

2023年2月28日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

21

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/2/28)	19.48
深证成指(2024/2/28)	9047.10
股价 12 个月高/低	47.68/16.07
总发行股数(百万)	1924.16
A 股数(百万)	1384.89
A 市值(亿元)	269.78
主要股东	徐金富(36.31%)
每股净值(元)	6.94
股价/账面净值	2.81
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.7 -19.7 -56.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021.12.30	58.62	买进
2022.9.22	47.12	买进

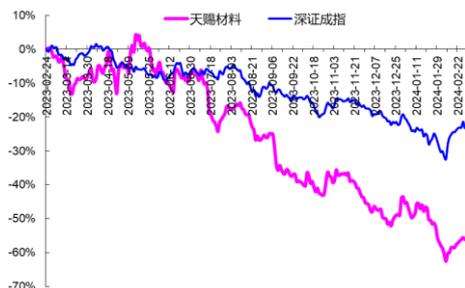
产品组合

锂离子电池材料产品	87.8%
日化材料及特种化学品	9.9%
其他	2.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	21.1%
一般法人	6.2%

股价相对大盘走势



天賜材料 (002709.SZ)

Trading Buy 区间操作

供需格局宽松，业绩同比下降

事件:

公司发布2023年业绩快报，全年预计实现营收155.06亿元，yoy-31%，实现归母净利润19.08亿元，yoy-66.61%，处于业绩预告中值，符合预期。其中Q4单季预计实现营收33.82亿元，yoy-43%，qoq-18%，归母净利润1.56亿元，yoy-88%，qoq-66%。

结论与建议:

2023年锂电产业链产能快速扩张，叠加原材料价格大幅降低，盈利能力整体下滑。公司主营产品电解液量增价减，正极前驱体磷酸铁预计亏损，叠加原材料和产品计提资产减值损失，公司全年利润同比降幅较大。当前电解液处于盈利底部区间，预计2024年将维持宽松的供需格局。公司作为行业龙头企业，全产业链布局完善，盈利水平在行业内属于较高水平，静待行业整体供需格局优化。目前公司估值合理，维持“区间操作”评级。

- 产品价格下滑，影响公司盈利业绩:** 2023年锂电产业链价格降幅较大，公司主营产品电解液价格自2023年初的5.6万元/吨降至年末2.25万元/吨，降幅达62%，关键电解质六氟磷酸锂价格从24.2万元/吨降至6.4万元/吨，降幅达73%；正极材料前驱体磷酸铁价格从2.2万元/吨降至1.1万元/吨，降幅达50%，主营产品价格下滑影响公司利润。销量方面，我们预计公司电解液全年出货量在40万吨左右，yoy+25%，整体呈现稳定增长状态。此外，受原材料和产品跌价影响，公司碳酸锂及正极材料磷酸铁计提存货跌价准备有所增加，进一步拉低了公司盈利水平。
- 盈利触底，单季业绩承压:** 公司Q4业绩环比降幅较大，主要是电解液价格下滑和计提资产减值损失影响。Q4单季电解液均价为2.28万元/吨，qoq-29%，六氟磷酸锂均价8.47万元/吨，qoq-34%。我们预计Q4公司电解液出货11万吨，环比略有降低。Q4公司主营产品电解液量价均呈现环比下滑态势。正极前驱体版块，30万吨磷酸铁产能仍在释放，成本不具备优势，且磷酸铁价格下滑，版块预计亏损。此外，公司年末计提碳酸锂和正极材料资产减值损失，拉低单季业绩。当前来看，电解液盈利处于底部区间，行业内部分产能已经处于亏损状态，利润进一步下滑的空间较小。
- 供给格局宽松，静待行业回暖:** 近两年，电解液产能快速增长，据EVTank，2023年中国电解液出货量达113.8万吨，yoy+27.7%，公司国内市占率达34.7%，较2022年有所下滑。2024年电解液依然有大量产能规划建设，目前电解液产能已处于过剩状态，供过于求的局面短时间内难以更改。公司未来几年没有大的新增产能规划，海外在北美、摩洛哥、欧洲均有布局。公司六氟自供比例高，且提前布局了双氟磺酰亚胺锂产能，高毛利产品占比提高，看好公司维持当前成本优势，静待行业落后产能出清。我们预计2024年电解液价格维持底部区间，但考虑到2023年上半年电解液价格处于较高水平，拉高了全年均价，预计2024年电解液均价将和2023年Q4相当，在2万元左右，公司整体毛利水平预计仍将下滑。正极前驱体版块，磷酸铁行业供需也处于宽松状态，但公司产能爬坡后，单位成本预计下降，我们预计公司此版块亏损将减少。
- 盈利预测:** 考虑到锂电行业供给格局宽松，我们下修盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计公司2023/2024/2025年实现净利润19.1/13.3/16.0亿元（前值29.2/44.6亿元），yoy-67%/-31%/+21%，折合EPS为0.99/0.69/0.83元，目前A股股价对应的PE为20/29/24倍，估值合理，维持“区间操作”评级。
- 风险提示:** 1、公司产品价格不及预期；2、在建项目进度不及预期

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,208	5,714	1,909	1,327	1,605
同比增减	%	314.42%	158.77%	-66.59%	-30.51%	20.99%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.30	2.97	0.99	0.69	0.83
同比增减	%	135.80%	28.91%	-66.54%	-30.51%	20.99%
A 股市盈率(P/E)	X	8.47	6.57	19.63	28.25	23.35
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.6	0.2	0.2	0.2
股息率 (Yield)	%	2.57%	3.08%	1.03%	1.03%	1.03%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11091	22317	15508	13664	16251
经营成本	7211	13843	11575	10934	13019
研发费用	378	894	621	493	527
营业税金及附加	78	158	110	97	115
销售费用	76	109	75	66	79
管理费用	355	547	609	429	510
财务费用	38	21	134	118	141
资产减值损失	-241	-40	-112	-22	-24
投资收益	-2	140	28	36	38
营业利润	2672	6872	2311	1600	1935
营业外收入	35	7	7	8	8
营业外支出	6	7	14	4	5
利润总额	2702	6872	2296	1596	1931
所得税	394	1027	343	239	289
少数股东损益	99	130	43	30	36
归属于母公司股东权益	2208	5714	1909	1327	1605

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2148	4664	3956	2330	1424
应收账款	3386	4634	3707	4448	5338
存货	1252	2374	950	997	1047
流动资产合计	9252	15179	14842	14349	15670
长期股权投资	30	190	199	209	219
固定资产	2493	4381	5696	6265	6892
在建工程	987	2588	2330	2796	3355
非流动资产合计	4648	10352	11872	13179	14664
资产总计	13899	25531	26715	27529	30334
流动负债合计	6146	8528	8170	7947	9450
非流动负债合计	384	4165	4187	4343	4527
负债合计	6529	12693	12357	12290	13978
少数股东权益	213	292	326	346	372
股东权益合计	7370	12838	14358	15239	16357
负债及股东权益合计	13899	25531	26715	27529	30334

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	2047	4164	1666	1499	1649
投资活动产生的现金流量净额	-1758	-5107	-3064	-3677	-2941
筹资活动产生的现金流量净额	1553	3451	690	552	386
现金及现金等价物净增加额	1836	2519	-708	-1626	-906

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证① @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证① @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。