

2022年08月31日

帕瓦股份（688184.SH）

投资要点

- ◆ 本周五（9月2日）有一家科创板上市公司“帕瓦股份”询价。
- ◆ **帕瓦股份（688184）**：公司主要从事锂离子电池三元正极材料前驱体的研发、生产和销售，是国内先进的三元前驱体生产商。公司主要产品集中用于镍钴锰三元正极材料的制造，并继而作为锂离子电池关键原料用于锂离子电池的生产，最终应用于新能源汽车动力电池、消费电子、电动工具等领域。公司2019-2021年分别实现营业收入5.37亿元/5.79亿元/8.58亿元，YOY依次为-15.77%/7.72%/48.17%，三年营业收入的年复合增速10.37%；实现归母净利润0.20亿元/0.41亿元/0.83亿元，YOY依次为-43.80%/102.21%/103.53%，三年归母净利润的年复合增速32.25%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入8.77亿元，同比增长149.30%；实现归母净利润0.69亿元，同比增长68.79%。
- ① **投资亮点：**1、锂电池三元正极材料是整个新能源产业链的关键一环，受益于新能源产业链的持续高景气；公司作为三元前驱体的核心供应商之一，及时配合行业发展、扩充产能，新增产能有望助推公司业绩向好。公司是国内较早实现单晶型NCM三元前驱体量产并销售的企业，在业内具有一定的领先优势，产品具有较强的市场竞争力。2020年单晶产品出货量占据市场份额的6.54%，成为国内该领域的核心供应商之一。三元正极材料作为锂离子动力电池的关键原料，在新能源汽车加速渗透的背景下，其市场不断增长。公司为配合日益扩张的需求量，报告期间加速建设四期厂房工程，新增产线于2021年下半年逐步投入使用，使得2021年产能同比增长45.07%。同时，本次募投项目“年产4万吨三元前驱体项目”也将进一步扩充产能。2、公司与杉杉能源、厦钨新能等国内知名正极材料制造商已形成良好的合作关系，并成功进入宁德时代供应链；同时，公司与核心客户签订战略合作协议，提前锁定未来采购量。公司与杉杉能源、厦钨新能等核心客户签署合作协议，约定未来采购量，有助于稳定公司发展预期。具体包括：厦钨新能约定2022-2024年合计向公司采购4万至7万吨三元前驱体；杉杉能源约定2022-2024年合计向公司采购约3万吨三元前驱体；广东邦普约定2022年向公司采购约9千吨单晶型三元前驱体。
- ② **同行业上市公司对比：**公司专注于三元前驱体的研发、生产和销售，产品主要用于镍钴锰三元正极材料的制造；根据主营产品的相关性，选取中伟股份、格林美、华友钴业、容百科技等为帕瓦股份的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021年度同业平均收入规模为212.37亿元，PE-TTM（算数平均）为43.24X，销售毛利率为16.11%；相较而言，公司的收入规模与同业公司来比相对较小，销售毛利率则处于同业的中游水平。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

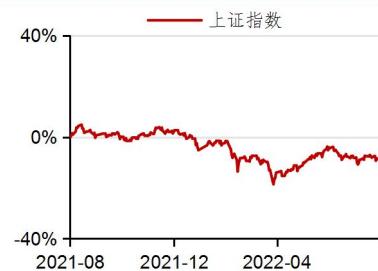
新股覆盖研究

股价

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	100.78
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.95	2.52	-7.19
绝对收益	-5.98	-3.04	-26.37

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告



公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	537.5	579.0	857.9
同比增长(%)	-15.77	7.72	48.17
营业利润(百万元)	24.3	43.8	93.4
同比增长(%)	-35.96	80.44	112.99
净利润(百万元)	20.3	41.0	83.4
同比增长(%)	-43.80	102.21	103.53
每股收益(元)	0.28	0.57	0.94

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、帕瓦股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	8
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	9
(六) 风险提示	9

图表目录

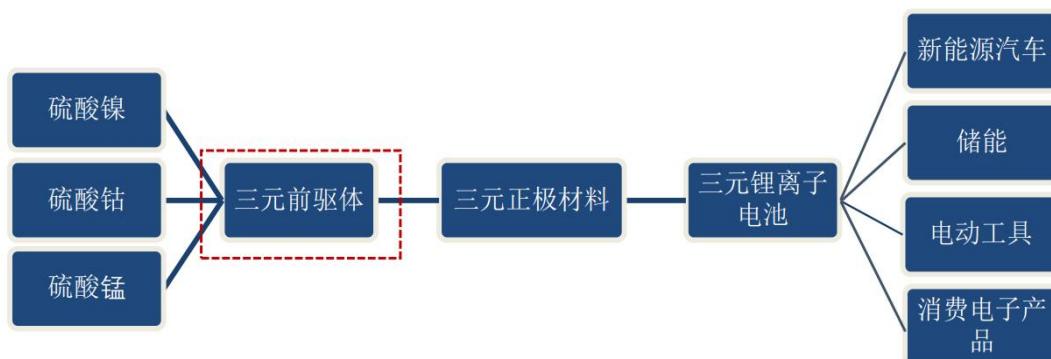
图 1: 三元前驱体所在产业链示意图	4
图 2: 公司收入规模及增速变化	5
图 3: 公司归母净利润及增速变化	5
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 5: 公司 ROE 变化	5
图 6: 2015-2025 年中国三元正极材料出货量及预测 (单位: 万吨)	6
图 7: 2018-2020 年中国单晶三元正极材料产量及市场占有率	6
图 8: 2015-2025 年全球三元前驱体出货量及预测 (单位: 万吨)	7
图 9: 2015-2025 年中国三元前驱体出货量及预测 (单位: 万吨)	7
表 1: 与核心客户签署的战略合作协议	8
表 2: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 3: 同行业上市公司指标对比	9

一、帕瓦股份

公司主要从事锂离子电池三元正极材料前驱体的研发、生产和销售，是国内先进的三元前驱体生产商。公司主要产品用于镍钴锰三元正极材料的制造，并继而作为锂离子电池关键原料用于锂离子电池的生产，最终应用于新能源汽车动力电池、消费电子、电动工具等领域。

经过多年发展，公司已积累多项核心技术，形成自身强劲的竞争力，譬如自主开发单晶型 NCM 三元前驱体结构定向构筑的关键技术，掌握窄分布单晶三元前驱体合成技术、一次颗粒排列方式可控技术等单晶型中高镍三元前驱体核心制备工艺，目前已居于行业先进水平。2021 年，公司成为浙江省单晶型 NCM 产品团体标准的主要起草单位，公司研发团队入选浙江省领军型创业团队，承担电动汽车用单晶高镍低钴三元锂电正极材料前驱体产业化项目。公司参与研发的“难处理镍钴资源材料化增值冶金新技术”曾获中国有色金属工业科学技术一等奖，5 系、6 系 NCM 三元前驱体产品通过了获浙江省科学技术成果认证。2021 年 1 月和 2022 年 1 月，公司被认定为省级企业研发机构和浙江省“专精特新”中小企业。

图 1：三元前驱体所在产业链示意图

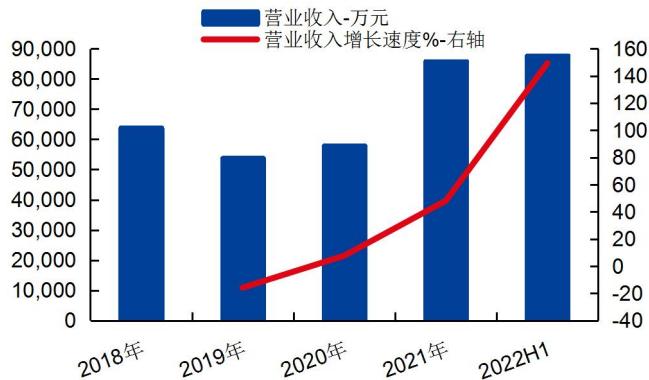


资料来源：公司招股书，华金证券研究所

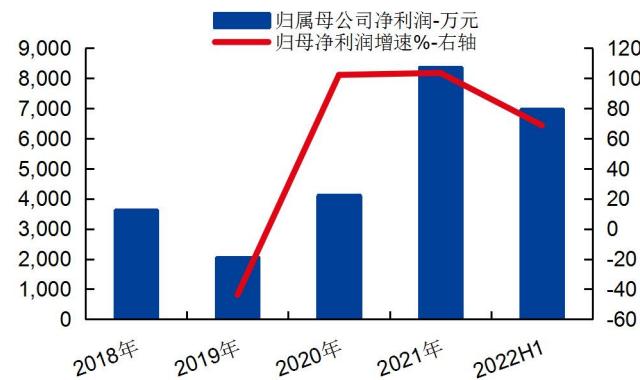
（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 5.37 亿元/5.79 亿元/8.58 亿元，YOY 依次为 -15.77%/7.72%/48.17%，三年营业收入的年复合增速 10.37%；实现归母净利润 0.20 亿元/0.41 亿元/0.83 亿元，YOY 依次为-43.80%/102.21%/103.53%，三年归母净利润的年复合增速 32.25%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 8.77 亿元，同比增长 149.30%；实现归母净利润 0.69 亿元，同比增长 68.79%。

2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为单晶型 NCM 三元前驱体（6.84 亿元，80.19%）、多晶型 NCM 三元前驱体（1.65 亿元，19.38%）和镍钴锰酸锂（365.75 万元，0.43%）。报告期内，公司产品多以单晶型 NCM 三元前驱体为主，其每年销售收入占比均高于 75%。

图 2：公司收入规模及增速变化


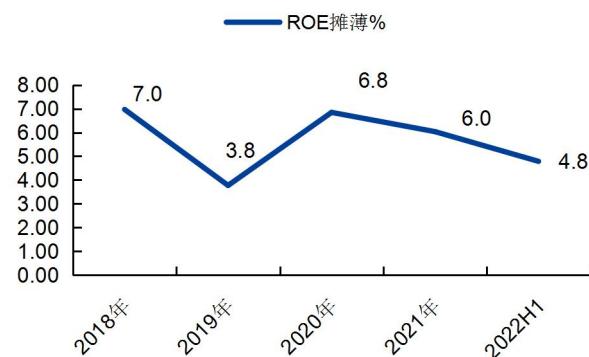
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化


资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：公司销售毛利率及净利润率变化


资料来源：wind, 华金证券研究所

图 5：公司 ROE 变化


资料来源：wind, 华金证券研究所

（二）行业情况

公司专注于锂离子电池三元正极材料前驱体的研发、生产和销售，主要产品包括单晶型、多晶型 NCM 三元前驱体，隶属于锂离子电池中的三元正极材料前驱体行业。

1、三元正极材料行业

锂离子电池主要由正极材料、负极材料、电解液、隔膜等材料构成。正极材料决定了锂离子电池的主要性能。按正极材料划分，锂离子电池可以分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料等技术路线。其中，三元材料是指含镍钴锰三种元素或镍钴铝三种元素组成的正极材料，即镍钴锰酸锂（简称“NCM”）或镍钴铝酸锂（简称“NCA”）。NCA 电池和高镍 NCM 电池性能类似。在动力电池领域，经历了由钴酸锂、锰酸锂转向磷酸铁锂、三元材料为主的发展历程。由于三元锂离子电池具备高能量密度、长续航、长寿命、可低放电等优势，三元材料已成为动力电池行业的技术发展主流路线之一。

图 6: 2015-2025 年中国三元正极材料出货量及预测 (单位: 万吨)

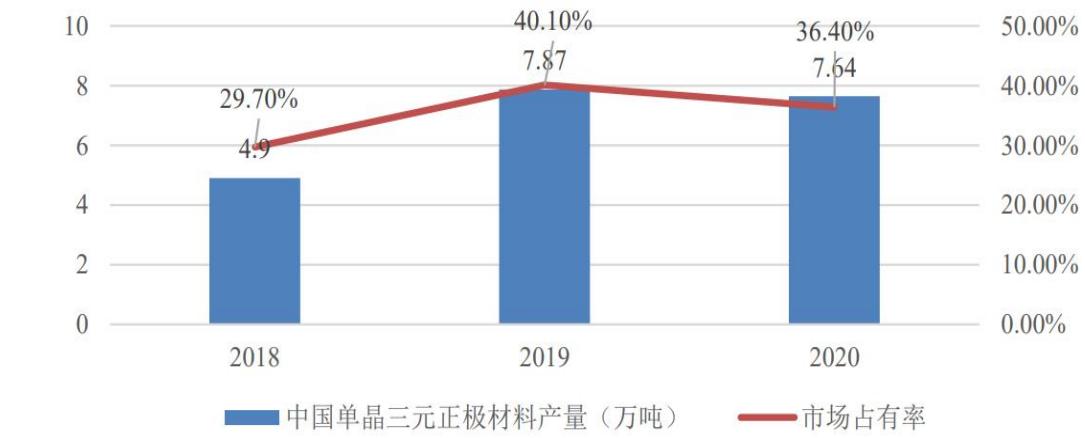


资料来源: 高工产研锂电研究所 (GGII) 2021 年 1 月, 华金证券研究所

在 2015-2018 年间, 因为国内新能源乘用车等终端市场对三元电池的需求快速增长, 中国三元正极材料市场呈现快速增长态势。2019 年新能源汽车补贴政策调整, 补贴门槛进一步提高, 对动力电池能量密度提出更高要求, 国内主流动力电池企业投资扩产意愿受到一定抑制。2019 年, 三元正极材料出货量达 19.2 万吨, 同比增长 40.15%, 增速有所下降。其在正极材料的占比继续提升, 达到 47.6%, 目前为占比最大的正极材料种类。

2020 年中国三元正极材料市场出货量达到 24 万吨, 市场增速放缓, 主要原因为受三元锂离子电池的少数安全性事件影响, 下游整车厂对磷酸铁锂电池需求有所上升。长期来看, 乘用车终端市场消费者对新能源车的动力和续航能力的要求将持续提高, 随着三元锂离子电池安全性能的改善, 本已具备高能量密度优势的三元锂离子电池仍为动力电池的重要技术路线之一。根据 GGII 预测, 2025 年中国三元正极材料出货量将达到 88 万吨, 较 2020 年的年均复合增长率为 29.67%。

图 7: 2018-2020 年中国单晶三元正极材料产量及市场占有率



资料来源: 鑫椤资讯, 华金证券研究所

据鑫椤资讯调研数据显示, 2017 年国内单晶三元正极材料产量不足万吨, 进入 2018 年以后, 得益于单晶型三元前驱体逐渐受到市场认可和国内三元正极材料市场总体规模的上升, 国内单晶三元材料产量开始快速上升, 2018 年产量达到 4.9 万吨左右。2018 年-2019 年, 国产单晶三元材料的产量和市场占有率达到快速提升的态势。2019 年新能源汽车补贴政策调整, 补贴门槛进一步提高, 对动力电池能量密度提出更高要求, 各主流三元材料企业加紧布局单晶产品, 带动了

2019 年单晶三元正极材料的快速放量。受动力电池市场增量不佳，磷酸铁锂电池需求量回升等因素的影响，2020 年，国内单晶三元材料的总产量同比下滑 2.90%，微降至 7.64 万吨左右，市场份额降至 36.40%，按照镍含量划分，单晶三元材料以 NCM5 系产品为主。

(1) 三元前驱体行业

全球市场方面，根据 GGII 数据，全球三元前驱体出货量 2020 年达 42 万吨，同比增长 25.75%。预计到 2025 年，出货量有望达到 160 万吨，较 2020 年的年均复合增长率为 30.67%，主要是受下游新能源汽车、高端数码等领域带动。

图 8：2015-2025 年全球三元前驱体出货量及预测（单位：万吨）



资料来源：高工产研锂电研究所（GGII），华金证券研究所

国内市场方面，2015 年至 2020 年，中国三元前驱体出货量迅速攀升，2020 年出货量达到 33 万吨，复合增长率达到 52.51%。三元前驱体出货量的快速增长得益于下游行业的快速发展。

图 9：2015-2025 年中国三元前驱体出货量及预测（单位：万吨）



资料来源：高工产研锂电研究所（GGII），华金证券研究所

2019 年、2020 年，三元前驱体出货量同比增长速度有所放缓，增速略有下降，主要原因：1) 行业经过多年发展，出货量基数较大；2) 2019 年，新能源车补贴政策退坡一定程度上暂时影响下游客户现时需求和采购预期；3) 2020 年上半年，行业下游的销售和生产受到新冠疫情的冲击，2020 年下半年市场开始迅速恢复。根据 GGII 预测，2025 年中国三元前驱体出货量将达到 119 万吨，较 2020 年的年均复合增长率为 29.24%，占全球市场的比例为 74.38%。

(三) 公司亮点

1、锂电池三元正极材料是整个新能源产业链的关键一环，受益于新能源产业链的持续高景气；公司作为三元前驱体的核心供应商之一，及时配合行业发展、扩充产能，新增产能有望助推公司业绩向好。公司是国内较早实现单晶型 NCM 三元前驱体量产并销售的企业，在业内具有一定的领先优势。截至目前，公司自主研发了一次颗粒排列方式可控技术、半连续共沉淀技术、窄分布单晶三元前驱体合成技术、单晶中高镍钴三元前驱体制备技术等核心技术，可有效提升单晶型中高镍三元前驱体的理化性能、烧结加工性能、一致性和稳定性，有助于提高下游三元正极材料的安全性能及循环性能。综合来看，公司产品已具有较强的市场竞争力，2020 年单晶产品出货量占据市场份额的 6.54%，成为国内该领域的核心供应商之一。三元正极材料作为锂离子动力电池的关键原料，在新能源汽车加速渗透的背景下，其市场不断增长。公司为配合日益扩张的需求量，报告期内加速建设四期厂房工程，新增产线于 2021 年下半年逐步投入使用，使得 2021 年产能同比增长 45.07%。同时，本次募投项目“年产 4 万吨三元前驱体项目”也将进一步扩充产能。

2、公司与杉杉能源、厦钨新能等国内知名正极材料制造商已形成良好的合作关系，并成功进入宁德时代供应链；同时，公司与核心客户签订战略合作协议，提前锁定未来采购量。公司与杉杉能源、厦钨新能等核心客户签署合作协议，约定未来采购量，有助于稳定公司发展预期。具体包括：厦钨新能约定 2022-2024 年合计向公司采购 4 万至 7 万吨三元前驱体；杉杉能源约定 2022-2024 年合计向公司采购约 3 万吨三元前驱体；广东邦普约定 2022 年向公司采购约 9 千吨单晶型三元前驱体。

表 1：与核心客户签署的战略合作协议

客户名称	约定采购量
厦钨新能	厦钨新能约定向公司采购 40,000-70,000 吨三元前驱体，其中 2022 年 8,000-15,000 吨、2023 年 15,000-25,000 吨、2024 年 17,000-30,000 吨。
杉杉能源	杉杉能源约定向公司采购约 30,000 吨三元前驱体，其中 2022 年不少于 5,000 吨、2023 年不少于 10,000 吨、2024 年不少于 15,000 吨。
广东邦普	广东邦普约定 2022 年向公司采购约 9,000 吨单晶型三元前驱体。

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目及补充流动资金。

1、**年产 4 万吨三元前驱体项目**：本项目设计产能为 4 万吨/年，规划建设期为 24 个月，在建设期内将完成厂房的建设、机器设备的购置、生产线建设及完善人员配置等，有助于公司进一步扩大三元前驱体产能。该项目完全达产后，可实现年均销售收入 396,202.06 万元，年均净利润 31,971.35 万元。

表 2：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
----	------	----------------	-------------------	-------

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额	项目建设期
		(万元)	(万元)	
1	年产 4 万吨三元前驱体项目	125,937.79	125,937.79	2 年
2	补充流动资金项目	25,000.00	25,000.00	-
	合计	150,937.79	150,937.79	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

公司专注于三元前驱体的研发、生产和销售，产品主要用于镍钴锰三元正极材料的制造；根据主营产品的相关性，选取中伟股份、格林美、华友钴业、容百科技等为帕瓦股份的可比上市公司。根据上述可比公司来看，2021 年度同业平均收入规模为 212.37 亿元，PE-TTM（算数平均）为 43.24X，销售毛利率为 16.11%；相较而言，公司的收入规模与同业公司来比相对较小，销售毛利率则处于同业的中游水平。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年 收入(亿 元)	2021 年 收入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300919.SZ	中伟股份	600.52	61.14	200.72	169.81%	9.39	123.48%	11.54%	9.55%
002340.SZ	格林美	440.08	41.24	193.01	54.83%	9.23	123.82%	17.22%	6.49%
603799.SH	华友钴业	1,247.18	26.62	353.17	66.69%	38.98	234.59%	20.35%	20.11%
688005.SH	容百科技	476.33	43.94	102.59	170.36%	9.11	327.59%	15.34%	16.78%
688184.SH	帕瓦股份	/	/	8.58	48.17%	0.83	103.53%	16.01%	6.04%

资料来源：Wind，华金证券研究所

(六) 风险提示

技术路线变动的风险、新技术和新产品开发失败风险、客户集中度较高的风险、新能源汽车财政补贴政策变化风险、公司产品结构较为单一的风险、原材料价格波动风险、应收账款余额较高及发生坏账的风险、固定资产发生减值的风险、下游企业延伸替代的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn