

2022年09月06日

电力设备及新能源

行业动态分析

锂电行业 2022 半年报总结与展望：锂资源企业盈利能力维持高位，中游电池材料业绩分化，锂电池盈利能力逐渐修复，储能开辟第二增长曲线

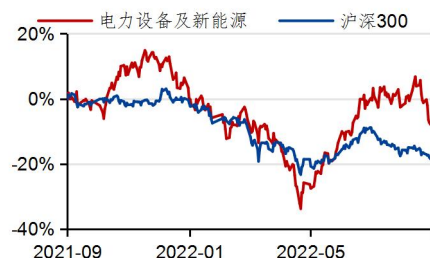
投资要点

- ◆ 锂电行业估值已处历史偏低位置，但动力、储能终端需求仍然旺盛：2022 年 1 月 1 日至 8 月 31 日，锂电池（申万）指数累计下跌 19.1%，电池化学品（申万）指数累计下跌 19.5%，锂（中信）指数累计下跌 5.4%。期间，沪深 300 指数下跌 17.44%。故锂电池和电池化学品的表现略弱于沪深 300，而锂矿锂盐指数的表现强于沪深 300，但累计涨幅仍然为负值。锂电行业估值处于历年偏低水平，但动力电池和储能电池的需求仍然旺盛。2022 年 1-7 月，中国动力电池累计产量 253.7GWh，同比增长 175.6%；2022H1 储能锂电池出货量达到 44.5GWh，整体规模已接近 2021 年全年水平。
- ◆ 锂矿锂盐企业盈利能力维持高位，锂盐价格预计仍将高位运行：2022Q2 锂盐锂矿企业营收同比+362%，环比+70%，归母净利润同比+771%，环比+57%。这是由于 Q2 碳酸锂价格依旧维持 45 万元/吨的高位，故锂盐锂矿企业盈利依然丰厚。2022Q2 锂盐锂矿企业的毛利率为 71%，同比+28pct，环比-3pct。环比下降的原因为锂辉石价格上涨，一定程度上削减了锂盐的盈利。下半年是新能源车消费旺季，叠加储能需求逐渐放量，锂矿锂盐供需仍然紧张，下半年价格预计仍将维持高位运行，继续压制下游利润。
- ◆ 正极盈利水平相对稳定，三元高镍和磷酸锰铁锂有望成为正极发展方向：2022Q2 三元正极及前驱体营收同比+129%，归母净利润同比+99%。业绩依旧保持高增速，但是由于高基数的原因，增速有放缓趋势。毛利率 15%，同比持平，环比+1pct。由于正极按照“原材料+加工费”的定价模式，毛利率相对较为稳定。技术方面，三元高镍和磷酸锰铁锂或成为正极发展的方向。
- ◆ 石墨化自供比例高的负极企业盈利能力更优，硅基负极有望成为发展方向：2022Q2 负极材料营收同比+118%，归母净利润同比+38%。销售毛利率 25%，同比-6pct，环比-4pct。可以看出，负极行业在 Q2 增收不增利。其毛利率下降的原因如下：（1）针状焦、石油焦等上游原材料涨价，（2）双控政策以及奥运会限电限产，石墨化加工产能紧缺，成本上涨，（3）市场竞争加剧。在石墨化加工价格 2022H1 同比大增的情况下，具有石墨化加工一体化的企业充分受益。随着下半年石墨化产能放量，石墨化环节加工价格有望下降。在新技术方面，硅基负极材料有望在长续航里程、快充型新能源车中广泛应用。

投资评级 领先大市-A维持

首选股票	评级
300750.SZ 宁德时代	增持-A
002812.SZ 恩捷股份	买入-B
300769.SZ 德方纳米	买入-B
301069.SZ 凯盛新材	买入-B
603799.SH 华友钴业	买入-B

一年行业表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.65	9.52	10.91
绝对收益	-5.06	7.71	-6.18

分析师 刘荆
 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsec.com

报告联系人 顾华昊
 guhuahao@huajinsec.com

相关报告

- 电力设备及新能源：首个省级电力现货市场储能支持政策出台，多地供应链扰动致碳酸锂价格上行-新能源行业周报 2022.9.5
- 恩捷股份：业绩处于预告中值，锂电隔膜盈利能力稳中有升-恩捷股份半年报点评 2022.9.1
- 锦浪科技：业绩处于预告中值，储能逆变器快速放量-锦浪科技半年报点评 2022.8.31
- 派能科技：业绩超市场预期，户储龙头量利齐升-派能科技半年报点评 2022.8.29
- 德方纳米：业绩符合预期，磷酸锰铁锂和补锂剂量产在即-德方纳米半年报点评 2022.8.29
- 天赐材料：业绩符合预期，一体化布局构筑优势，正极业务有望快速放量-天赐材料半年报点



◆ **电解液盈利环比下降，六氟价格有望起稳：** 2022Q2 电解液行业（包括六氟磷酸锂）营收同比+102%，环比-0.24%，归母净利润同比+132%，环比-16%。销售毛利率 37%，同比+2pct，环比-5pct。Q2 环比业绩的下降主要是由于新产能释放，电解液/六氟磷酸锂价格降低所致。细分公司来看，主营电解质六氟磷酸锂的企业，其 Q2 盈利下降的情况相比于电解液企业更为严重。在原材料碳酸锂价格高位运行，以及下半年新能源车旺季来临的背景下，后续六氟价格有望起稳。电解液方面，龙头电解液企业布局新型锂盐、添加剂等，自供比例不断提升，增厚壁垒的同时，一定程度上对冲六氟价格的周期属性。

◆ **隔膜盈利能力强劲，龙头企业产品和客户结构不断优化：** 2022Q2 隔膜营收同比+63%，归母净利润同比+95%。销售毛利率 51%，同比+6pct，环比+3pct。盈利能力持续增强。在隔膜高集中度的背景下，随着行业龙头企业涂覆隔膜占比的提升，以及海外客户占比的提升，单平米盈利能力有望进一步提高。

◆ **锂电池盈利能力逐渐修复，储能开辟第二增长曲线：** 2022Q2 锂电池营收同比+135%，归母净利润同比+107%。毛利率 20%，同比-4pct，环比+6pct。锂电池企业在 Q2 盈利能力环比修复，这是由于锂电池在 Q2 涨价，顺利传导原材料成本所致。下半年由于电解液等材料成本下降，叠加新能源车消费旺季所产生的规模效益，预计锂电池盈利能力有望进一步提升。2022H1 锂电池企业储能业务实现高增长。其中户储的盈利能力相对更好，对原材料的涨价的传导能力更强。随着可再生能源装机量的增长，储能业务有望成为动力电池之后，贡献锂电池企业业绩的第二增长途径。

◆ **投资建议：** 重点推荐：宁德时代（动力电池全球龙头，技术领先）、恩捷股份（锂电隔膜全球龙头，盈利能力强）、德方纳米（国内唯一液相法制备磷酸铁锂厂家，新产品磷酸锰铁锂即将放量）、凯盛新材（氯化亚砷龙头，有望受益于新型电解质 LIFSI 量产），华友钴业（镍钴锂资源一体化布局有望增厚三元前驱体盈利能力）；建议积极关注：派能科技（欧洲能源危机，户储龙头业绩有望高增长）、璞泰来（高石墨化自供比例增厚负极盈利水平，涂覆隔膜、锂电设备多点开花）、天赐材料（电解液和六氟磷酸锂龙头，新型锂盐、添加剂一体化布局强化竞争优势）。

◆ **风险提示：** 新能源车产销量不及预期；储能需求不及预期；原材料价格大幅上涨影响行业需求；疫情等其他突发事件的风险。

评 2022.8.27

宁德时代：业绩超预期，盈利能力明显改善-宁德时代半年报点评 2022.8.26

内容目录

一、锂电行业估值已处历史偏低位置，但动力、储能终端需求仍然旺盛	5
(一) 锂电行业 2022 年以来股价整体表现偏弱	5
(二) 锂电行业估值处于历年偏低水平	7
(二) 下游动力端、储能端需求旺盛，锂电池出货量高增长	8
二、上游锂矿锂盐盈利能力维持高位，中游电池材料环节盈利分化	9
(一) 锂矿锂盐企业盈利能力维持高位，锂盐价格预计仍将高位运行	9
(二) 正极盈利水平相对稳定，三元高镍和磷酸锰铁锂有望成为正极发展方向	10
(三) 石墨化自供比例高的负极企业盈利能力更优，硅基负极有望成为发展方向	12
(四) 电解液盈利环比下降，六氟价格有望起稳	13
(五) 隔膜盈利能力强劲，龙头企业产品和客户结构不断优化	15
三、锂电池盈利能力逐渐修复，储能开辟第二增长曲线	16
四、投资建议	17
五、风险提示	18

图表目录

图 1：锂电池、电池化学品、锂矿锂盐行业 2022 年至今的累计涨跌幅	5
图 2：基金对锂电行业的持股比例变化	6
图 4：新能源车历年产量（万辆）和同比增速	8
图 5：历年动力电池产量（GWh）	8
图 3：锂电池和电池化学品行业历年估值	7
图 6：锂矿锂盐历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	9
图 7：锂矿锂盐各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	9
图 8：锂矿锂盐历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	9
图 9：锂矿锂盐各季度归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	9
图 10：锂矿锂盐的销售毛利率和归母净利率	10
图 11：锂矿锂盐各个季度的销售毛利率和归母净利率	10
图 12：正极历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	11
图 13：正极各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	11
图 14：正极历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	11
图 15：正极各季度归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	11
图 16：正极历年的销售毛利率和归母净利率	11
图 17：正极各个季度的销售毛利率和归母净利率	11
图 18：负极历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	12
图 19：负极各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	12
图 20：负极历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	12
图 21：负极各季度归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	12
图 22：负极销售毛利率和归母净利率	13
图 23：负极各个季度的销售毛利率和归母净利率	13
图 24：电解液历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	14
图 25：电解液各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）	14
图 26：电解液历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	14
图 27：电解液各季度归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）	14

图 28: 电解液销售毛利率和归母净利率	14
图 29: 电解液各个季度的销售毛利率和归母净利率	14
图 30: 隔膜历年营收(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	15
图 31: 隔膜各季度营收(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	15
图 32: 隔膜历年归母净利润(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	15
图 33: 隔膜各季度归母净利润(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	15
图 34: 隔膜销售毛利率和归母净利率	16
图 35: 隔膜各个季度的销售毛利率和归母净利率	16
图 36: 锂电池行业历年营收(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	16
图 37: 锂电池行业各季度营收(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	16
图 42: 锂电池行业历年归母净利润(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	17
图 43: 锂电池行业各季度归母净利润(百万, 左轴)和同比增速(右轴)	17
图 38: 锂电池行业历年的销售毛利率和归母净利率	17
图 39: 锂电池行业各个季度的销售毛利率和归母净利率	17
表 1: 基金分别持有锂电股票的比例和持股基金数量的变化	6

一、锂电行业估值已处历史偏低位置，但动力、储能终端需求仍然旺盛

（一）锂电行业 2022 年以来股价整体表现偏弱

锂电池和电池化学品行业股价表现略弱于沪深 300，锂矿锂盐股价相对强势，但 2022 年以来股价累计涨幅依旧为负值。2022 年 1 月 1 日至 8 月 31 日，锂电池（申万）指数累计下跌 19.1%，电池化学品（申万）指数累计下跌 19.5%，锂（中信）指数累计下跌 5.4%。期间，沪深 300 指数下跌 17.44%。故锂电池和电池化学品的表现略弱于沪深 300，而锂矿锂盐指数的表现强于沪深 300。尤其是四月底以来，不同于 Q1 季度相对趋同的走势，锂电池、电池化学品和锂矿锂盐指数的表现开始分化，锂矿锂盐指数的表现明显强于锂电池和电池化学品，但至今累计涨幅依旧为负值。

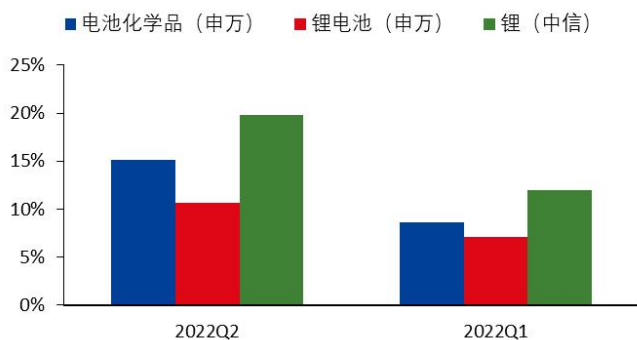
图 1：锂电池、电池化学品、锂矿锂盐行业 2022 年至今的累计涨跌幅



资料来源：Wind，华金证券研究所

基金在 2022Q2 整体加仓锂电行业股票。2022Q2，对于锂电化学品股票，基金的持股占比约为 15.10%，环比+6.52pct；对锂电池股票，基金的持股占比约为 10.65%，环比+3.57pct；对锂矿锂盐股票，基金的持股占比约为 19.79%，环比+7.82pct。基金 Q2 的环比加仓，在 Q2 锂电行业股价的反弹行情中也得以体现。具体到加仓的股票来看，基金 Q2 加仓比例较高的股票分别为派能科技、壹石通、震裕科技、天奈科技，厦钨新能，对于宁德时代、恩捷股份等大市值龙头企业的加仓比例较低。

图 2: 基金对锂电行业的持股比例变化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 1: 基金分别持有锂电股票的比例和持股基金数量的变化

		2022/6/30	2022/3/31	变化 (pct)	2022/6/30	2022/3/31	变化 (个)
300750.SZ	宁德时代	14.59%	13.90%	0.69%	2561	1895	666
002812.SZ	恩捷股份	19.53%	14.01%	5.52%	1148	357	791
002460.SZ	赣锋锂业	20.66%	13.14%	7.52%	1071	269	802
300014.SZ	亿纬锂能	27.94%	17.67%	10.28%	1316	370	946
002466.SZ	天齐锂业	21.32%	13.08%	8.24%	1184	280	904
603799.SH	华友钴业	31.52%	21.35%	10.17%	1157	383	774
002709.SZ	天赐材料	23.67%	13.74%	9.93%	893	178	715
603659.SH	璞泰来	17.60%	11.46%	6.13%	775	154	621
002074.SZ	国轩高科	12.91%	2.41%	10.49%	380	21	359
300919.SZ	中伟股份	25.61%	7.47%	18.14%	436	32	404
300769.SZ	德方纳米	27.57%	23.18%	4.39%	645	132	513
600884.SH	杉杉股份	11.62%	7.59%	4.03%	421	65	356
002756.SZ	永兴材料	34.39%	18.92%	15.47%	712	122	590
835185.BJ	贝特瑞	6.20%	2.05%	4.15%	97	14	83
688005.SH	容百科技	39.64%	29.76%	9.88%	627	184	443
300207.SZ	欣旺达	21.00%	10.23%	10.77%	517	46	471
002240.SZ	盛新锂能	21.20%	11.05%	10.15%	418	63	355
300390.SZ	天华超净	26.26%	14.18%	12.08%	589	97	492
688063.SH	派能科技	41.01%	2.00%	39.01%	431	10	421
300073.SZ	当升科技	26.45%	18.47%	7.97%	532	66	466
002340.SZ	格林美	7.30%	3.86%	3.44%	208	53	155
002176.SZ	江特电机	11.57%	6.66%	4.91%	241	37	204
002192.SZ	融捷股份	26.34%	17.57%	8.77%	434	81	353
688116.SH	天奈科技	50.03%	29.68%	20.35%	492	100	392
300037.SZ	新宙邦	31.16%	20.20%	10.96%	559	67	492
688779.SH	长远锂科	10.23%	4.12%	6.12%	81	8	73
002497.SZ	雅化集团	13.40%	8.83%	4.57%	326	38	288
002850.SZ	科达利	36.82%	18.31%	18.51%	427	53	374
000009.SZ	中国宝安	6.55%	3.41%	3.15%	204	10	194
688772.SH	珠海冠宇	28.32%	16.48%	11.84%	118	37	81
300568.SZ	星源材质	33.93%	20.04%	13.89%	601	90	511

		2022/6/30	2022/3/31	变化 (pct)	2022/6/30	2022/3/31	变化 (个)
688707.SH	振华新材	35.81%	19.56%	16.25%	150	14	136
688567.SH	孚能科技	2.38%	0.03%	2.35%	63	2	61
603026.SH	石大胜华	7.19%	2.76%	4.44%	208	10	198
000762.SZ	西藏矿业	19.68%	4.21%	15.47%	306	18	288
688778.SH	厦钨新能	22.57%	3.98%	18.58%	145	6	139
301238.SZ	瑞泰新材	5.14%	0.00%	5.14%	1512	0	1512
300438.SZ	鹏辉能源	36.86%	21.02%	15.84%	296	53	243
002245.SZ	蔚蓝锂芯	25.84%	14.53%	11.31%	323	57	266
600110.SH	诺德股份	6.16%	11.76%	-5.60%	93	18	75
300035.SZ	中科电气	37.39%	28.78%	8.61%	400	89	311
688388.SH	嘉元科技	32.98%	21.72%	11.25%	306	35	271
300409.SZ	道氏技术	13.79%	5.97%	7.81%	142	4	138
600478.SH	科力远	0.99%	0.00%	0.99%	13	1	12
000049.SZ	德赛电池	11.26%	6.28%	4.98%	80	7	73
688733.SH	壹石通	37.76%	12.75%	25.01%	153	22	131
300953.SZ	震裕科技	25.22%	2.96%	22.26%	181	12	169
002759.SZ	天际股份	2.28%	0.73%	1.54%	103	5	98
002805.SZ	丰元股份	5.33%	8.73%	-3.41%	38	11	27
002125.SZ	湘潭电化	0.16%	0.00%	0.16%	21	0	21
688148.SH	芳源股份	24.77%	21.54%	3.24%	42	10	32
301150.SZ	中一科技	8.17%	0.00%	8.17%	1389	0	1389

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 锂电行业估值处于历年偏低水平

锂电行业估值处于历年偏低水平。截至 2022 年 9 月 1 日, 锂电池 (申万) 指数的 PE-TTM 为 60 倍, 电池化学品 (申万) 指数的 PE-TTM 为 28 倍, 处于历年锂电行业估值的偏低位置。

图 5: 锂电池和电池化学品行业历年估值

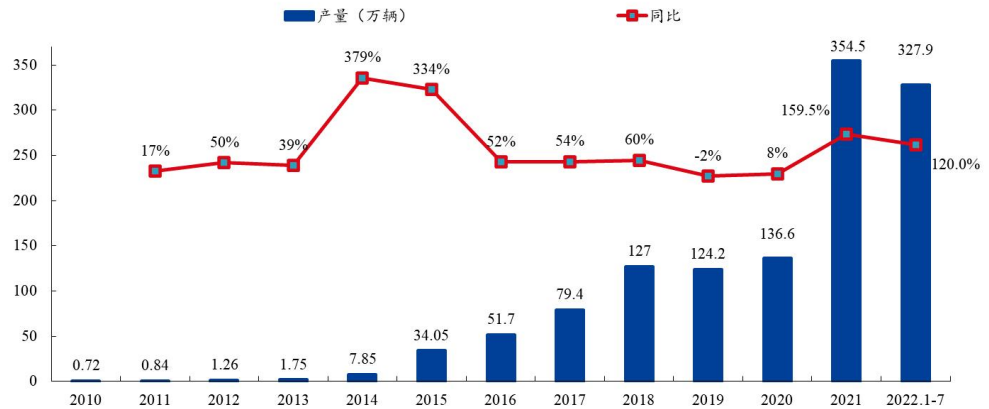


资料来源: Wind, 华金证券研究所

（二）下游动力端、储能端需求旺盛，锂电池出货量高增长

终端新能源车的需求仍然较为旺盛。根据中汽协的数据，2022年1-7月中国新能源车的产销量分别为327.9和319.4万辆，同比均增长120%。预计2022年新能源车的销量有望达到650万辆，同比增长84.61%。

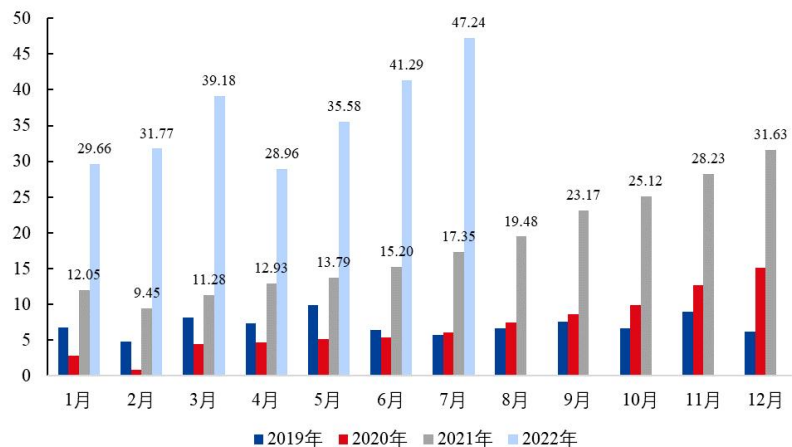
图3：新能源车历年产量（万辆）和同比增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

在新能源车的需求拉动下，动力电池表现出较快速增长。根据动力电池创新联盟的数据，2022年1-7月，中国动力电池累计产量253.7GWh，同比增长175.6%；装机量134.3GWh，同比增长110.6%。

图4：历年动力电池产量（GWh）



资料来源：动力电池创新联盟，华金证券研究所

受益于风光配储及户用储能需求，储能锂电池出货量同样高增长。根据GGII，2022H1储能锂电池出货量达到44.5GWh，整体规模已接近2021年全年水平。

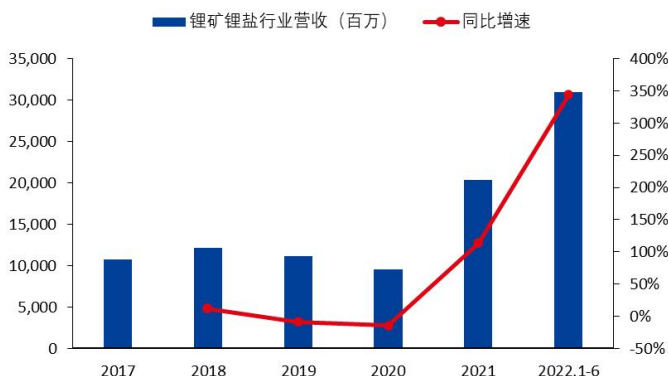
二、上游锂矿锂盐盈利能力维持高位，中游电池材料环节盈利分化

（一）锂矿锂盐企业盈利能力维持高位，锂盐价格预计仍将高位运行

在锂矿锂盐方面，我们选取赣锋锂业、天齐锂业、西藏矿业和融捷股份作为代表性企业分析。2022H1，锂盐锂矿企业营收同比+344%，归母净利润同比+1096%。其中 2022Q2 营收同比+362%，环比+70%，归母净利润同比+771%，环比+57%。这是由于 Q2 碳酸锂价格依旧维持 45 万元/吨的高位，故锂盐锂矿企业盈利依然丰厚。2022Q2 锂盐锂矿企业的毛利率为 71%，同比+28pct，环比-3pct。环比下降的原因为锂辉石价格上涨，一定程度上削减了锂盐的盈利。

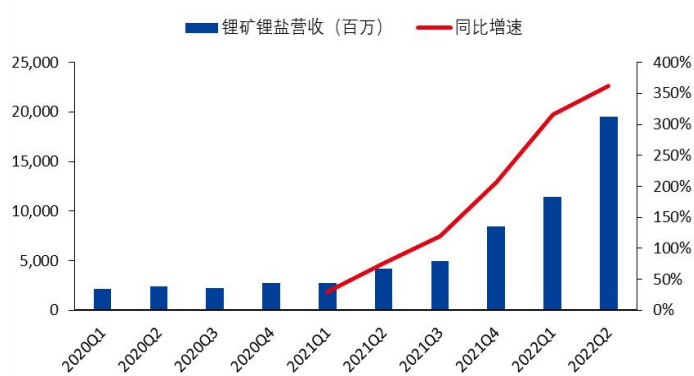
下半年是新能源车消费旺季，叠加储能需求逐渐放量，锂矿锂盐供需仍然紧张，下半年价格预计仍将维持高位运行，继续压制下游利润。

图 6：锂矿锂盐历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



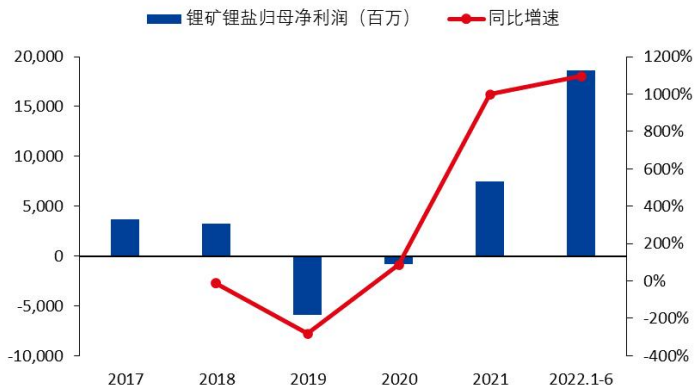
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：锂矿锂盐各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



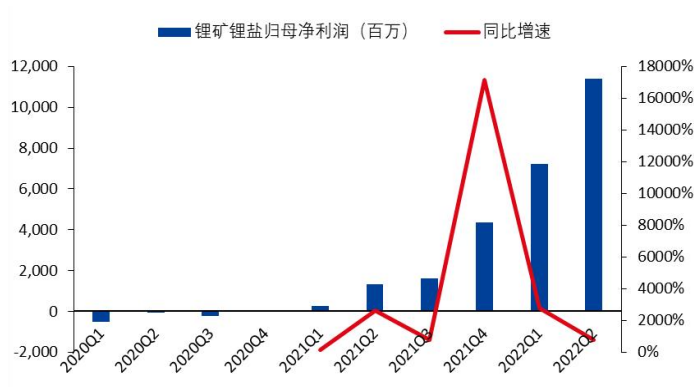
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：锂矿锂盐历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）



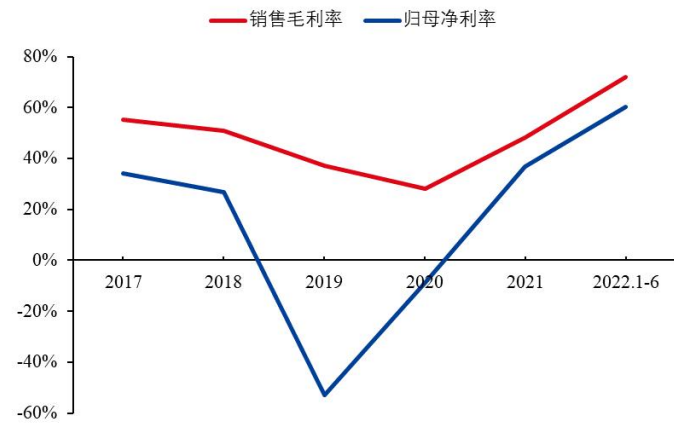
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：锂矿锂盐各季度归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：锂矿锂盐的销售毛利率和归母净利润率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：锂矿锂盐各个季度的销售毛利率和归母净利润率



资料来源：Wind，华金证券研究所

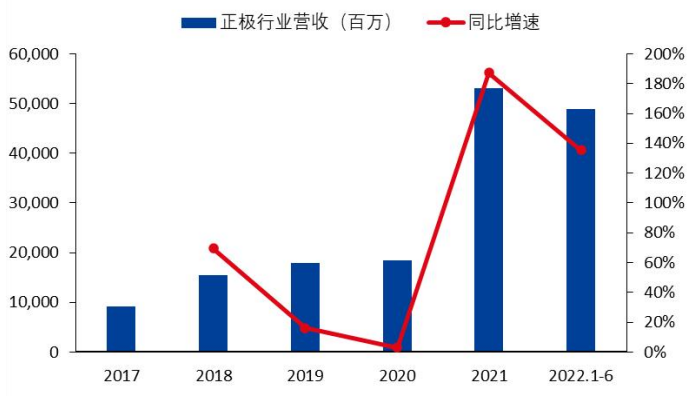
（二）正极盈利水平相对稳定，三元高镍和磷酸锰铁锂有望成为正极发展方向

在三元正极材料及前驱体方面，我们选取容百科技、当升科技、中伟股份、芳源股份、振华新材和长远锂科作为代表性企业分析。2022H1，三元正极及前驱体营收同比+135%，归母净利润同比+111%。其中 2022Q2 营收同比+129%，归母净利润同比+99%。业绩依旧保持高增速，但是由于高基数的原因，增速有放缓趋势。毛利率 15%，同比持平，环比+1pct。由于正极按照“原材料+加工费”的定价模式，毛利率相对较为稳定。

在磷酸铁锂正极方面，我们选取德方纳米作为代表性企业分析。2022H1，公司营收同比+493%，归母净利润同比+847%。其中 2022Q2 公司营收同比+447%，环比+24%，归母净利润同比+514%，环比-32%。销售毛利率 22.19%，同比-2.39 pct，环比-12.59 pct。毛利率环比出现较大幅度的下降，这是由于没有 Q1 碳酸锂的低价库存，Q2 盈利能力逐渐恢复正常水平所致。

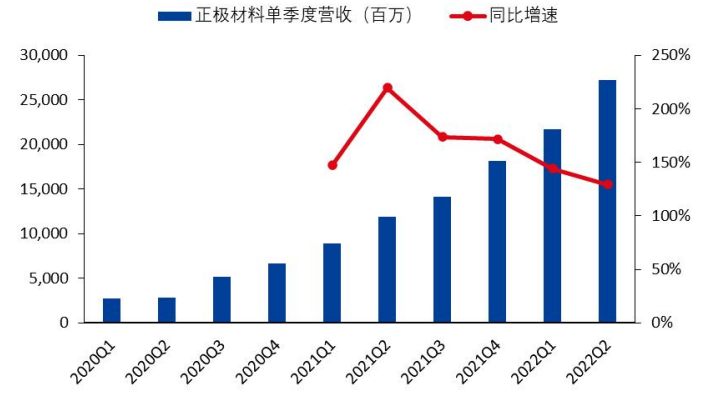
三元高镍和磷酸锰铁锂或成为正极发展的方向。三元高镍正极适用于长续航里程的新能源车锂电池，未来麒麟电池和 4680 电池的规模化应用有望进一步带动三元高镍正极的需求增长。磷酸锰铁锂，作为“升级版”的磷酸铁锂，其对应的电池具备更高的能量密度，且单瓦时的成本有望持平甚至略低于磷酸铁锂。磷酸锰铁锂电池有望于今年年底逐步投入市场。

图 12: 正极历年营收 (百万, 左轴) 和同比增速 (右轴)



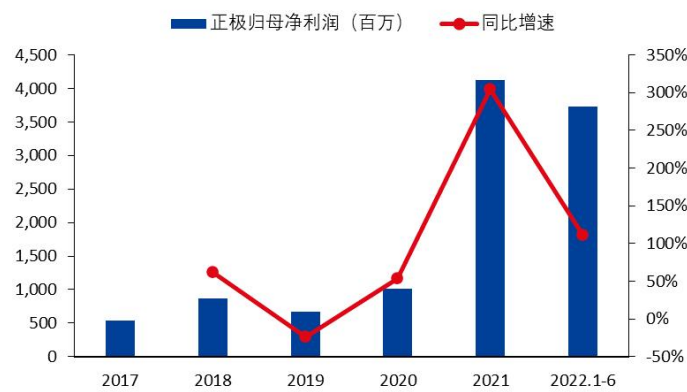
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 正极各季度营收 (百万, 左轴) 和同比增速 (右轴)



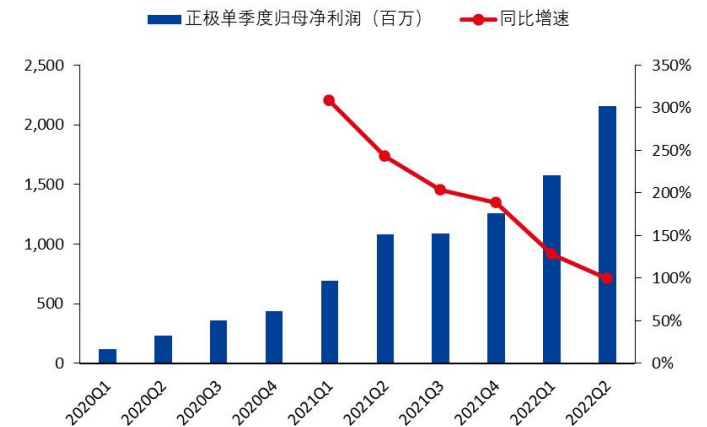
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 正极历年归母净利润 (百万, 左轴) 和同比增速 (右轴)



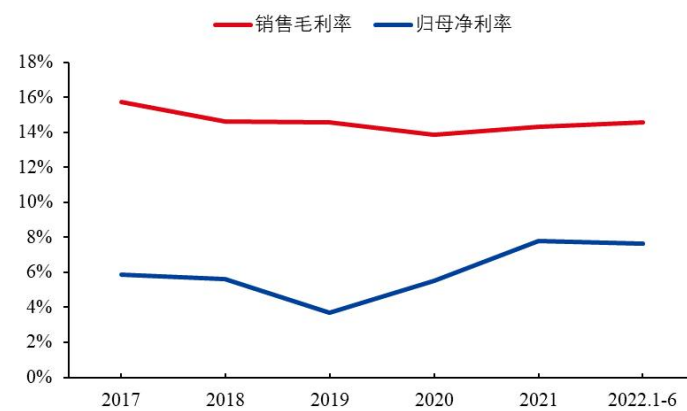
资料来源: Wind, 华金证券研究所 (注明: 其中当升科技 2019 年的归母净利润加回商誉减值损失)

图 15: 正极各季度归母净利润 (百万, 左轴) 和同比增速 (右轴)



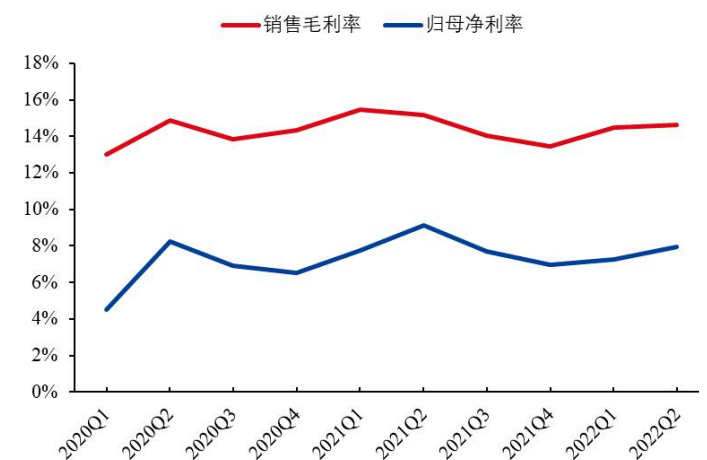
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 正极历年的销售毛利率和归母净利润率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 正极各个季度的销售毛利率和归母净利润率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

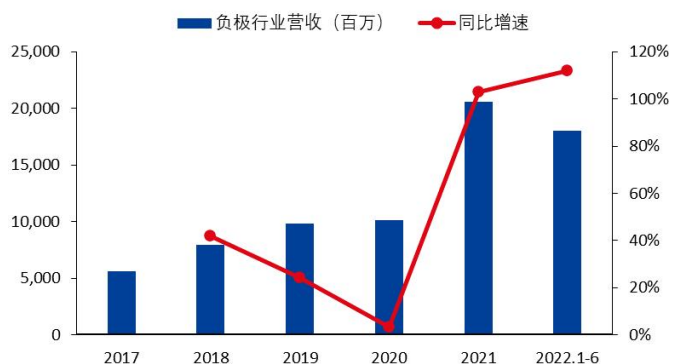
（三）石墨化自供比例高的负极企业盈利能力更优，硅基负极有望成为发展方向

在负极方面，我们选取璞泰来、翔丰华和贝特瑞作为代表性企业分析。2022H1 负极材料营收同比+112%，归母净利润同比+55%。其中 2022Q2 营收同比+118%，归母净利润同比+38%。销售毛利率 25%，同比-6pct，环比-4pct。可以看出，负极行业在 Q2 增收不增利。其毛利率下降的原因如下：（1）针状焦、石油焦等上游原材料涨价，（2）双控政策以及奥运会限电限产，石墨化加工产能紧缺，成本上涨，（3）市场竞争加剧。

在 2022H1 石墨化加工价格同比约+70%的情况下，具有石墨化加工一体化的企业充分受益。璞泰来负极石墨化自供比例接近 70%，明显高于贝特瑞（约为 25%），前者负极盈利能力提升。据测算，2022H1 璞泰来负极的单吨净利润约 1.3 万元/吨，相较 2021 年有所上升，而贝特瑞则不到 0.65 万元/吨，相比 2021 年下降。随着下半年石墨化产能放量，石墨化环节加工价格有望下降。

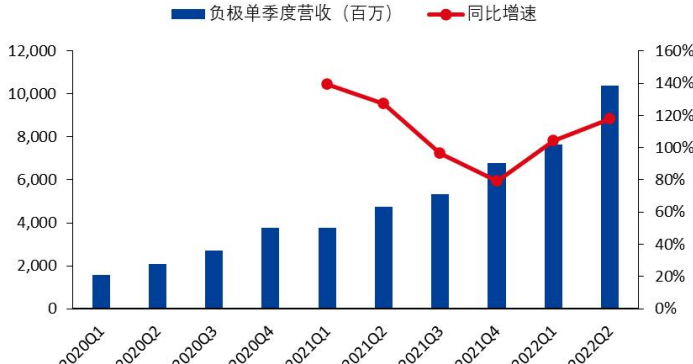
在新技术方面，硅基负极材料有望成为负极的发展方向。硅碳负极和硅氧负极结合了碳材料的高导电性、高比表面积，以及硅材料的高容量的优点，有望在长续航里程、快充型新能源车中应用。

图 18：负极历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



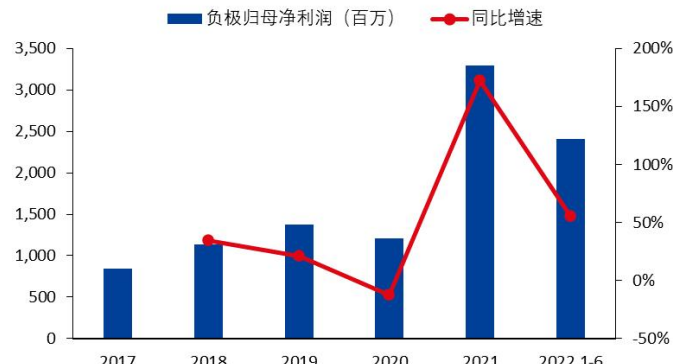
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：负极各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



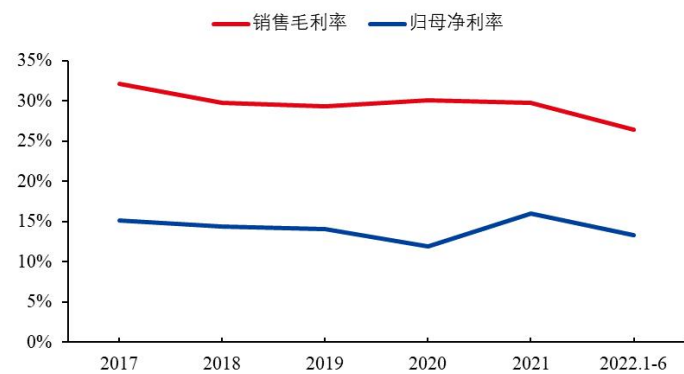
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：负极历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

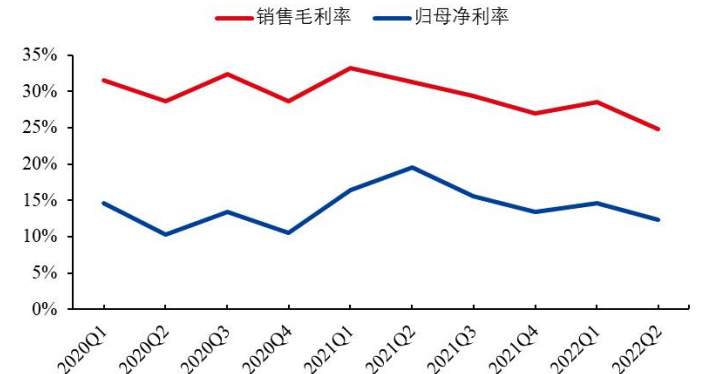
图 22: 负极销售毛利率和归母净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 负极各个季度的销售毛利率和归母净利率



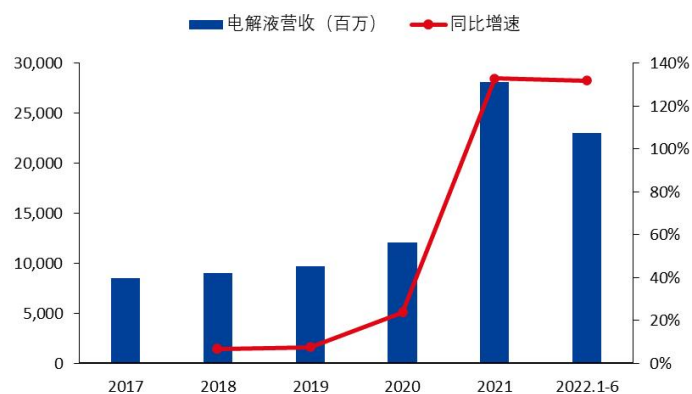
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(四) 电解液盈利环比下降，六氟价格有望起稳

在电解液（包含电解质）方面，我们选取天赐材料、新宙邦、多氟多和天际股份作为代表性企业分析。2022H1 电解液行业营收同比+132%，归母净利润同比+236%。其中 Q2 营收同比+102%，环比-0.24%，归母净利润同比+132%，环比-16%。销售毛利率 37%，同比+2pct，环比-5pct。Q2 环比业绩的下降主要是由于新产能释放，电解液/六氟磷酸锂价格降低所致。2022Q2 电解液、六氟磷酸锂的价格分别为 8.59、33.34 万元/吨，环比分别-21%和-41%。细分公司来看，主营电解质六氟磷酸锂的企业，如多氟多、天际股份，其 Q2 盈利下降的情况相比于天赐材料、新宙邦等电解液企业更为严重。

目前，六氟磷酸锂的价格已经从 6 月份的低点 24.5 万元/吨，小幅反弹至 27 万元/吨。在原材料碳酸锂价格高位运行，以及下半年新能源车旺季来临的背景下，后续六氟价格有望起稳。电解液方面，龙头电解液企业布局新型锂盐、添加剂等，自供比例不断提升，增厚壁垒的同时，一定程度上对冲六氟价格的周期属性。

图 24：电解液历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



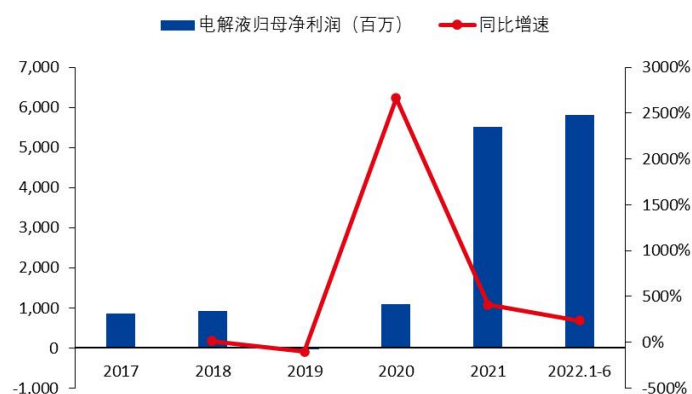
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25：电解液各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



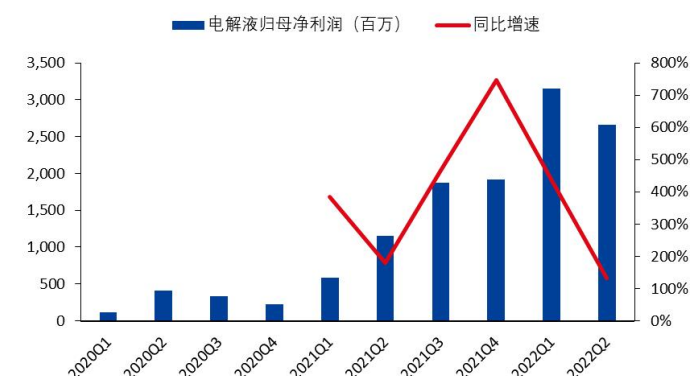
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26：电解液历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）



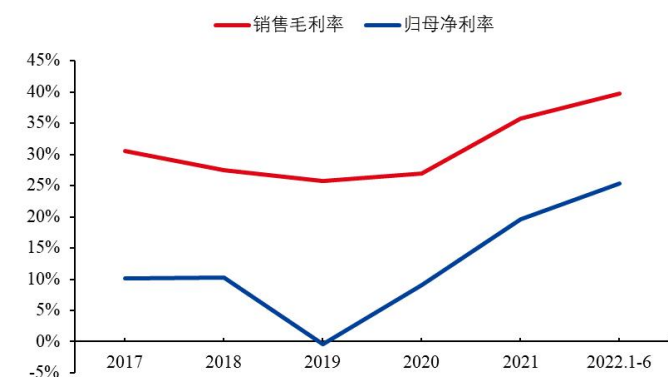
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 27：电解液各季度归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）



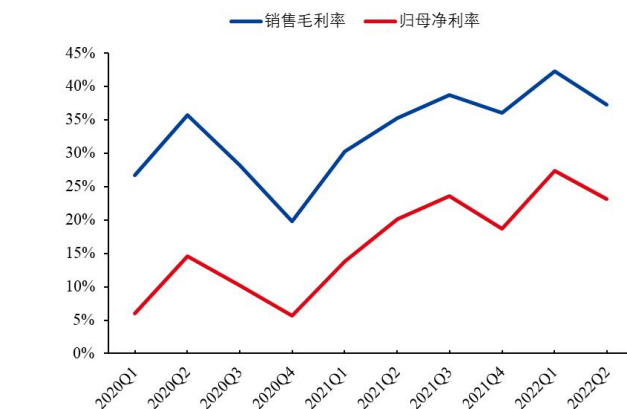
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 28：电解液销售毛利率和归母净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 29：电解液各个季度的销售毛利率和归母净利率

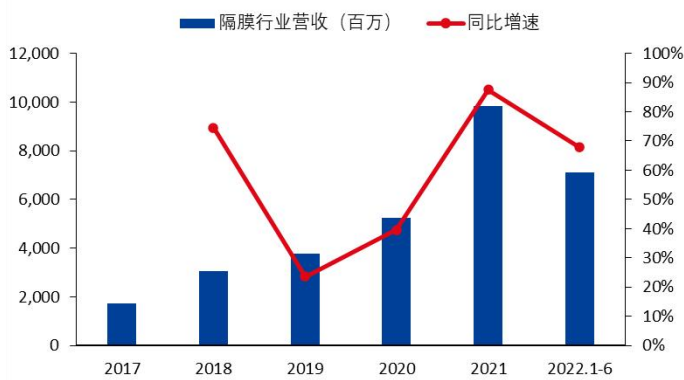


资料来源: Wind, 华金证券研究所

（五）隔膜盈利能力强劲，龙头企业产品和客户结构不断优化

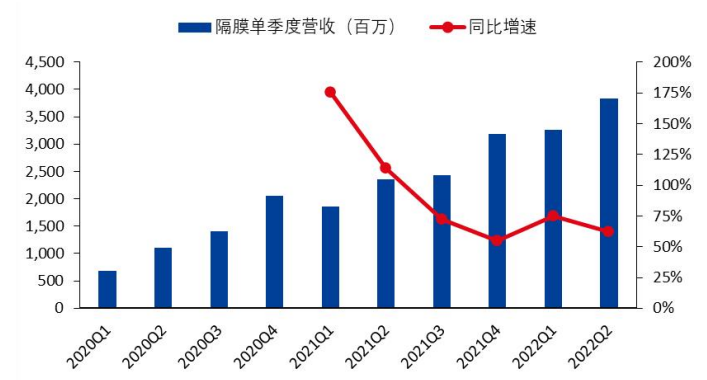
在隔膜方面，我们选取恩捷股份和星源材质作为代表性企业分析。2022H1，隔膜行业营收同比+68%，归母净利润同比+106%。其中 Q2 营收同比+63%，归母净利润同比+95%。销售毛利率 51%，同比+6pct，环比+3pct。盈利能力持续增强。据 GGII，2022H1 中国锂电隔膜 CR3 为 65%，相比于 2021 年+1pct，行业集中度仍然是锂电四大材料中最高的。在高集中度的背景下，随着行业龙头企业涂覆隔膜占比的提升，以及海外客户占比的提升，单平米盈利能力有望进一步提高。

图 30：隔膜历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 31：隔膜各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



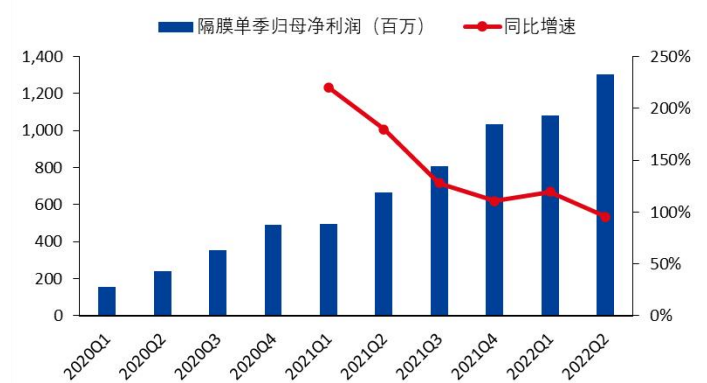
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 32：隔膜历年归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）



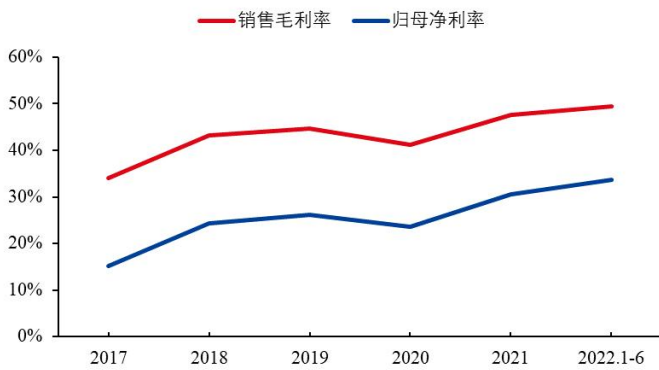
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 33：隔膜各季度归母净利润（百万，左轴）和同比增速（右轴）



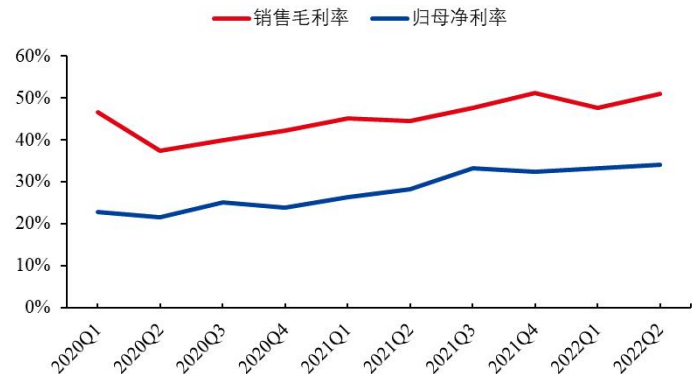
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 34：隔膜销售毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 35：隔膜各个季度的销售毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、锂电池盈利能力逐渐修复，储能开辟第二增长曲线

我们选取宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、欣旺达、孚能科技作为锂电池代表性企业进行分析。2022H1 营收同比+131%，归母净利润同比+53%。其中 Q2 营收同比+135%，归母净利润同比+107%。毛利率 20%，同比-4pct，环比+6pct。可以明显看出，锂电池企业在 Q2 盈利能力环比修复，这是由于锂电池在 Q2 涨价，顺利传导原材料成本所致。下半年由于电解液等材料成本下降，叠加新能源车消费旺季所产生的规模效益，预计锂电池盈利能力有望进一步提升。

2022H1 锂电池企业储能业务实现高增长。派能科技储能电池系统营收 18.38 亿元，同比+185%。鹏辉能源储能业务营收同比增长近 3 倍，营收占比约 50%。其中户用储能收入同比增长 6 倍以上。宁德时代储能系统营收 127 亿元，同比+171%。

其中户储的盈利能力相对更好，对原材料的涨价的传导能力更强。户储龙头派能科技 Q2 毛利率 30.19%，环比+2.69pct。宁德时代主要从事大型储能，其 H1 储能毛利率 6.43%，同比-30.17pct。预计下半年毛利率会有所改善。

除了以上 3 家企业之外，亿纬锂能、欣旺达等锂电池企业也纷纷布局储能业务。随着可再生能源装机量的增长，储能业务有望成为动力电池之后，贡献锂电池企业业绩的第二增长途径。

图 36：锂电池行业历年营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）

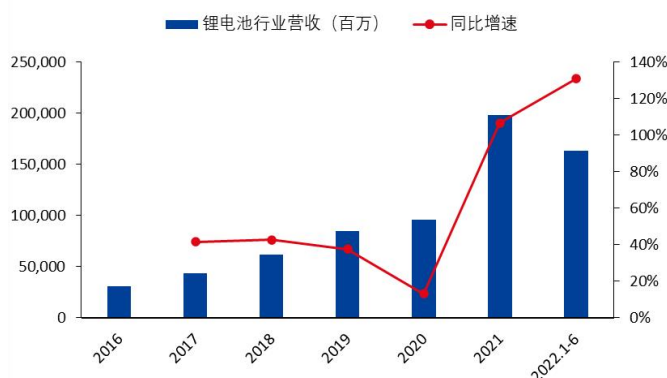


图 37：锂电池行业各季度营收（百万，左轴）和同比增速（右轴）



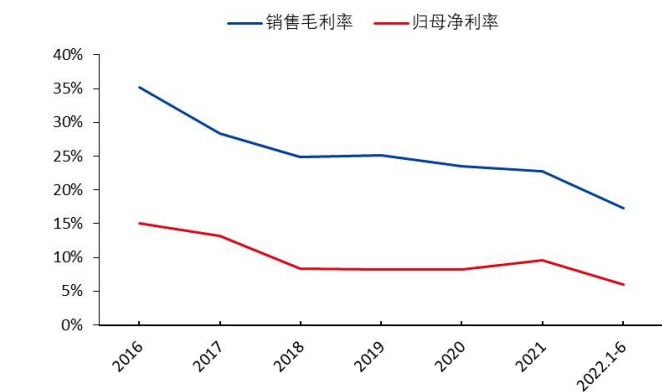
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 38: 锂电池行业历年归母净利润(百万, 左轴)和同比增速(右轴)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

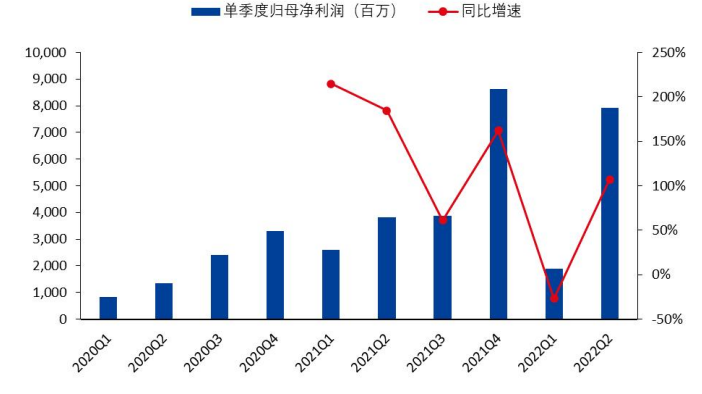
图 40: 锂电池行业历年的销售毛利率和归母净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

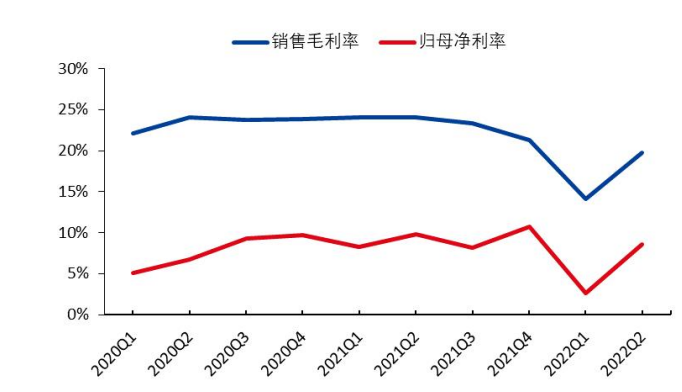
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 39: 锂电池行业各季度归母净利润(百万, 左轴)和同比增速(右轴)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 41: 锂电池行业各个季度的销售毛利率和归母净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、投资建议

重点推荐: 宁德时代（动力电池全球龙头，技术领先）、恩捷股份（锂电隔膜全球龙头，盈利能力强）、德方纳米（国内唯一液相法制备磷酸铁锂厂家，新产品磷酸锰铁锂即将放量）、凯盛新材（氯化亚砷龙头，有望受益于新型电解质 LIFSI 量产），华友钴业（镍钴锂资源一体化布局有望增厚三元前驱体盈利能力）；

建议积极关注: 派能科技（欧洲能源危机，户储龙头业绩有望高增长）、璞泰来（高石墨化自供比例增厚负极盈利水平，涂覆隔膜、锂电设备多点开花）、天赐材料（电解液和六氟磷酸锂龙头，新型锂盐、添加剂一体化布局强化竞争优势）。

五、风险提示

新能源车产销量不及预期；储能需求不及预期；原材料价格大幅上涨影响行业需求；疫情等其他突发事件的风险。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%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

刘荆声明，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