

天赐材料(002709)

存货减值影响净利，海外布局未来可期

行业：电力设备/电池
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：20.02元
 目标价格：24.49元

事件：

公司发布2023年年度报告，2023年实现营收154.05亿元，同比-30.97%，归母净利润18.91亿元，同比-66.92%。23Q4实现营收32.81亿元，同比-44.29%，环比-20.71%，归母净利润1.39亿元，同比-89.74%，环比-70.02%。

➤ 存货减值叠加毛利下降影响净利

23年公司正极材料前驱体磷酸铁产品产能爬坡缓慢，盈利能力不及预期。随着23年碳酸锂价格大幅下跌，导致公司23年全年计提存货减值损失1.71亿元，占23年全年归母净利润9%，影响公司净利。23Q4公司已主动开展碳酸锂期货套期保值以应对原材料价格波动。此外，23年全年公司锂电池材料毛利率25.26%，同比-13.29pct，导致公司利润下降。

➤ 产能不断提升，新产品加速落地

公司30万吨磷酸铁项目已投入试产，完成后公司将形成33万吨磷酸铁产能，有望进一步降低正极生产成本。目前公司年产15.2万吨锂电新材料项目已在试产中，进一步强化了公司电解液成本优势。23年公司核心原材料六氟磷酸锂、LiFSI自供比例达93%以上，公司加快研发LiFSI电解液配方产品，23年第三季度LiFSI添加比例已超过2%，24年有望提升至3%左右，新产品加速落地有望带来业绩不断提升。

➤ 海外布局持续落地，有望贡献业绩新增长点

公司加速海外生产布局，德国OEM工厂开始批量生产及供货，目前已具备1.3万吨电解液年产能。此外，公司积极布局北美与摩洛哥生产基地建设，23年规划在北美地区建设电解液产能为主，预计建设周期2年；摩洛哥项目除电解液外也计划布局六氟磷酸锂配套材料以及正极材料。我们预计经过产能爬坡，海外市场将打造公司业绩第二增长点。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司24-26年营收分别为149.93/189.20/231.02亿元，同比增速分别为-2.67%/26.19%/22.10%；归母净利润分别为15.13/17.72/24.45亿元，对应增速分别为-19.95%/17.06%/38.01%，三年CAGR为8.94%；对应PE分别为26/22/16倍，EPS分别为0.79/0.92/1.27元/股。参照可比公司估值，我们给予公司24年31倍PE，目标价24.49元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；电解液需求不及预期；原材料价格大幅波动风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,924.16/1,384.89
流通A股市值(百万元)	27,725.43
每股净资产(元)	6.84
资产负债率(%)	43.36
一年内最高/最低(元)	47.68/16.07

股价相对走势



作者

分析师：贺朝晖
 执业证书编号：S0590521100002
 邮箱：hezhang@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22317	15405	14993	18920	23102
增长率(%)	101.22%	-30.97%	-2.67%	26.19%	22.10%
EBITDA(百万元)	7405	3197	2549	2806	3551
归母净利润(百万元)	5714	1891	1513	1772	2445
增长率(%)	158.77%	-66.92%	-19.95%	17.06%	38.01%
EPS(元/股)	2.97	0.98	0.79	0.92	1.27
市盈率(P/E)	6.7	20.4	25.5	21.7	15.8
市净率(P/B)	3.1	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.6	16.3	16.0	13.5	10.0

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年03月25日收盘价

相关报告

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4664	2290	1460	3710	5174
应收账款+票据	7127	5403	6162	5702	6962
预付账款	343	344	335	423	517
存货	2374	1172	1583	2238	2414
其他	672	727	488	616	752
流动资产合计	15179	9936	10029	12690	15818
长期股权投资	190	401	408	414	421
固定资产	4381	7430	7865	8344	8792
在建工程	2588	2013	1417	746	75
无形资产	824	1215	1012	810	607
其他非流动资产	2368	2981	2963	2945	2945
非流动资产合计	10352	14041	13666	13260	12841
资产总计	25531	23977	23695	25949	28659
短期借款	798	1249	0	0	0
应付账款+票据	4721	3421	3465	4453	5282
其他	3010	1275	1670	2146	2561
流动负债合计	8528	5944	5135	6599	7843
长期带息负债	3965	4227	3280	2345	1428
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	200	225	225	225	225
非流动负债合计	4165	4453	3506	2570	1653
负债合计	12693	10397	8640	9169	9496
少数股东权益	292	225	186	141	78
股本	1927	1924	1924	1924	1924
资本公积	1944	1818	1818	1818	1818
留存收益	8675	9612	11125	12897	15342
股东权益合计	12838	13580	15054	16780	19163
负债和股东权益总计	25531	23977	23695	25949	28659

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22317	15405	14993	18920	23102
营业成本	13843	11412	11559	14855	17620
营业税金及附加	158	101	104	131	160
营业费用	109	101	120	151	185
管理费用	1441	1286	1109	1457	2079
财务费用	21	149	158	65	-31
资产减值损失	-40	-182	-182	-182	-182
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	140	38	39	39	39
其他	28	131	57	57	57
营业利润	6872	2343	1857	2175	3002
营业外净收益	0	-19	3	3	3
利润总额	6872	2324	1861	2178	3006
所得税	1027	482	386	452	623
净利润	5844	1842	1475	1726	2382
少数股东损益	130	-48	-39	-45	-63
归属于母公司净利润	5714	1891	1513	1772	2445

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	101.22%	-30.97%	-2.67%	26.19%	22.10%
EBIT	151.57%	-64.12%	-18.41%	11.15%	32.62%
EBITDA	134.24%	-56.82%	-20.26%	10.05%	26.55%
归属于母公司净利润	158.77%	-66.92%	-19.95%	17.06%	38.01%
获利能力					
毛利率	37.97%	25.92%	22.90%	21.49%	23.73%
净利率	26.19%	11.96%	9.84%	9.12%	10.31%
ROE	45.55%	14.16%	10.18%	10.65%	12.81%
ROIC	94.04%	14.50%	9.35%	10.34%	14.81%
偿债能力					
资产负债率	49.72%	43.36%	36.47%	35.33%	33.14%
流动比率	1.8	1.7	2.0	1.9	2.0
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.4	1.6
营运能力					
应收账款周转率	3.1	2.9	2.4	3.3	3.3
存货周转率	5.8	9.7	7.3	6.6	7.3
总资产周转率	0.9	0.6	0.6	0.7	0.8
每股指标(元)					
每股收益	3.0	1.0	0.8	0.9	1.3
每股经营现金流	2.2	1.2	0.9	1.8	1.3
每股净资产	6.4	6.8	7.6	8.5	9.8
估值比率					
市盈率	6.7	20.4	25.5	21.7	15.8
市净率	3.1	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.6	16.3	16.0	13.5	10.0
EV/EBIT	12.4	21.0	20.2	16.8	11.9

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5844	1842	1475	1726	2382
折旧摊销	512	724	531	562	576
财务费用	21	149	158	65	-31
存货减少(增加为“-”)	-1122	1202	-412	-655	-175
营运资金变动	-2394	-696	-483	1053	-421
其它	1303	-966	398	642	162
经营活动现金流	4164	2254	1667	3394	2493
资本支出	-3554	-3077	-150	-150	-150
长期投资	-1474	-798	0	0	0
其他	-79	-17	7	7	7
投资活动现金流	-5107	-3893	-143	-143	-143
债权融资	4007	714	-2196	-935	-917
股权融资	967	-2	0	0	0
其他	-1523	-1498	-158	-65	31
筹资活动现金流	3451	-787	-2354	-1001	-886
现金净增加额	2519	-2421	-830	2250	1464

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 25 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼