

天赐材料（002709.SZ）—2023 年半年报业绩点评

电解液出货量稳步增长，拟发行 GDR 助力主业拓展

买入

核心观点

2023Q2 公司实现归母净利润 5.9 亿元，同比-57.9%。2023H1 公司实现营业收入 79.9 亿元，同比-22.9%，实现归母净利润 12.9 亿，同比-55.7%；2023H1 公司毛利率 30.4%，同比-12.6pct，公司净利率 15.4%，同比-13.3pct。对应 Q2 公司实现营业收入 36.7 亿元，同比-29.6%，环比-14.9%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比-57.9%，环比-14.5%；Q2 公司毛利率 30.3%，同比-11.7pct，环比-0.2pct，Q2 公司净利率 14.5%，同比-13.3pct，环比-1.7pct。

电解液销量稳步提升，单位盈利承压。我们估计公司 2023H1 实现电解液出货 16.9 万吨，其中 Q2 出货 8.9 万吨（环比+11%），单吨净利约 6500 元（环比-13%），贡献利润约 5.8 亿元，单吨净利环比下降主要受到二季度电解液产品调价影响，根据鑫椤锂电数据，截至 Q2 末电解液产品市场报价为 3.23 万元/吨，较 Q1 末 3.75 万元/吨下跌约 14%，同时碳酸锂库存减值亦影响盈利。展望 2023 全年，我们预计公司电解液出货 45-50 万吨，单吨盈利保持在 6000 元以上。

磷酸铁业务盈利承压。我们估计公司 2023H1 实现磷酸铁出货 1.9 万吨，其中 Q2 出货 1 万吨。盈利方面，我们估算公司 Q2 磷酸铁业务亏损，主要受到磷酸铁产品价格下行影响，根据鑫椤锂电数据，截至 Q2 末磷酸铁产品市场报价为 1.23 万元/吨，较 Q1 末 1.51 万元/吨下跌约 19%，同时磷酸铁库存减值亦影响盈利。

拟发行 GDR 募资 59.8 亿元助力主业拓展。公司拟发行 GDR，计划募集资金 59.8 亿元，主要用于 1) 摩洛哥天赐 30 万吨锂电材料项目，投资金额 19.88 亿元；2) 美国德州天赐年产 20 万吨电解液项目，投资金额 14.2 亿元；3) 四川眉山天赐 30 万吨电解液项目，投资金额 10.27 亿元；4) 广东江门天赐 20 万吨电解液项目，投资金额 9.8 亿元；5) 补流资金 17.9 亿元。同时公司调整欧洲市场规划，终止捷克天赐年产 10 万吨电解液一期项目。

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：下调盈利预测，维持“买入”评级。基于电解液行业供需格局扰动，电解液产品价格下行，我们下调原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 30.08/40.23/47.93 亿元（原预测 41.19/60.38/69.06 亿元），同比增速分别为-47.4%/33.8%/19.1%，摊薄 EPS 分别为 1.56/2.09/2.49 元，当前股价对应 PE 分别为 22.9/17.1/14.4 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,091	22,317	19,355	24,980	31,100
(+/-%)	169.3%	101.2%	-13.3%	29.1%	24.5%
归母净利润(百万元)	2208	5714	3008	4023	4793
(+/-%)	314.4%	158.8%	-47.4%	33.8%	19.1%
每股收益(元)	1.15	2.97	1.56	2.09	2.49
EBIT Margin	27.0%	30.3%	19.1%	19.9%	19.0%
净资产收益率(ROE)	30.9%	45.5%	20.1%	22.1%	23.3%
市盈率(PE)	31.2	12.1	22.9	17.1	14.4
EV/EBITDA	22.2	11.2	17.2	13.2	11.3
市净率(PB)	9.63	5.49	4.61	3.79	3.35

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 联系人：徐文辉
010-88005313 021-60375426
wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	35.80 元
总市值/流通市值	68927/49544 百万元
52 周最高价/最低价	58.30/33.53 元
近 3 个月日均成交额	632.56 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

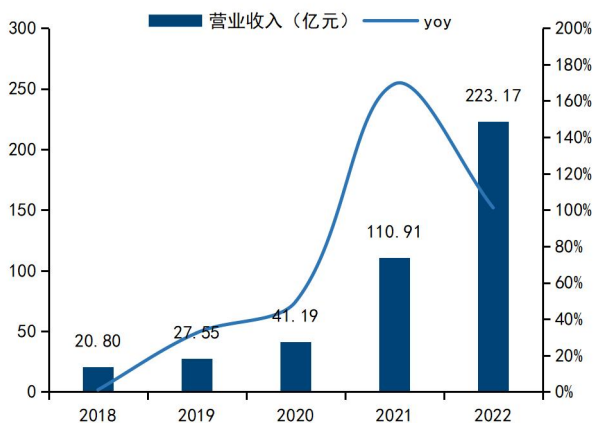
《天赐材料（002709.SZ）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评-电解液销量稳步提升，关注锂电新产品贡献业绩》——2023-04-19
《天赐材料（002709.SZ）—2022 年三季报业绩点评-电解液出货量环比大增，关注新型锂盐及钠盐进展情况》——2022-10-28
《天赐材料（002709.SZ）—2022 半年报点评-一体化布局加深成本优势，电解液盈利水平良好》——2022-08-25
《天赐材料（002709.SZ）—2022 年一季报点评-电解液量利齐升，磷酸铁加速布局》——2022-04-16
《天赐材料（002709.SZ）-完善产业链布局 一体化夯实竞争优势》——2022-04-11

2023H1 公司实现营业收入 79.9 亿元，同比-22.9%，实现归母净利润 12.9 亿，同比-55.7%；对应 Q2 公司实现营业收入 36.7 亿元，同比-29.6%，环比-14.9%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比-57.9%，环比-14.5%。

电解液销量稳步提升，单位盈利承压。我们估计公司 2023H1 实现电解液出货 16.9 万吨，其中 Q2 出货 8.9 万吨（环比+11%），单吨净利约 6500 元（环比-13%），贡献利润约 5.8 亿元，单吨净利环比下降主要受到二季度电解液产品调价影响，根据鑫椤锂电数据，截至 Q2 末，电解液产品行业报价为 3.23 万元/吨，较 Q1 末 3.75 万元/吨下跌约 14%，同时碳酸锂库存减值亦影响产品盈利。展望 2023 全年，我们预计公司电解液出货 45-50 万吨，单吨盈利保持在 6000 元以上。

磷酸铁业务盈利承压。我们估计公司 2023H1 实现磷酸铁出货 1.9 万吨，其中 Q2 出货 1 万吨。盈利方面，我们估算公司 Q2 磷酸铁业务亏损，主要受到磷酸铁产品价格下行影响，根据鑫椤锂电数据，截至 Q2 末，磷酸铁产品行业报价为 1.23 万元/吨，较 Q1 末 1.51 万元/吨下跌约 19%，同时磷酸铁库存减值亦影响产品盈利。

图1：天赐材料年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



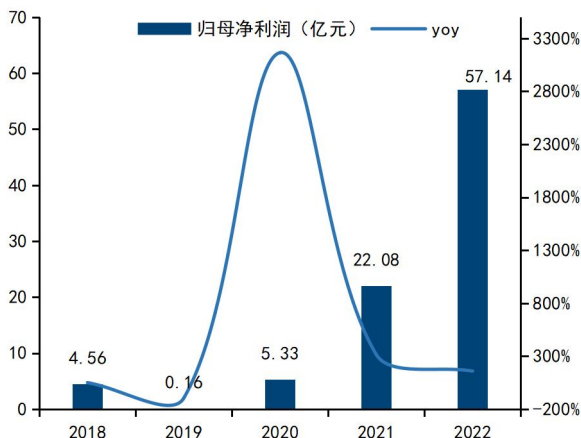
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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3：天赐材料年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

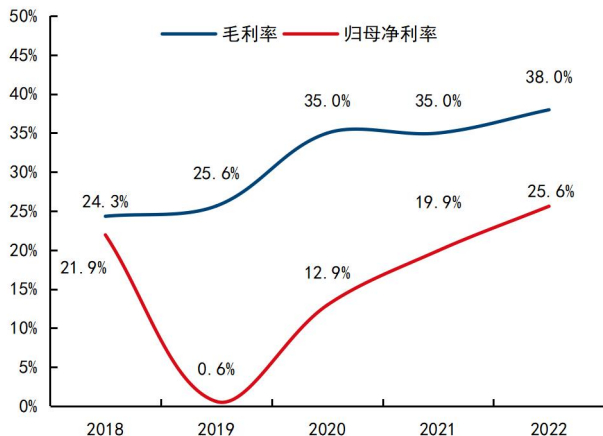
图4：天赐材料单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

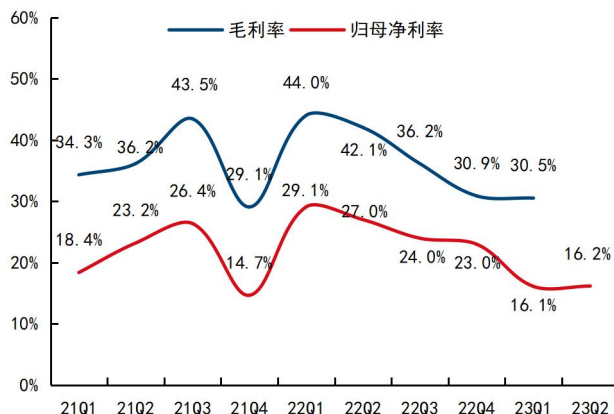
盈利能力来看，2023H1 公司毛利率 30.4%，同比-12.6pct，公司净利率 15.4%，同比-13.3pct。Q2 公司毛利率 30.3%，同比-11.7pct，环比-0.2pct，Q2 公司净利率 14.5%，同比-13.3pct，环比-1.7pct

图5：天赐材料年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

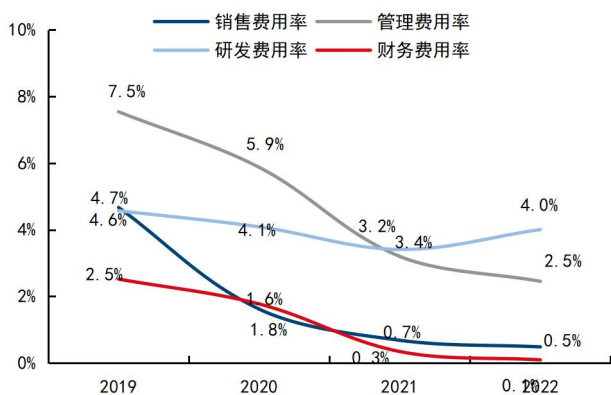
图6：天赐材料单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

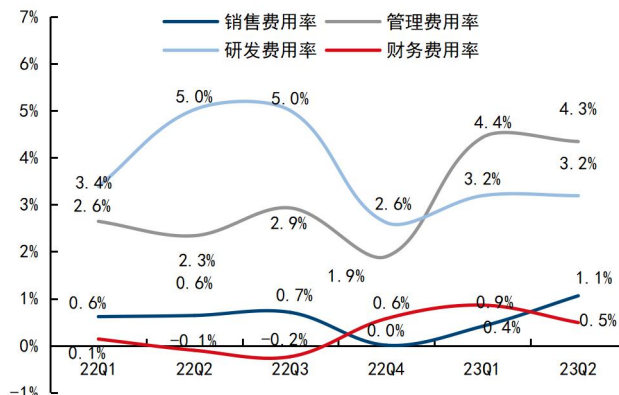
费用率来看，2023Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/4.3%/3.2%/0.5%，合计期间费用率为 9.08%，环比+0.2pct，整体较为稳定。

图7：天赐材料年度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：天赐材料单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司拟发行 GDR，计划募集资金 59.8 亿元，主要用于 1) 摩洛哥天赐 30 万吨锂电材料项目，投资金额 19.88 亿元；2) 美国德州天赐年产 20 万吨电解液项目，投资金额 14.2 亿元；3) 四川眉山天赐 30 万吨电解液项目，投资金额 10.27 亿元；4) 广东江门天赐 20 万吨电解液项目，投资金额 9.8 亿元；5) 补流资金 17.9 亿元。同时公司调整欧洲市场规划，终止捷克天赐年产 10 万吨电解液一期项目。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

基于电解液行业供需格局扰动，电解液产品价格下行，我们下调原有盈利预测，预计2023-2025年实现归母净利润分别为30.08/40.23/47.93亿元（原预测41.19/60.38/69.06亿元），同比增速分别为-47.4%/33.8%/19.1%，摊薄EPS分别为1.56/2.09/2.49元，当前股价对应PE分别为22.9/17.1/14.4倍，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（2023 年 8 月 16 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603659	璞泰来	37.05	747	1.6	1.8	2.0	22.6	20.1	18.1	增持
300073	当升科技	45.47	230.3	4.4	5.0	5.7	10.4	9.1	8.0	买入
300037	新宙邦	47.81	356.5	1.7	2.4	2.9	28.6	20.3	16.4	增持
002709	天赐材料	35.80	689.3	1.6	2.1	2.5	22.9	17.1	14.4	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2148	4664	4398	5799	7302	营业收入	11091	22317	19355	24980	31100
应收款项	3408	4656	4242	5475	6816	营业成本	7211	13843	13885	18056	23169
存货净额	1252	2374	2168	2822	3638	营业税金及附加	78	158	174	225	280
其他流动资产	2444	3485	2903	3747	3732	销售费用	76	109	135	150	155
流动资产合计	9252	15179	13711	17843	21488	管理费用	355	547	749	807	810
固定资产	3480	6970	8379	9208	9359	研发费用	378	894	716	774	777
无形资产及其他	531	824	791	758	725	财务费用	38	21	122	108	86
投资性房地产	606	2368	2368	2368	2368	投资收益	(2)	140	0	0	0
长期股权投资	30	190	190	190	190	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	13899	25531	25438	30367	34130	其他收入	(658)	(906)	(716)	(774)	(777)
短期借款及交易性金融负债	561	991	600	600	600	营业利润	2672	6872	3573	4860	5821
应付款项	2366	4721	3252	4233	5456	营业外净收支	29	(0)	60	50	30
其他流动负债	3218	2816	2106	2714	2767	利润总额	2702	6872	3633	4910	5851
流动负债合计	6146	8528	5957	7547	8824	所得税费用	394	1027	545	736	878
长期借款及应付债券	311	3965	3965	3965	3965	少数股东损益	99	130	80	150	180
其他长期负债	73	200	200	200	200	归属于母公司净利润	2208	5714	3008	4023	4793
长期负债合计	384	4165	4165	4165	4165	现金流量表（百万元）					
负债合计	6529	12693	10122	11712	12989	净利润	2208	5714	3008	4023	4793
少数股东权益	213	292	364	484	574	资产减值准备	68	(206)	219	58	28
股东权益	7157	12546	14952	18171	20568	折旧摊销	410	497	905	1146	1354
负债和股东权益总计	13899	25531	25438	30367	34130	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	38	21	122	108	86
每股收益	1.15	2.97	1.56	2.09	2.49	营运资本变动	(508)	(3300)	(758)	(1084)	(837)
每股红利	0.08	0.27	0.31	0.42	1.25	其它	24	324	(147)	62	62
每股净资产	3.72	6.52	7.77	9.44	10.68	经营活动现金流	2203	3030	3227	4206	5400
ROIC	40.34%	44.57%	17%	22%	24%	资本开支	0	(3761)	(2500)	(2000)	(1500)
ROE	30.86%	45.55%	20%	22%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	35%	38%	28%	28%	26%	投资活动现金流	101	(3921)	(2500)	(2000)	(1500)
EBIT Margin	27%	30%	19%	20%	19%	权益性融资	(5)	108	0	0	0
EBITDA Margin	31%	33%	24%	24%	23%	负债净变化	(6)	465	0	0	0
收入增长	169%	101%	-13%	29%	24%	支付股利、利息	(147)	(515)	(602)	(805)	(2397)
净利润增长率	314%	159%	-47%	34%	19%	其它融资现金流	(157)	3398	(391)	0	0
资产负债率	49%	51%	41%	40%	40%	融资活动现金流	(468)	3407	(993)	(805)	(2397)
股息率	0.2%	0.7%	0.9%	1.2%	3.5%	现金净变动	1836	2516	(266)	1401	1504
P/E	31.2	12.1	22.9	17.1	14.4	货币资金的期初余额	312	2148	4664	4398	5799
P/B	9.6	5.5	4.6	3.8	3.4	货币资金的期末余额	2148	4664	4398	5799	7302
EV/EBITDA	22.2	11.2	17.2	13.2	11.3	企业自由现金流	0	(810)	788	2285	4038
						权益自由现金流	0	3054	292	2193	3965

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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