

分析师: 牟国洪
 登记编码: S0730513030002
 mough@ccnew.com 021-50586980

行业竞争加剧, 业绩短期承压

——天赐材料(002709)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

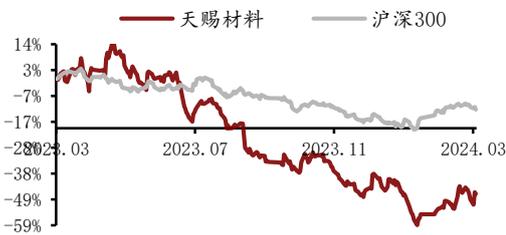
市场数据(2024-03-27)

收盘价(元)	21.76
一年内最高/最低(元)	46.89/16.63
沪深 300 指数	3,502.79
市净率(倍)	3.18
流通市值(亿元)	301.35

基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	6.84
每股经营现金流(元)	1.18
毛利率(%)	25.92
净资产收益率_摊薄(%)	14.16
资产负债率(%)	43.36
总股本/流通股(万股)	192,415.67/138,488.68
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 马焱琦
 电话: 021-50586973
 地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
 邮编: 200122

发布日期: 2024 年 03 月 28 日

事件: 公司公布 2023 年年度报告。

投资要点:

- **公司业绩短期承压。**2023 年, 公司实现营收 154.05 亿元, 同比下降 30.79%; 营业利润 23.43 亿元, 同比下降 65.90%; 净利润 18.91 亿元, 同比下降 66.92%; 扣非后净利润 18.24 亿元, 同比下降 67.08%; 经营活动产生的现金流净额 22.74 亿元, 同比下降 45.38%; 基本每股收益 0.99 元, 加权平均净资产收益率 14.78%, 利润分配预案为每 10 股派发现金红利 3 元(含税)。其中, 公司第四季度实现营收 32.81 亿元, 环比下降 20.71%; 净利润 1.39 亿元, 环比下降 70.02%。2023 年, 公司非经常损益合计 6683 万元, 其中政府补助 8726 万元。目前, 公司主营业务为精细化工新材料的研发、生产和销售, 主要产品包括锂离子电池材料、日化材料及特种化学品, 锂离子电池材料为公司主要收入来源。
- **我国新能源汽车销售和动力电池产量持续增长, 带动电解液需求增长。**中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示: 2023 年我国新能源汽车合计销售 944.81 万辆, 同比增长 37.48%, 合计占 31.45%; 其中新能源汽车合计出口 120.3 万辆, 同比增长 77.6%。2024 年 1-2 月, 我国汽车销售 120.60 万辆, 同比增长 29.30%, 合计占比 29.98%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加, 我国动力电池和其他电池产量持续增长。2023 年我国动力电池和其他电池合计产量 778.10GWh, 同比增长 42.5%; 其中出口 152.6GW。2024 年 1-2 月, 我国动力和其他电池合计产量 108.8GWh, 累计同比增长 29.5%; 其中出口 16.6GWh。2023 年 12 月中央经济工作会议明确要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展, 2024 年延续和优化了新能源汽车车辆购置税减免政策; 动力电池上游原材料价格回落有助于动力电池降价及提升新能源汽车性价比, 总体预计 2024 年我国汽车销售仍将保持两位数增长, 对应电池上游电解液等关键材料需求将持续增长。高工锂电统计显示: 2022 年, 我国电解液出货 84.4 万吨, 同比增长 68.80%; 2023 年出货 111 万吨, 同比增长 31.52%。展望 2024 年, 在下游整车降价和降本趋势下, 锂电企业在持续提升产品性能基础上要最求极致性价比, 为此降本将持续成为行业主旋律; 电解液细分领域出货预计仍将保持两位数增长。
- **公司锂电材料业务短期承压, 产业一体化优势显著。**公司锂电材料主要包括锂电池电解液和磷酸铁锂正极材料, 并围绕布局了六氟磷酸锂、新型电解质、添加剂、磷酸铁、碳酸锂加工和锂辉石精矿等

关键原材料，战略布局锂电池循环再生业务；同时通过自主研究和收购方式在 2022 年正式切入正负极粘结剂和锂电池用胶类产品业务。2016-2020 年，公司锂离子电池材料营收在公司营收中占比总体稳定在 65%左右；2021-2022 年，公司锂电材料营持续实现翻倍增长，且营收占比显著提升，由 2020 年的 64.57%提升至 2022 年的 93.30%，主要原因一方面是公司锂离子电池材料销量持续增长，如 2022 公司锂离子电池材料合计销量同比增长 92.0%，其次 2021 年行业价格显著增长。2023 年，公司锂离子电池材料合计销量 61.21 万吨，同比增长 42.07%，产能利用率为 39%-63%，其中电解液销量 39.6 万吨，同比增长约 24%；对应锂离子电池材料营收合计 141.04 亿元，同比下降 32.26%，主要系锂电产业相关产品价格同比显著下滑，如百川盈孚统计显示，2023 年电解液均价为 3.40 万元/吨，同比下降 59.31%，其中公司第一大客户 CATL 实现销售 81.18 亿元，占年度销售总额比例为 52.70%。

2023 年，公司锂离子电池材料核心原材料自供比例持续提升，液体六氟磷酸锂、LiFSI 自供比例达到 93%以上，部分核心添加剂自供比例在 80%以上，第三方数据显示公司电解液国内市场占有率提升至 36.4%。产能布局方面，国内重点落地四川电解液产能、池州液体六氟磷酸锂产能、宜昌磷酸铁产能及九江碳酸锂提纯产能；海外方面，德国 OEM 工厂顺利投产，北美电解液项目持续推进，已于 2023 年 6 月份购买土地；在韩国设立配样室，精准配套 LG、SDI 等韩国客户。资源循环业务方面，公司碳酸锂提纯产线顺利投产，并着手于碳酸锂湿法冶炼工艺研发；其它锂电材料方面，部分粘合剂产品顺利通过客户验证并批量销售，电池用胶类产品已形成一定市场规模。

展望 2024 年，考虑公司锂离子电池材料全球布局，以及电解液产业链具备一定行业地位和一体化优势，如公司液体六氟磷酸锂单位产能投资和生产成本均显著低于行业平均水平，获得了国际大客户高度认可，预计公司锂离子电池材料出货仍将持续增长，锂电产业链价格总体保持在相对合理水平，但全年均价与 2023 年行业均价相比预计仍承压。

- **公司盈利能力回落，预计 2024 年将环比四季度改善。**2023 年，公司销售毛利率 25.92%，同比大幅回落 12.05 个百分点。其中，第四季度毛利率为 16.96%，环比第三季度回落 7.36 个百分点，为近年来新低，主要系锂电产业链产能持续释放导致细分领域价格显著下降，且行业竞争加剧。2023 年公司分产品毛利率显示：锂离子电池材料为 25.26%，同比回落 13.29 个百分点；日化材料及特种化学品为 35.84%，同比提升 6.01 个百分点。公司持续注重研发投入，2023 年公司研发投入 6.46 亿元，研发投入占营业收入比例为 4.19%，较 2022 年提升 0.18 个百分点。截止 2023 年底，公司专利申请数共 834 项，其中获得授权 472 项，包括发明专利 280 项。电解液价格前期显著回调，近期总体稳定，结合公司行业地位及产业链布局，预计 2024 年公司盈利能力环比 2023 年四季度将改善。
- **关注碳酸锂项目建设进展。**2023 年 12 月，公司公布关于投资建

设年产 3 万吨碳酸锂项目的公告:项目由子公司天赐资源新华投资建设“年产 3 万吨碳酸锂项目”,总投资不超过 10.7 亿元,项目建设周期为 14 个月。项目实施是公司基于锂电池产业链一体化布局背景下,对公司资源线上游选矿和下游高纯碳酸锂和氟化锂衔接具有重要意义,项目投产后有助于进一步提升公司电解液核心原料供应链上的战略布局、提升电解液及磷酸铁锂产品的成本优势、增强公司盈利能力,后续积极关注项目建设进展。

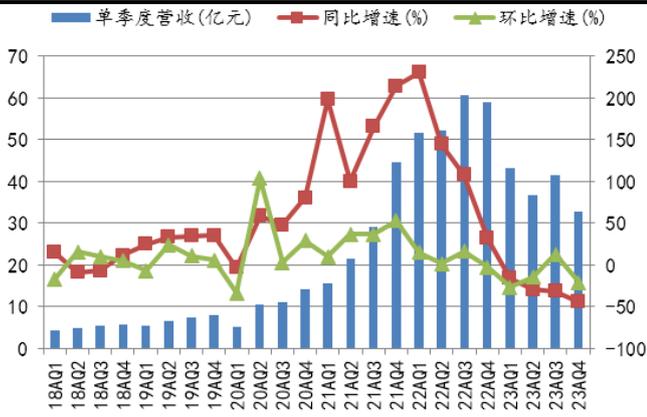
- **首次给予公司“增持”投资评级。**预测公司 2024-2025 年摊薄后的每股收益分别为 0.65 元与 1.07 元,按 3 月 27 日 21.76 元收盘价计算,对应的 PE 分别为 33.23 倍与 20.34 倍。目前估值相对行业水平合理,结合行业发展前景及公司行业地位,首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示: 行业竞争加剧;我国新能源汽车销售不及预期;产业链价格大幅波动;汇率大幅波动。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,317	15,405	14,697	18,102	21,520
增长比率(%)	101.22	-30.97	-4.59	23.17	18.88
净利润(百万元)	5,714	1,891	1,260	2,058	2,450
增长比率(%)	158.77	-66.92	-33.35	63.33	19.03
每股收益(元)	2.97	0.98	0.65	1.07	1.27
市盈率(倍)	7.33	22.15	33.23	20.34	17.09

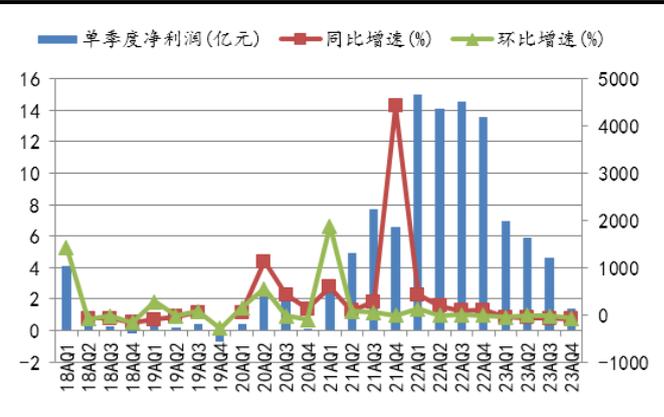
资料来源:中原证券,聚源

图 1：公司单季度营收及增速



资料来源：中原证券，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



资料来源：中原证券，Wind

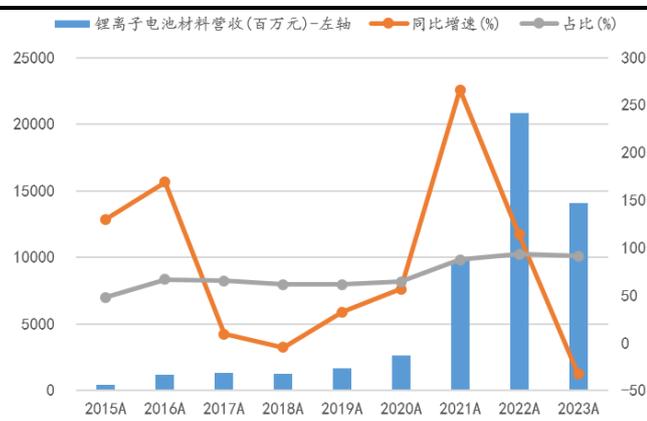
表 1：公司锂离子电池材料产销量及产能概况

类别	2021A	2022A	2023A	同比增速 (%)
锂离子电池材料产量(吨)	224681.50	439146.86	618652	40.88
锂离子电池材料销量(吨)	224387.19	430822.38	612081	42.07
锂离子电池材料设计产能(吨)	205860	510952	905598	77.24
锂离子电池材料产能利用率 (%)	70-110	80-100	39-63	-
锂离子电池材料在建产能(吨)	1232000	1695000	~1200000	-

注：目前主要的在建项目：41,000t/a 锂离子电池材料项目（一期）、年产 9.5 万吨锂电基础材料及 10 万吨二氯丙醇项目、年产 20 万吨锂电材料项目、年产 30 万吨磷酸铁项目（二期）、年产 30 万吨锂电池电解液改扩建和 10 万吨铁锂电池拆解回收项目、年产 20 万吨锂电池电解液项目和 10 万吨锂离子电池回收项目、年产 20 万吨锂电池电解液改扩建和 10 万吨铁锂电池回收项目、年产 75500 吨锂电基础材料项目、年产 25000 吨磷酸铁锂正极材料、年产 8 万吨锂电添加剂材料项目

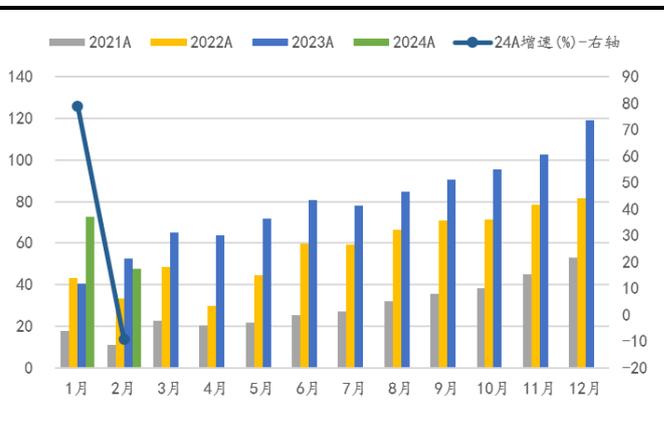
资料来源：中原证券，公司公告

图 3：公司锂电材料营收、增速及占比



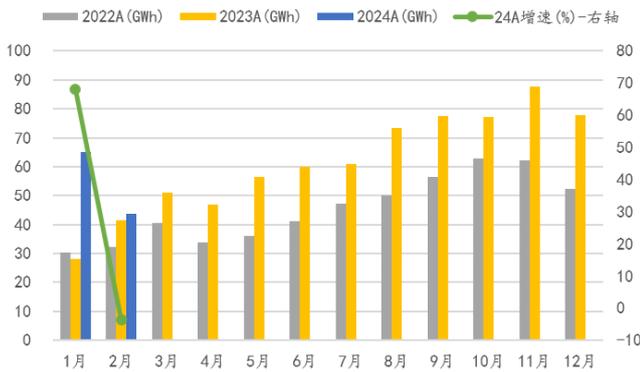
资料来源：中原证券，Wind

图 4：我国新能源汽车销售及增速



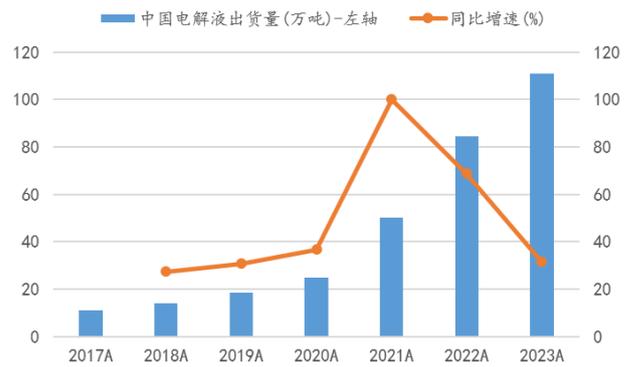
资料来源：中原证券，中汽协

图 5：我国动力和其他电池产量及增速



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中原证券(注：2024 年 1 月统计口径变为动力和其他电池，增速为联盟公布值)

图 6：我国电解液出货及增速



资料来源：中原证券，高工锂电

图 7：六氟磷酸锂价格曲线



资料来源：中原证券，百川盈孚

图 8：电解液价格曲线



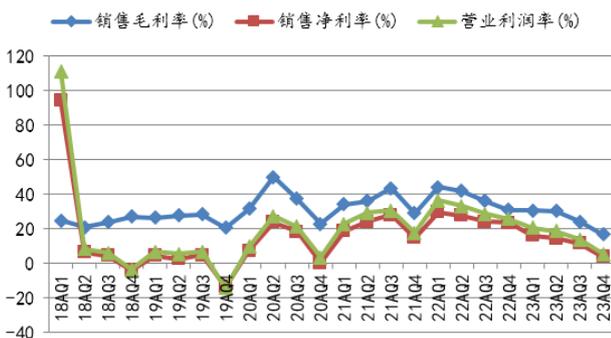
资料来源：中原证券，百川盈孚

表 2：电解液产业链相关材料价格(万元/吨)概况

	2022 年 均价	2023 年 均价	同比增 速 (%)	2024 年以来 (至 3.25) 均价	较 2023 年均 价增速 (%)	2024. 3. 25.
电池级碳酸锂 (万元/吨)	49.17	26.12	-46.89	10.13	-61.21	11.20
六氟磷酸锂 (万元/吨)	35.41	13.04	-63.18	6.54	-49.85	7.20
电解液 (万元/吨)	8.36	3.40	-59.31	2.10	-38.27	2.10

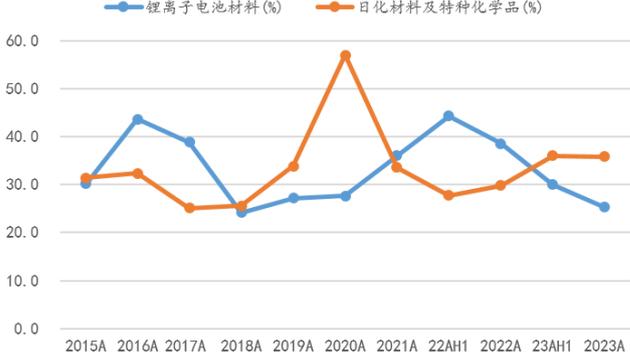
资料来源：中原证券，百川盈孚 (注：均价根据百川盈孚高频报价计算得出，非实际成交均价)

图 9：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

图 10：公司主营产品盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,179	9,936	10,351	11,602	13,700
现金	4,664	2,290	2,388	3,033	3,134
应收票据及应收账款	4,634	4,295	3,674	3,771	5,288
其他应收款	23	18	21	22	27
预付账款	343	344	414	420	525
存货	2,374	1,172	1,969	2,057	2,297
其他流动资产	3,143	1,817	1,885	2,300	2,429
非流动资产	10,352	14,041	16,007	18,271	20,064
长期投资	190	401	492	645	797
固定资产	4,381	7,395	8,379	9,578	10,611
无形资产	824	1,215	1,484	1,801	2,127
其他非流动资产	4,957	5,030	5,652	6,246	6,528
资产总计	25,531	23,977	26,357	29,873	33,764
流动负债	8,528	5,944	7,040	8,456	9,847
短期借款	798	1,249	1,482	1,828	2,172
应付票据及应付账款	4,721	3,421	3,512	4,376	5,020
其他流动负债	3,010	1,275	2,046	2,251	2,655
非流动负债	4,165	4,453	4,453	4,453	4,453
长期借款	776	894	894	894	894
其他非流动负债	3,389	3,559	3,559	3,559	3,559
负债合计	12,693	10,397	11,493	12,908	14,300
少数股东权益	292	225	246	288	338
股本	1,927	1,924	1,924	1,924	1,924
资本公积	1,944	1,818	1,818	1,818	1,818
留存收益	8,755	9,501	10,765	12,823	15,273
归属母公司股东权益	12,546	13,355	14,619	16,677	19,127
负债和股东权益	25,531	23,977	26,357	29,873	33,764

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,164	2,274	3,484	4,452	3,776
净利润	5,844	1,842	1,281	2,100	2,500
折旧摊销	512	727	1,313	1,548	1,889
财务费用	66	191	301	315	332
投资损失	-140	-57	-45	-55	-53
营运资金变动	-2,133	-669	546	463	-949
其他经营现金流	15	242	88	81	57
投资活动现金流	-5,107	-3,893	-3,322	-3,838	-3,686
资本支出	-3,637	-3,100	-3,277	-3,739	-3,587
长期投资	-1,474	-798	-90	-154	-152
其他投资现金流	5	6	45	55	53
筹资活动现金流	3,451	-787	-67	31	11
短期借款	353	451	234	346	343
长期借款	465	118	0	0	0
普通股增加	967	-2	0	0	0
资本公积增加	-939	-126	0	0	0
其他筹资现金流	2,604	-1,227	-301	-315	-332
现金净增加额	2,519	-2,402	98	645	101

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,317	15,405	14,697	18,102	21,520
营业成本	13,843	11,412	11,814	13,997	16,556
营业税金及附加	158	101	102	124	146
营业费用	109	101	89	106	133
管理费用	547	640	514	610	732
研发费用	894	646	614	747	896
财务费用	21	149	155	167	178
资产减值损失	-40	-182	-89	-82	-58
其他收益	71	147	142	145	133
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	140	38	45	55	53
资产处置收益	5	8	6	6	6
营业利润	6,872	2,343	1,512	2,476	3,014
营业外收入	7	7	7	7	7
营业外支出	7	26	12	12	12
利润总额	6,872	2,324	1,507	2,471	3,009
所得税	1,027	482	226	371	509
净利润	5,844	1,842	1,281	2,100	2,500
少数股东损益	130	-48	20	42	50
归属母公司净利润	5,714	1,891	1,260	2,058	2,450
EBITDA	7,277	3,183	2,975	4,186	5,075
EPS (元)	2.97	0.98	0.65	1.07	1.27

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	101.22	-30.97	-4.59	23.17	18.88
营业利润 (%)	157.15	-65.90	-35.49	63.78	21.73
归属母公司净利润 (%)	158.77	-66.92	-33.35	63.33	19.03
获利能力					
毛利率 (%)	37.97	25.92	19.61	22.68	23.07
净利率 (%)	25.61	12.27	8.57	11.37	11.38
ROE (%)	45.55	14.16	8.62	12.34	12.81
ROIC (%)	32.33	9.99	6.72	9.56	10.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.72	43.36	43.60	43.21	42.35
净负债比率 (%)	98.87	76.56	77.32	76.09	73.47
流动比率	1.78	1.67	1.47	1.37	1.39
速动比率	1.39	1.30	1.03	1.00	1.03
营运能力					
总资产周转率	1.13	0.62	0.58	0.64	0.68
应收账款周转率	5.57	3.45	3.69	4.86	4.75
应付账款周转率	4.00	2.88	3.58	3.69	3.66
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.97	0.98	0.65	1.07	1.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.16	1.18	1.81	2.31	1.96
每股净资产 (最新摊薄)	6.52	6.94	7.60	8.67	9.94
估值比率					
P/E	7.33	22.15	33.23	20.34	17.09
P/B	3.34	3.14	2.86	2.51	2.19
EV/EBITDA	11.65	16.30	15.34	10.83	8.98

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。