

六氟价格超跌触底反弹，龙头具备盈利弹性

——电解液及六氟专题

证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2024年3月11日

- ◆ **六氟价格跌破上轮价格低点，散单报价已跌破6万元/吨，二线六氟厂商基本亏损。**六氟价格历史上经历两轮大周期，六氟价格17年开始断崖式下跌，跌破15万元/吨，20年六氟价格跌破龙头成本价，并持续底部震荡一年左右时间，最低报价跌破7万元/吨。本轮22年起扩产周期的新增产能落地后，六氟价格开始一路下跌，最新报价6.65万/吨跌破上轮低点，且3月初散单报价已跌破6万元/吨，二线六氟厂商基本亏损。
- ◆ **天赐停产检修，行业供给边际改善。**天赐计划对年产3万吨液体六氟（折固1万吨）产能进行检修1个月，检修产能约占行业产能5%，对应年化8万吨左右电解液产量，减产后我们预计行业供需格局好转。我们预计24Q1天赐电解液单位盈利下降至近0.2万元（对应六氟单位盈利1-1.5万元/吨），我们预计多氟多6F单位盈利0-0.5万元/吨，天际微利，二三线厂商亏损。目前天赐、多氟多及天际产能占行业产能70%，若仅考虑三家及海外产能，24年基本可满足需求，25年有一定供需缺口，全行业亏损状态不可持续，目前龙头有挺价意愿，我们预计有望带动六氟价格反弹。
- ◆ **龙头挺价叠加碳酸锂上涨催化，预计六氟价格有望较底部反弹10-15%，提升至6.5-7万元/吨左右。**目前龙头厂商挺价意愿强烈，尾部厂商亏现金成本无力打价格战，随着天赐停产带动的供需格局边际改善，我们预计此前超跌的加工费有望小幅恢复，叠加碳酸锂涨价催化，六氟价格短期有望反弹至6.5-7万/吨左右，较底部提升10%-15%。
- ◆ **考虑六氟反弹带动加工费回暖，电解液及六氟公司具备盈利弹性。**六氟价格触底，若考虑六氟价格回升至6.5-7万元/吨，对应加工费上涨0.2万元/吨左右，对天赐、多氟多、天际等龙头盈利弹性大，我们预计天赐24年单位盈利有望上修至12亿元，25年有望接近20亿元。
- ◆ **投资建议：**考虑六氟价格超跌，跌至二线六氟厂现金成本线，龙头均有一定挺价意愿，边际供给收缩有望带来价格弹性，六氟价格有望反弹至7万元/吨左右，首推成本优势明显，且龙头地位稳固的**天赐材料**，其次看好价格反弹后盈利弹性可观的二线龙头，关注**多氟多、天际股份**。
- ◆ **风险提示：**政策不及预期，价格竞争超市场预期，原材料价格不稳定，影响利润空间。



■ PART1六氟价格触底，碳酸锂反弹+龙头减产有望带动价格反弹

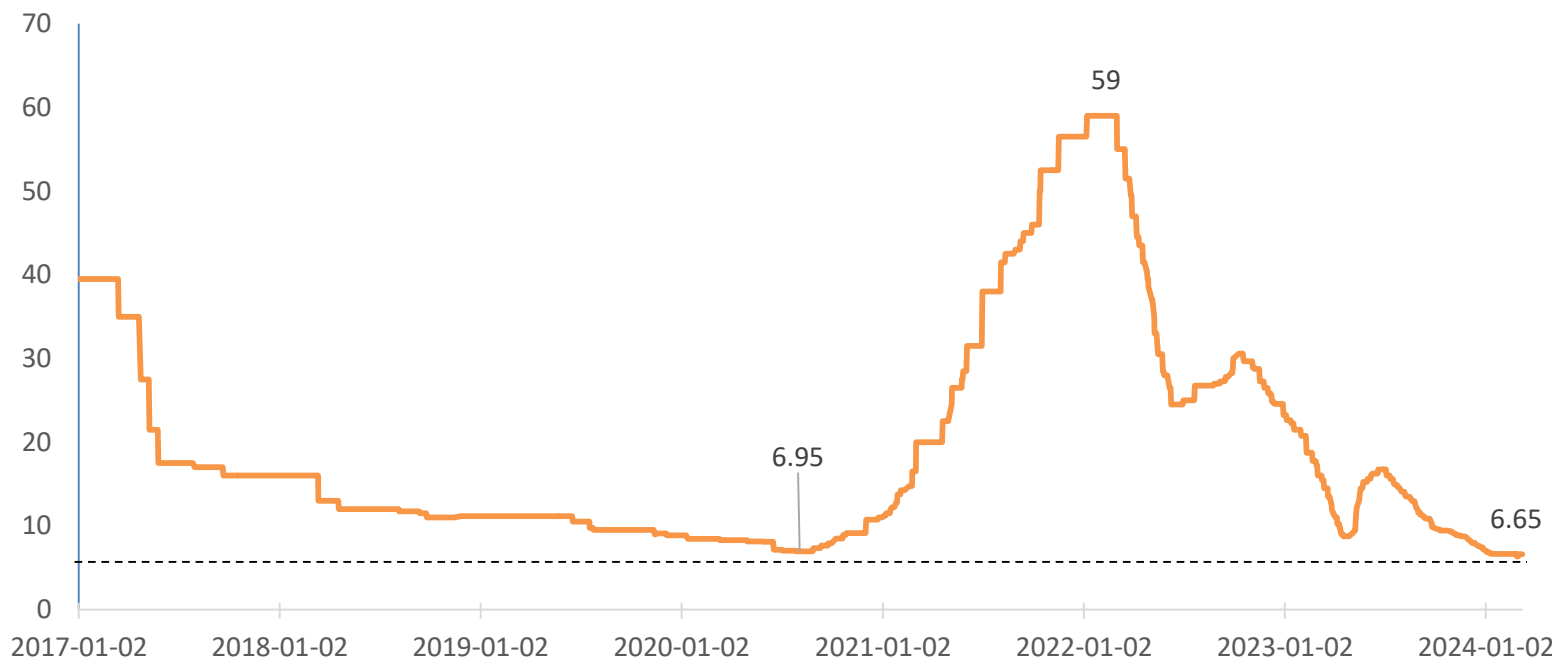
■ PART2龙头厂商盈利触底，价格弹性带动盈利回升

■ PART3 投资建议&风险提示

六氟价格触底，碳酸锂反弹+龙头减产有望带动价格反弹

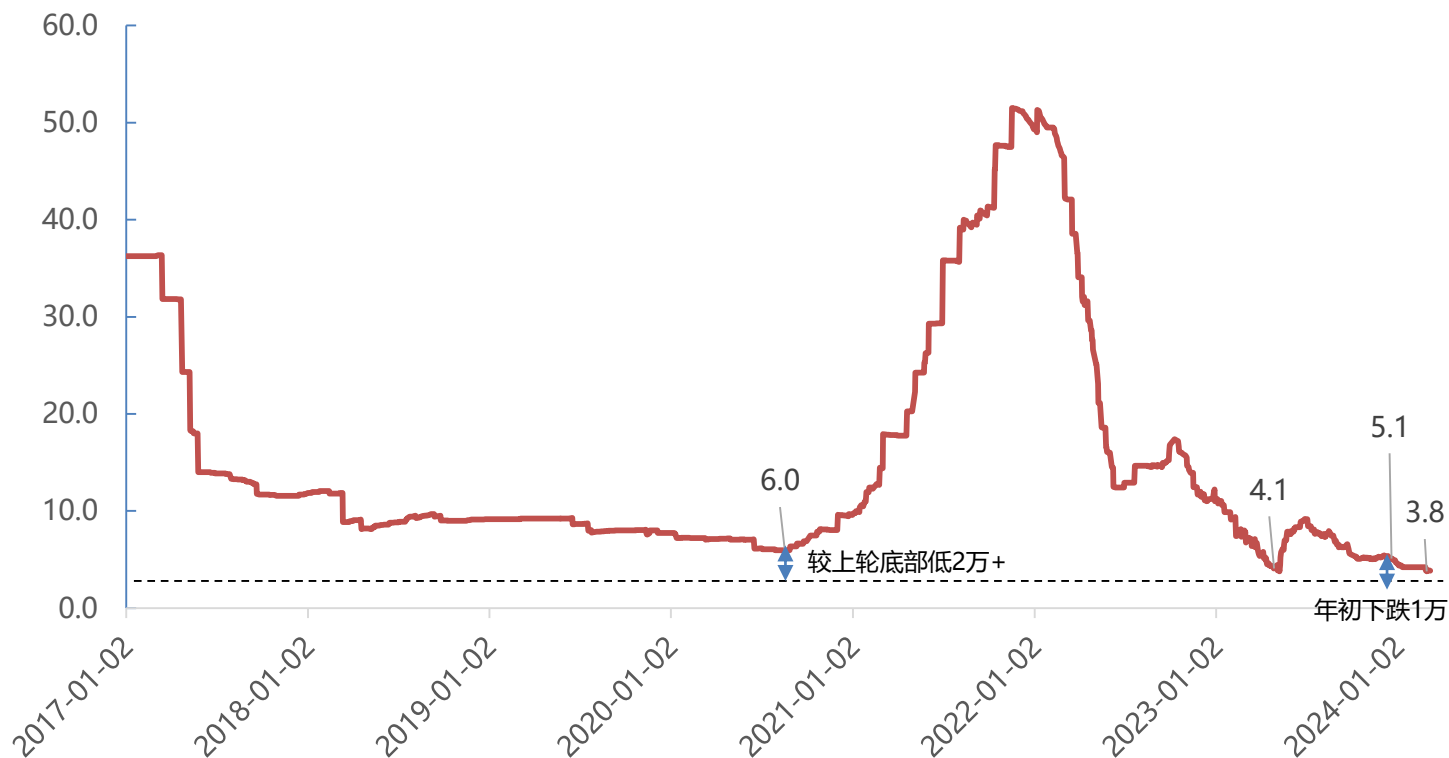
- ◆ **价格顶部下跌两年，价格跌破上轮价格低点，散单报价已跌破6万元/吨。**六氟价格历史上经历两轮大周期，15年下半年电动车爆发式增长，六氟产能严重紧缺，价格从9月开始直线上涨，年底达到20万元/吨；16年价格进一步攀升至40万元/吨，六氟价格17年开始断崖式下跌，跌破15万元/吨，20年六氟价格跌破龙头成本价，并持续底部震荡一年左右时间，最低报价跌破7万元/吨。随后随着20年下半年排产上行，10月产业链接近满产，六氟出现供给紧张，价格连续上调，21年需求持续超预期，最高价格59万元/吨，行业内公司开始大规模扩产，22年产能落地后，六氟价格开始一路下跌，最新报价6.65万元/吨跌破上轮低点，且3月初散单报价已跌破6万元/吨，二线六氟厂商基本亏损。

图：六氟价格（万元/吨）



- ◆ **当前加工费已低于4万元/吨，较年初下降1万元/吨+，较上轮低点低约2万元/吨。**考虑扣除碳酸锂成本的六氟加工费，我们用六氟价格减去电池级碳酸锂价格*0.25拟合加工费变化，测算得当前加工费已低于4万元/吨，与行业实际情况基本吻合，24年年初电池厂议价，六氟加工费降低1万元/吨，龙二基本盈亏平衡，而上轮周期中龙二依然能保持盈利，本轮价格下跌较上轮周期更陡峭，我们预计尾部产能有望加速出清。

图：六氟加工费测算（万元/吨）



- ◆ **目前六氟价格跟随碳酸锂小幅反弹至6.2-6.3万元/吨，达到龙二完全成本，龙三现金成本。**按最新碳酸锂价格测算，我们测算龙一完全成本在5.6万元/吨左右，加工成本（不含碳酸锂成本）接近3万元/吨，较龙二低0.7万元/吨，较龙三低1万元/吨，成本优势依然维持。龙二完全成本达6.3万元/吨，当前六氟价格已达到龙二完全成本，我们预计龙二可维持盈亏平衡，龙三打到现金成本线，其余六氟厂商我们预计都将亏现金成本。
- ◆ **预计六氟厂商盈利梯队进一步分化：**第一梯队盈利：天赐、海外厂商（韩国厚成、森田张家港、关东电化）；第二梯队盈亏平衡：多氟多；第三梯队现金成本打平：天际；第四梯队亏现金成本：瑞星、金牛、永太、胜华、杉杉。

图：六氟成本拆分

原材料	龙一			龙二				龙三			
	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	原材料	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
多聚磷酸	0.80	0.60	0.48	无水氟化氢	1.90	0.9	1.71	无水氟化氢	1.20	0.97	1.16
高纯碳酸锂	0.25	11.00	2.75	工业级碳酸锂	0.27	10.0	2.70	氟化锂	0.18	18.0	3.24
发烟硫酸	3.00	0.05	0.15	五氯化磷	1.40	0.55	0.77	五氯化磷	1.40	0.55	0.77
无水氟化氢	1.50	0.97	1.46	氢氧化钠	0.09	0.4	0.04	氢氧化钠	0.09	0.4	0.04
原材料成本 (万/元)	4.8			原材料成本 (万/元)	5.2			原材料成本 (万/元)	5.2		
单位折旧 (万/吨)	0.2			单位折旧 (万/吨)	0.3			单位折旧 (万/吨)	0.4		
单位制造费用 (万/吨)	0.5			单位制造费用 (万/吨)	0.7			单位制造费用 (万/吨)	0.8		
单位员工费用 (万/吨)	0.1			单位员工费用 (万/吨)	0.1			单位员工费用 (万/吨)	0.2		
六氟成本合计(万元/吨, 含税)	5.6			六氟成本合计(万元/吨, 含税)	6.3			六氟成本合计(万元/吨, 含税)	6.6		
扣碳酸锂成本 (万元/吨)	2.9			扣碳酸锂成本 (万元/吨)	3.6			扣碳酸锂成本 (万元/吨)	3.9		

- ◆ **行业扩产放缓，龙头厂商预计仅新增1万吨产能。**随着价格快速下行，行业内扩产明显放缓，天赐24年无国内扩产计划，主要消化23年落地产能，多氟多计划年中新增1万吨产能，天际原计划上半年落地1.5万吨产能，但价格调整背景下投产计划推迟。
- ◆ **行业盈利产能仅占总产能1/3，尾部产能逐步退出。**考虑24年加工费进一步下行，当前仅天赐及海外六氟厂盈利，盈利产能达13万吨，仅占总产能1/3，此外，多氟多微利，天际盈亏平衡，现金成本为正产能达21万吨+，后续尾部产能开工率较低，有效产能进一步下行。

图：主流六氟企业产能情况

	产能 (吨)				出货量 (吨)			盈利情况 (万元/吨)	
	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2023年出货	同比	产能利用率	Q3单位盈利	24Q1盈利预期
韩国厚成	5500	6000	6,000	6000					盈利
森田张家港	6000	7000	7,000	7480					盈利
关东电化	4500	4500	4,500	4500					盈利
瑞星化工	2100	2100	2,100	2100					盈利
天赐材料	44100	57300	110,000	110000	54000	36%	90%	2	1
多氟多	37000	58000	65,000	75000	40500	35%	70%	1	0-0.5
天际材料	10870	16050	22,000	30000	16000		75%		盈亏平衡
金牛化工	1500	1500	1,500	1500					亏损
九九久	6000	6000	6,000	6000					亏损
石大胜华	2000	11000	16,000	25600					亏损
赣州石磊	4000	4000	4,000	4000					亏损
永太科技	8000	10970	12,530	16110					亏损
湖北宏源	6500	8000	8000	8000					亏损
东莞杉杉	2000	2000	2,000	2000					亏损
滨化股份	1000	1000	1,000	1000					亏损
主流厂商合计	141070	195420	267630	298790					
-盈利产能	62200	76900	129600	130080					
-未亏现金成本产能	110070	150950	216600	234580					

- ◆ **全行业看，24年行业产能利用率70%左右，25年有望提升至87%。**全行业供需看，23年全球有效供给20万吨，需求14.4万吨，产能利用率71%，24年有效供给27.6万吨，需求近20万吨，产能利用率72%，25年产能利用率或提升至87%。六氟23年9月价格跌入底部区间，尾部产能逐步出清，24年行业扩产进一步放缓，25年我们预计产能利用率有所恢复。龙头成本优势保证盈利见底后可维持，二三线盈利压力较大。
- ◆ **若仅考虑国内前三龙头及海外产能，则24年基本可满足下游需求，25年将存在供需缺口。**从盈利产能看供需，按照未亏现金成本的六氟厂商有效产能测算，即考虑天赐、多氟多、天际及海外产能，则24年供给22万吨，24年供给过剩1.8万吨，对应产能利用率92%，盈利产能基本满足需求，25年将存在3.1万吨供给缺口。

图：六氟全行业供需平衡表

	2022年	2023年	2024年	2025年
全行业有效供给 (吨)	145,070	201,420	275,630	306,790
需求 (吨)	121,298	143,748	198,487	265,690
过剩	23,772	57,672	77,143	48,600
产能利用率	84%	71%	72%	87%

图：未亏现金成本的六氟产能供需平衡表

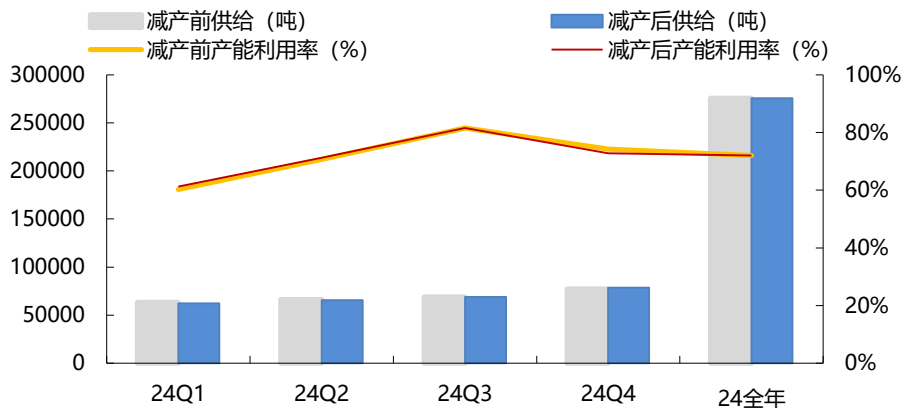
	2022年	2023年	2024年	2025年
盈利厂商供给 (吨)	110,070	150,950	216,600	234,580
需求 (吨)	121,298	143,748	198,487	265,690
过剩 (吨)	-11,228	7,202	18,113	-31,110
产能利用率	110%	95%	92%	113%

- ◆ **天赐1万吨折固产能检修停产，短期供需格局边际改善。**天赐发布公告，为保障液体六氟生产装置正常运行和完全稳定生产，公司计划于2024年3月11日开始对年产3万吨液体六氟磷酸锂产线进行停产检修工作，预计检修时间不超过30天，对应影响折固1000-2000吨供给，对应1万吨左右电解液。
- ◆ **假设产线停产1个月左右，对应季度产能利用率上升1pct。24Q2拐点明显。**假设装置检修时长为30日，及考虑装置重开的投料产出周期，我们测算3月行业供给将减少1000吨，4月减少500吨，对应24Q1供给减少1k吨，对应产能利用率提升1pct；对应24Q2供给减少500吨，行业产能利用率上升0.4pct。假设装置检修至年底，我们测算将影响24Q1供给减少1k吨，对应产能利用率上升1.0pct；Q2起单季度供给减少2.5k吨，对应产能利用率提升3.4pct，24全年供给共减少8.5k吨，对应产能利用率提升2.3pct至74%。

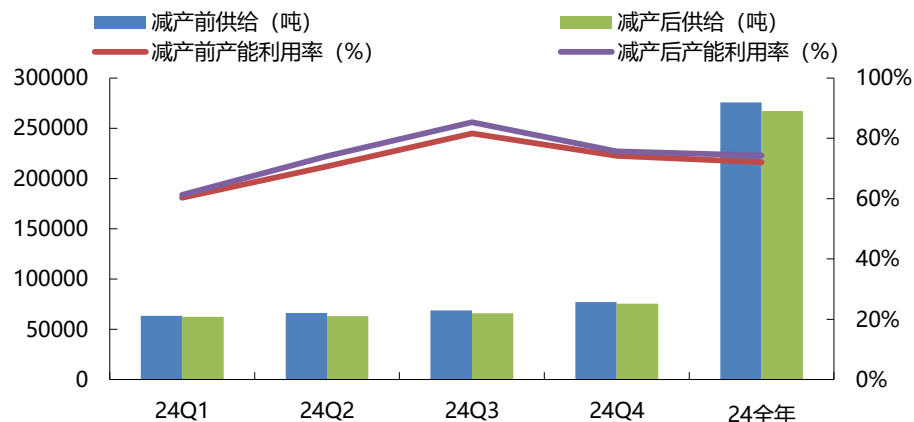
图：天赐减产前后行业六氟月度供给变化（假设停产一个月）

	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	202411	202412
减产前供给 (吨)	21133	21133	21133	22067	22067	22067	22967	22967	22967	25710	25710	25710
减产后供给 (吨)	21133	21133	20133	21567	22067	22067	22967	22967	22967	25710	25710	25710

图：天赐减产前后供给及产能利用率变化（假设停产一个月）

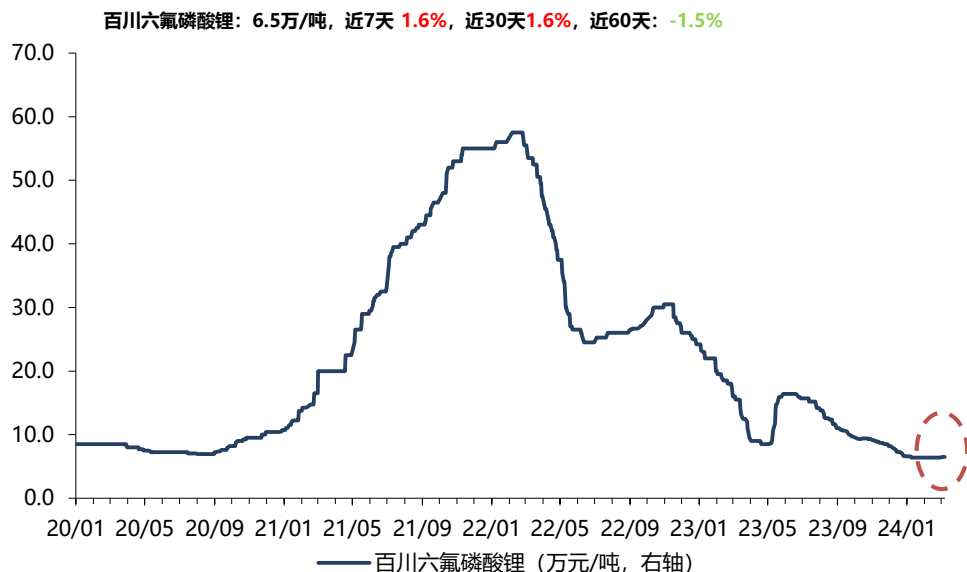


图：天赐减产前后供给及产能利用率变化（假设长期停产）



- ◆ **碳酸锂短期供需错配，导致价格反弹至11万，后续1-2个月内预计11-12万元/吨震荡。**供给端来看，春节假期停工导致行业排产低位，天齐、赣锋等主流厂商安排产线检修，叠加宜春云母矿环保管理趋严，部分小厂因成本+政策考虑停工，SMM测算2月碳酸锂产量3.2万吨，环比下滑25%，较此前预期减少0.1万吨左右，行业节前库存维持1周左右低位，而需求端3月排产超预期，节后下游开始小幅加库，部分正极厂库存提升至半个月，行业过剩程度缩窄，叠加锂盐厂及贸易商惜售情绪浓厚，现货价格由9万元/吨上涨至11万元/吨。
- ◆ **碳酸锂价格与六氟价格联动，价格小幅上涨0.2万元/吨左右。**此前六氟价格战时对碳酸锂价格预期悲观，报价激进，随着碳酸锂价格反弹，六氟价格恢复至6万元/吨以上，小幅反弹0.2万元/吨左右，随着对碳酸锂价格的充分反应，后续仍有上涨空间。

图：六氟价格已小幅反弹



图：六氟价格与碳酸锂价格敏感性测算（万元/吨）

碳酸锂价格	六氟价格	上涨幅度
9.6	5.8	0%
9.8	5.9	1%
10	5.9	2%
10.2	6.0	3%
10.4	6.0	3%
10.6	6.1	4%
10.8	6.1	5%
11	6.2	6%
11.2	6.2	7%
11.4	6.3	8%
11.6	6.3	9%
11.8	6.4	9%
12	6.4	10%
12.2	6.5	11%
12.4	6.5	12%
12.6	6.6	13%
12.8	6.6	14%
13	6.7	15%

- ◆ 天赐停产导致供需边际改善，叠加碳酸锂上涨催化，预计六氟价格有望较底部反弹10-15%，提升至6.5-7万元/吨左右。目前龙头厂商挺价意愿强烈，尾部厂商亏现金成本无力打价格战，随着天赐停产带动的供需格局边际改善，我们预计此前超跌的加工费有望小幅恢复，叠加碳酸锂涨价催化，六氟价格短期有望反弹至6.5-7万元/吨左右，较底部提升10%。
- ◆ 长期看，25年六氟供给格局小幅改善，六氟价格我们预计底部企稳，龙头厂商单位盈利见底。

图：六氟价格对碳酸锂及加工费敏感性测算（万元/吨）

加工费 \ 碳酸锂	3.8	4	4.2	4.4	4.6	4.8	5
9.6	5.8	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0
9.8	5.9	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1
10	5.9	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1
10.2	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2
10.4	6.0	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2
10.6	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3
10.8	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3
11	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4
11.2	6.2	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4
11.4	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5
11.6	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5
11.8	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6
12	6.4	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6
12.2	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	7.7
12.4	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	7.7
12.6	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6	7.8
12.8	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6	7.8
13	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	7.7	7.9

图：六氟价格对碳酸锂及加工费涨幅弹性（万元/吨）

加工费 \ 碳酸锂	3.8	4	4.2	4.4	4.6	4.8	5
9.6	0%	3%	7%	10%	14%	17%	21%
9.8	1%	4%	8%	11%	15%	18%	22%
10	2%	5%	9%	12%	16%	19%	22%
10.2	3%	6%	9%	13%	16%	20%	23%
10.4	3%	7%	10%	14%	17%	21%	24%
10.6	4%	8%	11%	15%	18%	22%	25%
10.8	5%	9%	12%	16%	19%	22%	26%
11	6%	9%	13%	16%	20%	23%	27%
11.2	7%	10%	14%	17%	21%	24%	28%
11.4	8%	11%	15%	18%	22%	25%	28%
11.6	9%	12%	16%	19%	22%	26%	29%
11.8	9%	13%	16%	20%	23%	27%	30%
12	10%	14%	17%	21%	24%	28%	31%
12.2	11%	15%	18%	22%	25%	28%	32%
12.4	12%	16%	19%	22%	26%	29%	33%
12.6	13%	16%	20%	23%	27%	30%	34%
12.8	14%	17%	21%	24%	28%	31%	34%
13	15%	18%	22%	25%	28%	32%	35%

龙头厂商盈利触底，价格弹性带动盈利回升

- ◆ **六氟跌价快于碳酸锂跌价，天赐材料24年单位盈利下行至0.2万元/吨。**天赐材料24Q1电解液单位净利我们预计进一步下行至0.2万元/吨，公司成本优势仍在，但主要系六氟跌价快于成本下行，导致单位盈利压缩，目前六氟价格下行空间很小，基本触底，我们预计公司单位盈利可稳定，后续随着一体化程度加深及加工费反弹，公司单位净利有一定上行弹性。

图：龙头公司电解液及六氟成本拆分

原材料	23Q4			24Q1		
	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	单吨用量 (吨)	单价 (万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
多聚磷酸	0.65	1.30	0.75	0.65	1.20	0.69
高纯碳酸锂	0.25	15.00	3.32	0.25	10.00	2.21
发烟硫酸	3.00	0.05	0.13	3.00	0.05	0.13
无水氟化氢	1.00	0.97	0.86	1.00	0.96	0.85
原材料成本 (万元)		4.5			3.4	
单位折旧 (万/吨)		0.30			0.30	
单位制造费用 (万/吨)		0.6			0.6	
单位员工费用 (万/吨)		0.1			0.1	
六氟成本合计		5.5			4.4	
收率		98%			98%	
六氟实际成本合计(万元/吨, 不含税)		5.6			4.5	
六氟价格 (含税)		8.5			6.4	
单位毛利		1.9			1.1	
	单吨用量 (吨)	单价 (含税, 万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)	单吨用量 (吨)	单价 (含税, 万元/吨)	单吨成本 (万元/吨)
六氟磷酸锂 (含税)	0.12	6.2	0.7	0.12	5.0	0.5
溶剂	0.80	0.50	0.4	0.80	0.46	0.3
添加剂	0.08	8.0	0.6	0.08	6.5	0.5
原材料成本 (万元)		1.58			1.32	
单位折旧 (万/吨)		0.04			0.04	
单位能耗&水 (万/吨)		0.15			0.15	
单位员工费用 (万/吨)		0.05			0.05	
电解液成本合计(万元/吨)		1.82			1.56	
电解液售价 (万元/吨, 含税)		2.80			2.30	
单位毛利		0.66			0.48	
费用率		13%			13%	
单位净利		0.34			0.21	

- ◆ **假设考虑供需改善带动的加工费回升，我们预计公司单位盈利有望上修。**六氟价格触底，若考虑六氟价格回升至6.5-7万元/吨，对应加工费反弹0.2万元/吨左右，对天赐、多氟多、天际等龙头盈利弹性大，我们预计天赐24年单位盈利有望上修至12亿元，25年有望接近20亿元。

图：六氟涨价对利润相关标的利润弹性测算

	六氟产能 (万吨)	原预期						加工费上涨0.2万/吨					
		24年			25年			24年			25年		
		六氟出货 (万吨)	单位盈利 (万元/吨)	净利润 (亿元)	六氟出货 (万吨)	单位盈利 (万元/吨)	净利润 (亿元)	六氟出货 (万吨)	单位盈利 (万元/吨)	净利润 (亿元)	六氟出货 (万吨)	单位盈利 (万元/吨)	净利润 (亿元)
天赐材料	11	6.25	1	11	7.5	1.2	18	6.25	1.2	12	7.5	1.4	20
多氟多	6.5	5	0.2	3.5	6	0.2	3.7	5	0.4	4.5	6	0.4	4.9
天际股份	2.2	2	0	0	2.4	0	0	2	0.2	0.4	2.4	0.2	0.5

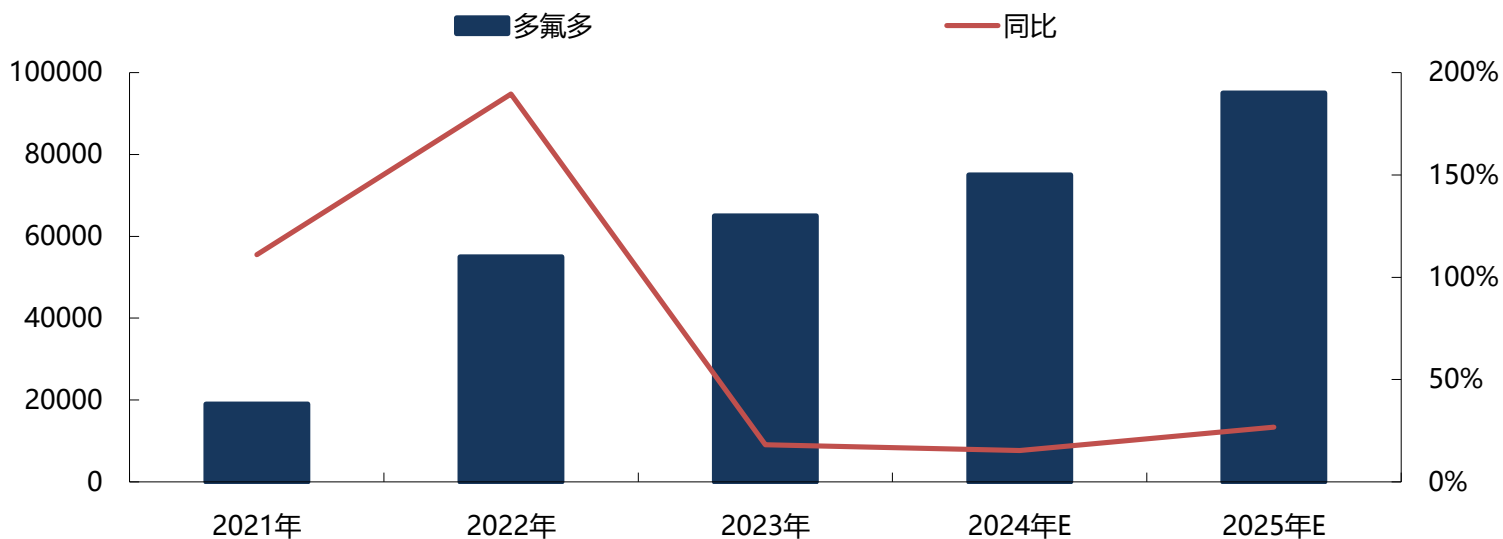
- ◆ **国内扩产节奏放缓，海外产能规划预计未来2年落地。** 公司六氟现有名义产能12万吨，有效产能11万吨（折固），池州15万吨改建25万吨装置23年底建成开车，24年我们预计池州对应折固产能2.5-4万吨；20万吨液体六氟项目处于缓建状态。海外端，摩洛哥规划15万吨电解液+10万吨液体锂盐产能我们预计25年底-26年建成投产，北美规划20万吨电解液我们预计26年建成。看排产，24Q1公司排产我们预计9.4万吨，对应产能利用率52%。
- ◆ **电解液24年出货预计增长20%+，单位盈利预计达0.2万元/吨左右。** 24Q1公司出货我们预计8.5-9万吨，环降22%，24全年我们出货预计50万吨左右，同增25%。盈利端，六氟价格1H24或仍处底部空间，且年初公司在大客户中六氟加工费下调触底，我们预计24Q1单吨利润接近0.2万元/吨，环降45-50%；但公司液体六氟自供接近100%，成本优势稳固，对应增厚电解液利润0.1-0.15万元，叠加LIFSI添加比例提升+导入核心铁锂客户，添加剂DTD、ODFP等新增产能落地，我们预计24年单吨盈利维持0.2万/吨。
- ◆ **风险提示：销量不及预期，价格竞争超预期**

利润拆分	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E
电解液 (百万)	593	540	454	336	140
-出货量 (吨)	79,000	90,000	119,500	112,000	87,360
-单吨利润 (万/吨)	0.75	0.60	0.38	0.30	0.16
磷酸铁利润 (百万)	5	-26	-56	-53	-34
-出货量 (吨)	9,000	13,000	14,000	15,000	13,500
-单吨利润 (万/吨)	0.05	-0.20	-0.40	-0.35	-0.25
日化业务 (百万)	66	70	66	60	55

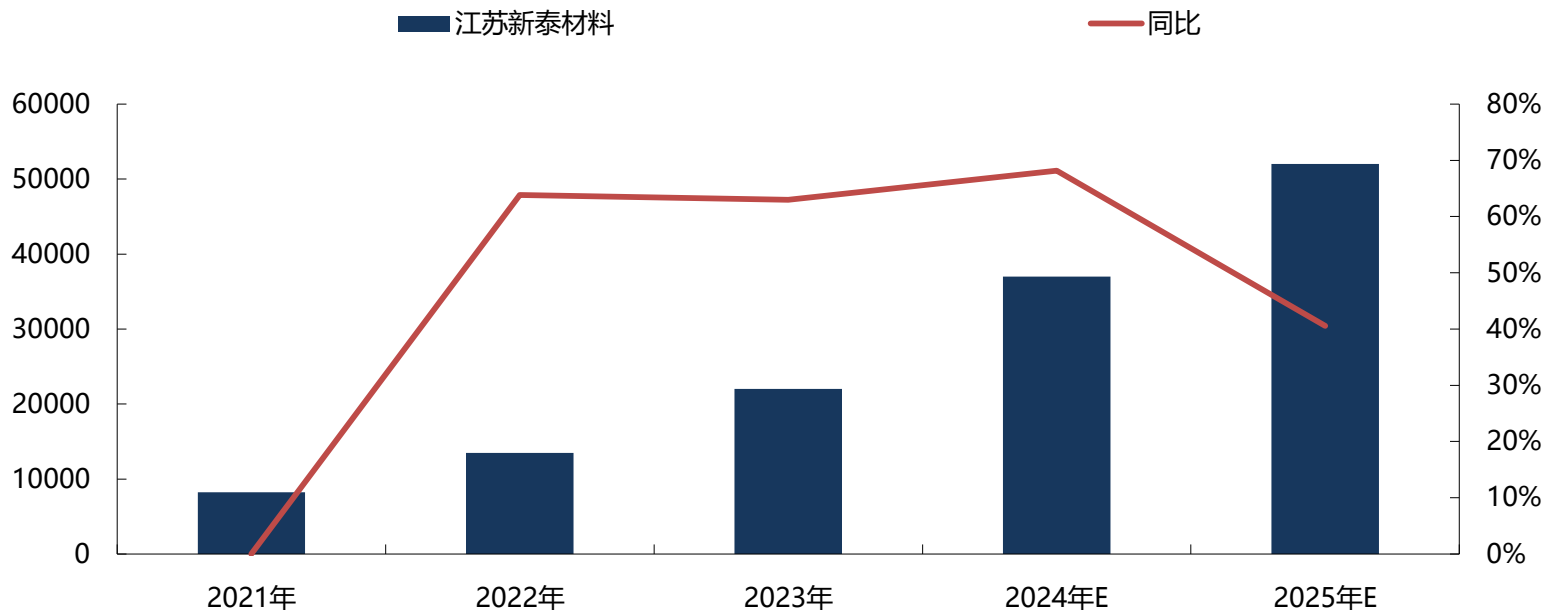
- ◆ **国内扩产节奏相对较快，海外规划进度迟缓。**公司现有产能6.5万吨，24年6月我们预计新增1万吨，H2或再新增1万吨，25年我们预计新增2-3万吨，届时实现目标年产能10万吨。海外端，公司拟在韩国规划1万吨六氟产能，欧美或考虑以技术输出方式绕过IRA法案实现产能落地，但仍处于准备阶段。看排产，24Q1公司排产我们预计8000-9000吨，对应产能利用率60%。
- ◆ **24年六氟出货目标5万吨，价格下跌单位盈利承压。**公司六氟稳定出口Soulbrain、Enchem、三菱等日韩企业，保供能力稳定提升，24年我们预计实现出货5万吨，同比增长20-30%。盈利端，六氟加工费触底盈利承压，公司24Q1我们预计盈亏平衡，但公司六氟生产技术已更迭至第四代，单吨成本控制能力行业领先，且LIFSI、六氟磷酸钠布局领先增厚利润，另有氢氟酸业务技术断层，市场前景广阔，我们预计24全年单位利润有所改善。

- ◆ **风险提示：销量不及预期，价格竞争超预期**

图：多氟多六氟年底产能及增速情况（吨）



- ◆ **规划1.5万吨新增产能待释放，24年目标年产能3万吨+**。公司现有产能2.2万吨，24年1.5万吨新增产能待释放。看排产，24Q1公司主供宁德协议长单，我们预计公司24Q1排产约5000-6000吨，维持较高产能利用率。
- ◆ **24年出货预计增长稳健，Q1业绩承压或单位亏损**。公司手握宁德长期供货协议，24年我们预计出货增长可维持。盈利端，我们预计公司23Q4六氟单位利润维持4000元/吨微利。24Q1六氟加工费再跌价致盈利承压，但公司维持满产拉平单吨折旧及费用，24Q1我们预计盈利可基本维持，考虑到公司客户结构均衡稳定，且六氟加工费后续我们预计企稳，我们预计24全年单位利润可维持。
- ◆ **风险提示：销量不及预期，价格竞争超预期**
图：天际股份六氟年底产能及增速情况（吨）



投资建议&风险提示

- ◆ **投资建议：**考虑六氟价格超跌，跌至二线六氟厂现金成本线，龙头均有一定挺价意愿，边际供给收缩有望带来价格弹性，六氟价格有望反弹至7万元/吨左右，首推成本优势明显，且龙头地位稳固的**天赐材料**，其次看好价格反弹后盈利弹性可观的二线龙头，关注**多氟多**、**天际股份**。

表：主流公司估值表（截至2024年3月8日）

	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB现值	评级
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
电池	宁德时代	6,950	158	441	463	564	16	15	12	3.9	买入
	比亚迪	5,284	188	303	369	447	18	15	12	4.2	买入
	亿纬锂能	769	38	41	53	67	19	15	12	2.3	买入
	欣旺达	256	14	10	12	14	24	21	18	1.1	买入
	蔚蓝锂芯	88	8	2	3	4	57	25	21	1.4	买入
	派能科技	146	83	6	6	9	26	25	16	1.5	买入
	鹏辉能源	109	22	4	6	8	30	19	13	1.9	买入
结构件	科达利	191	71	12	14	18	16	13	11	1.9	买入
电解液	天赐材料	372	19	19	16	21	19	24	18	2.8	买入
	新宙邦	296	39	10	14	19	29	21	15	3.4	买入
负极	璞泰来	369	17	23	36	49	16	10	8	2.1	买入
	贝特瑞	205	18	17	18	22	12	11	10	1.8	买入
	尚太科技	78	30	7	8	11	10	9	7	1.4	买入
隔膜	信德新材	29	29	0	1	2	69	23	17	1.1	买入
	恩捷股份	416	43	31	39	50	14	11	8	1.5	买入
	星源材质	158	12	10	12	17	17	13	9	1.6	买入
正极	壹石通	44	22	0	1	1	176	42	32	2.0	增持
	华友钴业	460	27	42	57	76	11	8	6	1.4	买入
	中伟股份	317	47	19	23	32	16	14	10	1.7	买入
	德方纳米	112	40	-15	4	6	-7	31	18	1.4	买入
	万润新能	58	46	-10	5	9	-6	12	7	0.9	买入
	容百科技	140	29	6	8	11	24	17	13	1.6	买入
	振华新材	71	14	1	3	4	68	26	20	1.4	买入
导电剂	当升科技	167	33	19	15	18	9	11	9	1.3	买入
	湖南裕能	201	27	20	22	28	10	9	7	1.8	买入
铝箔	天奈科技	72	21	2	2	3	34	19	14	2.9	买入
	鼎胜新材	81	9	5	6	7	15	13	11	1.3	买入
设备	曼恩斯特	80	67	4	5	6	23	17	13	2.8	买入
	骄成超声	61	53	1	1	2	83	50	31	3.4	买入
锂	天齐锂业	795	50	77	35	42	11	23	20	1.6	买入
	赣锋锂业	701	38	52	30	35	15	25	22	1.6	买入
	永兴材料	271	50	35	11	14	8	26	19	2.1	买入
	藏格矿业	473	30	38	30	36	12	16	13	3.8	买入
	中矿资源	262	36	24	15	20	11	18	13	2.2	买入
	盛新锂能	193	21	8	5	6	25	41	32	1.4	买入
	雅化集团	125	11	0	8	11	258	15	11	1.1	买入

- ◆ **政策不及预期：**欧洲严格碳排考核制度，与部分群体利益冲突，或因此对抗政策，影响政策真正落地。
- ◆ **价格竞争超市场预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园