



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2023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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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 2023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）为电解液行业龙头企业，所处锂电行业下游需求对公司锂离子电池材料产品销量形成一定支撑，且公司产业链一体化布局和产能扩张带来规模经济效益，成本优势明显，核心原材料自供率持续上升，市场竞争力较强。但中证鹏元也关注到，2023 年以来下游需求增长不及预期，公司主要产品锂离子电池电解液价格受原材料价格下跌及产品供需格局变化等影响下跌明显，公司面临将一定的业绩压力，需持续关注主要原材料价格波动风险以及市场竞争加剧风险；此外，公司在建产能规模较大，资金需求较大，外部融资规模大幅上升。

评级日期

2023 年 06 月 09 日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：朱小万
zhuxw@cspengyuan.com

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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	259.62	255.31	138.99	60.10
归母所有者权益	132.88	125.46	71.57	33.86
总债务	56.41	51.03	9.98	12.72
营业收入	43.14	223.17	110.91	41.19
净利润	7.00	58.44	23.07	5.00
经营活动现金流净额	-4.90	41.64	20.47	6.32
净债务/EBITDA	--	-0.36	-0.81	0.55
EBITDA 利息保障倍数	--	97.04	85.79	28.15
总债务/总资本	29.29%	28.44%	11.93%	26.46%
FFO/净债务	--	-198.23%	-98.11%	140.98%
EBITDA 利润率	--	32.93%	31.02%	30.09%
总资产回报率	--	35.24%	27.54%	11.82%
速动比率	--	1.50	1.30	1.08
现金短期债务比	--	7.22	5.84	0.71
销售毛利率	30.53%	37.97%	34.98%	34.97%
资产负债率	47.54%	49.72%	46.98%	41.17%

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 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **下游需求快速增长带动公司 2022 年营业收入高速增长，电解液需求仍有一定增长空间。**2022 年全球动力电池及储能电池出货量均大幅增长，推动公司当年锂离子电池材料营业收入同比增长 113.94%；未来随着全球动力电池及储能电池出货量等继续保持增长，电解液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成本优势明显，市场竞争力较强，电解液市占率居行业第一。**公司已实现由基础化学材料到核心产品的全链条布局，核心材料自供率持续提升，叠加公司产能大幅增长带来的规模效应，公司成本优势明显，在 2022 年主要原材料碳酸锂价格上升且电解液产品价格下降时仍能保持毛利率水平上升。凭借公司显著的成本优势，公司与优质电池厂商达成长期深度合作，2022 年公司电解液市占率继续上升至 35.9%，稳居行业第一。此外，公司日化材料业务稳步增长，亦处于国内领先地位，有效补充公司盈利水平。

关注

- **公司主要产品锂离子电池电解液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 年一季度公司利润水平同比有所下降，需持续关注主要原材料价格波动和电解液行业产能过剩风险。**2022 年公司原材料成本占营业成本比重达 83.85%，主要为碳酸锂及碳酸甲乙酯、碳酸亚乙烯酯等溶剂，其中碳酸锂价格 2022 年上涨明显，2023 年一季度受下游需求增长不及预期影响，原材料碳酸锂价格大幅下跌，而公司前期高价碳酸锂库存水平较高，电解液价格又受六氟磷酸锂产能增加、电解液产品供需格局变化等影响自 2022 年 3 月起持续下降，2023 年一季度毛利率下降明显，未来需持续关注原材料价格波动及电解液行业产能快速扩张对公司盈利造成的影响。
- **公司应收款和存货规模随业务规模扩大而持续增长，占用较多资金。**2022 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 27.92%，同时存货账面价值随公司业务规模的扩张而大幅增长，导致应收款项及存货占期末总资产比重较高，对资金形成较大占用，并需关注其减值及跌价风险。
- **公司持续建设新增产能，在建产能仍较高，对建设资金的需求推高公司债务规模，但在电解液行业面临的结构性产能过剩风险及竞争加剧的市场环境下，需持续关注产能消化情况。**下游动力电池出货量增速不及预期，电解液厂商持续新增产能，电解液行业面临结构性产能过剩，行业竞争压力加大，2022 年末公司锂离子电池材料现有设计年产能 51.10 万吨，同比增长 148.20%，且主要在建产能规模和项目建设资金自筹规模较大，公司外部融资力度加大，2022 年末总债务规模大幅增长至 51.03 亿元。
- **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。**2022 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 70.82%，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 54.52%，若其未来经营变化、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，下游需求仍有望以相对较高水平增长，对公司业绩形成一定支撑。

同业比较（单位：亿元）

指标	天赐材料	新宙邦	瑞泰新材
总资产	255.31	153.95	102.04
营业收入	223.17	96.61	61.35
净利润	58.44	18.23	8.61
销售毛利率	37.97%	32.04%	19.64%
资产负债率	49.72%	43.19%	31.24%

注：以上各指标均为 2022 年度/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_2022V1.0
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	9/9		
业务状况	行业&经营风险状况	5/7	财务状况	杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果	5/7	财务状况评估结果	9/9		
调整因素	ESG 因素			0	
	重大特殊事项			0	
	补充调整			-1	
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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/天赐转债	2022-7-14	汪永乐、邹火雄	化工企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

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	34.10	2022-7-14	2027-9-22

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（以下简称“本期债券”），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日公告，年产15.2万吨锂电新材料项目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，项目总投资金额从12.64亿元调整至8.97亿元。截至2022年末，天赐转债募集资金专项账户余额为18.55亿元（包含净利息收入0.07亿元）。

三、发行主体概况

2022年及2023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2023年3月末，徐金富先生直接持股比例达36.24%。股本和注册资本变动方面，随着资本公积转增股本以及股票激励计划认购完成，截至2023年3月末，公司注册资本和股本均增至19.27亿元。截至2023年3月末，公司前十大股东均不存在股票质押、标记或冻结情况。

表1 截至2023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	69,824.70	36.24%
香港中央结算有限公司	11,305.28	5.87%
林飞	3,166.41	1.64%
李兴华	3,112.58	1.62%
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	3,004.45	1.56%
徐金林	2,467.85	1.28%
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	1,857.08	0.96%
吴镇南	1,398.38	0.73%
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	1,139.73	0.59%
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	1,139.49	0.59%
合计	98,415.96	51.08%

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2023年第一季度报告，中证鹏元整理

2022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。2022年公司合并范围内新增7家子公司，减少3家子公司，

具体如下表所示。截至2022年末，纳入公司合并报表范围的子公司共37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3.83亿元，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 2022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
郴州市中贵科技有限公司	56.72%	1.34	化工	增资
瓴汇（深圳）产业发展有限公司	100.00%	1.00	商务服务	转让
四川天赐高新材料有限公司	100.00%	1.00	化工	设立
天赐材料（江门）有限公司	100.00%	2.00	贸易	设立
天赐材料（湖北）有限公司	100.00%	2.00	化工	设立
天赐材料（枝江）物流有限公司	100.00%	0.80	运输	设立
江西灿鸿科技有限公司	100.00%	0.67	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
广州天赐有机硅科技有限公司	100.00%	0.11	化工	吸收合并
九江吉慕特新型材料科技有限公司	100.00%	0.05	化工	注销
安徽奕升环保科技有限公司	100.00%	0.50	化工	注销

资料来源：公司 2022 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

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政

策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

1、锂离子电池材料行业

电池化学品主要包括锂离子电池化学品（锂离子电池电解液、添加剂、新型锂盐、碳酸酯溶剂）、超级电容器化学品、一次锂电池化学品，属于锂离子电池行业的细分领域，下游应用领域包括动力电池、消费类电池和储能电池。锂离子电池的四大主要材料包括正极材料、负极材料、隔膜、电解液，其中锂离子电解液主要起到导电的作用，正极材料则起到提供锂离子的作用。

受益于下游动力电池和储能电池需求保持增长，2022年锂离子电池电解液出货量大幅增长，但在下游需求增速放缓及全行业持续加码扩产之际，电解液面临一定的结构性产能过剩风险，行业竞争激烈，集中度进一步提升

随着下游锂离子电池需求的快速增长，2022年锂离子电池电解液出货量大幅增长，此外，在下游需求驱动下，电解液行业企业持续加码扩产能，面临一定的结构性产能过剩风险。动力电池是新能源汽车的核心部件，伴随全球新能源汽车行业保持较快发展，2022年动力电池出货量快速增长。根据EVTank发布的《中国锂离子电池行业发展白皮书（2023年）》，2022年全球汽车动力电池出货量为684.2GWh，同比增长84.4%，增速较上年下降50.3个百分点，预计2025年达1.5TWh。储能电池方面，在能源结构低碳化转型背景下，新能源电力的储能系统需求大幅增长，其中电化学储能系统受地理条件影响较小，建设周期短，可灵活运用于电力系统各环节及其他各类场景中，逐渐成为储能新增装机的主流。根据EVTank数据，2022年全球储能锂电池出货量为159GWh，同比增长140%，增速较上年小幅增加。根据高工产研锂电研究所（GGII）统计结果，2023年1-3月全球储能锂电池出货量为43.9GWh，同比增长28%，该机构预计2023年全年全球储能锂电池出货量为250GWh，同比增长66.7%，2025年全球储能锂电池的

出货量将超500GWh。随着动力电池和储能电池需求的快速增长，带动了锂离子电池电解液2022年出货量大幅增长。根据EVTank数据，2022年全球锂离子电池电解液出货量达104.3万吨，同比增长70.4%，增速较上年下降12.8个百分点；中国锂离子电池电解液出货量同比增长75.7%至89.1万吨，占全球锂离子电池电解液的比重增至85.4%。伴随下游需求快速增长，电解液行业企业持续加码扩产能，天赐材料、新宙邦等行业龙头企业纷纷发布公告扩张产能。据EVTank预测，2025年全球电解液需求量将达到272.6万吨，2030年或超过800万吨，但到2025年，中国电解液企业规划的产能将会超过800万吨，面临一定的结构性产能过剩风险。

图 1 2022 年中国锂离子电池电解液出货量继续增长



资料来源：EVTank，中证鹏元整理

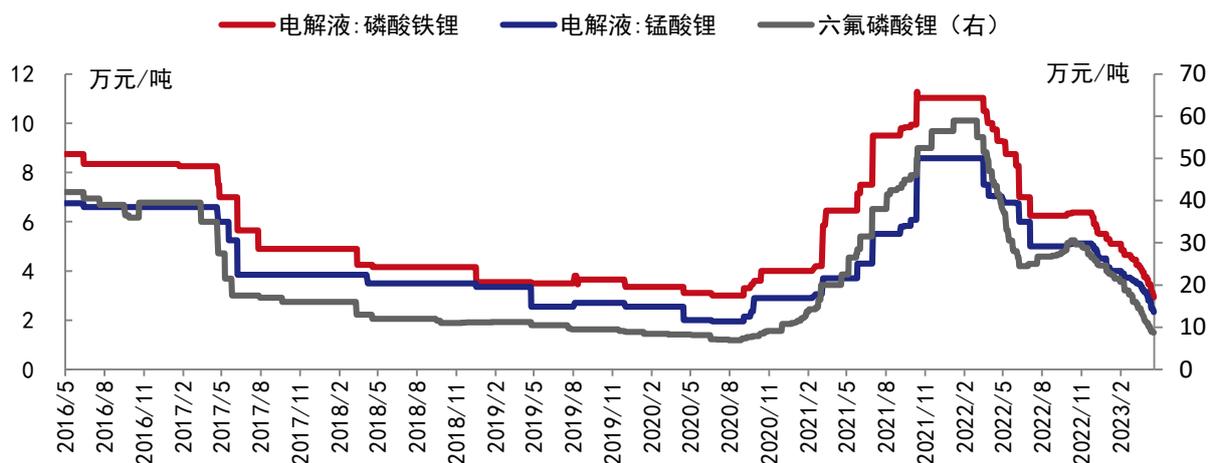
电解液行业企业竞争激烈，集中度进一步提升。对于处于行业领先地位的电解液企业而言，掌握核心添加剂及配方技术、布局上游核心原材料资源，增强自给率且不断服务于优质客户进行技术经验积累，将有机会确立核心竞争优势并占据有利的市场竞争地位。根据EVTank数据，2022年中国电解液企业竞争格局发生了较大的变化，天赐材料的行业龙头地位进一步稳固，其市场份额由2021年的28.8%提升到2022年的35.9%；位列第二的新宙邦市占率由2021年的18.3%降至2022年的12.3%；比亚迪取代张家港市国泰华荣化工新材料有限公司居行业第三，市占率为11.4%。中国电解液行业CR10由2021年的84.3%增至2022年的88.3%，行业集中度有所提升。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，龙头企业的集中度有望进一步提升。

六氟磷酸锂为电解液主要的原材料，两者价格相关性高，受产能过剩及碳酸锂价格下跌影响，2022年3月以来六氟磷酸锂价格下跌，叠加产品供需格局变化等，电解液价格下降，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影响情况

电解液价格随主要原材料六氟磷酸锂价格大跌及产品供需格局变化等而向下调整，挤占行业企业毛利。电解液一般由溶剂、溶质和添加剂等在一定条件下按一定比例配制而成。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。近年新能源汽车产销量持续增加提高了对电解液和各原材料的需求，电解液行业内原材料供需格局因此呈现了一定的错配。常用溶质六氟磷酸锂由于技术门槛高、生产工艺要求严格、扩产所需的环保审批流程较慢，使得建设周期较长、产能短期内释放较慢，六氟磷酸锂价格自2020年下半年起因供需失衡开始上涨，其价格由2020年6月末的7.15万元/吨上涨至2022年2月末的59万元/吨。随着国内各大厂商的六氟磷酸锂新产能从2022年开始逐步大规模投产，下游锂电需求虽然韧性十足，但仍受汽车行业价格战、储能项目观望等负面因素影响，供需宽松使六氟磷酸锂价格迅速下滑。根据Wind数据，2022年3月以来六氟磷酸锂价格进入暴跌期，2023年4月20日降至8.75万元/吨，较2022年2月末下降85.17%。2022年3月以来，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2022年净利润增速较上年均大幅下降，且2023年一季度归属于上市公司股东的净利润、归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均同比大幅下降，需持续关注行业内企业盈利情况。

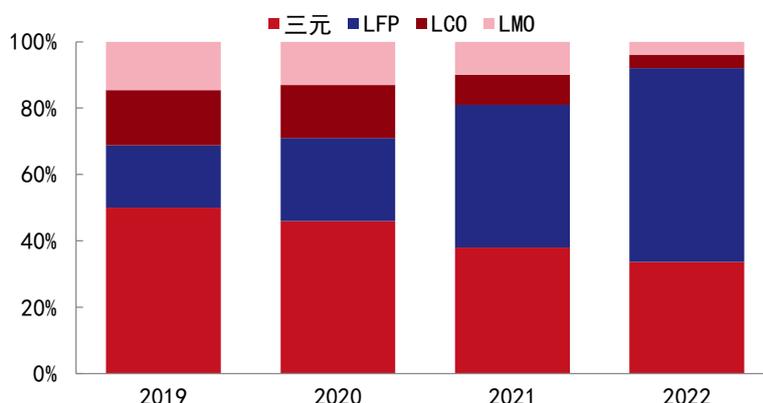
图 2 2022 年以来电解液及六氟磷酸锂价格均大幅下跌



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

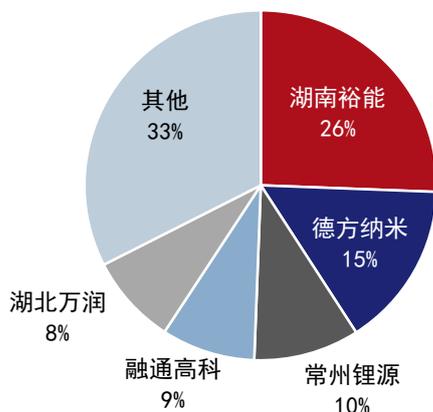
国内正极材料出货量快速增长，磷酸铁锂材料增长较快，磷酸铁锂占比持续上升，磷酸铁锂行业新进入者较多，产能急速扩张，行业竞争加剧，或存在结构性产能过剩及盈利水平下降风险

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，2022年中国正极材料市场出货量为189万吨，同比增长68%。从产品出货结构来看，2022年中国磷酸铁锂正极材料出货量111.3万吨，同比增长131.83%；三元正极材料出货量63.9万吨，同比增长48.60%。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，市场份额由2021年的43%上升至59%。

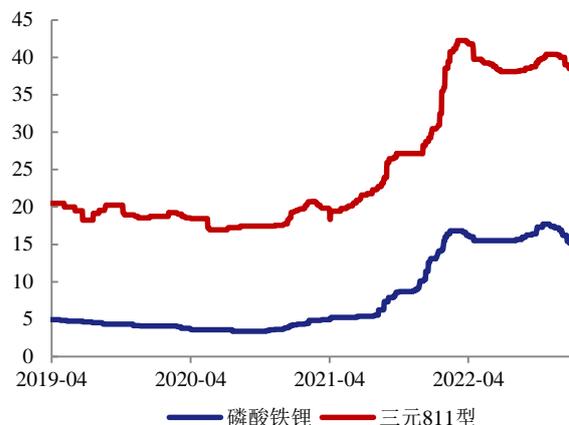
图3 三元正极材料市场份额持续下滑


资料来源：高工产研锂电研究所，中证鹏元整理

行业内竞争格局松散，市场份额差距较小，下游电池厂商、上游锂矿厂纵向一体化、化工企业跨界加剧行业竞争。锂电池正极材料进行布局的企业较多，竞争格局松散，产品较为同质化，下游电池企业及上游矿产企业及化工企业跨界进入门槛较低，现有磷酸铁锂技术相对成熟，产线建设及产品验证周期较短，行业竞争激烈。宁德时代、LG 化学、国轩高科、亿纬锂能等电池厂商纷纷采取前向一体化布局正极材料，降本增效；龙蟠科技通过并购贝特瑞正极部门进入正极材料市场并在 2021 年拿下较大规模市场份额；此外，行业内企业（湖南裕能（股票代码：301358.SZ）、德方纳米（300769.SZ）等）、磷化工企业（湖北宜化（股票代码：000422.SZ）、云天化（股票代码：600096.SH）等）、钛白粉企业（中核钛白（股票代码：002145.SZ）、龙佰集团（股票代码：002601.SZ）等）及锂电池材料相关企业等均有较大规划产能。根据 GGII 统计，截至 2022 年底，国内已投产磷酸铁锂产能达到 214.6 万吨/年，同比大幅增长 197%，2022 年产量达 119 万吨；而 2022 年投资新建的磷酸铁锂正极材料项目总计规划产能至少超 500 万吨，磷酸铁锂材料行业将面临一定的结构性产能过剩风险，同时需关注竞争加剧，磷酸铁锂正极行业盈利能力或受影响。

图 4 2022H1 磷酸铁锂正极材料格局


资料来源：GGII，中证鹏元整理

图 5 正极材料价格变动情况（万元/吨）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、日化材料行业

日化材料发展受下游个人护理品、化妆品行业需求影响较大，市场竞争激烈，行业集中度较低；随着国内消费水平提高，预计日化材料下游市场仍有一定发展空间，但该行业受环保安全等政策影响较大，新条例对原材料监管趋精细化，业内面临一定挑战

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，2021年全球家庭护理产品市场价值2.57亿美元，预计2022-2029年间复合增长率为4.83%。随着中国经济水平的提高带来的人均可支配收入的增长，市场对个人护理产品了巨大需求，根据迪索研究院统计，2021年我国个人护理行业市场规模达5,686.05亿元，且预计2022-2027年我国个人护理行业市场规模年均复合增长率为7.4%，市场仍会有一些的发展空间。

随着国货产品在国内个人护理品、化妆品市场逐步崛起，外资品牌虽仍处于领先地位，但整体市场占有率减少。个人护理品、化妆品行业的市场竞争较为激烈，市场格局分化，行业集中度较低，技术水平存在较大差异，其上游个人护理品、化妆品材料供应商集中度也较为分散。总体来看，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。同时，随着国内本土品牌的崛起，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。

近年个人护理品、化妆品行业的相关法律法规发生较大的变化。2020年6月16日由国务院批准并于2021年1月1日实施的《化妆品监督管理条例》（下称“条例”）对行业的监管和规范提出更高要求，条例对原料更精细化监管，提高原料商的门槛。同时，条例提出原料报送码的唯一性和功效宣传的真实性，明确原料厂商责任，做到有源可溯，将监管范围延伸至上游供应链，促使化妆品行业规范化发展。受此

影响，品牌端分化加剧，短期影响产品出新降速，中小品牌客户产品开发成本提升，新品投放市场速度放缓，品牌竞争回归产品力，原料企业面临规范化生产的挑战。

五、经营与竞争

公司仍主要从事精细化工新材料的研发、生产和销售，主要产品为锂离子电池材料和日化材料及特种化学品，2022年锂离子电池材料业务受益于下游需求旺盛而快速增长，公司强化产业链一体化布局，核心原材料自供率持续上升，叠加产能扩张带来的规模优势，公司形成一定的成本优势，电解液市占率稳居行业第一；但2022年3月以来锂离子电池电解液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，需关注主要原材料碳酸锂等价格波动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。2022年，受益于下游旺盛的需求和公司产能的不断提升，公司锂离子电池材料营业收入大幅上升，同比增速达113.94%。毛利率方面，公司提高关键原材料的产能、加强一体化布局，叠加产能提升带来的规模优势，2022年锂离子电池材料业务毛利率较上年上升2.52个百分点，带动公司整体毛利率水平较上年增加2.99个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
锂离子电池材料	208.22	93.30%	38.55%	97.33	87.76%	36.03%
日化材料及特种化学品	11.35	5.09%	29.83%	11.02	9.94%	33.58%
其他	3.60	1.61%	29.94%	2.56	2.31%	1.23%
合计	223.17	100.00%	37.97%	110.91	100.00%	34.98%

资料来源：公司提供

（一）锂离子电池材料业务

锂电下游需求旺盛，公司加速扩产布局，2022年锂离子电池材料产销量均大幅增长；公司在建项目规模较大，为公司产能增加提供一定支撑，但资金需求较大，且需关注在建项目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。在生产上，公司通过以销定产的方式进行，即根据产品的销售订单，下达生产计划并组织生产；涉及签订长期销售协议的产品，采用预测销售备货原则，即安排月度生产计划并实施生产，生产部门根据库存产品的发货情况定期编制产品储备定额。截至2022年末，公司主要生产基地有三个，分别位于湖口县金沙湾工业园、宜春市经济技术开发区、衢州国家高新技术产业开发区。

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、九江新动力、九江天祺	日化材料及特种化学品、锂离子电池材料
宜春市经济技术开发区	宜春天赐	锂离子电池材料
衢州国家高新技术产业开发区	浙江天硕	锂离子电池材料

资料来源：公司 2022 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。随着新能源汽车景气度的进一步提升及公司在溶剂、添加剂方面加大垂直一体化产业链布局，2022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大幅扩张，产销量均高速增长，带动公司市场份额上升至35.9%。2022年公司锂离子电池材料产能同比增加148.20%，但产能利用率有所下滑，主要系新建产能爬坡所致。此外，在循环经济体系布局下，公司正极材料新增产能于2022年开始释放，磷酸铁销量同比增长71%，2022年底投产的宜昌基地年产30万吨磷酸铁项目（一期）或将于2023年迎来放量，成为公司新的业绩增长点。

表5 公司锂离子电池材料产品生产情况（单位：吨）

指标名称	2022年	2021年	同比增速
年设计产能	510,952	205,860	148.20%
产量	439,146.86	224,681.50	95.45%
产能利用率	80%-100%	70%-110%	-

资料来源：公司 2021、2022 年年报，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、磷酸铁锂正极材料及锂盐上游材料。截至2022年末，公司已形成51.10万吨锂离子电池材料和7.84万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和日化材料及特种化学品产能规模分别为169.50万吨和12.30万吨，在建产能分布于三大主要生产地。截至2022年末，公司重要项目计划总投资150.03亿元，尚需投资119.30亿元，详见下表。其中，本期债券募投项目计划总投资36.71亿元，拟使用募集资金总额26.27亿元，2020年非公开发行股票募投项目募集资金投资进度已超90%，剩余所需资金拟自筹投入。整体来看，公司在建项目投资规模较大，未来存在较大资本支出压力。受行业竞争激励、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，在建项目投产后能否消化新增产能及收益存在不确定性。

表6 截至 2022 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
本期债券募投项目：				
年产 15.2 万吨锂电新材料项目	150,000 吨/年液体六氟磷酸锂、2,000 吨/年二氟磷酸锂	池州天赐	126,352.23	22,298.45
年产 2 万吨双氟磺酰亚胺锂项目	2 万吨/年双氟磺酰亚胺锂	天赐新动力	49,374.65	10,104.52
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	27,608.93

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	620.16
年产 6 万吨日化基础材料项目（一期）	1 万吨/年甲基牛磺酸钠、5,000 吨/年羟异丙基磺酸钠、5,000 吨/年羟乙基磺酸钠、3,000 吨/年氨基酸粉体生产线	九江天祺	37,247.60	17,152.91
小计	-	-	367,149.09	77,784.97
其他重要在建项目：				
400kt/a 硫磺制酸项目*	40 万吨/年硫酸	天赐新动力	28,884.18	23,569.10
年产 20 万吨电解液项目（一期年产 10 万吨）	10 万吨/年电解液	江苏天赐	28,063.98	13,342.00
年产 25000 吨磷酸铁锂正极材料项目	25,000 吨/年磷酸铁锂正极材料	浙江艾德	48,430.00	13,976.08
年产 24.3 万吨锂电及含氟新材料项目	20 万吨/年电解液、2 万吨/年双氟磺酰亚胺锂、6,000 吨/年硫酸乙烯酯	南通天赐	265,447.98	9,837.96
年产 5 万吨氟化氢、2.5 万吨电子级氢氟酸项目*	5 万吨/年氟化氢、2.5 万吨/年电子级氢氟酸	池州天赐	12,984.43	11,618.46
年产 10 万吨锂电池电解液项目*	10 万吨/年锂电池电解液	福鼎凯欣	47,778.30	20,519.36
年产 9.5 万吨锂电基础材料及 10 万吨二氯丙醇项目	3 万吨/年 LIFSI、1 万吨/年二氟草酸硼酸锂（折固）、0.5 万吨/年二氟磷酸锂、10 万吨/年二氯丙醇	九江天赐	155,823.26	6,551.80
年产 20 万吨锂电材料项目	20 万吨/a 液盐、7 万吨/a 五氟化磷、1.2 万吨/a 氟化锂	九江天赐	140,251.62	15,370.33
年产 30 万吨磷酸铁项目	30 万吨/a 电池级磷酸铁	宜昌天赐	150,924.17	60,828.01
废旧锂电池资源化循环利用项目	2.72 万吨/年高纯碳酸锂、1.76 万吨/年电池级磷酸铁、0.76 万吨镍钴锰硫酸盐	天赐资源	55,128.90	25,587.08
年产 30 万吨电解液和 10 万吨铁锂电池回收项目	30 万吨/年电解液、0.5 万吨/年工业级碳酸锂、2.5 万吨/年电池级磷酸铁、0.76 万吨/年铜粒、0.36 万吨/年铝粒	四川天赐	153,294.00	4,738.98
年产 18.5 万吨日用化工新材料项目*	5 万吨/年两性表面活性剂产品、5 万吨/年温和表面活性剂产品、2.05 万吨聚合物类产品、1.45 万吨硅类新材料系列产品	清远天赐	46,116.29	23,516.32
小计	-	-	1,113,127.11	229,455.48
合计	-	-	1,500,276.20	307,240.45

注：标“*”项目为公司 2020 年非公开发行股票募投项目，部分项目建设内容调整及延期。

资料来源：公司 2022 年年度报告、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，客户集中度逐年上升且处于较高水平，对第一大客户宁德时代的销售占比较高；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，2022 年产销率水平继续下降，电解液产品及正极材料产销量则维持在较高水平。公司产品销售仍采用直销模式，且以国内市场为主，2022 年国内市场销售收入占营业收入的比重为 97.08%。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，2022 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 71.27 亿元，占期末总资产的 27.92%，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、合肥国轩高科动力能源有限公司、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。2022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，2022年全球动力电池装机量前五大企业分别为宁德时代（37.0%）、LG新能源（13.6%）、比亚迪（13.6%）、松下电池（7.3%）、SK On（5.4%），宁德时代市占率持续上升。公司深度绑定宁德时代，客户结构较为稳定，2022年前五大客户销售额占营业收入的比重上升至70.82%，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增长至54.52%。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不利影响。

表7 公司近年来主要产品销售情况（单位：吨）

指标名称	2022年	2021年	同比增速
产量	439,146.86	224,681.50	95.45%
销量	430,822.38	224,387.19	92.00%
产销率	98.10%	99.87%	-

资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

公司直接原材料成本占营业成本比重较高，原材料价格受供需格局影响波动较大且供应商集中度仍偏高，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，形成了一定成本优势

公司主营业务成本可分为直接材料、直接人工和制造费用，随着公司业务规模的持续扩张，2022年直接材料的采购成本占同期营业成本的比重上升至83.85%。公司及其子公司所需的原材料、设备均通过公司采购部集中统一采购，采购部按规定在合格供应商范围内进行集中采购、竞价招标，对采购价格进行市场跟踪监督。对于重要原材料，公司适时签订长期采购协议；对于大宗用量的、市场价格存在波动的原材料，采购部门依据市场经验和分析预测在价格低位进行集中采购暂作库存；对于常规性的原材料则是根据生产需求情况下达采购计划，实施采购。

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）、碳酸二乙酯（DEC）和碳酸亚乙烯酯（VC）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。近年来，公司不断扩产六氟磷酸锂产能，2022年自产比例¹达93%，较上年有所增长。锂离子电池正极材料的产品为磷酸铁锂，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。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。2022年，随着碳酸亚乙烯酯（VC）、碳酸乙酯（EC）、碳酸二甲酯（DMC）的产能不断释放，电解液溶剂价格均表现出明显的下降，采购金额占总采购金额的比例有所下降。而原材料碳酸锂市场波动较大，2022年底以来碳酸锂价格受下游需求不及预期影响而大幅下滑，从上年近60万元

¹ 自产比例=当期自产量/（当期自产量+当期采购量）×100%。

/吨的高点跌破20万元/吨，2023年5月以来又回升至超30万元/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情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占总采购金额比例	金额	占总采购金额比例
碳酸亚乙烯酯（VC）	124,792.92	8.07%	84,832	10.73%
碳酸乙烯酯(EC)	71,427.30	4.62%	48,313	6.11%
碳酸二甲酯（DMC）	57,417.23	3.71%	49,340	6.24%
氟代碳酸乙烯酯（FEC）	43,080.77	2.79%	24,290	3.07%
合计	296,718.22	19.19%	206,775.00	26.15%

资料来源：公司提供

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，2022年前五大供应商采购占比为36.86%，较上年有所下降，但原材料供应商集中度仍偏高。其中，前两大供应商采购占比合计为22.44%，需关注受单一供应商经营变化影响。

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，同时通过副产品的循环使用，构建循环产业链体系，进一步扩大成本竞争优势；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。2022年，公司处置了对江西云锂材料股份有限公司（以下简称“江西云锂”）的股权投资。此外，2022年公司通过自主研发和收购东莞市腾威电子材料技术有限公司85%股权的方式正式切入正负极粘结剂及锂电池用胶类产品业务，预计将为公司利润带来新的增长空间。

表9 截至2022年末公司主要投资情况（单位：万元）

被投资单位	持股比例	2022年末账面价值	2022年末减值准备余额	主营业务	计入科目
岳阳耀宁天赐矿业有 限公司	30.00%	4,994.19	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%	10,989.21	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%	2,968.06	0.00	基础化学原料 制造、化工产 品销售	长期股权投资

注：标“-”为不适用数据或公司未提供数据

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，整体经营情况较为稳健，2022年营业收入小幅增长，随着在建产能的投产，公司日化及特种化学品业务收入有望大幅增长

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。

2022年,公司日化材料及特种化学品业务产能规模未发生变化,产销量小幅增长,营业收入规模较上年略有增长。2022年,日化材料及特种化学品业务毛利率水平受大宗原材料价格持续上涨、国外运费剧烈波动及关税影响下,较2021年下降3.75个百分点。未来,随着清远天赐18.5万吨日用化工新材料、九江天祺年产6万吨日化基础材料项目(一期)建成投产,公司日化材料及特种化学品业务产能将实现大幅增长,公司业绩有望进一步提升。

表10 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
2022年	116,372	89,106	86,851	76.57%	97.47%	11.35	29.83%
2021年	116,372	87,077	84,376	74.83%	96.90%	11.02	33.58%

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

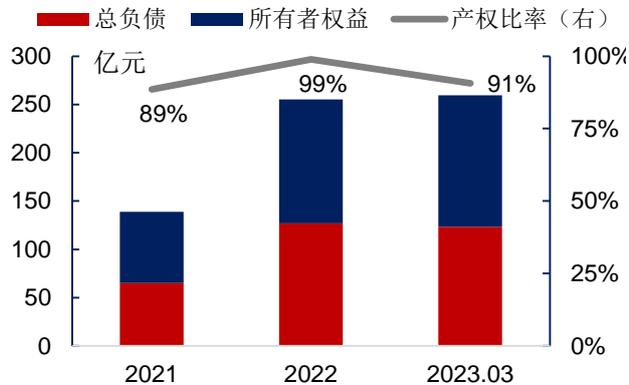
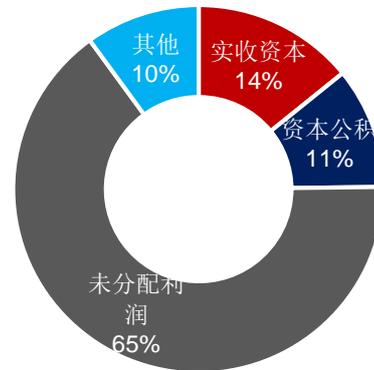
财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表,报告均采用新会计准则编制。2022年,公司合并报表范围内新增7家子公司,减少3家子公司,详见表2。截至2022年末,纳入公司合并报表范围的子公司共37家,详见附录四。

资本实力与资产质量

随着公司经营业绩积累及对外融资规模扩大,公司总资产规模大幅提升,主要由现金类资产、应收账款及工程设备投入为主,应收款项对营运资金形成较大占用,存货存在一定跌价风险

受益于公司经营业绩的积累,公司所有者权益2023年3月末上升至136.19亿元。随着“天赐转债”的成功发行,2022年末公司总负债同比增长94.40%至126.93亿元,2023年3月末小幅减少。综合来看,公司产权比率有所波动,2022年末上升至98.87%,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,主要以未分配利润和实收资本构成。

图 6 公司资本结构

图 7 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司应收账款规模随业务规模扩张而快速增长，应收对象主要为锂电池制造商，应收账款账龄主要集中在 1 年以内，应收账款整体规模较大，对公司营运资金造成较大占用。应收款项融资为背书转让的银行承兑汇票，因下游主要客户采用银行承兑汇票方式进行结算，2022 年末随销售收入增长 32.95% 至 24.94 亿元。随着公司融资规模的扩大，2022 年末公司货币资金规模同比大幅增长 117.14% 至 46.64 亿元，2023 年 3 月末又下降至 31.62 亿元。公司存货主要为原材料、自制半成品、库存商品，占期末总资产的比重与上年末基本持平，原材料市场价格波动较大，需关注存货存在的跌价风险。

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，公司固定资产和在建工程规模均大幅增长。2022 年末，其他非流动资产账面价值大幅增长，主要为一年以上大额存单及利息 10.68 亿元、工程及设备预付款 4.82 亿元。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	31.62	12.18%	46.64	18.27%	21.48	15.45%
应收账款	59.22	22.81%	46.34	18.15%	33.86	24.36%
存货	16.33	6.29%	23.74	9.30%	12.52	9.01%
应收款项融资	28.01	10.79%	24.94	9.77%	18.76	13.49%
流动资产合计	143.42	55.24%	151.79	59.46%	92.52	66.56%
固定资产	44.61	17.18%	43.81	17.16%	24.93	17.93%
在建工程	30.78	11.85%	25.88	10.14%	9.87	7.10%
其他非流动资产	20.73	7.99%	17.03	6.67%	1.38	1.00%
非流动资产合计	116.20	44.76%	103.52	40.54%	46.48	33.44%
资产总计	259.62	100.00%	255.31	100.00%	138.99	100.00%

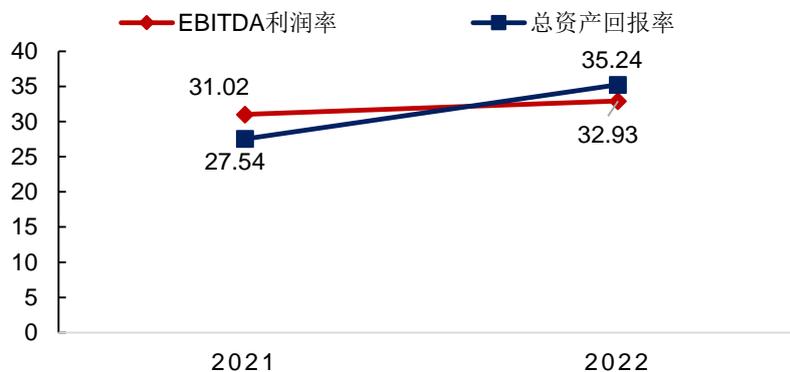
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

下游需求带动公司2022年营业收入大幅增长，产业链一体化布局及产能扩张带来的成本优势使公司2022年毛利率持续上升，2023年一季度受下游需求增长不及预期、主要原材料价格波动等影响营业收入及毛利率均有所下降，公司未来或面临周期性经营波动风险

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，其中锂离子电池材料产品销售收入占同期营业收入的比重高达93.30%。受益于下游旺盛的需求及公司产能的持续扩张，2022年公司电解液产品市场份额继续提升，带动2022年营业收入同比大幅增长101.22%。毛利率方面，受益于公司产业链一体化布局提高核心材料自供率及公司产能大幅增长带来的规模优势，2022年公司在原材料价格持续上涨及产品价格不断下行的阶段仍实现销售毛利率水平同比上升2.99个百分点到37.97%。此外，2022年公司处置江西云锂长期股权投资产生投资收益1.38亿元。受益于上述影响因素，2022年公司净利润同比增速达153.28%，EBITDA利润率和总资产回报率均有所上升。但需注意2023年一季度下游需求增长不及预期，主要原材料碳酸锂价格波动剧烈，公司营业收入同比下降16.22%，毛利率同比下降13.51个百分点；且行业内各原材料环节仍持续扩张，未来行业竞争趋于激烈，公司可能面临周期性经营波动风险。此外，公司客户及供应商集中度较高，业务受单一企业经营变化影响的风险较高。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 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，2022年末总债务规模大幅提升，以长期债务为主，短期债务压力可控

为满足产能扩张建设对资金的需求，2022年9月公司通过发行天赐转债融入资金34.11亿元，使公司2022年末债务规模大幅上升至51.03亿元，占总负债的比重上升至40.20%。从债务结构来看，2022年末公司债务主要包括应付债券和银行借款，占公司刚性债务的比重分别为62.49%、34.57%，长期债务占比较大。公司应付债券系本期债券。公司在建项目规模较大，对资金需求增加，2022年末公司银行借款规模同比增长，包括7.98亿元短期借款和9.66亿元长期借款（含一年内到期的长期借款1.90亿元），利

率区间为2.3%-3.35%，较上年末有所降低。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，2022年末公司合同负债账面价值大幅下降。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.15	9.84%	7.98	6.28%	4.44	6.81%
应付账款	41.78	33.85%	46.74	36.82%	22.40	34.31%
合同负债	9.72	7.87%	11.80	9.30%	20.27	31.04%
流动负债合计	78.21	63.36%	85.28	67.19%	61.46	94.13%
长期借款	10.61	8.60%	7.76	6.12%	3.11	4.76%
应付债券	31.92	25.86%	31.89	25.12%	0.00	0.00%
非流动负债合计	45.23	36.64%	41.65	32.81%	3.84	5.87%
负债合计	123.43	100.00%	126.93	100.00%	65.29	100.00%
总债务合计	56.41	45.70%	51.03	40.20%	9.98	15.29%
其中：短期债务	13.89	11.25%	11.38	8.97%	6.87	10.53%
长期债务	42.53	34.45%	39.65	31.24%	3.11	4.76%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于经营规模的扩张，2022年公司经营活动净现金流大幅提升，FFO亦大幅提升。伴随着公司产能增加，公司外部融资规模大幅上升，2022年末资产负债率及总债务/总资本均有所提升。随着公司2022年9月发行34.11亿元天赐转债及业绩扩张下公司与下游客户结算的银行承兑汇票增加，2022年末公司现金类资产规模较大，导致净债务为负。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13 公司现金流及杠杆状况指标

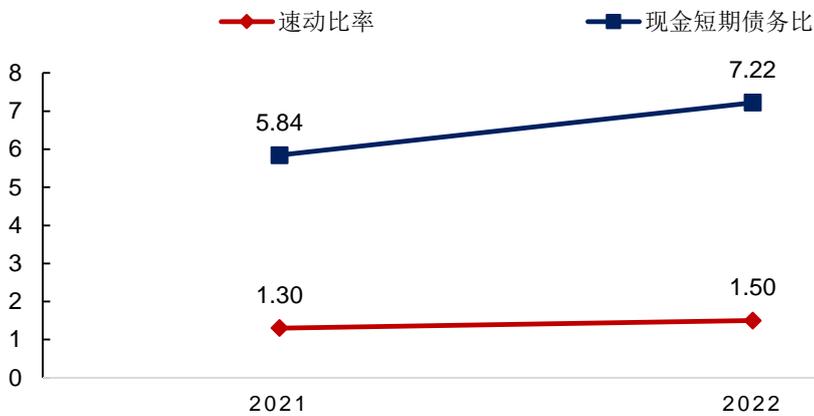
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-4.90	41.64	20.47
FFO（亿元）	--	53.15	27.37
资产负债率	47.54%	49.72%	46.98%
净债务/EBITDA	--	-0.36	-0.81
EBITDA 利息保障倍数	--	97.04	85.79
总债务/总资本	29.29%	28.44%	11.93%
FFO/净债务	--	-198.23%	-98.11%
经营活动现金流/净债务	--	-155.30%	-73.37%
自由现金流/净债务	--	-18.00%	-15.65%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，受益于较为充裕的现金类资产，2022年末公司速动比率和现金短期债务比均有所上升，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，2023年3月末尚未使用的银行授

信额度为18.42亿元，能够获得一定的流动性支持。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，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 2022 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 2023 年 3 月末第一大股东持股比例为 36.24%。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。2022 年 5 月卢小翠女士因个人原因辞去监事职务，由姚宇泽填补其空缺；2022 年 10 月，徐三善先生自愿辞去其副总经理职务，被选举为公司副董事长，同时担任战略委员会委员，此外新任命韩恒先生、马美朋先生、史利涛先生、黄娜女士为副总经理，公司核心治理和管理层相对稳定。此外，2022 年公司实施新一期股权激励计划，确定限制性股票的授予日为 2022 年 8 月 29 日，以 6 元/股的价格向 563 名激励对象授予限制性股票 542.43 万股。

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理办公室、研究院、工程部、质量运营部、市场发展部、电解液事业部、正极材料事业部等部门，公司组织架构见附录三。截至 2022 年末，公司在职工 6,002 人，其中生产人员占比 60.80%，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2020年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2023年4月23日）、子公司九江天赐高新材料有限公司（报告查询日：2023年4月25日）、子公司宁德市凯欣电池材料有限公司（报告查询日：2023年4月23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2023年6月6日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

受益于下游动力电池及储能电池需求持续增长，2022年公司营业收入同比大幅增长，预计未来一段时间内，动力电池及储能电池需求仍将持续增长，将对公司锂离子电池材料产品销量形成一定支撑。但中证鹏元也关注到，2023年以来下游需求增长不及预期，公司主要产品锂离子电池电解液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年一季度公司营业收入及净利润同比均有所下降，且公司在建产能规模较大，资金需求较大，公司外部融资规模大幅上升。但考虑到，公司多年来不断加强产业链一体化布局，叠加产能扩张带来的规模经济效应，公司成本优势明显，预计公司仍能保持其成本优势和较高的市占率。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。

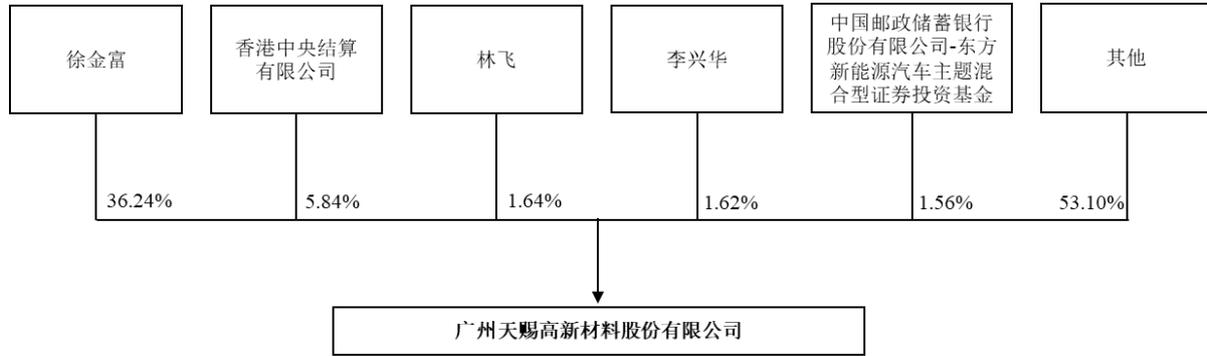
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	31.62	46.64	21.48	3.12
应收账款	59.22	46.34	33.86	13.43
应收票据及应收账款	59.22	46.34	33.86	13.48
应收款项融资	28.01	24.94	18.76	3.62
流动资产合计	143.42	151.79	92.52	28.22
固定资产	44.61	43.81	24.93	19.14
在建工程	30.78	25.88	9.87	2.59
非流动资产合计	116.20	103.52	46.48	31.89
资产总计	259.62	255.31	138.99	60.10
应付账款	41.78	46.74	22.40	8.51
应付票据及应付账款	42.22	47.21	23.66	9.09
流动负债合计	78.21	85.28	61.46	20.97
应付债券	31.92	31.89	0.00	0.00
非流动负债合计	45.23	41.65	3.84	3.78
负债合计	123.43	126.93	65.29	24.75
总债务	56.41	51.03	9.98	12.72
所有者权益	136.19	128.38	73.70	35.36
营业收入	43.14	223.17	110.91	41.19
营业利润	8.92	68.72	26.72	6.34
净利润	7.00	58.44	23.07	5.00
经营活动产生的现金流量净额	-4.90	41.64	20.47	6.32
投资活动产生的现金流量净额	-14.66	-51.07	-17.58	-3.97
筹资活动产生的现金流量净额	4.59	34.51	15.53	-1.24
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	73.49	34.40	12.39
FFO(亿元)	--	53.15	27.37	9.65
净债务(亿元)	--	-26.81	-27.89	6.84
销售毛利率	30.53%	37.97%	34.98%	34.97%
EBITDA 利润率	--	32.93%	31.02%	30.09%
总资产回报率	--	35.24%	27.54%	11.82%
资产负债率	47.54%	49.72%	46.98%	41.17%
净债务/EBITDA	--	-0.36	-0.81	0.55
EBITDA 利息保障倍数	--	97.04	85.79	28.15
总债务/总资本	29.29%	28.44%	11.93%	26.46%
FFO/净债务	--	-198.23%	-98.11%	140.98%
速动比率	1.63	1.50	1.30	1.08

现金短期债务比	--	7.22	5.84	0.71
---------	----	------	------	------

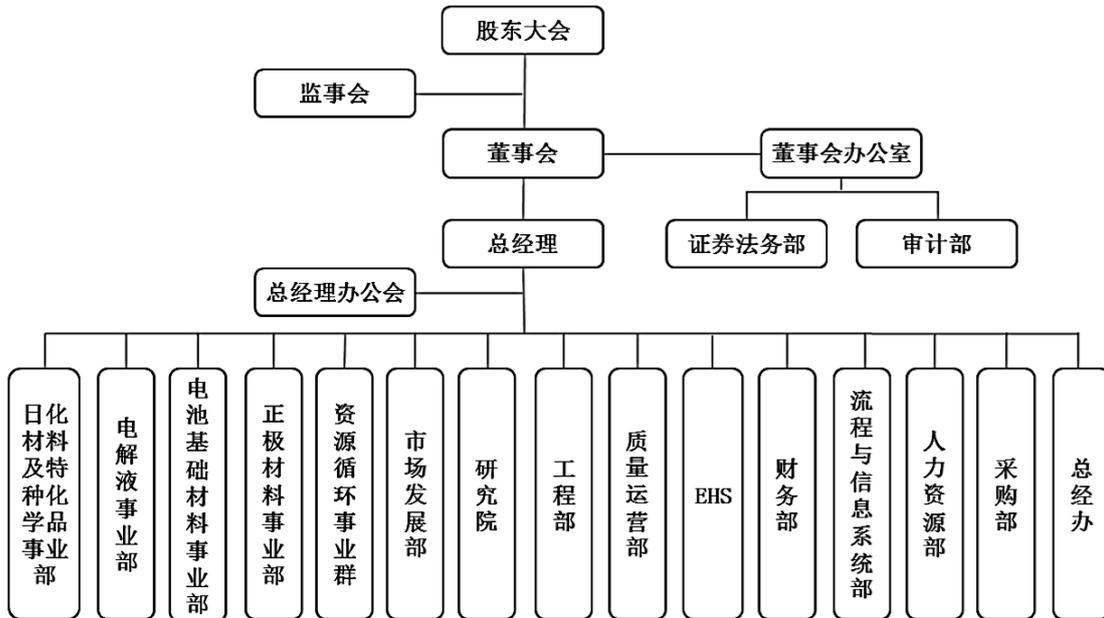
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月 10 日）



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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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	江西天赐创新中信	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
浙江艾德纳米科技有限公司	浙江艾德	94.79%	化工
池州天赐高新材料有限公司	池州天赐	100.00%	化工
安徽天孚氟材料有限公司	安徽天孚	100.00%	化工
中天鸿锂清源股份有限公司	中天鸿锂	77.20%	化工
九江天赐矿业有限公司	九江矿业	100.00%	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	82.96%	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	九江新动力	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
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
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
TINCI MATERIALS GmbH	德国天赐	100.00%	化工
九江天赐资源循环科技有限公司	天赐资源	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	瓴汇（深圳）	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
----------------	------	--------	----

资料来源：公司 2022 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。