

电解液盈利能力领先同行，拟发行 GDR 加码主业

2023 年 08 月 15 日

➤ **事件说明。**2023 年 8 月 14 日，公司发布 2023 年半年报，实现营业收入 79.87 亿元，同比下降 22.93%；实现归母净利润 12.88 亿元，同比下降 55.67%，扣非净利 12.71 亿元，同比下降 55.97%，基本每股收益 0.68 元。其中 23Q2 营收 36.73 亿元，同比下降 29.56%，环比下降 14.86%；归母净利 5.94 亿元，同比下降 57.81%，环比下降 14.53%。23Q2 毛利率 30.31%，同比下降 11.75pct，净利率 14.47%，同比下降 13.29pct。

➤ **电解液盈利能力领先同行，一体化优势明显。**出货量方面，我们测算公司上半年出货约 17 万吨，Q2 出货量约 9 万吨，同比增长 45%，环比增长超 10%，全年预计出货 50 万吨。**单吨盈利方面**，公司 Q1 电解液吨净利 0.7 万/吨+，我们预计 Q2 吨净利水平在 0.6 万/吨，吨净利环比下滑的主要原因在于高价碳酸锂的库存减值。当前整体电解液行业基本处于盈利底部，公司下半年有望维持 0.55-0.6 万/吨的吨净利水平。

➤ **磷酸铁盈利承压，看好下半年需求回暖。**出货量方面，我们预计公司 H1 出货 1.9 万吨，Q2 磷酸铁出货 1 万吨。**盈利方面**，我们预计 Q2 公司磷酸铁业务亏损，主要由于 23 年 H1 磷酸铁价格一路下滑，公司 Q2 对高位库存进行减值计提。下半年我们预计磷酸铁锂排产将逐步回升，有望开始贡献利润。

➤ **拟发行近 60 亿元 GDR、海外布局加速。**公司拟发行 GDR 募资 59.8 亿元，用于摩洛哥年产 30 万吨锂电材料项目、美国年产 20 万吨电解液项目、四川年产 30 万吨电解液项目、广东年产 20 万吨电解液项目。此次拟投建的海外项目建设周期大概两年左右，投产后主要面向海外市场。

➤ **产能全球布局，坚定看好公司长期成长逻辑。**公司尽管单吨盈利环比下滑，但实际盈利能力显著领先同行业，核心原因：1、公司现有六氟磷酸锂折固产能 6.2 万吨，年产 15.2 万吨锂电新材料项目也预计在三季度初投产，6F 自供比例已达 95%，并且公司 6F 液态工艺耗能更低，叠加规模化效应，公司 6F 成本大幅领先同行业。2、公司 LiFSI 产能逐步落地，规模化效应显现，长期来看添加比例有望达 3%-5%，增厚电解液单吨盈利。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 239.16、317.27、389.53 亿元，同比增速分别为 7.2%、32.7%、22.8%，归母净利润为 34.54、48.85、59.89 亿元，同比分别为-39.5%、+41.4%、+22.6%，当前时点对应 PE 为 20、14、12 倍，考虑到公司一体化布局，盈利优势明显，磷酸铁贡献新增量，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料波动超预期，产能释放节奏不及预期，海外项目建成和投产进度不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22,317	23,916	31,727	38,953
增长率 (%)	101.2	7.2	32.7	22.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,714	3,454	4,885	5,989
增长率 (%)	158.8	-39.5	41.4	22.6
每股收益 (元)	2.97	1.79	2.54	3.11
PE	12	20	14	12
PB	5.5	4.7	3.6	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.91 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

相关研究

1.天赐材料 (002709.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩环比下滑，电解液盈利能力依旧坚韧-2023/07/17

2.天赐材料 (002709.SZ) 2023 年一季报点评：业绩符合预期，电解液龙头盈利能力强韧-2023/04/19

3.天赐材料 (002709.SZ) 2022 年年报点评：电解液龙头业绩高增，一体化布局驱动降本-2023/04/12

4.天赐材料 (002709.SZ) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，盈利领先体现一体化优势-2022/10/30

5.天赐材料 (002709.SZ) 2022 年半年报点评：一体化布局持续推进，电解液盈利能力行业领先-2022/08/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,317	23,916	31,727	38,953
营业成本	13,843	18,037	23,674	29,201
营业税金及附加	158	167	222	273
销售费用	109	96	95	117
管理费用	547	574	736	857
研发费用	894	765	1,015	1,247
EBIT	6,765	4,284	5,999	7,282
财务费用	21	109	105	53
资产减值损失	-40	-39	-39	-48
投资收益	140	-4	-6	-7
营业利润	6,872	4,132	5,849	7,175
营业外收支	0	15	15	15
利润总额	6,872	4,147	5,864	7,190
所得税	1,027	622	880	1,078
净利润	5,844	3,525	4,984	6,111
归属于母公司净利润	5,714	3,454	4,885	5,989
EBITDA	7,277	4,950	6,917	8,414

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,664	6,200	10,495	16,291
应收账款及票据	4,634	4,865	6,024	6,868
预付款项	343	361	473	584
存货	2,374	2,935	3,853	4,752
其他流动资产	3,165	3,134	3,668	3,999
流动资产合计	15,179	17,494	24,513	32,493
长期股权投资	190	190	190	190
固定资产	4,381	6,549	7,772	8,697
无形资产	824	823	821	819
非流动资产合计	10,352	13,187	13,913	14,234
资产合计	25,531	30,681	38,426	46,727
短期借款	798	848	878	898
应付账款及票据	4,721	6,474	8,497	10,480
其他流动负债	3,010	3,417	4,423	5,395
流动负债合计	8,528	10,738	13,797	16,773
长期借款	776	1,376	1,776	1,976
其他长期负债	3,389	3,423	3,423	3,423
非流动负债合计	4,165	4,799	5,199	5,399
负债合计	12,693	15,538	18,996	22,172
股本	1,927	1,925	1,925	1,925
少数股东权益	292	362	462	584
股东权益合计	12,838	15,144	19,430	24,555
负债和股东权益合计	25,531	30,681	38,426	46,727

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	101.22	7.17	32.66	22.78
EBIT 增长率	128.10	-36.68	40.03	21.39
净利润增长率	158.77	-39.55	41.40	22.61
盈利能力 (%)				
毛利率	37.97	24.58	25.38	25.04
净利率	25.61	14.44	15.40	15.37
总资产收益率 ROA	22.38	11.26	12.71	12.82
净资产收益率 ROE	45.55	23.37	25.75	24.98
偿债能力				
流动比率	1.78	1.63	1.78	1.94
速动比率	1.39	1.26	1.41	1.57
现金比率	0.55	0.58	0.76	0.97
资产负债率 (%)	49.72	50.64	49.43	47.45
经营效率				
应收账款周转天数	75.79	75.00	70.00	65.00
存货周转天数	62.59	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.13	0.85	0.92	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	2.97	1.79	2.54	3.11
每股净资产	6.52	7.68	9.85	12.45
每股经营现金流	2.16	3.11	3.32	4.27
每股股利	0.60	0.36	0.51	0.63
估值分析				
PE	12	20	14	12
PB	5.5	4.7	3.6	2.9
EV/EBITDA	10.02	14.73	10.54	8.67
股息收益率 (%)	1.67	1.01	1.43	1.75

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5,844	3,525	4,984	6,111
折旧和摊销	512	666	918	1,132
营运资金变动	-2,133	1,496	205	654
经营活动现金流	4,164	5,994	6,396	8,217
资本开支	-3,637	-2,930	-1,625	-1,432
投资	-1,474	-5	-5	-5
投资活动现金流	-5,107	-3,544	-1,635	-1,444
股权募资	108	-51	0	0
债务募资	4,286	456	430	220
筹资活动现金流	3,451	-914	-466	-977
现金净流量	2,519	1,536	4,295	5,796

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026