

天赐材料 (002709.SZ)

Q4 计提减值盈利承压，24 年电解液盈利有望触底企稳

买入

核心观点

2023 公司实现归母净利润 18-20 亿元，同比-65%至-69%。天赐材料预告 2023 年实现归母净利润 18-20 亿元，同比-65%至-69%，2023Q4 实现归母净利润 0.5 亿元至 2.5 亿元，同比-82%至-96%，环比-45%至-65%。公司披露 2023 年业绩同比下行主要原因在于：1) 2023 年电解液产品价格较 2022 年大幅下行，单位盈利下降；2) 磷酸铁产品爬坡较慢，市场价格持续下行，盈利情况不佳；3) 公司年末对碳酸锂及磷酸铁产品计提资产减值损失影响公司利润。

电解液销量稳步提升，电解液盈利有望触底企稳。我们估计公司 2023Q4 实现电解液出货 11 万吨，环比-6%，2023 年全年公司电解液出货量约 40 万吨，同比+25%。按照 Q4 业绩预告归母净利润中值 1.5 亿元估算，公司 Q4 电解液单吨净利约 1400 元（环比-39%），单吨净利环比下降主要受到 Q4 电解液产品调价和公司原材料碳酸锂计提资产减值损失影响，展望 2024 年，伴随电解液行业产能出清进入尾声，同时公司加速布局碳酸锂以及资源循环业务情况下，公司电解液产品盈利有望触底企稳。

公司电解液龙头地位稳固。2023 年全球锂电池需求保持稳步增长，我们估计 2023 年锂电池出货量达到 1220GWh，同比+38%，对应全球电解液需求 134 万吨，天赐材料全球市场份额 30%，同比持平。我们预计 2024 年全球锂电池出货量 1382GWh，同比+13%，对应电解液需求 150 万吨，我们预计 2024 年天赐材料全球市场份额有望提升至 32%-34%。

磷酸铁业务盈利持续承压。我们估计公司 2023 年全年磷酸铁出货 3.9 万吨，同比+3%。受磷酸铁产品价格下降和公司磷酸铁库存计提资产减值损失影响，我们估算该业务全年亏损 1.5-2 亿，伴随后续磷酸铁产品价格企稳以及公司生产规模效应显现，公司磷酸铁业务亏损有望逐步收窄。

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。根据 SMM 上海有色网数据，2023 年电解液产品价格累计下跌 80%至 2.18 万元/吨。我们预计 2024 年电解液产品价格将逐步企稳，公司电解液单吨盈利将实现触底，我们预计 2024/2025 年公司单吨盈利均为 2500 元（同比-45%/0%），2024/2025 年电解液出货量分别为 50/60 万吨（同比+25%/+20%），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 19.39/14.89/18.67 亿元（原预测 23-25 为 22.51/24.51/27.27 亿元），同比增速分别为 -66.1%/-23.2%/25.4%，摊薄 EPS 分别为 1.01/0.77/0.97 元，当前股价对应 PE 分别为 18.5/24.2/19.3 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	15,724	16,565	19,980
(+/-%)	169.3%	101.2%	-29.5%	5.3%	20.6%
归母净利润(百万元)	2208	5714	1939	1489	1867
(+/-%)	314.4%	158.8%	-66.1%	-23.2%	25.4%
每股收益(元)	1.15	2.97	1.01	0.77	0.97
EBIT Margin	27.0%	30.3%	16.8%	11.3%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	30.9%	45.5%	13.8%	9.7%	11.5%
市盈率 (PE)	16.3	6.3	18.5	24.2	19.3
EV/EBITDA	12.5	6.7	12.7	15.1	12.6
市净率 (PB)	5.02	2.87	2.55	2.35	2.22

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	18.68 元
总市值/流通市值	35943/25870 百万元
52 周最高价/最低价	50.50/18.68 元
近 3 个月日均成交额	525.60 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) — 2023 年三季报业绩点评-业绩阶段性承压，电解液盈利有望触底企稳》——2023-11-02
- 《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》——2023-08-17
- 《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

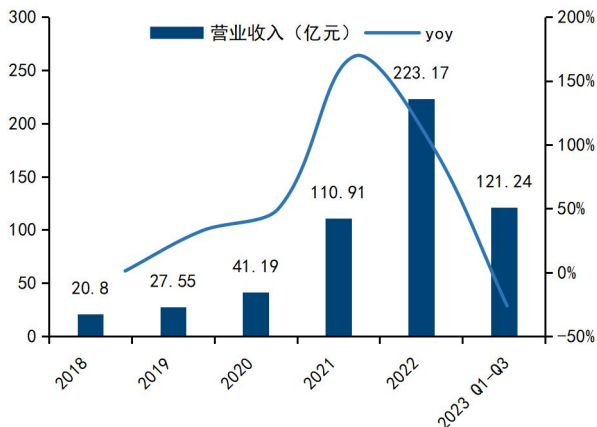
2023 公司实现归母净利润 18-20 亿元，同比-65%至-69%。天赐材料预告 2023 年实现归母净利润 18-20 亿元，同比-65%至-69%，2023Q4 实现归母净利润 0.5 亿元至 2.5 亿元，同比-82%至-96%，环比-45%至-65%。公司披露 2023 年业绩同比下行主要原因在于：1) 2023 年电解液产品价格较 2022 年大幅下行，单位盈利下降；2) 磷酸铁产品爬坡较慢，市场价格持续下行，盈利情况不佳；3) 公司年末对碳酸锂及磷酸铁产品计提资产减值损失影响公司利润。

电解液销量稳步提升，电解液盈利有望触底企稳。我们估计公司 2023Q4 实现电解液出货 11 万吨，环比-6%，2023 年全年公司电解液出货量约 40 万吨，同比+25%。按照 Q4 业绩预告归母净利润中值 1.5 亿元估算，公司 Q4 电解液单吨净利约 1400 元（环比-39%），单吨净利环比下降主要受到 Q4 电解液产品调价和公司原材料碳酸锂计提资产减值损失影响，展望 2024 年，伴随电解液行业产能出清进入尾声，同时公司加速布局碳酸锂以及资源循环业务情况下，公司电解液产品盈利有望触底企稳。

公司电解液龙头地位稳固。2023 年全球锂电池需求保持稳步增长，我们估计 2023 年锂电池出货量达到 1220GWh，同比+38%，对应全球电解液需求 134 万吨，天赐材料全球市场份额 30%，同比持平。我们预计 2024 年全球锂电池出货量 1382GWh，同比+13%，对应电解液需求 150 万吨，我们预计 2024 年天赐材料全球市场份额有望提升至 32%-34%。

磷酸铁业务盈利持续承压。我们估计公司 2023 年全年磷酸铁出货 3.9 万吨，同比+3%。受磷酸铁产品价格下降和公司磷酸铁库存计提资产减值损失影响，我们估算该业务全年亏损 1.5-2 亿，伴随后续磷酸铁产品价格企稳以及公司生产规模效应显现，公司磷酸铁业务亏损有望逐步收窄。

图1：天赐材料年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



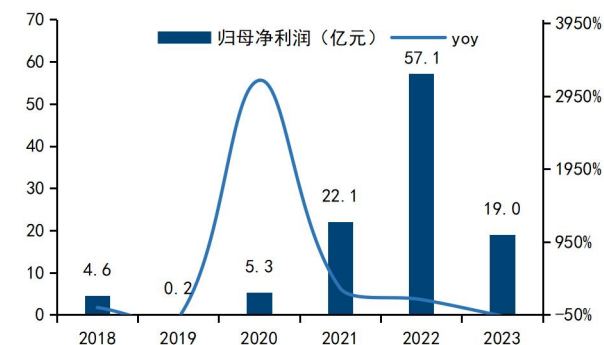
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天赐材料单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



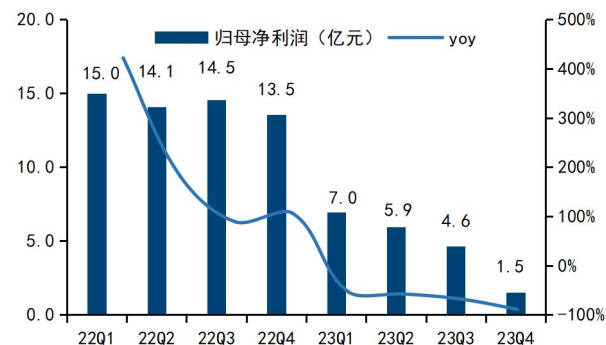
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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, 注: 2023年业绩取预告中值。

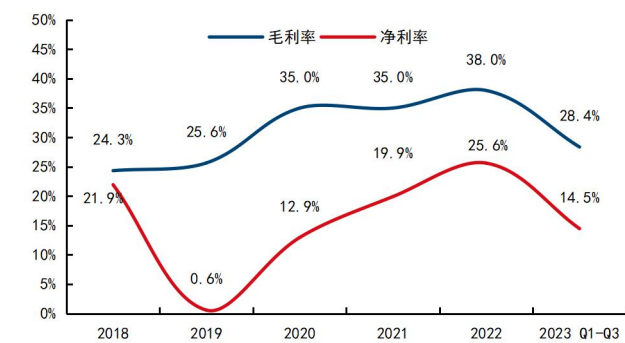
图4: 天赐材料单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 2023年业绩取预告中值。

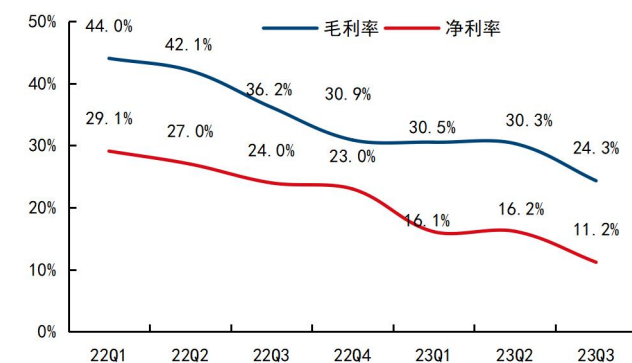
盈利能力来看, 公司 2023 年前三季度毛利率约 28.4%, 环比-9.6pct, 净利率约 14.5%, 同比-14pct。2023Q3 毛利率 24.3%, 环比-6pct, 净利率 11.2%, 环比-5pct。

图5: 公司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

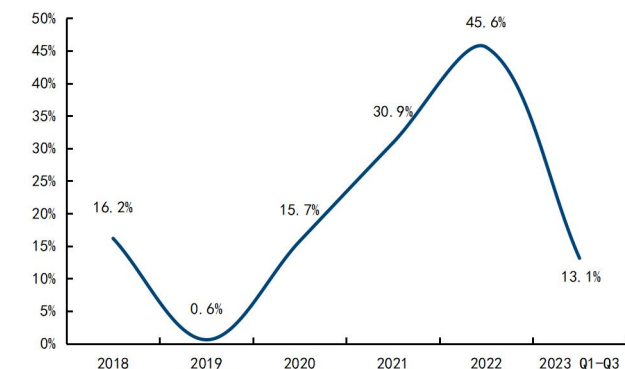
图6: 公司单季度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

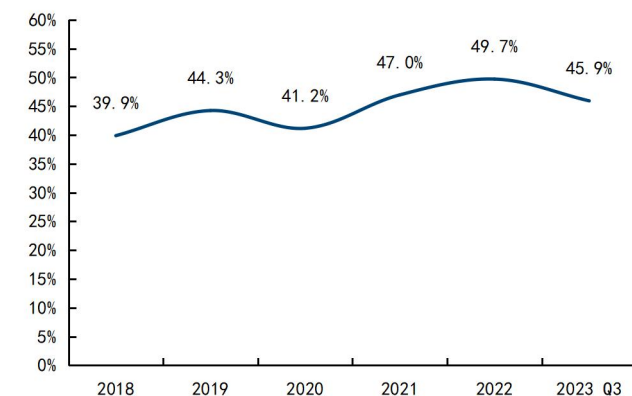
2019 年-2022 年公司净资产收益率 (ROE) 稳步增长, 2022 年 ROE 达到 45.6%, 2023 年前三季度公司 ROE 为 13.1%。偿债能力方面, 公司整体资产负债率较为稳定, 截至 2023Q3, 公司资产负债率为 45.9%。

图7: 公司年度净资产收益率 (ROE) (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司年度资产负债率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:下调盈利预测,维持“买入”评级。

根据 SMM 上海有色网数据,2023 年电解液产品价格累计下跌 80%至 2.18 万元/吨。我们预计 2024 年电解液产品价格将逐步企稳,公司电解液单吨盈利将实现触底,我们预计 2024/2025 年公司单吨盈利均为 2500 元(同比-45%/0%),2024/2025 年电解液出货量分别为 50/60 万吨(同比+25%/+20%),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 19.39/14.89/18.67 亿元(原预测 23-25 为 22.51/24.51/27.27 亿元),同比增速分别为-66.1%/-23.2%/25.4%,摊薄 EPS 分别为 1.01/0.77/0.97 元,当前股价对应 PE 分别为 18.5/24.2/19.3 倍,维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表(2024 年 1 月 31 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	
688005	容百科技	28.5	138.0	2.4	3.0	3.9	12.0	9.5	7.4	增持
300073	当升科技	31.8	161.1	4.0	4.2	4.6	7.9	7.7	6.9	买入
300037	新宙邦	37.19	280.4	1.5	2.0	2.7	24.1	18.2	13.9	增持
002709	天赐材料	18.68	359.4	1.0	0.8	1.0	18.5	24.2	19.3	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	4467	4942	5291	营业收入	11091	22317	15724	16565	19980
应收款项	3408	4656	3446	3631	4379	营业成本	7211	13843	11628	13251	16017
存货净额	1252	2374	1786	2014	2439	营业税金及附加	78	158	110	116	140
其他流动资产	2444	3485	2359	2485	2398	销售费用	76	109	94	99	120
流动资产合计	9252	15179	12058	13072	14506	管理费用	355	547	646	629	712
固定资产	3480	6970	8208	8999	9121	研发费用	378	894	598	596	679
无形资产及其他	531	824	791	758	725	财务费用	38	21	122	114	108
投资性房地产	606	2368	2368	2368	2368	投资收益	(2)	140	40	40	40
长期股权投资	30	190	190	190	190	资产减值及公允价值变动	0	0	(180)	(40)	(30)
资产总计	13899	25531	23615	25386	26910	其他收入	(658)	(906)	(598)	(596)	(679)
短期借款及交易性金融负债	561	991	600	600	600	营业利润	2672	6872	2386	1759	2214
应付款项	2366	4721	2679	3022	3658	营业外净收支	29	(0)	40	40	30
其他流动负债	3218	2816	1736	1943	1876	利润总额	2702	6872	2426	1799	2244
流动负债合计	6146	8528	5015	5564	6135	所得税费用	394	1027	437	270	337
长期借款及应付债券	311	3965	3965	3965	3965	少数股东损益	99	130	50	40	40
其他长期负债	73	200	200	200	200	归属于母公司净利润	2208	5714	1939	1489	1867
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	9180	9729	10300	净利润	2208	5714	1939	1489	1867
少数股东权益	213	292	337	369	389	资产减值准备	68	(206)	210	56	27
股东权益	7157	12546	14097	15288	16222	折旧摊销	410	497	905	1146	1354
负债和股东权益总计	13899	25531	23615	25386	26910	公允价值变动损失	0	0	180	40	30
关键财务与估值指标						财务费用	38	21	122	114	108
每股收益	1.15	2.97	1.01	0.77	0.97	营运资本变动	(508)	(3300)	13	66	(489)
每股红利	0.08	0.27	0.20	0.15	0.48	其它	24	324	(165)	(24)	(7)
每股净资产	3.72	6.52	7.32	7.94	8.43	经营活动现金流	2203	3030	3082	2773	2782
ROIC	40.34%	44.57%	12%	9%	10%	资本开支	0	(3761)	(2500)	(2000)	(1500)
ROE	30.86%	45.55%	14%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	35%	38%	26%	20%	20%	投资活动现金流	101	(3921)	(2500)	(2000)	(1500)
EBIT Margin	27%	30%	17%	11%	12%	权益性融资	(5)	108	0	0	0
EBITDA Margin	31%	33%	23%	18%	18%	负债净变化	(6)	465	0	0	0
收入增长	169%	101%	-30%	5%	21%	支付股利、利息	(147)	(515)	(388)	(298)	(934)
净利润增长率	314%	159%	-66%	-23%	25%	其它融资现金流	(157)	3398	(391)	0	0
资产负债率	49%	51%	40%	40%	40%	融资活动现金流	(468)	3407	(779)	(298)	(934)
股息率	0.4%	1.4%	1.1%	0.8%	2.6%	现金净变动	1836	2516	(197)	475	349
P/E	16.3	6.3	18.5	24.2	19.3	货币资金的期初余额	312	2148	4664	4467	4942
P/B	5.0	2.9	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	2148	4664	4467	4942	5291
EV/EBITDA	12.5	6.7	12.7	15.1	12.6	企业自由现金流	0	(810)	589	804	1330
						权益自由现金流	0	3054	98	707	1238

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