

天赐材料（002709.SZ）—2022 半年报点评

买入

一体化布局加深成本优势，电解液盈利水平良好

核心观点

2022 年半年报盈利 29.06 亿元。公司 2022 年 H1 实现营收 103.63 亿元，同比增长 180.13%，实现归母净利润 29.06 亿元，同比增长 271.32%；2022 年 H1 公司毛利率为 43.04%，净利率为 28.72%；对应 2022Q2 公司实现营收 52.14 亿，环比+1.7%，实现归母净利润 14.08 亿，环比-6%，毛利率 42.06%，环比-1.98pct，净利率 27.76%。盈利水平良好，我们估计 Q2 电解液出货 6.2 万吨，单吨净利 1.6-1.7 万元，公司基本实现六氟自供，一体化布局加深公司盈利水平。展望 2022 全年，预计公司出货 32 万吨以上，全年单吨净利 1.5 万元，预计 2023 年公司出货 50 万吨以上。

磷酸铁业务产能加速释放。我们估计公司 Q2 磷酸铁出货 9000 吨，单吨售价 2.4 万元，单吨毛利 8000 元，公司磷酸铁项目加速投产，预计 Q3 宜昌一期 10 万吨投产，宜昌二期 20 万吨项目于年底投产。预计 2022 年全年出货 7-8 万吨，全年单吨毛利保持在 6000 元以上。预计 2023 年公司出货 25 万吨以上。

添加剂产能释放，陆续出货。Q2 LiFSI 估计出货 1200 吨，单吨售价 35 万元以上，预计公司 2022 年年底产能 1 万吨，全年出货 4000-5000 吨，预计 2023 年 LiFSI 产能达到 2.5 万吨，出货 1.5 万吨。

中长期规划清晰，夯实锂电材料龙头地位。电解液方面，公司相继在多地布局产能，远期电解液产能规划接近 200 万吨，同时六氟远期规划产能超 24.6 万吨（折固），保障一体化供应，我们预计电解液远期市场占有率将达到 40% 以上。LiFSI 业务逐渐放量增厚公司的盈利能力，同时公司研发布局更多新型产品，如新型添加剂，新型粘结剂，箔材，电池包热管理产品等，将进一步夯实公司锂电材料龙头地位。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格上涨超预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司深耕电解液产业链，原材料布局完善，一体化布局持续改善盈利能力。同时，磷酸铁、日化等业务发展稳定，为公司贡献可观利润。基于公司半年报业绩情况以及扩产节奏，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 59.69/67.98/81.62 亿元（原预测 2022/2023/2024 年为 53.15/59.31/78.58 亿元），同比增速分别为 170.3/13.9/20.1%，摊薄 EPS 分别为 3.1/3.53/4.24 元，当前股价对应 PE 分别为 16.4/14.4/12 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,119	11,091	24,826	35,434	44,900
(+/-%)	49.5%	169.3%	123.8%	42.7%	26.7%
归母净利润(百万元)	533	2208	5969	6798	8162
(+/-%)	3165.2%	314.4%	170.3%	13.9%	20.1%
每股收益(元)	0.28	1.15	3.10	3.53	4.24
EBIT Margin	22.5%	27.0%	29.3%	23.5%	22.1%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	30.9%	50.0%	39.1%	34.2%
市盈率 (PE)	183.8	44.4	16.4	14.4	12.0
EV/EBITDA	83.0	30.7	13.9	12.1	10.2
市净率 (PB)	28.93	13.69	8.21	5.64	4.10

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

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	50.89 元
总市值/流通市值	97963/70584 百万元
52 周最高价/最低价	170.51/36.26 元
近 3 个月日均成交额	3095.73 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天赐材料(002709.SZ)—2022 年一季报点评-电解液量利齐升，磷酸铁加速布局》——2022-04-16
- 《天赐材料(002709.SZ)-完善产业链布局 一体化夯实竞争优势》——2022-04-11
- 《天赐材料-002709-2021 年三季报点评：电解液量利齐升，一体化布局再完善》——2021-10-28
- 《天赐材料-002709-2021 年中报点评：中报盈利靓丽，一体化布局再加码》——2021-08-25
- 《天赐材料-002709-重大事件快评：六氟大举扩产，巩固长期绝对龙头格局》——2021-06-20

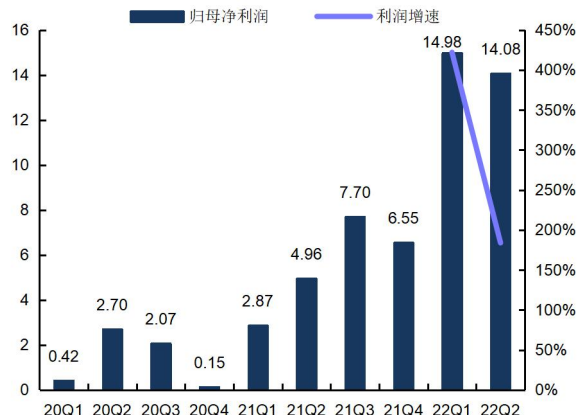
公司 2022 年 H1 实现营收 103.63 亿元,同比增长 180.13%,实现归母净利润 29.06 亿元,同比增长 271.32%;2022 年 H1 公司毛利率为 43.04%,净利率为 28.72%;对应 2022Q2 公司实现营收 52.14 亿,环比+1.7%,实现归母净利润 14.08 亿,环比-6%,毛利率 42.06%,环比-1.98pct,净利率 27.76%。盈利能力保持高位,我们估计 Q2 电解液出货 6.2 万吨,单吨净利 1.6-1.7 万元,公司基本实现六氟自供,一体化布局加深公司盈利水平。展望 2022 全年,预计公司出货 32 万吨以上,全年单吨净利 1.5 万元,预计 2023 年公司出货 50 万吨以上。

图1: 天赐材料单季度营业收入及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 天赐材料单季度归母净利润及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

磷酸铁业务产能加速释放。我们估计公司 Q2 磷酸铁出货 9000 吨,单吨售价 2.4 万元,单吨毛利 8000 元,公司磷酸铁项目加速投产,预计 Q3 宜昌一期 10 万吨投产,宜昌二期 20 万吨项目于年底投产。预计 2022 年全年出货 7-8 万吨,全年单吨毛利保持在 6000 元以上。预计 2023 年公司出货 25 万吨以上。

添加剂产能释放,陆续出货。Q2 LiFSI 估计出货 1200 吨,单吨售价 35 万元以上,预计公司 2022 年年底产能 1 万吨,全年出货 4000-5000 吨,预计 2023 年 LiFSI 产能达到 2.5 万吨,出货 1.5 万吨。

中长期规划清晰,夯实锂电材料龙头地位。电解液方面,公司相继在多地布局产能,远期电解液产能规划接近 200 万吨,同时六氟远期规划产能超 24.6 万吨(折固),保障一体化供应,我们预计电解液远期市场占有率将达到 40%以上。LiFSI 业务逐渐放量增厚公司的盈利能力,同时公司研发布局更多新型产品,如新型添加剂,新型粘结剂,箔材,电池包热管理产品等,将进一步夯实公司锂电材料龙头地位。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司深耕电解液产业链，原材料布局完善，一体化布局持续改善盈利能力。同时，磷酸铁、日化等业务发展稳定，为公司贡献可观利润。基于公司半年报业绩情况以及扩产节奏，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 59.69/67.98/81.62 亿元（原预测 2022/2023/2024 年为 53.15/59.31/78.58 亿元），同比增速分别为 170.3/13.9/20.1%，摊薄 EPS 分别为 3.1/3.53/4.24 元，当前股价对应 PE 分别为 16.4/14.4/12 倍，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（2022 年 8 月 25 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E	(2021A)	(2021)		
603659	璞泰来	66.01	918.1	0.48	1.26	2.2	3.05	153.6	58.5	33.5	24.2	16.68%	0.4	增持	
300073	当升科技	83.9	424	0.76	2.15	4.84	6.19	121.1	42.8	19.0	14.9	11.55%	0.3	买入	
300568	星源材质	23.58	302	0.27	0.37	0.63	0.99	108.1	79.3	46.6	29.5	6.63%	0.6	增持	
002709	天赐材料	50.89	979.5	0.28	1.15	3.10	3.53	183.8	44.4	16.4	14.4	30.86%	0.2	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	312	2148	3000	3017	3770	营业收入	4119	11091	24826	35434	44900
应收款项	1364	3408	5441	8737	11071	营业成本	2678	7211	15632	24486	31823
存货净额	550	1252	2096	3949	5965	营业税金及附加	38	78	223	319	404
其他流动资产	596	2444	6206	5315	5388	销售费用	67	76	174	248	314
流动资产合计	2822	9252	16744	21019	26194	管理费用	242	355	716	943	1144
固定资产	2173	3480	5524	8637	12373	研发费用	168	378	819	1098	1302
无形资产及其他	409	531	510	489	468	财务费用	73	38	73	118	85
投资性房地产	477	606	606	606	606	投资收益	(6)	(2)	0	0	0
长期股权投资	131	30	30	30	30	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	6010	13899	23414	30780	39671	其他收入	(381)	(658)	(819)	(1098)	(1302)
短期借款及交易性金融负债	647	561	2425	600	600	营业利润	634	2672	7189	8223	9827
应付款项	909	2366	3354	5594	7670	营业外净收支	(8)	29	10	10	10
其他流动负债	540	3218	2426	3779	3905	利润总额	626	2702	7199	8233	9837
流动负债合计	2097	6146	8205	9973	12175	所得税费用	126	394	1080	1235	1476
长期借款及应付债券	317	311	2872	2872	2872	少数股东损益	(32)	99	150	200	200
其他长期负债	61	73	73	73	73	归属于母公司净利润	533	2208	5969	6798	8162
长期负债合计	378	384	2944	2944	2944	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2475	6529	11149	12917	15119	净利润	533	2208	5969	6798	8162
少数股东权益	150	213	333	493	653	资产减值准备	80	68	(95)	104	141
股东权益	3386	7157	11932	17370	23899	折旧摊销	284	410	573	804	1144
负债和股东权益总计	6010	13899	23414	30780	39671	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	73	38	73	118	85
每股收益	0.28	1.15	3.10	3.53	4.24	营运资本变动	(261)	(508)	(6540)	(560)	(2081)
每股红利	0.04	0.08	0.62	0.71	0.85	其它	(108)	24	215	56	19
每股净资产	1.76	3.72	6.20	9.02	12.42	经营活动现金流	528	2203	122	7202	7385
ROIC	16.90%	40.34%	48%	36%	35%	资本开支	0	(1768)	(2500)	(4000)	(5000)
ROE	15.74%	30.86%	50%	39%	34%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	35%	35%	37%	31%	29%	投资活动现金流	7	(1668)	(2500)	(4000)	(5000)
EBIT Margin	22%	27%	29%	24%	22%	权益性融资	(4)	2044	0	0	0
EBITDA Margin	29%	31%	32%	26%	25%	负债净变化	107	(6)	0	0	0
收入增长	50%	169%	124%	43%	27%	支付股利、利息	(75)	(147)	(1194)	(1360)	(1632)
净利润增长率	3165%	314%	170%	14%	20%	其它融资现金流	(495)	(438)	1864	(1825)	0
资产负债率	44%	49%	49%	44%	40%	融资活动现金流	(433)	1300	3231	(3184)	(1632)
股息率	0.1%	0.1%	1.2%	1.4%	1.7%	现金净变动	101	1836	852	17	753
P/E	183.8	44.4	16.4	14.4	12.0	货币资金的期初余额	210	312	2148	3000	3017
P/B	28.9	13.7	8.2	5.6	4.1	货币资金的期末余额	312	2148	3000	3017	3770
EV/EBITDA	83.0	30.7	13.9	12.1	10.2	企业自由现金流	0	690	(2295)	3334	2489
						权益自由现金流	0	246	(493)	1408	2416

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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