



2022年广州天赐高新材料股份有限公司公 开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年广州天赐高新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
天赐转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广州天赐高新材料股份有限公司（以下简称“天赐材料”或“公司”，股票代码：002709.SZ）仍保持电解液行业龙头地位，公司所处锂电行业下游需求增长，带动公司锂离子电池材料产品产销量持续增长，且公司持续加强产业链一体化布局，核心原材料自供率持续上升，具备较强的市场竞争力。但中证鹏元也关注到，2023年以来下游需求增速放缓，电解液行业供需格局发生阶段性变化，行业竞争加剧，产品价格持续下跌，公司营业收入和净利润大幅下降，短期盈利承压；此外，2023年公司产能利用率下滑明显，但公司仍存在在建产能，资金需求较大，总债务规模继续上升，需持续关注公司核心原材料价格波动风险和产能消化风险等。

评级日期

2024年06月06日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：张蓉
zhangr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	239.41	239.77	255.31	138.99
归母所有者权益	134.78	133.55	125.46	71.57
总债务	64.32	60.69	51.03	9.98
营业收入	24.63	154.05	223.17	110.91
净利润	1.14	18.42	58.44	23.07
经营活动现金流净额	0.22	22.74	41.64	20.47
净债务/EBITDA	--	0.41	-0.36	-0.81
EBITDA 利息保障倍数	--	17.08	97.04	85.79
总债务/总资本	31.94%	30.89%	28.44%	11.93%
FFO/净债务	--	125.37%	-198.23%	-98.11%
EBITDA 利润率	--	21.56%	32.93%	31.02%
总资产回报率	--	10.18%	35.24%	27.54%
速动比率	1.51	1.47	1.50	1.30
现金短期债务比	2.50	2.75	7.22	5.84
销售毛利率	19.53%	25.92%	37.97%	34.98%
资产负债率	42.76%	43.36%	49.72%	46.98%

注：2021-2022年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负数所致。
资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **受益于下游需求增长，2023 年公司锂离子电池材料产销量保持增长，市场需求仍存增长空间。**2023 年全球动力电池及储能电池出货量均持续增长，带动公司 2023 年锂离子电池材料销量同比增长 42.07%，其中电解液销量同比增长约 24%；未来随着锂电产业的持续发展，全球动力电池及储能电池出货量等有望继续保持增长，锂离子电池材料需求量仍有一定增长空间。
- **产业链一体化布局和产能扩张带来的规模经济效应使得公司具备一定成本优势，市场竞争力维持较强，具备较好的品牌认知度，公司电解液市占率仍稳居行业第一。**公司持续优化从基础化学材料到核心产品的全链条布局，液体六氟磷酸锂、LiFSI 自供比例达到 93% 以上，部分核心材料自供率达到 80% 以上，叠加公司产能大幅增长带来的规模效应，公司具备一定成本优势，在产品价格下跌周期公司电解液产品市占率提升至 36.4%。此外，公司日化材料业务产能有所提升，深度绑定国内外大客户，且 2023 年毛利率水平有所提升，有效补充公司盈利水平。

关注

- **公司主要产品锂离子电池材料价格受原材料价格下跌及产品供需格局变化影响下跌明显，2023 年以来公司营业收入及利润水平同比均大幅下降，需持续关注主要原材料价格波动和行业供需格局变动情况。**2023 年公司直接材料成本占营业成本比重达 77.38%，仍处于较高水平，其中主要原材料碳酸锂价格受供需格局变化等因素影响大幅下跌，且电解液及正极材料市场竞争进一步加剧，公司利润水平下滑明显，2023 年以来公司营业收入及净利润同比大幅下滑，未来需持续关注原材料价格波动及电解液、正极材料行业供需格局变化对公司盈利造成的影响。
- **公司应收款项占总资产比重较高，占用较多资金，公司原材料及产品价格大幅降低，需关注存货跌价风险。**2023 年末公司应收款（含应收账款、应收票据和应收款项融资）合计占总资产比重为 22.53%，对资金形成较大占用。2023 年，公司主要原材料碳酸锂及锂离子电池材料产品价格大幅下滑，2023 年末公司已计提存货跌价准备 1.71 亿元，预计短期内原材料及公司产品价格仍会低位运行，需关注存货等资产减值及跌价风险。
- **2023 年公司锂离子电池材料业务产能利用率有所下滑，但仍存在在建产能，推动债务规模增长，但当前行业竞争加剧，需持续关注公司产能释放和消化情况。**2023 年电解液及正极材料行业释放大量产能，而下游需求增速放缓，行业竞争加剧。2023 年末公司锂离子电池材料现有设计产能 90.56 万吨，同比增长 77.24%，产能利用率有所下滑，但公司目前仍存在在建产能，项目建设仍需投入一定资金，公司外部融资力度加大，总债务规模持续增长。
- **公司经营收入对第一大客户依赖度较高，下游客户集中度逐年上升。**2023 年公司前五大客户销售金额占同期营业收入的比重持续上升至 71.23%，其中对第一大客户宁德时代（CATL）的销售金额占同期营业收入的比重达 52.70%，若其未来经营状况变化、需求下降或合作意向变更将对公司未来盈利稳定性产生较大不利影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来一段时间内仍将维持电解液行业龙头企业地位，市占率仍能维持较高水平，业务市场竞争力维持较强。

同业比较（单位：亿元）

指标	天赐材料 (002709.SZ)	新宙邦 (300037.SZ)	瑞泰新材 (301238.SZ)
总资产	239.77	176.24	109.48
营业收入	154.05	74.84	37.18
营业收入增速	-30.97%	-22.53%	-39.39%
净利润	18.42	10.11	5.13
净利润增速	-68.48%	-44.55%	-40.48%
销售毛利率	25.92%	28.94%	20.53%
资产负债率	43.36%	45.35%	31.57%

注：以上各指标均为 2023 年/2023 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分
宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9
业务状况	行业&经营风险状况	财务状况	杠杆状况
	行业风险状况		盈利状况
	经营状况		流动性状况
	业务状况评估结果		财务状况评估结果
调整因素	ESG 因素		0
	重大特殊事项		0
	补充调整		0
个体信用状况			aa
外部特殊支持			0
主体信用等级			AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
天赐转债	34.11	34.1013	2023-06-09	2027-09-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年9月发行5年期34.11亿元可转换公司债券，募集资金拟计划用于建设年产15.2万吨锂电新材料项目、年产2万吨双氟磺酰亚胺锂项目、年产6.2万吨电解质基础材料项目、年产4.1万吨锂离子电池材料项目（一期）、年产6万吨日化基础材料项目（一期）及补充流动资金。根据公司2023年5月26日发布的公告，公司拟将年产15.2万吨锂电新材料中六氟磷酸锂产品的部分配套原材料产线通过自有资金投入的方式调整至其他基地进行建设，并取消该项目中子项年产2,000吨二氟磷酸锂产线建设，此次变更后该项目总投资额调整为8.97亿元。根据公司2023年8月15日发布的公告，公司拟将年产15.2万吨锂电新材料项目中的六氟磷酸锂产品中的配套原材料五氟化磷产线的建设地点调整至公司附近生产五氟化磷原材料的厂区，同时计划通过管道运输方式向六氟磷酸锂产线输送五氟化磷，在调整产线的同时提升五氟化磷的产能，此次变更后该项目总投资调整至11.05亿元；公司拟在年产6.2万吨电解质基础材料项目中增加建设污水综合处理装置，此次变动对该项目总投资额无影响。根据公司2023年12月7日发布的公告，截至2023年11月30日，年产15.2万吨锂电新材料项目、年产2万吨双氟磺酰亚胺锂项目和年产6万吨日化基础材料项目（一期）达到预定可使用状态进行结项，节余募集资金永久补充流动资金。根据公司2023年12月27日发布的公告，年产6.2万吨电解质基础材料项目中污水综合处理装置由于土建施工单位的施工进展缓慢，导致防腐工程及设备安装无法如期进行，拟将完工时间延长至2024年8月31日。根据公司2024年3月26日发布的《广州天赐高新材料股份有限公司关于部分募投项目延期的公告》，公司拟对年产4.1万吨锂离子电池材料项目（一期）的工艺进行创新升级，项目需重新办理建设、环保、安全等方面的备案一级审批手续，拟将改项目的完工时间延长至2025年12月31日。根据公司于2024年3月26日发布的《关于广州天赐高新材料股份有限公司2023年度募集资金存放与实际使用情况鉴证报告》，截至2023年末，扣除暂时补充流动资金7.00亿元，天赐转债募集资金专项账户余额为1.99亿元（包含净利息收入0.14亿元）。

三、发行主体概况

2023年及2024年一季度，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，控股股东和实际控制人仍为徐金富先生，截至2024年3月末，徐金富先生直接持股比例达36.31%。股本和注册资本变动方面，随着公司回购不满足股权激励解锁条件的限制性股票及可转债转股，截至2024年3月末，公司注册资本和股本均减少至19.24亿元。截至2024年3月末，公司前十大股东中仅徐金林先生持有的213万股处于质押状态，占其持有股份的8.63%。

表1 截至2024年3月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
徐金富	69,866.81	36.31%
香港中央结算有限公司	9,646.63	5.01%
林飞	3,278.70	1.70%
李兴华	3,106.58	1.61%
中国邮政储蓄银行股份有限公司-东方新能源汽车主体混合型证券投资基金	2,515.44	1.31%
徐金林	2,467.85	1.28%
招商银行股份有限公司-泉果旭源三年持有期混合型证券投资基金	1,554.27	0.81%
万向一二三股份公司	1,500.00	0.78%
中国银行股份有限公司-国投瑞银新能源混合型证券投资基金	1,469.12	0.76%
中国工商银行股份有限公司-农银汇理新能源主题灵活配置混合型证券投资基金	1,406.54	0.73%
合计	96,811.94	50.31%

注：徐金林为徐金富的弟弟，林飞为徐金富配偶之妹的配偶。

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事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。2023年公司合并范围内新增18家子公司，减少2家子公司，具体如下表所示。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共53家，详见附录四。此外，2022年11月公司公告拟收购东莞市腾威电子材料技术有限公司（以下简称“东莞腾威”）85%股权，收购价格为3.825亿元，2023年3月东莞腾威已完成工商变更登记手续，且公司已支付全部转让价款。公司通过收购东莞腾威股权，以及在日化材料研发平台成功推出Tinctive P/T/B/E系列产品，打通公司在锂离子电池用胶类产品的业务线，加强公司在特种化学品方面的竞争力。

表2 2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
天津天宇新材料有限公司	100.00%	0.50	贸易	设立
湖北天宜磷氟科技研究有限公司	50.00%	0.05	技术服务	设立
TINCI SG PTE. LTD.	100.00%	（新币）0.42	化工	设立
江西安全评测检测有限公司	100.00%	0.03	检验检测服务	设立
江西天亿工程技术有限公司	51.00%	0.06	工程服务	设立
TINCI DELAWARE LLC	100.00%	（美元）0.03	投资	设立
TINCI NL B.V	100.00%	（欧元）0.01	化工	设立
TINCI MATERIALS TEXAS LLC	100.00%	（美元）0.03	化工	设立
天赐材料韩国有限公司	100.00%	（韩币）6.00	化工	设立
MOROCCO TINCIMATERIALS TECHNOLOGY	100.00%	（摩洛哥迪拉姆）0.001	化工	设立
TINCI LITHIUM RESOURCES ZIMBABWE (PRIVATE) LIMITED	100.00%	（津巴布韦元）0.002	采矿	设立
TINCI MATERIALS JORF LASFAR	100.00%	（摩洛哥迪拉姆）0.001	化工	设立
东莞市腾威电子材料技术有限公司	85.00%	0.20	化工	收购
赣州市腾威电子材料技术有限公司	85.00%	0.20	化工	收购

江西腾威新材料技术有限公司	85.00%	0.10	化工	收购
东莞市邦特威新材料技术有限公司	85.00%	0.01	化工	收购
东莞市艾贝新材料科技有限公司	53.55%	0.02	化工	收购
赣州市艾贝新材料科技有限公司	53.55%	0.10	化工	收购

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
九江天赐矿业有限公司	100.00%	1.20	化工	注销
安徽天孚氟材料有限公司	100.00%	0.62	化工	注销

注：2024年5月15日，湖北天宜磷氟科技研究有限公司注册资本变更为0.04亿元。

资料来源：公司2023年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降

息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

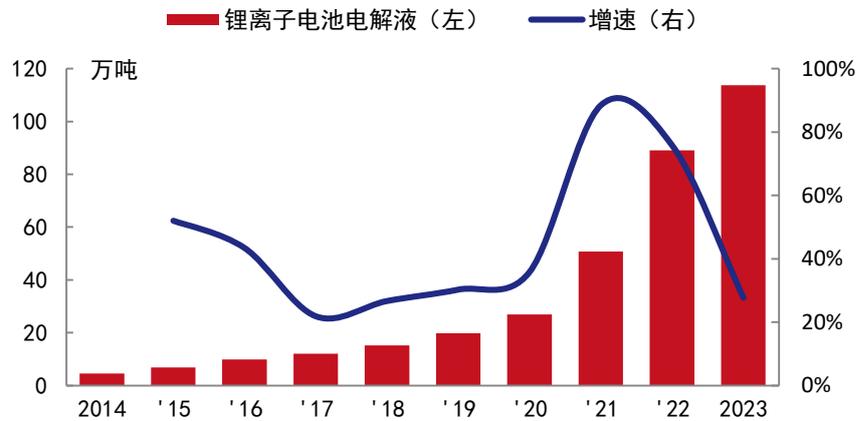
行业环境

1、电池化学品行业

2023年锂离子电池电解液出货量继续增长，但随着全行业扩产能的不断释放及下游需求增速放缓，2023年以来电解液行业竞争进一步加剧，集中度进一步提升，国内电解液行业企业加速出海

2023年锂离子电池电解液出货量继续增长，但随着行业产能的不断释放及下游需求增速放缓，电解液行业供需关系发生阶段性变化。根据EVTank联合伊维经济研究院共同发布的《中国新能源汽车动力电池行业发展白皮书（2024年）》，2023年全球新能源汽车销量为1,465.3万辆，同比增长35.4%，增速较上年下降26.2个百分点。动力电池是新能源汽车的核心部件，新能源汽车销量的增长带动了动力电池出货量的增长，2023年全球新能源汽车动力电池出货量为865.2GWh，同比增长26.5%，增速较上年下降57.9个百分点，预计2030年达3,368.8GWh。储能电池方面，受欧洲经济下行及电价回落等因素影响，2023年全球储能锂电池出货量继续增长，但增速大幅放缓。根据EVTank数据，2023年全球储能锂电池出货量为224.2GWh，同比增长40.7%，增速较上年下降99.3个百分点；伴随能源结构低碳化转型不断推进及全球新能源储能鼓励政策日益强化，储能锂电池行业将不断发展，EVTank预计到2030年全球储能锂电池的出货量将达到1,397.8GWh。随着动力电池和储能电池需求的持续增长，带动了锂离子电池电解液2023年出货量继续增长。根据EVTank数据，2023年全球锂离子电池电解液出货量为131.2万吨，同比增长25.8%，但增速较上年下降44.6个百分点，其中中国锂离子电池电解液出货量同比增长27.7%至113.8万吨，占全球锂离子电池电解液的比重增至86.7%。近年在行业下游需求持续爆发的背景下，电解液行业产能扩张速度较快，2023年大量产能集中释放，在下游需求增速放缓情况下，电解液行业发生供需格局阶段性变化。

图1 2023年中国锂离子电池电解液出货量继续增长，但增速大幅下降



资料来源：EVTank，中证鹏元整理

国内锂电行业竞争加剧，而海外锂电产业发展空间较大，推动锂电产业链出海拓展。当前我国动力电池产能规划超出市场需求预期，价格战持续进行，行业企业盈利水平大幅下滑，而海外市场盈利性更高，推动行业企业海外市场寻求“续航”。中国汽车电动化进程领先，欧美等地区正加速追赶，2023年全球动力电池装机量增速超过国内动力电池装机量增速，EVTank预测2030年全球锂电池出货量达为5,004.3GWh，海外新能源汽车、动力电池市场增量空间较大。随着储能电池安全性和经济性持续提升，商业储能潜力不断得到发挥，加之美国储能投资退税政策细则明确、欧盟各国将储能纳入能源规划等，海外储能电池市场发展潜力大。此外，海外对于锂电产业链本土化的要求较高，比如美国IRA法案、欧洲碳排放政策等，推动国内锂电产业链企业国际化布局；据GGII统计，2023年末国内已有10余家头部电池企业展开了海外制造基地的布局，规划产能超500GWh，进一步带动国内锂电产业链整体出海。

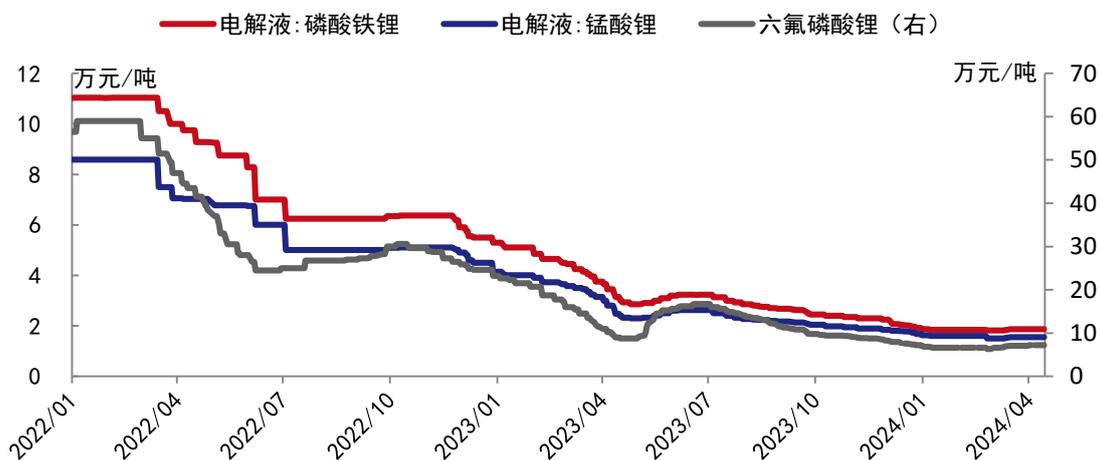
电解液行业企业竞争仍较激烈，集中度进一步提升。对于处于行业领先地位的电解液企业而言，掌握核心添加剂及配方技术、布局上游核心原材料资源，增强自给率且不断服务于优质客户进行技术经验积累，将有机会确立核心竞争优势并占据有利的市场竞争地位。根据鑫椏数据，2023年中国电解液企业竞争格局发生了较大的变化，天赐材料市场份额仍居行业第一，其在国内的市场份额进一步上升至36.4%；2023年比亚迪（002594.SZ）国内市场份额大幅提升至15.1%，取代新宙邦排名第二；新宙邦市占率则由2022年的13.3%降至2023年的12.6%，居行业第三。行业集中度方面，产量CR4占比达到72.8%，较2022年增加2.4个百分点，行业集中度进一步提升。整体来看，未来行业内企业在原材料一体化布局强化成本优势下，龙头企业的集中度或有望进一步提升。

2023年以来，电解液价格受与其相关性高的主要原材料六氟磷酸锂价格下降及产品供需矛盾突出等影响而继续下降，明显挤占行业企业毛利，需持续关注核心原材料六氟磷酸锂价格周期性波动对行业企业盈利的影响

2023年电解液价格随主要原材料六氟磷酸锂价格下跌及产品供需矛盾突出等因素影响而继续向下调整，明显挤占行业企业毛利。在电解液的成本中，溶质成本占比较高，而六氟磷酸锂为目前电解液最广

泛使用的溶质，其在电解液成本中占比较高，因此电解液价格主要受六氟磷酸锂价格影响，历史上电解液价格走势和六氟磷酸锂价格走势基本同步。近年受下游新能源汽车及储能锂电池市场的推动，电解液和各原材料不断加速扩产能，进入2023年，行业产能大幅释放，根据EVTank数据，2023年末全球六氟磷酸锂实际投产产能已经超过30万吨，且在建和规划名义产能在2025年超过100万吨，预计2030年全球六氟磷酸锂的需求量为70万吨，虽然2023年部分规划产能因下游需求不及预期而处于停滞状态，但行业总体产能仍增长较快，对六氟磷酸锂价格形成很大压力。2022年3月以来六氟磷酸锂价格进入暴跌期，2023年及进入2024年以来，其价格仍呈下降趋势，2024年4月16日六氟磷酸锂价格为7.20万元/吨，较2023年1月2日下降69.03%。2023年以来，电解液价格随六氟磷酸锂下跌及产品供需格局变化等而大幅下降，对电解液行业企业盈利挤占明显；天赐材料和新宙邦2023年净利润同比下降幅度分别为68.48%、44.55%，短期内六氟磷酸锂价格仍将弱势运营，需持续关注行业内企业盈利情况。

图2 2023 年以来电解液及六氟磷酸锂价格均继续下跌

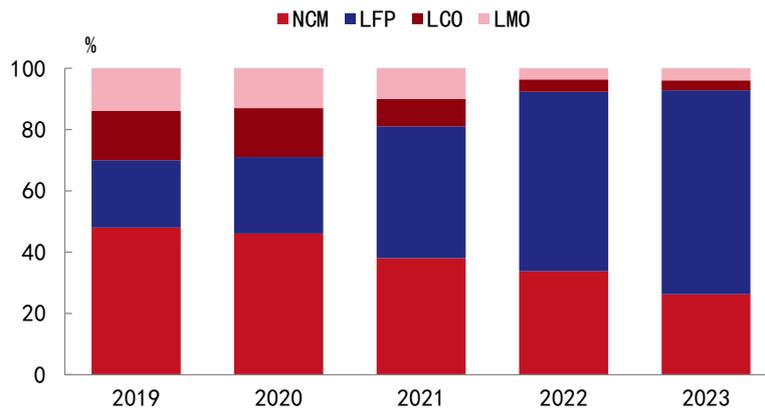


资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内正极材料出货量仍持续增长，磷酸铁锂占比持续上升，磷酸铁锂行业新进入者较多，产能急速扩张，行业竞争加剧，而下游增速放缓，产品盈利水平下降风险加剧；磷酸铁作为磷酸铁锂重要的前驱体材料，面临更为激烈的行业竞争，磷酸铁价格下滑明显

近年来，正极材料市场整体呈快速增长态势，出货量持续增长。GGII调研数据显示，2023年中国正极材料市场出货量为248万吨，同比增长31%。从产品出货结构来看，2023年中国磷酸铁锂正极材料出货量165万吨，同比增长48.3%；三元正极材料出货量54万吨，同比仅增长2%，市场占比下滑至26%。对比磷酸铁锂材料而言，随着新能源汽车补贴逐渐退坡和磷酸铁锂电池的技术水平逐步提升，磷酸铁锂因其具有安全性高、成本低、使用寿命高等优势，且随着2023年以来磷酸铁锂价格的大幅下降，市场份额进一步上升至66%。

图3 三元正极材料市场份额持续下滑



资料来源：高工产研锂电研究所，中证鹏元整理

下游需求不及预期，行业竞争加剧，磷酸铁锂行业开工率及产品价格大幅下降，海外布局进度加快。从需求端来看，由于终端消费需求不及预期，下游电池厂商以去库存为主，仅维持刚需采购，对磷酸铁锂材料的需求有限。而过去几年间，因磷酸铁锂技术相对成熟，产线建设及产品验证周期较短，下游电池企业、上游矿产企业及化工企业纷纷跨界涌入，磷酸铁锂行业竞争激烈，在下游去库存的周期中，行业内主要企业开工率大幅下降，2023年底国内磷酸铁锂月度开工率不足50%。同时，2023年初开始的碳酸锂价格暴跌以及行业竞争加剧，推动磷酸铁锂价格一路下行，行业内企业盈利承压。2023年末正极材料仍有遗留库存，叠加下游市场需求增速放缓，预计2024年短期行业仍将减产，仍需一定时间迎来产能出清。而对比来看，相较于国内磷酸铁锂市场的激烈竞争，海外市场则存在较大的产能缺口，出海也成为多家企业的重点布局。

图4 2023年磷酸铁锂正极材料格局

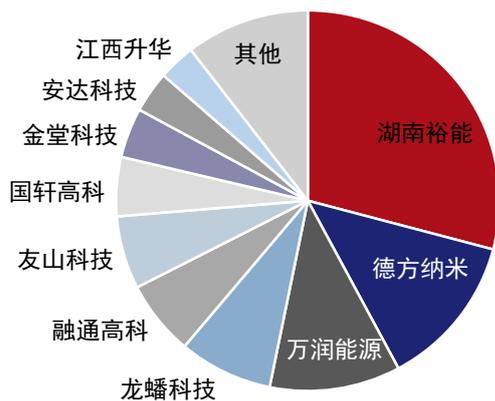
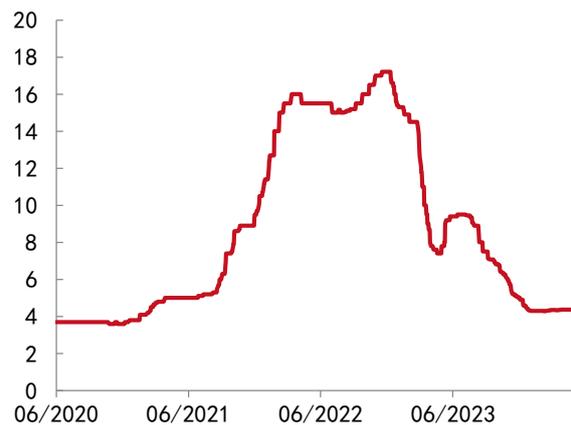


图5 正极材料价格变动情况 (万元/吨)



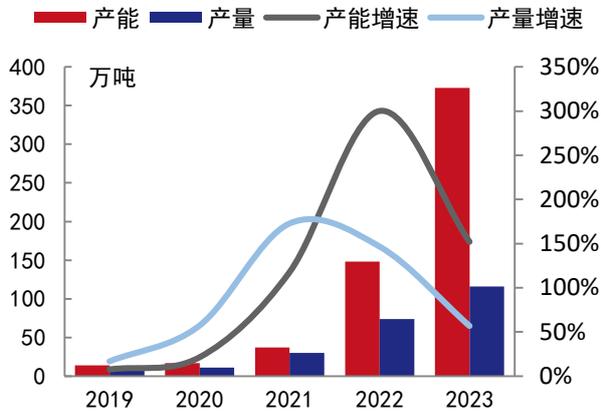
资料来源：GGII，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内磷酸铁产能增长较快，行业竞争更为激烈，产品价格下滑明显。磷酸铁作为制备磷酸铁锂的重要前驱体，近年产能及产量大幅增长，据SMM调研，2023年国内磷酸铁产量116万吨，较2022年增加56%，磷酸铁产量增速高于国内磷酸铁锂出货量48.3%的增速。产能方面，2023年市场对磷酸铁预期过高，产能增速远超需求增速，2023年末国内磷酸铁产能达373万吨，同比增速达152%。整体来看，磷酸铁产能扩张速度过快，整体开工率较低，2023年国内磷酸铁产能利用率仅达31%。磷酸铁行业竞争更为

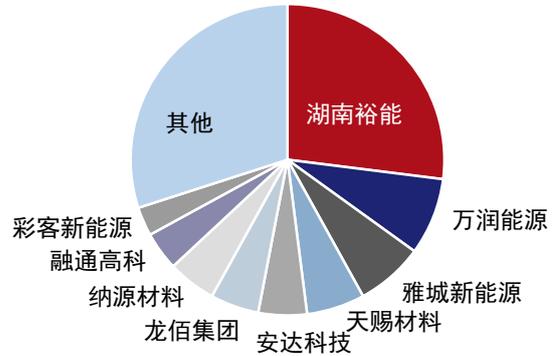
激烈，第一大厂商湖南裕能市占率达27%，排在之后的企业市场份额差距不大，在当前行情下，行业内企业议价能力减弱，磷酸铁价格下滑明显，2023年末磷酸铁价格由2023年初的1.9万元/吨下降至1.0万元/吨。

图6 2019-2023年磷酸铁产能、产量持续增长



资料来源：SMM，中证鹏元整理

图7 2023年磷酸铁市场竞争格局



资料来源：SMM，中证鹏元整理

2、日化材料行业

家居及个人护理市场下游需求稳健，且近年持续增长，随着国内消费水平的提升，预计日化材料仍有一定增长空间，但日化材料行业集中度较低，市场竞争激烈

日化材料主要应用于个人护理（如洗发水、护发素、沐浴露、洗手液、消毒杀菌产品、护肤品等）和家居护理（如日常家居、衣物的清洁及护理）领域。家居护理需求相对稳定，随着2020年以来个人和家庭卫生意识的增强，收入水平提升带来的消费升级、消费习惯的改变、核心消费人群的增加、销售渠道的多元化，市场对个人护理产生的需求持续增长。

我国美容及个护市场主要由外资品牌占据，其中巴黎欧莱雅、雅诗兰黛市场份额逐年提升，2022年末国内美容及个护市场前七大公司均为外资品牌，占据38.4%市场份额，整体来看市场格局分化，行业集中度较低，市场竞争激烈，其上游个人护理品、化妆品材料供应商集中度也较为分散。但近年来，本土个人护理品、化妆品材料企业的研发水平不断提升，部分个人护理品、化妆品材料供应企业凭借良好的产品质量进入了跨国个人护理品、化妆品企业的采购体系。此外，随着消费者对国货品牌关注度提升，国内部分品牌市场份额有所提升，本土个人护理品、化妆品材料供应商与本土人护理品、化妆品企业的合作更有优势，使得近年来国内个人护理品、化妆品材料行业保持了较快的增长速度。

五、经营与竞争

公司主要产品为锂离子电池材料和日化材料及特种化学品，持续强化产业链一体化布局，核心原材料自供率上升，叠加产能扩张带来的规模优势，市场竞争力维持较强，电解液市占率稳居行业第一；2023年锂离子电池材料业务因下游需求增长放缓、产品价格下降而表现出产销量增长而营业收入及毛

利率下降的态势，产能利用率下滑，公司目前仍存在在建产能，需关注产能消化情况及下游需求变化、行业竞争对公司盈利能力的影响

公司是集研发、生产、销售和解决方案服务的集中多元化经营的精细化工企业，主要产品为锂离子电池材料、日化材料及特种化学品，其中锂离子电池材料是公司收入的主要来源。受益于下游需求的持续增长及公司产能的提升，2023年公司锂离子电池材料产量、销量持续增长，但受主要原材料碳酸锂价格大幅下降及行业竞争加剧等影响，锂离子电池材料价格大幅下跌，公司锂离子电池材料营业收入下滑明显，导致营业收入及销售毛利率均大幅下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
锂离子电池材料	141.04	91.56%	25.26%	208.22	93.30%	38.55%
日化材料及特种化学品	10.17	6.60%	35.84%	11.35	5.09%	29.83%
其他	2.83	1.84%	23.18%	3.60	1.61%	29.94%
合计	154.05	100.00%	25.92%	223.17	100.00%	37.97%

资料来源：公司提供

（一）锂离子电池材料业务

锂电下游需求持续增长，公司持续加强一体化布局，2023年锂离子电池材料产能及产销量继续增长，但增速较上年有所放缓；公司在建项目面临较大的资金需求，且2023年随着下游增速放缓，公司产能利用率有所下滑，需关注在建产能消化及预期收益实现情况

公司主要产品为锂离子电池材料、日化材料及特种化学品，目前主营业务销售模式仍主要为直销并提供产品技术服务及解决方案。截至2023年末，公司主要生产基地有四个，分别位于湖口县金砂湾工业园、宜春市经济技术开发区、衢州国家高新技术产业开发区、宜昌市枝江市姚家港化工园。

表4 公司主要化工园区的产品种类情况

主要化工园区	经营主体	产品种类
湖口县金砂湾工业园	九江天赐、天赐新动力、九江天祺	日化材料、电池材料
宜春市经济技术开发区	宜春天赐	电池材料
衢州国家高新技术产业开发区	浙江天硕	电池材料
宜昌市枝江市姚家港化工园	宜昌天赐	电池材料

资料来源：公司2023年年度报告

锂离子电池材料业务方面，公司主要销售产品为电解液和正极材料（磷酸铁锂、磷酸铁），生产的六氟磷酸锂及新型锂盐LiFSI以自用为主。伴随着下游需求的持续增长及公司持续深化一体化战略布局，2023年公司电解液及六氟磷酸锂、LiFSI等多种电解质及添加剂产能持续扩张，产量持续增长。产能利用率方面，2023年公司产能利用率有所下滑，主要系行业整体产能扩张较快所致，特别是正极材料磷酸铁受下游去库存、新产能设备调试、市场竞争加剧等因素影响，产能利用率水平较低。

表5 公司锂离子电池材料产品生产情况（单位：吨）

指标名称	2023年	2022年	同比增速
年设计产能	905,598	510,952	77.24%
产量	618,652	439,146.86	40.88%
产能利用率	39%-63%	80%-100%	-

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司近年来产能持续扩张，扩产产品主要为电解液、磷酸铁正极材料及锂盐上游材料。截至2023年末，公司已形成90.56万吨锂离子电池材料和19.64万吨日化材料及特种化学品设计年产能；在建的锂离子电池材料产能规模约为120万吨（公司根据市场情况延期/暂缓部分项目，实际仅部分产能在建），日化材料及特种化学品无较大在建产能。截至2023年末，公司重要项目计划总投资43.50亿元，天赐转债募投项目中年产15.2万吨锂电新材料项目、年产2万吨双氟磺酰亚胺锂项目及年产6万吨日化基础材料项目（一期）已建成投产，剩余两个在建项目计划总投资15.42亿元，拟使用募集资金12.35亿元。整体来看，公司产能布局步调有所放缓，境内无新增重要建设项目，但公司在建项目投资规模仍较大，未来存在较大资本支出压力。受下游客户需求增速放缓、行业竞争激烈和产品技术水平发生更新迭代和等因素综合影响，在建项目投产后能否消化新增产能及收益存在不确定性。此外，公司持续扩大海外布局，德国OEM工厂顺利投产，并于韩国设立配样室，精准配套LG、SDI等韩国客户，2023年先后推进美国德克萨斯年产20万吨电解液项目及摩洛哥锂电池材料一体化项目的建设，但需关注海外项目面临的地缘政治风险，进而对公司项目建设及产能消化带来影响。

表6 截至 2023 年末公司重要建设项目情况（单位：万元）

项目名称	规划产能	实施主体	项目预计总投资	已投资额
天赐转债募投项目：				
年产 6.2 万吨电解质基础材料项目	6 万吨/年双氟磺酰亚胺及 2,000 吨/年（三甲基硅烷）磷酸酯生产线	天赐新动力	60,689.46	35,921.51
年产 4.1 万吨锂离子电池材料项目（一期）	20,000 吨/年碳酸亚乙烯酯	浙江天赐	93,485.15	989.86
小计	-	-	154,174.61	36,911.37
其他重要在建项目：				
年产 30 万吨磷酸铁项目	30 万吨/a 电池级磷酸铁	宜昌天赐	178,105.68	93,044.23
年产 30 万吨电解液	30 万吨/年电解液	四川天赐	102,747.68	42,898.64
小计	-	-	280,853.36	135,942.87
合计	-	-	435,027.97	172,854.24

注：年产 6.2 万吨电解质基础材料项目拟使用募集资金 4.01 亿元；年产 4.1 万吨锂离子电池材料项目（一期）拟使用募集资金 8.34 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游客户主要为锂电池行业优质企业，客户集中度略有上升且仍处于较高水平，对第一大客户宁德时代销售占比较高；公司产品销售回款周期较长，对营运资金形成较大占用

公司生产的六氟磷酸锂、LiFSI以自用为主，外售比例较低，电解液产品及正极材料产销量则维持在较高水平，2023年公司电解液销量同比增长约24%至39.6万吨，带动公司电解液市场份额上升至36.4%，稳居行业第一。公司产品销售仍采用直销模式，且以国内市场为主，2023年国内市场销售收入

占营业收入的比重为97.01%。公司产品销售采用定期对账的收款模式，在产品交付且检验合格后，客户向公司一次性以银行电汇或银行承兑汇票的方式支付，同时核心客户拥有一定的账期。受此影响，公司产生了较大规模的应收款项，2023年末公司应收款项账面价值（含应收账款和应收款项融资）达54.03亿元，占期末总资产的22.53%，对公司资金形成较大占用。

公司拥有较为优质的电解液产品客户，覆盖了全球排名靠前的下游动力电池厂商，与宁德时代、LG集团、国轩控股集团有限公司、中创新航科技集团股份有限公司等国内外知名锂电池厂商建立了长期稳定的合作关系。2023年，全球动力电池装机量集中度仍保持在较高水平，根据SNE Research统计，2023年全球动力电池装机量前五大企业分别为宁德时代（36.8%）、比亚迪（15.8%）、LG新能源（13.6%）、松下电池（6.4%）、SK On（4.9%），宁德时代市占率仍维持第一。公司深度绑定宁德时代，客户结构较为稳定，2023年前五大客户销售额占营业收入的比重上升至71.23%，对第一大客户宁德时代（CATL）销售收入占同期营业收入的比例为52.70%。公司与重要电解液客户签订框架协议，有效期限一般为三年，具体供货量根据客户需求确定，价格定期调整。同时，公司作为锂电池行业龙头宁德时代的电解液产品第一供应商，长远来看订单数量具有一定的持续性。值得注意的是，若行业政策或市场环境变化导致宁德时代需求发生变动，或在激烈竞争下公司主要客户流失且新客户开拓受阻，将会对公司经营业绩产生重大不利影响。

表7 公司近年来锂离子电池材料销售情况（单位：吨）

指标名称	2023年	2022年	同比增速
产量	618,652	439,147	40.88%
销量	612,081	430,822	42.07%
产销率	98.94%	98.10%	-

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

公司营业成本仍以直接材料为主，2023年以来原材料碳酸锂价格继续大幅下跌，供应商集中度有所下降，公司通过内生式构建及外延式投资布局电解液产业链上下游，持续加强成本优势

公司主营业务成本可分为直接材料、直接人工和制造费用，2023年因主要原材料碳酸锂价格大幅下降，直接材料的采购成本占同期营业成本的比重下降6.47个百分点至77.38%。

锂离子电池电解液的主要原材料为六氟磷酸锂、碳酸甲乙酯（EMC）、碳酸乙烯酯（EC）和碳酸亚二甲酯（DMC）等，公司自产核心关键原材料六氟磷酸锂，采购的化工材料较为分散；日化材料及特种化学品主要原材料包括二甲基环硅氧烷（DMC）、脂肪酸、丙烯酸、羟乙基纤维素及瓜尔胶粉等。近年来，公司不断扩产六氟磷酸锂等核心原材料产能，2023年液体六氟磷酸锂、LiFSI自供比例达93%以上，部分核心添加剂自供比例达到80%以上。锂离子电池正极材料的产品为磷酸铁、磷酸铁锂，其中磷酸铁是制备磷酸铁锂的关键前驱体材料，其生产主要原材料包括碳酸锂和还原铁粉等。自2022年底起碳酸锂价格受下游需求增长不及预期影响而大幅下滑，2023年以来其价格从上年近60万元/吨的高点跌破20万元/吨，期间除2023年4月底下游刚需补库和9月底锂盐厂减产停价短暂上涨，碳酸锂价格持续下跌，2024年5月末国内碳酸锂均价下降至约11万元/吨，需持续关注作为公司电解液产品和正极材料重要

原材料的碳酸锂价格走势以及公司备货节奏对其采购成本的影响。

表8 公司部分主要原材料采购金额占总采购金额比例

项目	2023年	2022年
碳酸甲乙酯（EMC）	11.09%	10.11%
碳酸乙烯酯（EC）	5.22%	4.62%
碳酸二甲酯（DMC）	4.74%	3.72%
氢氟酸	3.20%	2.47%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

供应商方面，公司与部分核心原材料的大型供应商合作较为稳定，2023年前五大供应商采购占比小幅降至35.95%，碳酸锂采购集中度有所下降；公司前五大供应商出现一定变化，2023年前五大供应商中新增2家碳酸锂供应商。

近年公司通过内生式构建及外延式投资布局产业链纵向延伸和横向业务协同。内生式构建方面，公司已实现电解质、添加剂、正极材料前驱体等核心关键原材料的自产，同时通过尾料排放的循环使用，构建循环产业链体系，获取持续成本竞争优势。外延式投资方面，公司通过并购具备核心客户或技术优势的公司，参股上游核心原材料供应商、搭建下游材料循环产业、横向协同产业链其他材料提供商，进入正极材料、电池用胶类产品等市场。2023年公司以3.825亿元收购东莞腾威85%股权，正式切入正负极粘结剂及锂电池用胶类产品业务，进一步加强公司在锂电材料领域的领先地位。

表9 截至 2023 年末公司主要投资情况（单位：万元）

被投资单位	持股比例	2023 年末账面价值	2023 年末减值准备余额	主营业务	计入科目
湖南耀宁天赐矿业有限公司	30.00%	5,729.79	0.00	稀有金属矿采选	长期股权投资
山东华氟化工有限责任公司	34.83%	12,013.53	0.00	危险化学品生产和销售	长期股权投资
当阳德毅化工有限公司	20.00%	2,780.80	0.00	基础化学原料制造、化工产品销售	长期股权投资
青海天赐宏正环保科技有限公司	35.00%	4,075.46	0.00	固体废物治理	长期股权投资
九江杭氧天赐气体有限公司	35.00%	3,113.99	0.00	工业气体生产	长期股权投资
福建中州新材料科技有限公司	35.00%	1,432.73	0.00	高端氟新材料	长期股权投资

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 2023 年末公司为拓展产业链而实现控股的部分子公司（单位：万元）

项目	购买日	购买价款	形成商誉	期末持股比例	主要产品
东莞腾威	2023.2.28	38,250	20,040.16	85.00%	电子粘结剂

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）日用材料及特种化学品业务

公司仍是国内日用化学品原材料的主要供应商之一，2023年产销量均有所增长，但业务收入随产品价格下滑而小幅下降，未来随着新投产项目产能利用率提升，公司日化及特化学品产能大幅提升，

有望增厚业务收入

公司仍是国内日化用品原材料的主要供应商之一，保持了国内液洗材料（日用化学品，如洗发露、洗面奶等）的领先地位。公司日化材料及特种化学品主要产品包括表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂、有机硅及橡胶助剂材料等。其中，日化材料多应用于洗发水、护发素、沐浴露、洗手液、消毒杀菌产品、护肤品等个人护理品，以及卫浴、厨房等硬表面用清洁剂、皮革护理蜡和洗衣液等日常家居、衣物的清洁及护理品；特种化学品主要应用于工业领域，公司的产品及应用技术为造纸、建筑、农药、油田、有机硅制品、橡塑和印染等领域提供创新的解决方案。业务发展方面，公司日化材料及特种化学品国内市场直接面对下游生产企业及贸易企业进行销售，国际市场寻求直接进入大型跨国公司的全球采购体系。

随着清远天赐年产18.5万吨日用化工新材料项目、九江天祺年产6万吨日化基础材料项目（一期）建成并于2023年底投产，公司日化材料及特种化学品产能大幅上升。2023年公司持续实施深度绑定国内外大客户的营销策略，牛磺酸钠进入大客户供应链体系获得重大突破，公司当年日化材料及特种化学品产量、销量有所增长。受产品市场价格波动影响，日化材料及特种化学品业务收入有所下降，该业务下游日化客户对原材料价格敏感度不高，公司2023年日化材料及特种化学品毛利率较上年增长6.01个百分点。未来，待新投产项目产能爬坡达产后，产能利用率有望提升并增厚公司业务收入。

表11 公司日化材料及特种化学品业务情况（单位：吨、亿元）

时间	年产能	产量	销量	产能利用率	产销率	营业收入	毛利率
2023年	204,372	104,471	98,002	51.12%	93.91%	10.17	35.84%
2022年	116,372	89,106	86,851	76.57%	97.47%	11.35	29.83%

注：产能数据与公司年报统计口径不同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

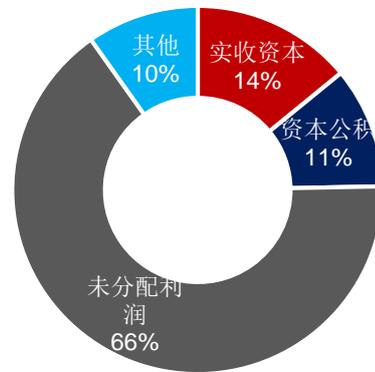
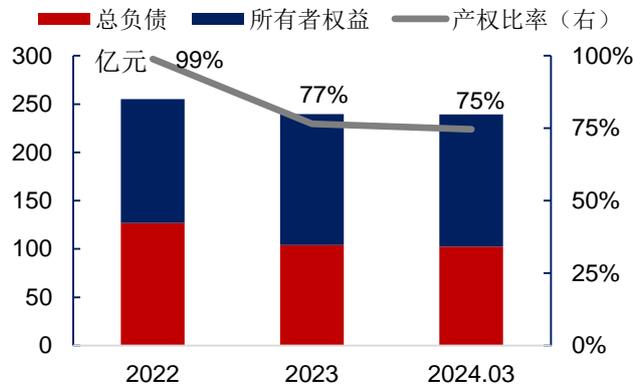
以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年，公司合并报表范围内新增18家子公司，减少2家子公司，详见表2。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共53家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产主要由应收款项、工程设备投入、现金类资产构成，应收账款及应收款项融资对营运资金形成较大占用，且2023年计提的存货跌价准备规模提升，需关注后续存货等资产减值及跌价风险

受益于公司经营业绩的积累，2024年3月末公司所有者权益上升至137.03亿元。伴随经营性负债大幅减少，2024年3月末公司总负债下降至102.37亿元。综合来看，公司产权比率有所下降，2024年3月末

下降至74.71%，所有者权益对总负债的覆盖程度尚可。从所有者权益构成来看，以未分配利润和实收资本为主。

图8 公司资本结构
图9 2024年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年末，公司应收款项（应收账款+应收款项融资）规模随收入规模大幅下降而有所下降，应收对象主要为锂电池制造商，但应收款项规模仍较大，对营运资金造成较大占用。其中，2023年末应收账款账龄主要集中在1年以内，前五名应收账款客户的应收款项占总额的35.21%，截至2023年末应收账款已计提坏账准备1.56亿元；应收款项融资为被背书转让的银行承兑汇票，随着公司对应收票据的贴现兑付，2023年末应收款项融资规模大幅下降。公司存货主要为原材料、自制半成品、库存商品，2023年末公司存货账面价值大幅下降至11.72亿元，占期末总资产的比重较上年末有所下滑，2023年以来原材料价格持续下跌，截至2023年末已计提存货跌价准备1.71亿元，需持续关注存货存在的跌价风险。受公司盈利水平下降影响，2023年末公司货币资金规模同比大幅下降。

非流动资产方面，近年公司持续建设新增产能，随着部分项目不断完工转入固定资产，公司固定资产规模大幅增长。此外，受下游需求不及预期影响，公司产能布局步调有所放缓，2023年末公司在建工程账面价值较2022年末有所下降。截至2023年末，公司其他非流动资产账面价值有所增长，主要为一年以上大额存单及利息15.99亿元、工程及设备预付款5.04亿元。

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产账面价值合计10.52亿元，占期末总资产的比重为4.39%，主要包括固定资产8.21亿元、无形资产1.67亿元、货币资金0.34亿元和应收款项融资0.29亿元。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.90	9.57%	22.90	9.55%	46.64	18.27%
应收账款	36.32	15.17%	42.95	17.91%	46.34	18.15%
应收款项融资	12.92	5.40%	11.08	4.62%	24.94	9.77%
存货	12.57	5.25%	11.72	4.89%	23.74	9.30%
流动资产合计	99.25	41.46%	99.36	41.44%	151.79	59.46%

固定资产	72.84	30.42%	73.95	30.84%	43.81	17.16%
在建工程	22.38	9.35%	20.13	8.40%	25.88	10.14%
其他非流动资产	19.44	8.12%	21.79	9.09%	17.03	6.67%
非流动资产合计	140.15	58.54%	140.41	58.56%	103.52	40.54%
资产总计	239.41	100.00%	239.77	100.00%	255.31	100.00%

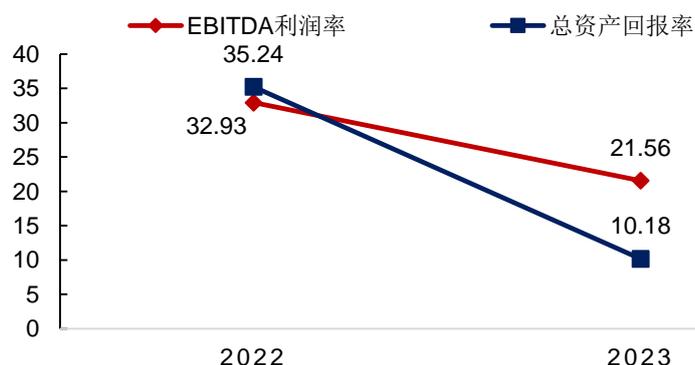
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司锂离子电池材料产销量继续增长，但受主要原材料价格下降、行业供需格局变化及市场竞争激烈，产品价格大幅下跌，导致公司营业收入和净利润均下滑明显，预计短期内盈利水平仍承压，需持续关注产品价格波动对公司盈利的影响

公司营业收入主要来自于锂离子电池材料和日化材料及特种化学品两大类，2023年锂离子电池材料产品销售收入占同期营业收入的比重达91.56%，较上年略有下降。下游需求持续增长，且公司产能持续扩张，2023年公司产销量持续增长，电解液产品市场份额较上年略有提升，仍维持行业第一水平，但受产品价格大幅下跌影响，2023年公司营业收入同比下降30.97%。毛利率方面，受主要原材料价格下降、行业供需格局改变、产品价格大幅下跌影响，2023年公司销售毛利率水平下滑12.05个百分点。此外，由于原材料及价格在年内持续下滑，公司存在备货成本较高及库存商品跌价情况，2023年末已计提1.71亿元存货跌价准备。受上述因素影响，2023年末公司净利润同比下滑68.48%，EBITDA利润率和总资产回报率均明显下降。2023年以来电解液和正极材料整体呈下降趋势，且预计短期内仍将处于低位运行状态，而电解液和正极材料行业均处于供需格局阶段性失衡阶段，预计行业内仍会进行激烈竞争，公司盈利水平短期承压。此外，需注意公司客户集中度较高，业务受单一企业经营变化影响的风险较高。

图10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司持续建设新增产能，资金需求规模较大，外部融资需求增加，2023年末总债务规模有所提升，且以长期债务为主，短期债务压力可控

伴随银行短期融资规模增加，2023年末公司总债务规模上升至60.69亿元，占总负债的比重上升至58.37%。从债务结构来看，2023年末公司债务主要包括应付债券和银行借款，占公司总债务的比重分别为54.41%、42.28%，其中长期债务占比较高。公司应付债券系天赐转债。公司在建项目持续投入对资金需求高，且2023年公司盈利能力下降，经营活动需要的短期周转资金增加，2023年末公司银行借款规模同比增加，包括12.49亿元短期借款（含利息）和13.17亿元（含利息）长期借款（含一年内到期的长期借款4.23亿元），较上年末有所上升。其他主要负债方面，随着公司销售出货冲销预收款项，且公司收取预收款项比例逐步下降，2023年末公司合同负债账面价值大幅下降。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.03	14.69%	12.49	12.01%	7.98	6.28%
应付账款	28.79	28.12%	32.61	31.36%	46.74	36.82%
合同负债	0.83	0.81%	0.54	0.52%	11.80	9.30%
其他应付款	3.67	3.58%	3.82	3.67%	5.66	4.46%
一年内到期的非流动负债	6.71	6.55%	4.33	4.16%	1.94	1.53%
流动负债合计	57.48	56.15%	59.44	57.17%	85.28	67.19%
长期借款	8.79	8.58%	8.94	8.60%	7.76	6.12%
应付债券	33.33	32.56%	33.02	31.76%	31.89	25.12%
非流动负债合计	44.90	43.85%	44.53	42.83%	41.65	32.81%
负债合计	102.37	100.00%	103.97	100.00%	126.93	100.00%
总债务合计	64.32	62.83%	60.69	58.37%	51.03	40.20%
其中：短期债务	21.90	21.39%	18.41	17.71%	11.38	8.97%
长期债务	42.43	41.44%	42.27	40.66%	39.65	31.24%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司营业收入和盈利水平的下降，2023年公司经营活动净流入额大幅下降，FFO亦表现相同趋势。伴随着公司产能增加，公司外部融资规模大幅上升，2023年末总债务/总资本略有增加，同期净债务规模由负转正，净债务/EBITDA及FFO/净债务均转为正值；而受公司应付账款及合同负债规模大幅下降影响，公司总负债规模有所下降，2023年末资产规模率有所下降。公司处于产能扩张持续扩张时期，资本性支出规模较大，需要持续投入项目建设资金，故自由现金流/净债务更能体现杠杆比率波动性。

表14 公司现金流及杠杆状况指标

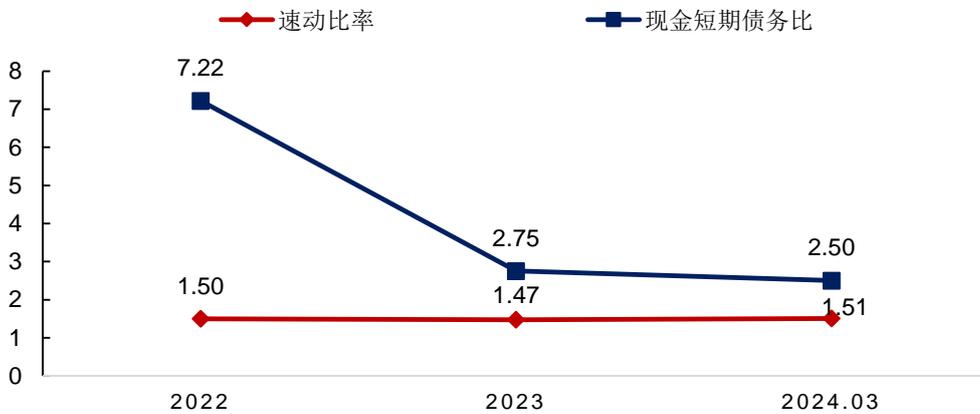
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	0.22	22.74	41.64
FFO（亿元）	--	17.06	53.15
资产负债率	42.76%	43.36%	49.72%
净债务/EBITDA	--	0.41	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	17.08	97.04
总债务/总资本	31.94%	30.89%	28.44%
FFO/净债务	--	125.37%	-198.23%

经营活动现金流/净债务	2.15%	167.11%	-155.30%
自由现金流/净债务	-28.82%	-60.86%	-18.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2023年公司盈利能力下降，现金类资产规模有所下降，2023年末公司速动比率和现金短期债务比均有所下滑，2024年3月末现金短期债务比下降至2.50，但整体短期偿债压力不大。公司为上市公司，资本市场融资渠道通畅，公司正在筹备在瑞士证券交易所上市发行GDR拟募集资金不超过59.78亿元（含），目前公司发行GDR及在瑞士证券交易所上市相关事项已获得瑞士证券交易所监管局的附条件批准，尚需深圳证券交易所审核通过、中国证监会备案及瑞士证券交易所最终批准后方可实施。2023年末公司尚未使用的银行授信额度为16.13亿元，能够获得一定的流动性支持。

图11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司股权结构相对稳定，管理层及核心团队较为稳定，行业经验较为丰富，公司 ESG 表现对其经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司 2023 年年度报告及公司出具的相关说明，过去一年，公司在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放方面，均未受到相应处罚。

社会因素

根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年未发生重大产品质量或安全事故问题，无拖欠员工工资、社保等情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定，制定《广州天赐高新材料股份有限公司章程》。公司设立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的治理机制。

公司股权结构相对稳定，公司自上市以来第一大股东未发生变动，均为徐金富先生，截至2024年3月末第一大股东持股比例为36.31%。公司主要管理人员和核心技术人员在化工领域均拥有多年的从业经验。2023年7月，马美朋先生因个人原因辞去公司副总经理一职，公司核心治理和管理层相对稳定。

为规范日常经营活动，公司根据业务发展需要，设立了较为健全的组织结构，公司总经理下设总经办、研究院、财务部、投资发展部、电解液事业部、正极材料事业部、正极前驱体事业部、采购部等多个部门，公司组织架构见附录三。截至2023年末，公司在职工6,857人，其中生产人员占比58.55%，符合行业特性。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2024年3月27日）、子公司九江天赐高新材料有限公司（报告查询日：2024年3月27日）、子公司江苏天赐高新材料有限公司（报告查询日：2024年4月3日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日2024年5月30日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人员名单。

八、结论

受益于锂电行业下游需求增长，2023年公司锂离子电池材料产销量有所增长，且公司具备较强的市场竞争力，电解液市场份额进一步上升，稳居行业第一。但中证鹏元也关注到，2023年以来下游需求增长不及预期，电解液行业供需格局发生阶段性变化，行业竞争加剧，电解液产品价格受原材料价格下跌及产品供需格局变化等影响持续下跌，公司营业收入和净利润大幅下降，短期盈利能力承压，公司仍存在在建产能，外部融资需求较大，公司债务规模进一步上升，且在建产能面临一定的产能消化风险。但考虑到，公司多年来通过内生式构建及外延式投资，形成了产业链纵向稳定供应和横向业务协同的优势，具备一定成本优势，市场竞争力较强，预计短期内公司仍能保持较高的市占率。整体而言，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“天赐转债”的信用等级为AA。

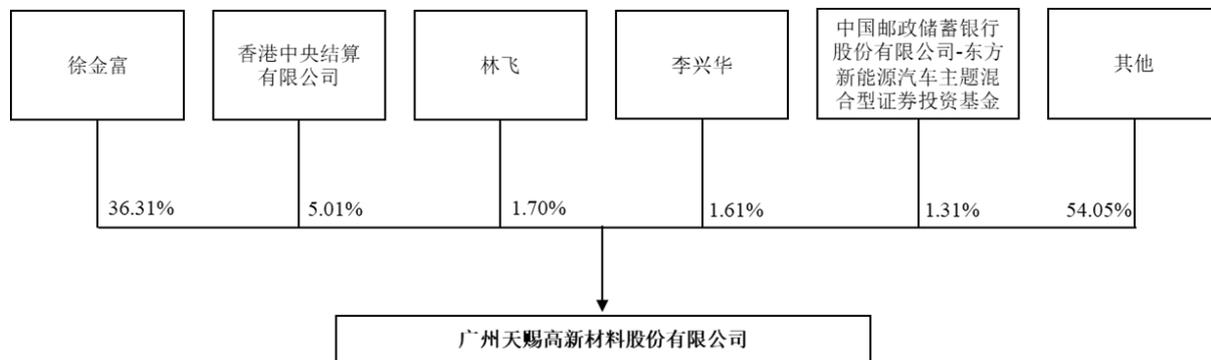
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	22.90	22.90	46.64	21.48
应收账款	36.32	42.95	46.34	33.86
应收款项融资	12.92	11.08	24.94	18.76
存货	12.57	11.72	23.74	12.52
其他流动资产	10.12	7.07	6.49	2.09
流动资产合计	99.25	99.36	151.79	92.52
固定资产	72.84	73.95	43.81	24.93
在建工程	22.38	20.13	25.88	9.87
无形资产	12.79	12.15	8.24	5.31
其他非流动资产	19.44	21.79	17.03	1.38
非流动资产合计	140.15	140.41	103.52	46.48
资产总计	239.41	239.77	255.31	138.99
短期借款	15.03	12.49	7.98	4.44
应付账款	28.79	32.61	46.74	22.40
其他应付款	3.67	3.82	5.66	4.95
一年内到期的非流动负债	6.71	4.33	1.94	1.17
流动负债合计	57.48	59.44	85.28	61.46
长期借款	8.79	8.94	7.76	3.11
应付债券	33.33	33.02	31.89	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	44.90	44.53	41.65	3.84
负债合计	102.37	103.97	126.93	65.29
总债务合计	64.32	60.69	51.03	9.98
其中：短期债务	21.90	18.41	11.38	6.87
所有者权益	137.03	135.80	128.38	73.70
营业收入	24.63	154.05	223.17	110.91
营业利润	1.29	23.43	68.72	26.72
净利润	1.14	18.42	58.44	23.07
经营活动产生的现金流量净额	0.22	22.74	41.64	20.47
投资活动产生的现金流量净额	-4.85	-38.93	-51.07	-17.58
筹资活动产生的现金流量净额	4.56	-7.87	34.51	15.53
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	33.21	73.49	34.40
FFO（亿元）	--	17.06	53.15	27.37
净债务（亿元）	10.21	13.61	-26.81	-27.89
销售毛利率	19.53%	25.92%	37.97%	34.98%
EBITDA 利润率	--	21.56%	32.93%	31.02%

总资产回报率	--	10.18%	35.24%	27.54%
资产负债率	42.76%	43.36%	49.72%	46.98%
净债务/EBITDA	--	0.41	-0.36	-0.81
EBITDA 利息保障倍数	--	17.08	97.04	85.79
总债务/总资本	31.94%	30.89%	28.44%	11.93%
FFO/净债务	--	125.37%	-198.23%	-98.11%
经营活动现金流/净债务	2.15%	167.11%	-155.30%	-73.37%
自由现金流/净债务	-28.82%	-60.86%	-18.00%	-15.65%
速动比率	1.51	1.47	1.50	1.30
现金短期债务比	2.50	2.75	7.22	5.84

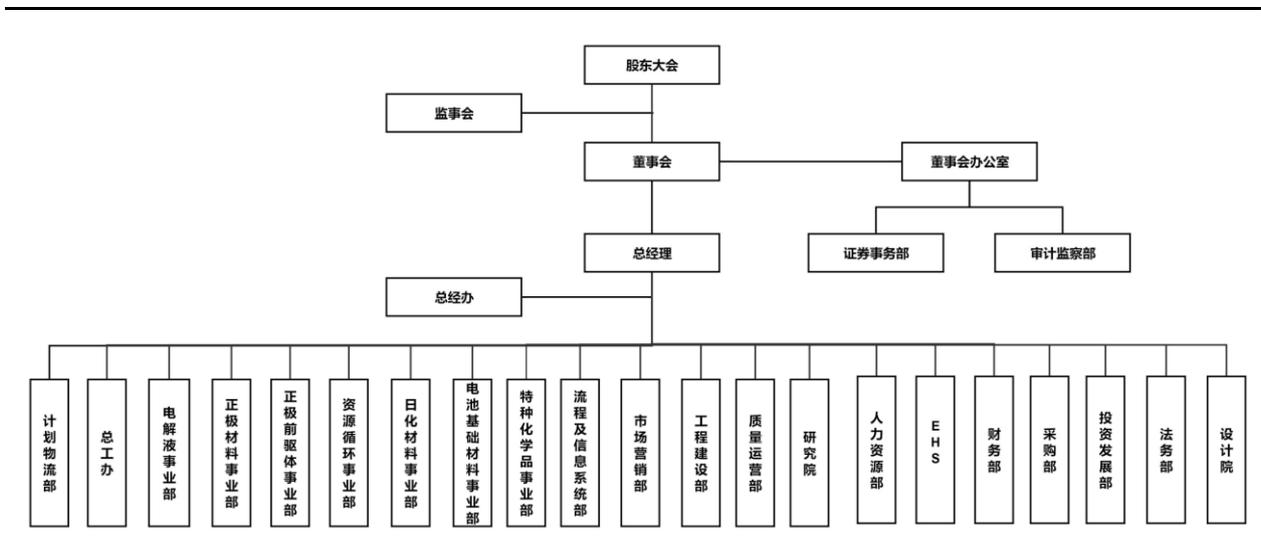
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	简称	持股比例	业务性质
九江天赐高新材料有限公司	九江天赐	100.00%	化工
天津天赐高新材料有限公司	天津天赐	100.00%	化工
天赐（香港）有限公司	香港天赐	100.00%	贸易
张家港吉慕特化工科技有限公司	张家港吉慕特	100.00%	化工
江西天赐新材料创新中心有限公司	江西天赐创新中心	100.00%	技术服务
九江天祺氟硅新材料科技有限公司	九江天祺	100.00%	化工
宁德市凯欣电池材料有限公司	宁德凯欣	100.00%	化工
宜春天赐高新材料有限公司	宜春天赐	94.79%	化工
天赐材料（台州）有限公司	台州天赐	100.00%	化工
池州天赐高新材料有限公司	池州天赐	100.00%	化工
中天鸿锂清源股份有限公司	中天鸿锂	77.20%	化工
江苏天赐高新材料有限公司	江苏天赐	100.00%	化工
江西天赐中硝新材料有限公司	天赐中硝	65.00%	化工
浙江天硕氟硅新材料科技有限公司	浙江天硕	100.00%	化工
九江天赐电解液科技有限公司	天赐电解液	100.00%	化工
九江天赐新动力材料科技有限公司	天赐新动力	100.00%	化工
清远天赐高新材料有限公司	清远天赐	100.00%	化工
福鼎市凯欣电池材料有限公司	福鼎凯欣	100.00%	化工
天赐材料（南通）有限公司	南通天赐	100.00%	化工
宜昌天赐高新材料有限公司	宜昌天赐	100.00%	化工
浙江天赐高新材料有限公司	浙江天赐	100.00%	化工
九江天赐资源循环科技有限公司	天赐资源循环	100.00%	化工
天赐材料（湖北）有限公司	湖北天赐	100.00%	化工
天赐材料（江门）有限公司	江门天赐	100.00%	贸易
四川天赐高新材料有限公司	四川天赐	100.00%	化工
瓴汇（深圳）产业发展有限公司	深圳瓴汇	100.00%	商务服务
天赐材料（枝江）物流有限公司	枝江天赐	100.00%	运输
九江天微科技有限公司	九江天微	75.00%	化工
九江稀贵科技有限公司	九江稀贵	75.61%	化工
江西灿鸿科技有限公司	江西灿鸿	100.00%	化工
郴州市中贵科技有限公司	郴州中贵	56.72%	化工
宜章中贵联华资源利用有限公司	宜章中贵	28.93%	化工
东莞市腾威电子材料技术有限公司	东莞腾威	85.00%	化工
赣州市腾威电子材料技术有限公司	赣州腾威	85.00%	化工
江西腾威新材料技术有限公司	江西腾威	85.00%	化工
东莞市邦特威新材料技术有限公司	东莞邦特威	85.00%	化工
东莞市艾贝新材料科技有限公司	东莞艾贝	53.55%	化工

赣州市艾贝新材料科技有限公司	赣州艾贝	53.55%	化工
湖北天宜磷氟科技研究有限公司	湖北天宜	50.00%	技术服务
江西安全评测检测有限公司	江西安全测评	100.00%	检验检测服务
江西天亿工程技术有限公司	江西天亿	51.00%	工程服务
天津天宇新材料有限公司	天津天宇	100.00%	贸易
Tinci Materials Technology Czech S.R.O.	捷克天赐	100.00%	化工
TINCI Inc.	美国天赐	100.00%	化工
TINCI MATERIALS GmbH	德国天赐	100.00%	化工
TINCI SG PTE. LTD.	新加坡天赐	100.00%	贸易
天赐材料韩国有限公司	韩国天赐	100.00%	化工
MOROCCO TINCIMATERIALS TECHNOLOGY	摩洛哥天赐	100.00%	摩洛哥
TINCI LITHIUM RESOURCES ZIMBABWE (PRIVATE) LIMITED	津巴布韦天赐	100.00%	采矿
TINCI NL B.V	荷兰天赐	100.00%	化工
TINCI DELAWARE LLC	特拉华天赐	100.00%	投资
TINCI MATERIALS TEXAS LLC	德州天赐	100.00%	化工
TINCI MATERIALS JORF LASFAR	天赐朱尔夫莱斯费尔	100.00%	化工

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。