

天赐材料 (002709.SZ) / 电力设备

证券研究报告/公司点评

2023年8月29日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 32.53 元

分析师: 曾彪

执业证书编号: S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师: 朱柏睿

执业证书编号: S0740522080002

Email: zhubr@zts.com.cn

研究助理: 王欣悦

Email: wangxy23@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,091	22,317	18,194	23,589	28,447
增长率 YoY%	169%	101%	-18%	30%	21%
净利润 (百万元)	2,208	5,714	3,344	4,405	5,311
增长率 YoY%	314%	159%	-41%	32%	21%
每股收益 (元)	1.15	2.97	1.74	2.29	2.76
每股现金流量	1.06	2.16	2.54	2.22	2.71
净资产收益率	30%	45%	21%	22%	21%
P/E	28.4	11.0	18.7	14.2	11.8
P/B	8.8	5.0	4.1	3.2	2.6

备注: 股价取自 2023 年 8 月 28 日收盘价

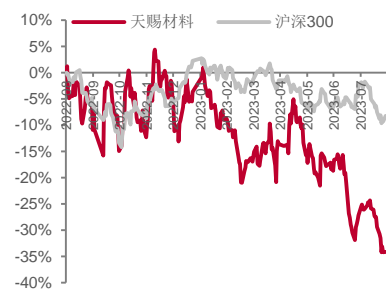
投资要点

- **事件:** 23H1 公司实现营收 79.9 亿元, 同比下降 22.9%; 归母净利润 12.9 亿元, 同比下降 55.7%; 扣非归母净利润 12.7 亿元, 同比下降 56.0%。其中, 23Q2 公司营收 36.7 亿元, 同比下降 29.6%, 环比下降 14.9%; 归母净利润 5.9 亿元, 同比下滑 57.9%, 环比下降 14.6%; 扣非归母净利润 5.9 亿元, 同比下滑 58.0%, 环比下降 14.7%。
- 海外布局方面, 公司北美项目正在做前期工厂设计, 预计建设周期为 2 年; 在欧洲的布局上, 目前公司已经与德国朗盛合作了首个 OEM 工厂, 未来也计划在摩洛哥设立子公司推动海外一体化产能建设, 持续扩大海外产能布局, 为公司更好地服务及开拓欧洲市场做准备。
- 公司拟发行 GDR, 用于海内外产能建设。公司拟发行 GDR 募资, 募集资金总额按照定价基准日的人民币对美元汇率中间价折算后不超过 59.78 亿元。扣除发行费用后的净额将用于建设摩洛哥天赐 30 万吨/年锂电材料 (包括 15 万吨/年电解液、10 万吨/年六氟磷酸锂及 5 万吨/年磷酸铁锂)、美国德州天赐 20 万吨/年电解液、四川眉山天赐 30 万吨/年电解液、广东江门天赐 20 万吨/年电解液和补充流动资金。
- 电解液方面, 公司积极推进“一体化”与“国际化”的战略布局, 稳步落实核心原材料产能建设。公司核心原材料自供比例不断提升, 六氟磷酸锂、LiFSI 自供比例达到 92% 以上, 部分核心添加剂自供比例达到 80% 以上, 有效规避供应链及原材料价格波动风险, 电解液产品市占率及盈利水平持续保持领先地位。
- 正极材料方面, 磷酸铁上半年整体开工率及销量低于预期, 主要在于原材料价格波动、下游去库存、新产能设备调试等多因素叠加影响。盈利方面, 公司 Q2 计提资产减值损失 0.36 亿元, 预计为正极材料相关存货的跌价准备。预计 Q3 随着新产能设备调试完毕以及下游需求恢复, 磷酸铁产品开工率及盈利将持续向好。目前公司磷酸铁总产能约 33 万吨, 随着宜昌天赐年产 30 万吨磷酸铁项目一期、二期投产及产能爬坡, 预计未来正极材料成本将进一步下降, 同时形成六氟磷酸锂-磷酸铁产品之间的酸循环, 构造公司核心材料的竞争优势。

基本状况

总股本 (百万股)	1,925
流通股本 (百万股)	1,384
市价 (元)	32.53
市值 (百万元)	62,631
流通市值 (百万元)	45,019

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《全球电解液龙头, 自产关键原材料》
20230423

此外，公司磷酸锰铁锂产品已经在中试的阶段，公司目标是把磷酸铁的工艺与磷酸锰铁锂打通，增强成本优势。

- 新业务方面，碳酸锂提纯产线顺利投产，公司电池拆解及回收、高纯碳酸锂提纯等业务进展顺利；公司已掌握钠离子电池电解液的解决方案和核心材料六氟磷酸钠及 NaFSI 的关键技术，产能上可实现现有产线的快速切换。此外，公司于 2022 年正式切入正负极粘结剂及锂电池用胶类产品业务，截至 2023 年 6 月 30 日，已有部分粘结剂产品顺利通过客户验证并批量销售。
- 盈利预测：考虑到行业竞争加剧影响，我们下调公司 23-25 年营业收入至 181.9、235.9、284.5 亿元（前值为 284.7、358.5、434.1 亿元），下调公司 23-25 年归母净利润至 33.4、44.1、53.1 亿元（前值为 50.4、62.2、76.8 亿元），对应 PE 估值为 18.7、14.2、11.8 倍。考虑到公司为电解液行业龙头，一体化布局下成本具备相对优势，维持“买入”评级。
- 风险提示：出货量不及预期，价格下降超预期、市场竞争加剧等风险。

图表 1: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,664	8,237	12,131	16,986	营业收入	22,317	18,194	23,589	28,447
应收票据	0	0	0	0	营业成本	13,843	12,665	16,667	20,112
应收账款	4,634	3,638	4,536	5,388	税金及附加	158	129	167	201
预付账款	343	314	413	498	销售费用	109	127	118	199
存货	2,374	2,172	2,858	3,449	管理费用	547	546	660	768
合同资产	0	0	0	0	研发费用	894	728	896	1,081
其他流动资产	3,165	2,581	3,346	4,035	财务费用	21	-36	-113	-117
流动资产合计	15,179	16,941	23,283	30,355	信用减值损失	-48	-50	-50	-50
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-40	-200	-100	-50
长期股权投资	190	190	190	190	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,381	4,191	4,085	4,052	投资收益	140	140	140	140
在建工程	2,370	2,470	2,470	2,370	其他收益	71	50	60	80
无形资产	824	1,054	1,261	1,448	营业利润	6,872	3,971	5,237	6,317
其他非流动资产	2,587	2,634	2,671	2,702	营业外收入	7	60	70	79
非流动资产合计	10,352	10,539	10,678	10,761	营业外支出	7	7	7	7
资产合计	25,531	27,480	33,961	41,116	利润总额	6,872	4,024	5,300	6,389
短期借款	798	97	226	335	所得税	1,028	604	795	958
应付票据	47	43	56	68	净利润	5,844	3,420	4,505	5,431
应付账款	4,674	4,276	5,627	6,790	少数股东损益	130	76	100	120
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,714	3,344	4,405	5,311
合同负债	1,180	962	1,247	1,504	NOPLAT	5,862	3,389	4,409	5,332
其他应付款	564	564	564	564	EPS (按最新股本摊薄)	2.97	1.74	2.29	2.76
一年内到期的非流动负债	194	194	194	194					
其他流动负债	1,072	1,050	1,167	1,271	主要财务比率				
流动负债合计	8,528	7,185	9,082	10,726	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	776	1,241	1,707	2,172	成长能力				
应付债券	3,189	3,189	3,189	3,189	营业收入增长率	101.2%	-18.5%	29.6%	20.6%
其他非流动负债	200	200	200	200	EBIT增长率	151.6%	-42.2%	30.1%	20.9%
非流动负债合计	4,165	4,630	5,096	5,561	归母公司净利润增长率	158.8%	-41.5%	31.7%	20.6%
负债合计	12,693	11,815	14,177	16,287	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,546	15,297	19,316	24,241	毛利率	38.0%	30.4%	29.3%	29.3%
少数股东权益	292	368	467	588	净利率	26.2%	18.8%	19.1%	19.1%
所有者权益合计	12,838	15,664	19,784	24,829	ROE	44.5%	21.3%	22.3%	21.4%
负债和股东权益	25,531	27,480	33,961	41,116	ROIC	45.5%	22.2%	22.8%	22.1%
					偿债能力				
					资产负债率	49.7%	43.0%	41.7%	39.6%
					债务权益比	40.2%	31.4%	27.9%	24.5%
					流动比率	1.8	2.4	2.6	2.8
					速动比率	1.5	2.1	2.2	2.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	65	82	62	63
					应付账款周转天数	90	127	107	111
					存货周转天数	47	65	54	56
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.97	1.74	2.29	2.76
					每股经营现金流	2.16	2.54	2.22	2.70
					每股净资产	6.51	7.94	10.03	12.58
					估值比率				
					P/E	11	19	14	12
					P/B	5	4	3	3
					EV/EBITDA	49	77	61	52

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。