同比下降 2.13%，环比增 5.16%，期间费用率为 10.98%，同比增 3.08pct，环比增 2.09pct；销售费用 0.39 亿元，销售费用率 1.06%；管理费用 1.6 亿元，管理费用率 4.34%；财务费用 0.18 亿元，财务费用率 0.49%；研发费用 1.87 亿元，研发费用率 5.09%。公司 2023 Q2 所得税率为 23%，环增 1pct。

图3: 天赐材料分季度费用情况

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	31.77	33.43	42.88	0.49	17.68	38.95
-销售费用率	0.62%	0.64%	0.71%	0.01%	0.41%	1.06%
管理费用	136.19	121.98	177.70	111.59	191.04	159.50
-管理费用率	2.64%	2.34%	2.93%	1.90%	4.43%	4.34%
研发费用	174.43	261.94	303.34	154.21	137.64	186.88
-研发费用率	3.39%	5.02%	5.00%	2.62%	3.19%	5.09%
财务费用	7.19	-5.24	-14.28	33.82	37.17	17.99
-财务费用率	0.14%	-0.10%	-0.24%	0.57%	0.86%	0.49%
期间费用	349.57	412.11	509.64	300.12	383.53	403.32
-期间费用率	6.79%	7.90%	8.40%	5.10%	8.89%	10.98%
资产减值损失	-0.76	-11.12	-4.72	-23.55	0.00	-35.54
信用减值损失	-7.86	-8.97	2.38	-33.88	-34.90	17.75

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

Q2 存货水平维持、经营性现金流转正。2023 年 H1 末公司存货为 17.17 亿元，较年初下降 27.66%，较 Q1 末增长 5%；应收账款 53.06 亿元，较年初增长 14.51%；期末公司合同负债 5.19 亿元，较年初下降 55.99%。23H1 公司经营活动净现金流净额为 6.61 亿元，同比下降 72.75%，其中 Q2 经营性净现金流 11.5 亿元，环比转正；投资活动净现金流出 28.52 亿元，同比上升 31.77%；资本开支为 20.81 亿元，同比上升 47.6%；账面现金为 19.72 亿元，较年初下降 57.71%，短期借款 12.46 亿元，较年初增长 56.2%。

盈利预测和投资评级: 考虑六氟竞争加剧，我们维持公司 23-25 年归母净利润预期为

35.18/50.41/70.90 亿元，同比-38%/+43%/+41%，对应 PE 为 20x/14x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 24 年 20 倍 PE，对应目标价 52 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,179	20,526	22,905	29,329	营业总收入	22,317	24,736	28,683	36,768
货币资金及交易性金融资产	4,664	6,005	6,442	6,483	营业成本(含金融类)	13,843	18,417	20,351	25,621
经营性应收款项	7,470	10,552	12,173	17,604	税金及附加	158	175	203	260
存货	2,374	3,280	3,624	4,563	销售费用	109	168	158	184
合同资产	0	0	0	0	管理费用	547	742	803	956
其他流动资产	672	689	667	679	研发费用	894	915	947	1,103
非流动资产	10,352	11,349	12,059	12,666	财务费用	21	118	96	95
长期股权投资	190	180	180	180	加:其他收益	71	30	29	37
固定资产及使用权资产	4,381	5,021	5,359	5,594	投资净收益	140	148	143	147
在建工程	2,588	2,788	2,988	3,188	公允价值变动	0	10	10	10
无形资产	824	997	1,170	1,343	减值损失	(88)	(160)	(250)	(210)
商誉	14	14	14	14	资产处置收益	5	2	3	4
长期待摊费用	48	48	47	46	营业利润	6,872	4,231	6,061	8,538
其他非流动资产	2,306	2,301	2,301	2,301	营业外净收支	0	35	40	35
资产总计	25,531	31,875	34,964	41,995	利润总额	6,872	4,266	6,101	8,573
流动负债	8,528	12,383	11,647	13,305	减:所得税	1,027	640	915	1,286
短期借款及一年内到期的非流动负债	991	100	100	100	净利润	5,844	3,626	5,186	7,287
经营性应付款项	4,721	6,280	6,939	8,737	减:少数股东损益	130	109	145	197
合同负债	1,180	3,683	2,035	1,281	归属母公司净利润	5,714	3,518	5,041	7,090
其他流动负债	1,636	2,320	2,572	3,188	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.97	1.83	2.62	3.68
非流动负债	4,165	4,165	4,165	4,165	EBIT	6,765	4,319	6,222	8,645
长期借款	776	776	776	776	EBITDA	7,277	5,058	7,162	9,728
应付债券	3,189	3,189	3,189	3,189	毛利率(%)	37.97	25.55	29.05	30.32
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.61	14.22	17.57	19.28
其他非流动负债	200	200	200	200	收入增长率(%)	101.22	10.84	15.96	28.19
负债合计	12,693	16,548	15,812	17,471	归母净利润增长率(%)	158.77	(38.44)	43.30	40.65
归属母公司股东权益	12,546	14,927	18,607	23,782					
少数股东权益	292	401	546	742					
所有者权益合计	12,838	15,327	19,152	24,525					
负债和股东权益	25,531	31,875	34,964	41,995					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,164	5,225	3,539	3,698	每股净资产(元)	6.41	6.36	7.95	10.18
投资活动现金流	(5,107)	(1,611)	(1,514)	(1,514)	最新发行在外股份(百万股)	1,925	1,925	1,925	1,925
筹资活动现金流	3,451	(2,282)	(1,599)	(2,152)	ROIC(%)	44.20	19.74	24.83	28.37
现金净增加额	2,519	1,332	426	32	ROE-摊薄(%)	45.55	23.57	27.09	29.81
折旧和摊销	512	739	940	1,083	资产负债率(%)	49.72	51.91	45.22	41.60
资本开支	(3,637)	(1,763)	(1,657)	(1,661)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.29	19.97	13.93	9.91
营运资本变动	(2,394)	(26)	(3,153)	(5,527)	P/B (现价)	5.69	5.74	4.59	3.58

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>