

# 天赐材料 (002709)

## 股权激励方案落地，绑定员工共享高成长 买入 (维持)

2022年08月09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

研究助理 岳斯瑶

执业证书: S0600120100021  
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	25,673	39,875	46,957
同比	169%	131%	55%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	2,208	6,046	7,584	9,900
同比	314%	174%	25%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.15	3.14	3.94	5.14
P/E (现价&最新股本摊薄)	45.61	16.66	13.28	10.17

### 投资要点

- **2022年股权激励方案落地，绑定核心员工共享高成长。**公司2022年股权激励计划授予551.01万股限制性股票，占总股本0.29%，授予对象共572人，授予价格为6元/股（前日均价的11.45%），要求2022-2024年净利润分别不低于38/48/58亿元，对应增速75%/26%/21%。本次股权激励目标与21年股权激励相同，对象基本一致，由于21年授予价格高，本次授予价格较低可有效摊薄员工股权成本，绑定核心管理团队。
- **新增2022-2025年费用，2022年需摊销0.55亿元。**假设8月底授予限制性股票，据公司测算，2022-2025年分别需分摊0.55/1.32/0.51/0.17亿元，将在经常性损益中列支。
- **公开发行可转债申请8月8日获证监会审核通过。**公司拟募资34.1亿元，用于15.2万吨锂电新材料项目、2万吨LiFSI项目、6.2万吨电解质基础材料项目、4.1万吨锂离子电池基础材料项目等的投建，加深公司电解液纵向一体化布局，产能扩张再加速。
- **电解液2022Q3起排产拐点明确。**公司7月排产2.8万吨，预计8月排产环增20%，Q3出货有望环增50%+。预计公司2022-2023年电解液出货33/58万吨，同增129%/76%。扣除碳酸锂库存影响，我们预计公司Q2盈利1.8万元/吨左右，环比略降，主要系计提费用影响，若加回则我们预计盈利2万元/吨，环比增长；7月起六氟价格企稳反弹，且LiFSI、添加剂产能逐步释放，对冲六氟跌价，Q3盈利预计环比略降，全年看盈利有望达1.5万元/吨+。
- **盈利预测与投资评级：**公司盈利能力超预期，我们预计公司2022-2024年归母净利润60.46/75.84/99.00亿元，同比+174%/25%/31%，对应PE为17/13/10倍，给予2023年20倍PE，对应目标价78.8元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及市场预期，竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	52.33
一年最低/最高价	37.48/164.93
市净率(倍)	5.80
流通A股市值(百万元)	100,243.27
总市值(百万元)	100,721.95

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.03
资产负债率(% ,LF)	45.24
总股本(百万股)	1,924.75
流通A股(百万股)	1,915.60

### 相关研究

《天赐材料(002709): 中报预告符合市场预期，电解液及六氟扩产再加速》

2022-07-13

《天赐材料(002709): 再议公司核心竞争力，一体化布局+技术进步构建盈利护城河》

2022-06-13

**2022年股权激励方案落地，绑定核心员工共享高成长。**本次公司拟实施2022年股权激励计划，计划授予551.01万股限制性股票，占公司总股本0.29%。本次授予为一次性授予，无预留权益，授予对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员共572人，授予价格为6元/股，为公司前一个交易日交易均价的11.45%。公司明确公司、部门、个人层面业绩考核指标，解除限售条件要求为2022-2024年不做激励成本的净利润的减项计算后的扣非归母净利润分别不低于38/48/58亿元（对应2022-2024年扣非归母净利润同增75%/26%/21%）。本次股权激励目标与2021年股权激励目标相同，激励人员基本一致，主要为2021年股权激励的补充，由于2021年授予价格较高（股票期权行权价格高于授予日价格，限制性股票授予价格约为授予日股价的66%），本次授予价格较低可摊薄员工股权成本，更加有效绑定公司核心骨干，且业绩目标较易实现，有利于通过股权激励的方式稳定、激励核心骨干，绑定核心管理团队，使其与公司共同顶压奋进，确保公司主营业务经营长期、稳定、可持续发展。

图1：公司激励对象及分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
徐三善	董事、副总经理	9.60	1.7423%	0.0050%
顾斌	董事、副总经理、财务总监	9.60	1.7423%	0.0050%
韩恒	董事、董事会秘书	9.60	1.7423%	0.0050%
赵经纬	董事	9.60	1.7423%	0.0050%
中层管理人员及核心技术（业务）人员（568人）		512.61	93.0310%	0.2663%
合计		551.01	100.00%	0.2863%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022年净利润不低于38亿元；
第二个解除限售期	2023年净利润不低于48亿元；
第三个解除限售期	2024年净利润不低于58亿元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新增2022-2025年费用，2022年需摊销约0.55亿元。**假设公司2022年8月底授予限制性股票，据公司测算，2022-2025年分别需分摊0.55/1.32/0.51/0.17亿元，将在经常性损益中列支。

图3：股权激励费用测算

限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2022年 (万元)	2023年 (万元)	2024年 (万元)	2025年 (万元)
551.01	25528.29	5531.13	13189.62	5105.66	1701.89

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公开发行可转债申请 8 月 8 日获证监会审核通过。**公司拟募资 34.1 亿元，用于 15.2 万吨锂电新材料项目、2 万吨 LiFSI 项目、6.2 万吨电解质基础材料项目、4.1 万吨锂离子电池基础材料项目等的投建，加深公司电解液纵向一体化布局，产能扩张再加速。

**电解液 Q3 起排产拐点明确，单吨利润预计维持高位。**公司 2022 年上半年出货 12 万吨+，7 月排产 2.8 万吨，我们预计 8 月排产环增 20%左右，Q3 起排产拐点明确，出货有望环增 50%+，随着新增产能释放，我们预计公司 2022-2023 年电解液出货 33/58 万吨，同增 129%/76%。盈利方面，扣除碳酸锂库存影响，我们预计公司 Q2 单吨盈利 1.8 万元/吨左右，环比略降，主要系公司计提费用影响，若加回，我们测算公司单吨盈利 2 万元/吨左右，环比仍能维持增长；7 月起六氟价格企稳反弹，我们预计天赐 LiFSI、添加剂等新增产能逐步释放，对冲一定六氟跌价影响，Q3 盈利预计环比略降，全年看盈利能力有望提升至 1.5 万元/吨以上。

**构建一体化化工平台，电解液成本差距有望维持 1 万元/吨左右，成本领先优势明显。**公司打造“硫酸—氢氟酸—氟化锂/五氟化磷—六氟—电解液”一体化布局，2022 年下半年氟化锂、五氟化磷产能陆续投产，上游氢氟酸、硫酸循环产线等逐步打通，实现纵向产业链一体化布局。公司六氟自供比例接近 100%，LiFSI 2022 年出货预计 0.8 万吨，2023 年出货预计 2 万吨+，VC、FEC、DTD 等添加剂产能在建，自供比例提升。我们测算公司液体六氟成本较固体成本低 3 万元/吨，较行业新进入者低 5 万元/吨，叠加添加剂、LiFSI 自供比例提升，远期看，公司电解液盈利仍有望维持 1 万元/吨左右，成本优势明显，且有进一步超预期空间。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 60.46/75.84/99.00 亿元，同比+174%/25%/31%，对应 PE 为 17/13/10 倍，给予 23 年 20 倍 PE，对应目标价 78.8 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期，价格竞争超市场预期。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>9,252</b>	<b>17,119</b>	<b>28,018</b>	<b>35,791</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,091</b>	<b>25,673</b>	<b>39,875</b>	<b>46,957</b>
货币资金及交易性金融资产	2,148	3,166	6,001	7,543	营业成本(含金融类)	7,211	15,988	27,445	31,240
经营性应收款项	5,621	10,856	16,896	22,437	税金及附加	78	181	282	332
存货	1,252	2,847	4,888	5,563	销售费用	76	175	271	319
合同资产	0	0	0	0	管理费用	355	770	1,117	1,221
其他流动资产	231	250	233	248	研发费用	378	873	1,236	1,409
<b>非流动资产</b>	<b>4,648</b>	<b>5,895</b>	<b>6,854</b>	<b>7,711</b>	财务费用	38	10	18	45
长期股权投资	30	20	20	20	加:其他收益	26	31	32	33
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	-5
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	-5
长期待摊费用	6	6	5	4	<b>营业利润</b>	<b>2,672</b>	<b>7,385</b>	<b>9,140</b>	<b>11,935</b>
其他非流动资产	600	595	595	595	营业外净收支	29	35	40	35
<b>资产总计</b>	<b>13,899</b>	<b>23,013</b>	<b>34,873</b>	<b>43,502</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,702</b>	<b>7,420</b>	<b>9,180</b>	<b>11,970</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,146</b>	<b>10,769</b>	<b>16,874</b>	<b>18,002</b>	减:所得税	394	1,187	1,377	1,795
短期借款及一年内到期的非流动负债	561	100	1,619	2,193	<b>净利润</b>	<b>2,307</b>	<b>6,233</b>	<b>7,803</b>	<b>10,174</b>
经营性应付款项	2,366	5,246	9,006	10,251	减:少数股东损益	99	187	218	275
合同负债	2,027	3,198	2,745	1,562	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,208</b>	<b>6,046</b>	<b>7,584</b>	<b>9,900</b>
其他流动负债	1,192	2,226	3,504	3,996	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.15	3.14	3.94	5.14
非流动负债	384	384	384	384	EBIT	2,966	7,686	9,524	12,437
长期借款	311	311	311	311	EBITDA	3,387	8,176	10,215	13,270
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.98	37.72	31.17	33.47
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.91	23.55	19.02	21.08
其他非流动负债	73	73	73	73	收入增长率(%)	169.26	131.48	55.32	17.76
<b>负债合计</b>	<b>6,529</b>	<b>11,153</b>	<b>17,257</b>	<b>18,385</b>	归母净利润增长率(%)	314.42	173.77	25.45	30.53
归属母公司股东权益	7,157	11,460	16,997	24,223					
少数股东权益	213	400	619	893					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,370</b>	<b>11,860</b>	<b>17,615</b>	<b>25,117</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,899</b>	<b>23,013</b>	<b>34,873</b>	<b>43,502</b>					

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	5,026	5,071	5,397	每股净资产(元)	7.46	8.49	12.60	17.96
投资活动现金流	-1,758	-1,767	-1,668	-1,674	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	1,553	-2,251	-577	-2,191	ROIC(%)	39.76	62.95	50.89	44.83
现金净增加额	1,836	1,008	2,826	1,532	ROE-摊薄(%)	30.86	52.76	44.62	40.87
折旧和摊销	421	490	690	833	资产负债率(%)	46.98	48.46	49.49	42.26
资本开支	-1,609	-1,768	-1,664	-1,670	P/E (现价&最新股本摊薄)	45.61	16.66	13.28	10.17
营运资本变动	-997	-3,027	-5,124	-6,634	P/B (现价)	7.02	6.16	4.15	2.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 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>

