

重组“海四达电源”，打造第二成长曲线

证券研究报告

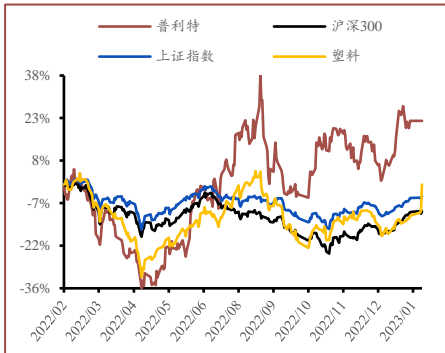
投资评级:增持(首次)

基本数据

2023-02-01

收盘价(元)	18.35
流通股本(亿股)	6.71
每股净资产(元)	2.72
总股本(亿股)	10.17

最近12月市场表现


分析师 张一弛

 SAC证书编号: S0160522110002
 zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊

 SAC证书编号: S0160522120001
 zhanglei02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **收购海四达,积极打造新能源业务发展平台:**公司以现金方式收购海四达79.7883%股权(22616.80万股),交易金额为11.41亿元,目前已完成了对海四达的重大资产重组。通过此次交易,公司新增了锂离子电池业务,快速切入储能、小动力锂电池等优质行业赛道,形成“新材料+新能源”双主业运行的经营模式。
- ❖ **加快铁锂电池产能建设,拓展行业标杆客户:**公司新增产能将主要应用于家用储能、大型工商业储能。通信储能方面,“铅换锂”加速,订单需求稳定,公司已取得了中国铁塔0.72GWh备电订单,占公司产能(1.19GWh)60.5%;户用储能方面,公司产品获得国际认证,可直接开拓海外客户,沃太能源22H1已成为公司第五大客户。
- ❖ **高毛利户储占比提升,助力公司盈利增长:**公司原有产品应用于通信备电领域,下游客户以大型通信运营商为主,客户集中度较高,公司议价能力较低,储能市场下游客户较为分布广泛,电芯生产商有更多下游客户可以合作,公司议价能力有望提升,叠加户储市场毛利较高,公司盈利能力有望得到改善。
- ❖ **电动工具国产化替代不可逆转,公司静待出货拐点:**电动工具客户基本都采用合格供应商认证制度,近年国外主流电池厂商退出供应链,想要再进入需要付出巨大的时间成本,国产化趋势不可逆转。2022年下游需求偏弱,叠加上半年上海疫情影响公司境外订单的发货,公司产能利用率为82.18%,较2021年下滑10个百分点。但随着疫情逐渐平稳,海外需求有望回升,电动工具将逐步恢复增长。
- ❖ **投资建议:**受益于储能旺盛的需求和产能的积极扩张,公司营收水平和盈利能力将持续提升。我们预计公司2022-2024年实现营业收入66.91/115.22/169.52亿元,归母净利润2.81/7.34/10.62亿元。对应PE分别为66.38/25.44/17.58倍,首次覆盖,给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:**原材料价格波动风险;产能无法消化的风险;毛利率下降的风险;海外子公司管理风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4448	4871	6691	11522	16952
收入增长率(%)	23.54	9.52	37.37	72.20	47.14
归母净利润(百万元)	396	24	281	734	1062
净利润增长率(%)	139.99	-94.00	1084.25	160.90	44.73
EPS(元/股)	0.39	0.02	0.28	0.72	1.04
PE	43.41	600.85	66.38	25.44	17.58
ROE(%)	14.67	0.91	9.94	20.59	22.96
PB	5.31	5.50	6.60	5.24	4.04

数据来源:wind数据,财通证券研究所

内容目录

1	改性材料行业龙头，加快战略转型.....	4
1.1	改性材料领军企业，转型新能源业务.....	4
1.2	产能全球分布，客户资源丰富.....	5
2	新能源业务：重组锂电标的，切入新能源赛道.....	6
2.1	海四达：深耕电池行业近三十年，加快布局储能领域.....	6
2.2	储能电池：积极推进产能建设，拓展行业标杆客户.....	10
2.2.1	储能市场处于爆发期，电池环节价值量最高.....	10
2.2.2	公司储能产品谱系丰富，覆盖市场主流需求.....	12
2.2.3	通信储能“铅换锂”加速，订单需求稳定.....	13
2.2.4	户用家储出货翻倍增长，海外认证助力开拓客户.....	16
2.2.5	规模效应+产品结构调整，盈利能力将不断改善.....	19
2.3	电动工具：小动力锂电池市场快速增长，公司积极扩产抢占份额.....	20
3	ICT材料：拉通LCP产业链，持续受益于国产化替代.....	23
3.1	5G应用日趋成熟，带动LCP需求提升.....	23
3.2	公司优先布局LCP，产能放量带动业绩增长.....	24
4	改性材料：公司长期发展的稳定基石业务.....	25
5	盈利预测与投资评级.....	26
5.1	盈利预测.....	26
5.2	投资评级.....	27
6	风险提示.....	27

图表目录

图 1.	2017-2021 年普利特收入情况（亿元）.....	4
图 2.	2017-2022 年 H1 毛利率（%）.....	5
图 3.	2017-2022 年布伦特原油现货价（美元/桶）.....	5
图 4.	普利特股权结构图.....	5
图 5.	普利特生产基地分布.....	6
图 6.	海四达产品介绍.....	7
图 7.	海四达营业收入情况（亿元，%）.....	8

图 8. 海四达营收结构 (亿元)	8
图 9. 2011-2022H1 海四达归母净利润 (亿元)	9
图 10. 2019-2022H1 海四达毛利率与净利率 (%)	9
图 11. 2020-2022H1 海四达期间费用率 (%)	9
图 12. 全球储能锂电池主要企业市场份额.....	11
图 13. 2021 年储能下游结构 (%)	11
图 14. 2022 年储能下游结构 (%)	11
图 15. 电池储能系统成本拆分.....	12
图 16. 海四达铁锂产能预测.....	13
图 17. 2017-2022 年中国通信储能出货量 (GWh)	14
图 18. 2015-2020 年中国通信储能出货结构 (GWh)	15
图 19. 2020-2025 年全球户用储能新增装机规模预测 (GWh)	18
图 20. 储能业务毛利率对比 (%)	20
图 21. 2011-2021 年全球电动工具用锂离子电池出货量.....	21
图 22. 2018 年全球电动工具用锂电池市场份额.....	21
图 23. 2020 年全球电动工具用锂电池市场份额.....	21
图 24. 海四达三元圆柱锂电池产能 (GWh)	23
图 25. 高分子材料的介电性能.....	23
表 1. 海四达前五大客户情况.....	10
表 2. 海四达储能电池规格.....	12
表 3. 2025 年通信领域储能市场规模测算.....	14
表 4. 2020-2022 年中国已公布的通信用磷酸铁锂电池集中采购项目 (部分)	15
表 5. 海四达现有储能订单情况.....	15
表 6. 各国储能政策优惠.....	16
表 7. 各公司海外户储认证情况.....	19
表 8. 公司核心储能海外客户情况.....	19
表 9. 可比公司客户情况.....	22
表 10. LCP 的分类与应用.....	24
表 11. 公司分业务收入及毛利率.....	26
表 12. 可比公司估值.....	27

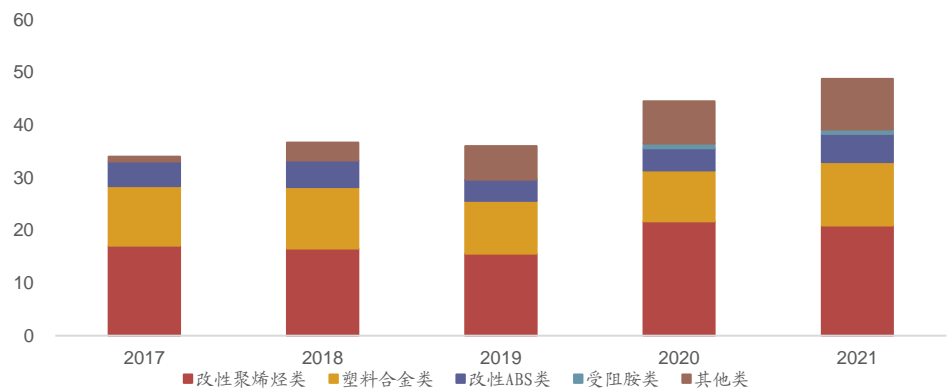
1 改性材料行业龙头，加快战略转型

1.1 改性材料领军企业，转型新能源业务

公司是国内改性材料行业领军企业之一。公司自设立以来主要从事改性复合材料的研发、生产与销售，为多家世界顶级汽车制造商提供汽车用改性材料。为寻求高质量发展，公司通过外延并购的方式进入新能源产业，实现公司向新材料和新能源产业战略转型升级。

公司明确了未来经营发展的三大产业板块：**汽车材料业务、ICT 新材料业务、新能源业务**。公司主要精力聚焦于发展汽车材料和 ICT 材料板块，并且重组了江苏海四达电源有限公司以发展新能源业务板块。改性材料依然是普利特长期发展的稳定基石业务，新能源业务和 ICT 材料则是公司未来快速增长的重要板块。

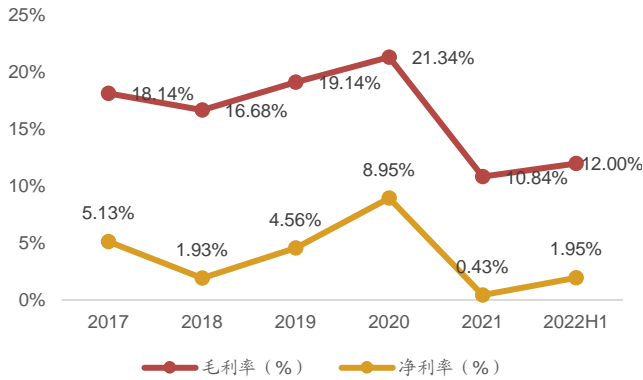
图1.2017-2021年普利特收入情况（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

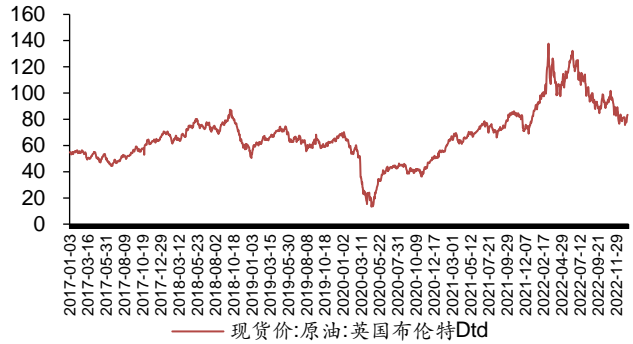
公司盈利能力与国际原油价格负相关。公司主要原料为 PP、ABS、PC、尼龙等，均属于石化产品，与国际原油价格有着较高的关联性。2020 年初，国际石油价格开始下跌，全年整体处于低位，公司 2020 年毛利率与净利率均为 5 年内最高水平。受国际政治与经济原因的影响，2021 年国际原油价格增长较快，导致公司原材料成本较高，公司产品销售价格调整具有滞后性，毛利率与净利率快速下滑。22 年上半年公司积极对原材料市场价格走势进行预测和反应，通过调整价格将原材料上涨的成本传导出去，盈利能力有所恢复。

图2.2017-2022年H1毛利率(%)



数据来源: wind, 财通证券研究所

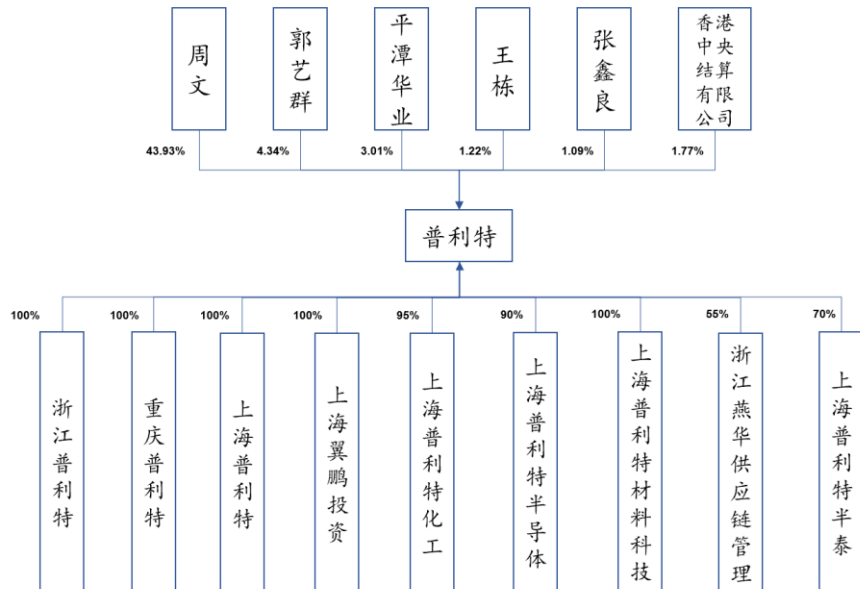
图3.2017-2022年布伦特原油期货价(美元/桶)



数据来源: wind, 财通证券研究所

公司实际控制人为周文先生, 战略股东为恒信华业。周文先生直接持有公司 43.93% 的股份, 为公司控股股东、实际控制人。2021 年 1 月, 公司引进深圳市恒信华业股权投资基金管理有限公司作为公司战略股东, 依托其在新材料、新能源、半导体、通信器件、消费电子等领域的产业资源, 建立深度战略合作关系, 在上下游资源共享、技术交流合作、产业协同发展等方面共同促进。

图4.普利特股权结构图



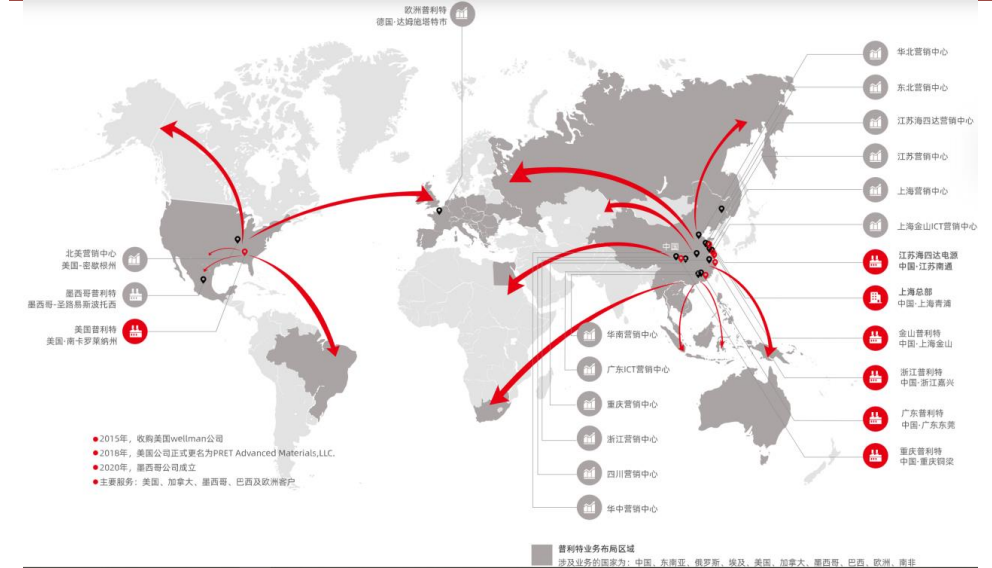
数据来源: wind, 公司公告(截至 2023 年 1 月 16 日), 财通证券研究所

1.2 产能全球分布, 客户资源丰富

公司全球化发展战略稳步推进。公司在全球拥有上海青浦、上海金山、浙江嘉兴、广东东莞、重庆铜梁、美国南卡罗莱纳州六大生产基地, 目前改性材料年产能 40 万吨/年, 海四达三元、磷酸铁锂等电池产能共 3.03GWh/年。同时, 在世界汽车工

业重镇美国底特律、德国达姆施塔特市和墨西哥圣路易斯波托西州分别设立了 3 个海外技术与营销中心。

图5.普利特生产基地分布



数据来源：公司官网，财通证券研究所

深耕汽车产业，新能源汽车客户资源丰富。普利特改性材料产品广泛应用于汽车行业，产品和技术处于国内领先、国际先进水平。经过多年的技术积累和市场开拓，公司为国内外多家汽车制造商提供服务，包括宝马、奔驰、大众、通用、福特、克莱斯勒、上汽、长城、吉利、比亚迪、奇瑞等车企，已成为国内改性材料行业领军企业之一。普利特在汽车产业深耕多年，拥有新能源汽车庞大的客户体系与产业资源，在条件成熟的情况下，可以借助公司在汽车领域的客户资源，为海四达电源引入优质新能源汽车客户等，充分发挥协同效应。

2 新能源业务：重组锂电标的，切入新能源赛道

2.1 海四达：深耕电池行业近三十年，加快布局储能领域

公司收购海四达，积极打造新能源业务发展平台。公司以现金方式收购海四达79.7883%股权（22616.80万股），交易金额为11.41亿元，目前已完成了对海四达的重大资产重组。通过此次交易，公司新增了锂离子电池业务，快速切入储能、小动力锂电池等优质行业赛道，形成“新材料+新能源”双主业运行的经营模式。

海四达是国内较早实现锂电池技术产业化的企业之一。海四达电源成立于1994年，是专业从事三元、磷酸铁锂的锂离子电池及其系统等的研发、生产和销售的新能源企业，产品主要应用于电动工具、智能家电、通信、储能等领域，在行业内享有较高的知名度。

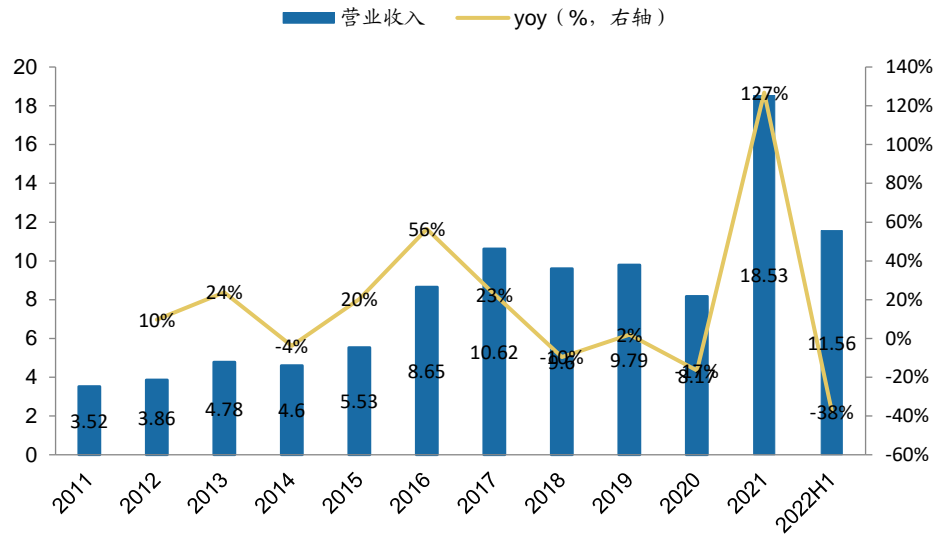
图6.海四达产品介绍

产品大类	产品细分	产品图例	产品特点介绍	应用场景
锂离子电池	三元圆柱锂离子电池		单一性质较好、能量密度高、倍率高、安全性较好、内阻小、适用范围广。	 
	磷酸铁锂离子电池		封装壳体大多为金属材料，电池内部采用卷绕式或叠片式工艺，对电芯保护作用好、电池的安全高；循环寿命长等。	
	聚合物软包锂离子电池		发生安全问题时只会裂开不会爆炸，安全性高；质量轻、内阻小、循环寿命长、设计灵活。	
镍系电池			技术成熟安全性好、价格高，有一定的记忆效应。	
BMS			智能化管理及维护各个电池单元，防止电池出现过充、过放，延长电池的使用寿命，监控电池的状态。	

数据来源：公司公告《重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》，财通证券研究所

2011年以来，海四达电源营业收入总体上呈上升趋势。海四达电源于2016年开始进入新能源汽车领域，后受国家补贴减少、市场竞争加剧等影响，新能源汽车客户存在回款不佳、资金占用较大等问题，海四达电源经营业绩受到一定不利影响，海四达电源也适时调整经营战略，抓住电动工具锂电池市场产业向国内转移、无绳化等行业发展趋势，加大三元圆柱锂离子电池业务投入，逐步缩减新能源家电，以储能为主，最近两年上述业务领域收入占比超过90%，且行业前景较好。

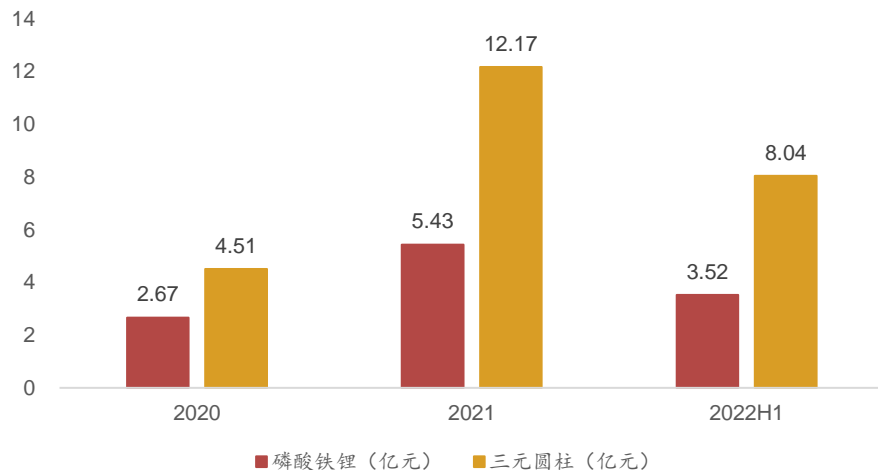
图7.海四达营业收入情况（亿元，%）



数据来源：普利特定增回复，财通证券研究所

从收入结构上看，海四达主要产品为磷酸铁锂电池和三元圆柱电池。2022年上半年，海四达实现磷酸铁锂电池营业收入3.52亿元，占总收入的30.5%，主要应用于通信储能和户储；三元圆柱电池营业收入8.04亿元，占69.5%。三元圆柱电池一直是公司主要的收入来源，主要应用于电动工具，下游客户有TTI、南京泉峰、有维科技、浙江明磊、江苏东成等。

图8.海四达营收结构（亿元）

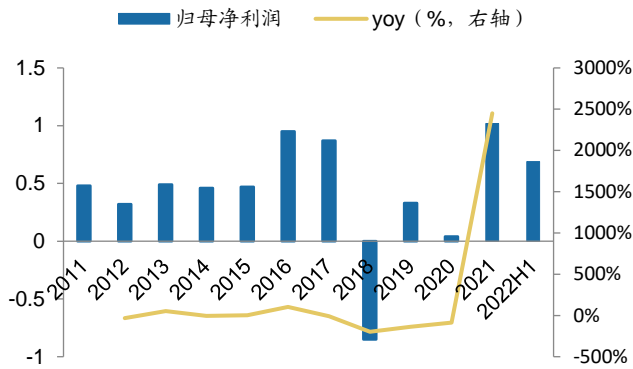


数据来源：普利特定增回复，财通证券研究所

公司盈利明显修复，未来有望进一步改善。受原材料成本上升影响，公司21年毛利率有所下滑，但公司及时进行成本传导，目前毛利率趋稳。考虑到原材料价格

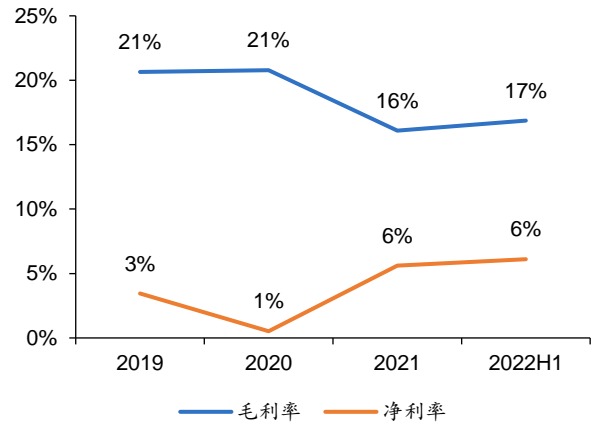
目前已处于较高水平，随着未来预期趋于明朗，公司将更好地进行成本管理，毛利率有望进一步修复，叠加后续销量扩大将带来更大的规模效应，公司净利率有望不断改善。

图9.2011-2022H1 海四达归母净利润（亿元）



数据来源：普利特定增回复，财通证券研究所

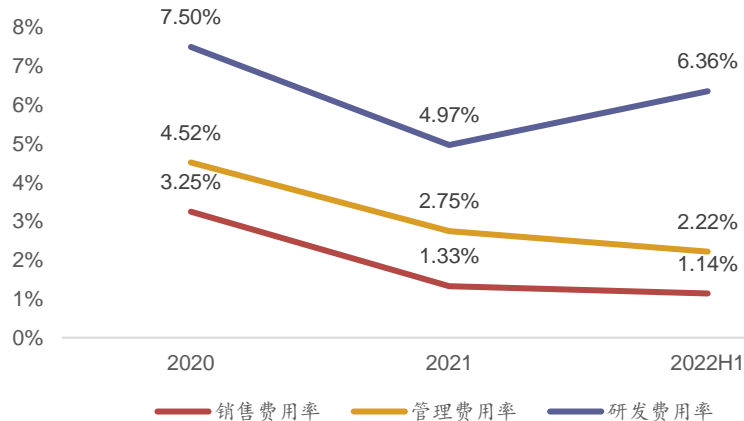
图10.2019-2022H1 海四达毛利率与净利率（%）



数据来源：普利特定增回复，财通证券研究所

公司规模效应、降本增效的能力逐步显现。2020-2021年，海四达期间费用分别为1.47亿元、1.89亿元，但占营业收入的比例却由18.01%下降到10.18%。其中，销售费用率-1.92pct、管理费用率-1.77pct、研发费用率-2.53pct，体现了公司的规模效应和降本提效的能力。2022年H1销售费用率与管理费用率随着规模扩大进一步下降，研发费用率则随着公司加大研发投入而上升。

图11.2020-2022H1 海四达期间费用率（%）



数据来源：普利特定增回复，财通证券研究所

客户关系稳定，新增客户助力业务开拓。海四达电源与南京泉峰、TTI、江苏东成、宝时得等国内外知名电动工具厂商建立了长期稳定的合作关系，2022 年上半年，公司在客户开拓方面更进一步，TTI 成为了公司第一大客户；沃太能源收入占比提升至 4.47%，实现销售收入 5.17 亿，沃太能源在家用储能领域拥有较高的品牌知名度，合作规模扩大有望改善海四达盈利能力。

表1.海四达前五大客户情况

期间	客户名称	金额（万元）	占比
2022 年 1-6 月	TTI	22,674.23	19.61%
	南京泉峰	14,567.52	12.60%
	浙江明磊	9,499.44	8.22%
	有维科技	7,483.68	6.47%
	沃太能源	5,169.78	4.47%
	合计	59,394.65	51.37%
	2021 年	南京泉峰	20,603.22
Exicom		18,671.41	10.07%
有维科技		17,329.43	9.35%
TTI		14,200.91	7.66%
浙江明磊		11,898.12	6.42%
合计		82,703.08	44.62%
2020 年	中国移动	13,646.92	16.71%
	浙江明磊	5,325.36	6.52%
	有维科技	4,604.99	5.64%
	美的清洁电器	4,095.00	5.01%
	江苏东成	4,064.33	4.98%
	合计	31,736.60	38.85%

数据来源：普利特定增回复，财通证券研究所

2.2 储能电池：积极推进产能建设，拓展行业标杆客户

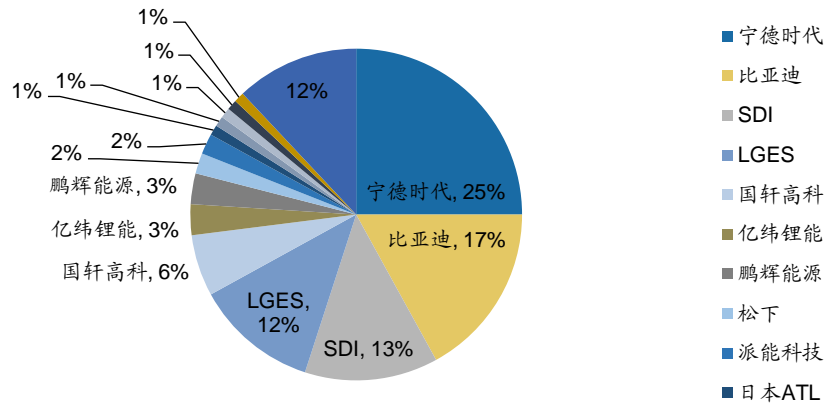
2.2.1 储能市场处于爆发期，电池环节价值量最高

储能行业高景气，储能电池发展潜力巨大。根据工信部数据，2022 年上半年全国储能锂电池产量达 32GWh。海外市场，在各国政策支持下，电网调节、能源保障等需求也拉动储能市场快速增长。不断完善的外部政策支持及旺盛的国内外市场需求为储能领域的蓬勃发展奠定坚实基础。根据 GGII 发布的最新预测数据，2025 年全球储能电池出货量（包括电力系统储能、通信储能、便携式储能等各类储能应用场景）将达到 476GWh，2021-2025 年均复合增长率超 60%。

我国储能市场处于爆发早期，行业参与者众多。行业前景持续向好，储能锂电池企业纷纷布局，以应对行业快速增长的需求。在全球储能锂电池环节，中国参与者数量较多。从全球储能锂离子电池主要企业出货量市场份额来看，中国企业宁

德时代以 25% 的市场份额排名第一，其次分别为比亚迪、韩国三星 SDI、韩国 LG 化学，四家企业储能锂离子电池出货量合计份额接近 70%。

图12.全球储能锂电池主要企业市场份额



数据来源：EVTank，财通证券研究所

从市场结构来看，电力储能是行业最大下游，其次是通信储能、户用储能。2021 年全年，电力储能、通信储能、户用储能三大下游出货量分别为 29.1GWh、12.1GWh 和 5.5GWh。2022 年电力储能仍然是行业最大下游，户用储能和便携储能表现亮眼，出货量分别为 30GWh、6GWh 和 2.5GWh，而通信储能由于运营商招标情况变动，在储能结构中比例有所下滑。

图13.2021 年储能下游结构 (%)

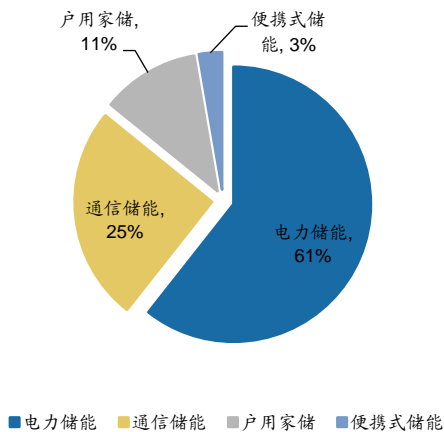
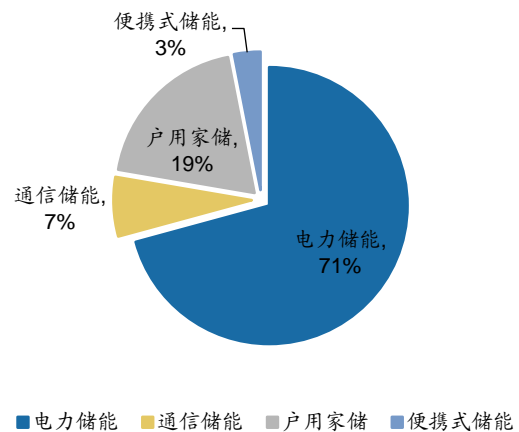


图14.2022 年储能下游结构 (%)



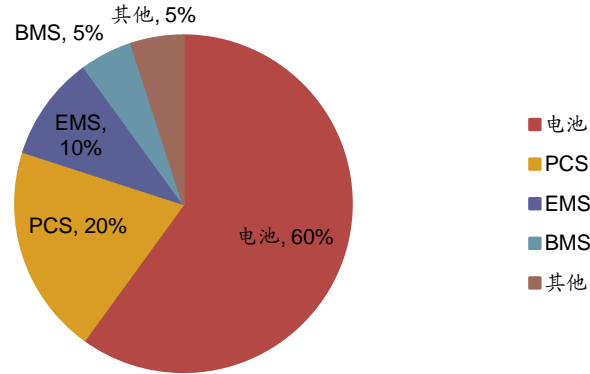
数据来源：高工锂电，财通证券研究所

数据来源：高工锂电，财通证券研究所

从价值来看，电池环节价值量最高，占储能系统成本 60%。储能系统成本由电池、升压装置、土建安装、展柜电缆、EMS、BMS、PCS 组成，其中储能电池占主要

部分。储能电池是海四达的主要业务之一，主要为通信基站、电网储能、工商业储能、家庭储能等提供储能装置。

图15. 电池储能系统成本拆分



数据来源：前瞻产业研究院，powerlab，财通证券研究所

2.2.2 公司储能产品谱系丰富，覆盖市场主流需求

公司储能产品谱系丰富，主要适用于通信储能、家用储能、工商业储能。通信储能主要用于4G、5G等通讯基站的备用电源，该领域对能量密度、循环寿命、倍率要求一般，但下游标准化程度高，以48V50Ah和48V100Ah等产品型号为主流，主流型号公司均有覆盖。户用储能对电池的要求集中在长循环寿命、宽温度工况等方面，且受终端使用习惯影响，户用家储的主流容量为50-100Ah。公司户储产品容量在70~280Ah不等，循环寿命均超过15年，工作温度在-10°C到50°C，可以满足欧洲、北美等高纬度或高海拔地区的需求。目前，公司户储产品已通过欧盟CE、联合国UN38.3的安全认证，并符合ROHS环保指令要求。

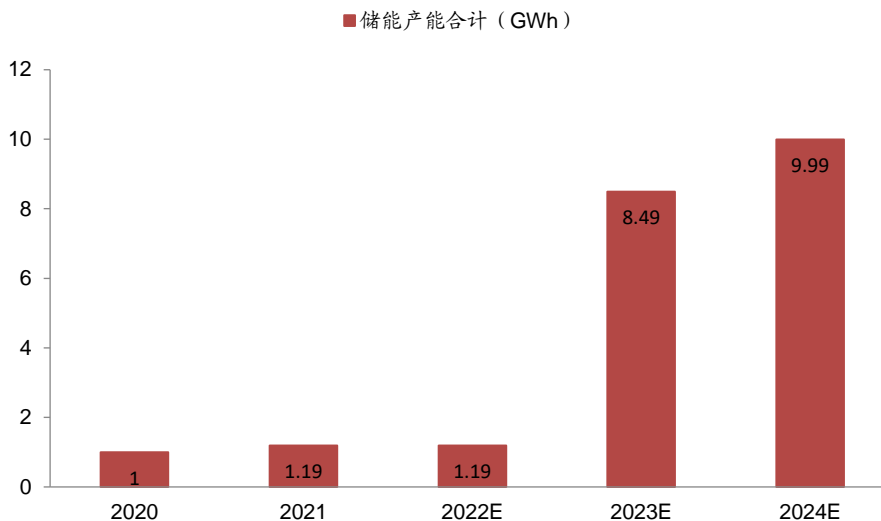
表2. 海四达储能电池规格

应用场景	型号	额定电压 (V)	额定容量 (Ah)	重量 (KG)	充电方式		
通信后备电源	HSDLFP-4810A	48	10	10	1U, 电池模块, 支持并联		
	HSDLFP-4820A		20	18	2U, 电池模块, 支持并联		
	HSDLFP-4850A		50	27	3U, 电池模块, 支持并联		
	HSDLFP-48100A		100	47	5U, 电池模块, 支持并联		
应用场景	型号	额定电压 (V)	额定容量 (Ah)	设计寿命 (年)	工作温度 (°C)	海拔高度	认证
家用储能	EB35	51.2	70	>15	-10~50	<2500m	CE / EN62619 / EN61000 / UN38.3 / ROHS
	EB70		140				
	EB140		280				
工商业储能	M48100	768	100	50	-10~50	≤3000m	
	HBS750		76.8	950			
	HBS1500		153.6	1900			
	HBS2300		153.6	1900			

数据来源：公司官网，财通证券研究所

新增产能将主要应用于家用储能、大型工商业储能。海四达电源现有磷酸铁锂锂离子电池产能 1.19GWh/年，产品主要应用于通信备电源领域，电池容量以 100Ah 及以下为主。而新募投项目“年产 12GWh 方型锂离子电池一期项目(年产 6GWh)”所规划的产品将重点面向大型集中式、工商业、家用储能等领域，电池容量更大。此外，公司 2022 年 12 月 4 日公告使用自筹资金及银行贷款投资建设年产 1.3GWh 钠离子及锂离子电池数字化工厂项目，我们预计 2023 年底公司将形成约 8.5GWh 的储能的产能，以满足未来市场高速增长的需求。

图 16.海四达铁锂产能预测

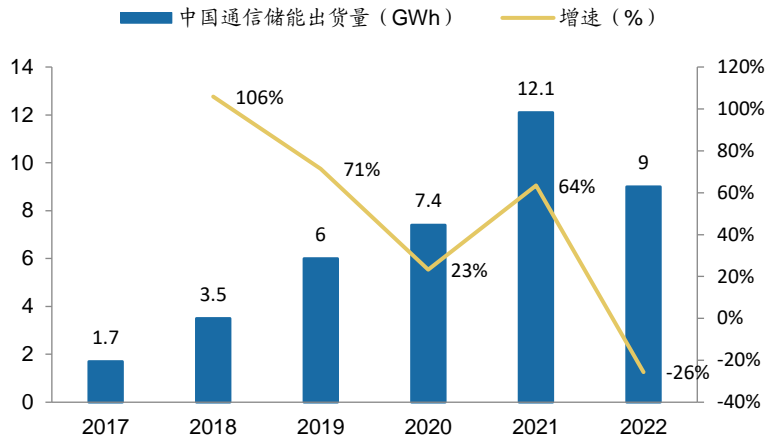


数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2.3 通信储能“铅换锂”加速，订单需求稳定

得益于 5G 通信基站的大力建设，我国通信储能行业快速增长。通信储能主要指用于通信基站后备电源的通信储能产品。根据高工产研锂电研究所 (GGII) 的统计数据，2020 年中国通信储能锂电池出货量达 7.4GWh，2017-2020 年年均增长 63.3%。据工信部统计，2022 年我国累计建成开通 5G 基站超过 230 万个。根据《5G 应用“扬帆”行动计划(2021-2023 年)》和《“十四五”信息通信行业发展规划》，到 2025 年，国内 5G 基站数量预计将达到 360 万站以上，我们预计至 2025 年至少新增 130 万个基站，根据前瞻产业研究院数据，单个 5G 通信基站功耗在 2.7kW 左右，备用电源容量大概为 10.8kWh，应急时长为 4 小时，我们测算得出 2025 年 5G 通信储能总容量超过 38GWh。

图17.2017-2022年中国通信储能出货量（GWh）



数据来源：GGII，派能科技定增募集说明书，财通证券研究所

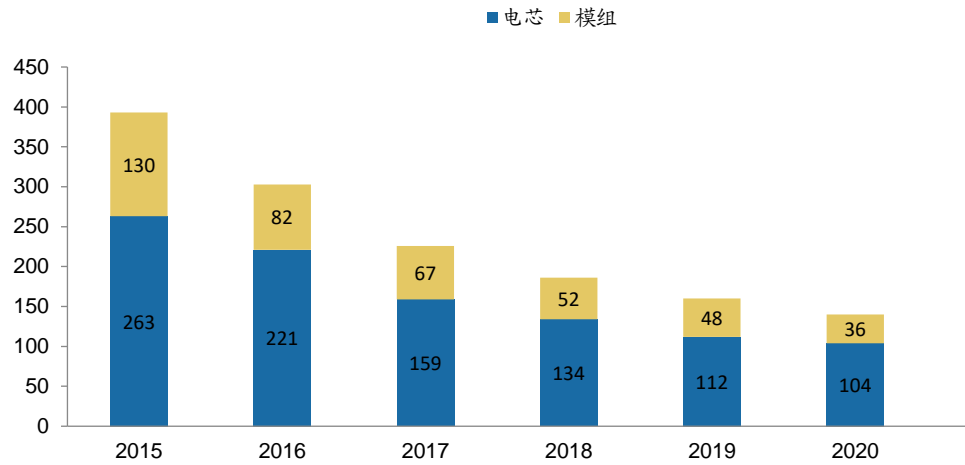
表3.2025年通信领域储能市场规模测算

5G 基站单站功耗	2700W 左右
应急时长	4h
备用电源容量	10.8KWh
至 2025 年新建 5G 基站数	130 万
至 2025 年新增 5G 通信储能需求	14.04GWh
至 2025 年 5G 基站总数	360 万
至 2025 年累计 5G 通信储能需求	38.88GWh

数据来源：央视网，前瞻产业研究院，财通证券研究所

锂电储能成本呈现快速下降趋势，进一步提升锂电池渗透率。自 2010 年中国移动首次招标采购磷酸铁锂电池以来，锂电池在移动通信基站中的应用不断增多，但总体规模较小，成本较低的铅酸电池占据了大部分市场份额。近年来，随着锂电池价格下降接近铅酸电池价格，在中国通信运营商等企业的主动推动下，锂电池的渗透率正快速上升。中国通信运营商自 2018 年开始正式批量采购通信后备锂电池，此举标志着前几年的通信锂电的试水期已经完成，后续通信后备电池将大规模锂电化。BNEF 预计到 2024 年该成本有望进一步下降至 100 美元/kWh，未来三年累计下降幅度约为 24%，在此驱动下，未来中国通信储能锂电池市场将继续快速增长。

图18.2015-2020年中国通信储能出货结构 (GWh)



数据来源: BNEF, 派能科技定增募集说明书, 财通证券研究所

公司通信储能订单确定性强。海四达电源已经在储能市场建立了自己的品牌及相应的市场地位,形成稳定的客户群体。在通信储能领域,海四达电源已与 Exicom、中国移动、中国铁塔、中国联通等国内外大客户建立了合作关系。2022年公司取得了中国铁塔 0.72GWh 备电订单(中标金额 6.91 亿元),占公司产能(1.19GWh) 60.5%,交货期为 2022 年 8 月至 2023 年 8 月。

表4.2020-2022年中国已公布的通信用磷酸铁锂电池集中采购项目(部分)

时间	招标人	中标人(按中标份额)	规模	金额
2020.03	中国铁塔	双登集团、南都电源、鹏辉能源、中天科技、圣阳电源	2GWh	-
2020.04	中国移动	中天科技、海四达、双登集团、亿纬锂能、南都电源、雄韬电源、光宇电源、力朗电池	1.95GWh	13.68 万元
2020.07	中国电信	科信通信、圣阳电源、南都电源	-	660.47 万元
2021.02	中国电信与中国铁塔(联合招标)	联动天翼、南都电源、中天科技、双登集团、亿鹏能源	2.09GWh	-
2021.07	中国移动	力朗电池、双登集团、南都电源、鹏辉能源、联动天翼、亿纬锂能、拓邦股份、中天科技、海四达、佳贝思	2.95GWh	21.86 亿元
2021.11	中国铁塔	中天科技、双登集团、南都电源、拓邦股份、联动天翼	2GWh	13.94 亿元

数据来源: 高工锂电, 维科网锂电, 北极星储能网, 财通证券研究所整理

表5.海四达现有储能订单情况

客户	应用	订单详情	金额
Exicom	通信储能	2022年10月,标的公司收到Exicom下发的大额订单,采购金	2820 万美元

		额 2,820 万美元
中国铁塔	通信储能	2022-2023 年通信备电源用磷酸铁锂电池产品集中招标项目，中标金额为 6.91 亿元
中国联通	通信储能	2021 年中国联通蓄电池集中采购项目，中标金额约 0.63 亿元
大秦能源	户储	2022 年 8 月以来已累计签署了 1.15 亿元的磷酸铁锂电池采购合同

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2.4 户用家储出货翻倍增长，海外认证助力开拓客户

海外电价提高+户用储能补贴政策助推户储快速发展。户用储能是全球性的高成长赛道，90%以上的需求集中在海外，欧美是增长主力。俄乌冲突下，欧美主导的多轮制裁引发石油、天然气和煤炭等大宗能源价格剧烈波动，导致欧洲下游电力价格快速上涨。海外居民利用每日峰谷价差可显著降低用电使用成本。此外，政府也针对储能系统提供投资税收抵免，降低储能项目的成本，因此迎来用户侧储能市场持续的爆发。

表6.各国储能政策优惠

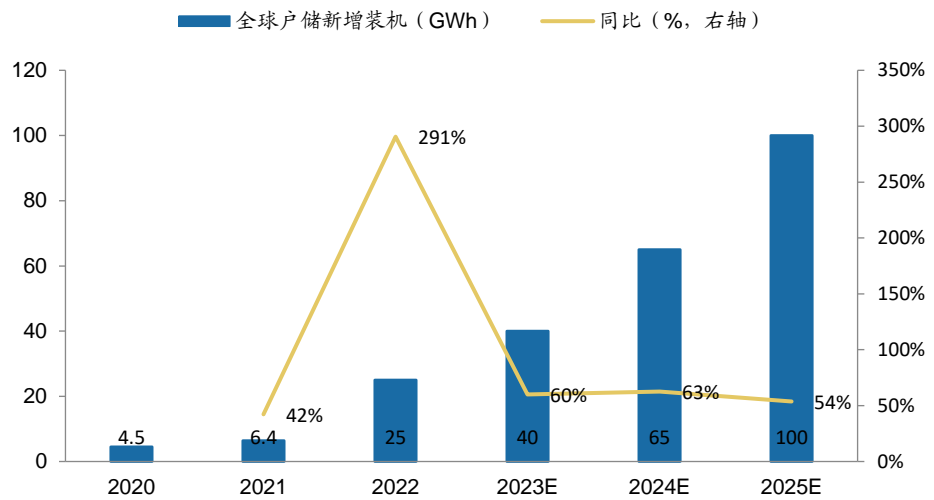
	加速折旧：允许储能项目按 5-7 年的折旧期加速折旧。
美国	投资税收抵免：针对配套可再生能源充电比例 75% 以上的储能系统，按充电比例给予 30% 的投资税抵免。例如储能系统 80% 由可再生能源充电，则可以享受相当于系统成本 24% (30%×80%) 的税收抵免。2018 年 3 月，美国国税局发布“住宅侧储能系统税收抵免新规则”，针对住宅侧光储系统，如果住宅侧用户在安装光伏系统一年后再安装电池储能系统，且满足存储的电能 100% 来自光伏发电的条件，则该套储能设备也可获得 30% 的税收抵免。2022 年《降低通胀法案》提到，不低于 3kwh 的家庭储能同样适用于 30% ITC 至 2033 年，2034/35 年降至 26%/22%。
	加州 sGIP：按照容量和时长补贴，2MWh 以内全额补贴，持续到 2026 年。
荷兰	2020 年开始，逐步淘汰净计量计划，以使光伏系统所有者能够更广泛地采用电池。购买和安装住宅储能系统可获得 30% 的回扣。
	2021 年，结束对储能的双重征税。
英国	改革前，储能会被征收双重费用，即系统使用费和平衡服务系统使用费。2020 年，双重收费制度修改，储能设施只支付发电端的费用。
	2020 年，取消储能部署容量限制要求，提供 1000 万英镑（合 1253 万美元）的拨款来支撑储能部署。允许储能开发商在英格兰地区部署 SOMW 以上储能项目，在威尔士部署 350MW 以上储能项目。
德国	巴伐利亚：3kWh 光储系统获得 500 欧元补贴，超过部分每 kWh 补贴 100 欧元。柏林：为每 kWh 储能系统补贴 300 欧元（上限 15000 欧元）。下萨克森州：对 4KW 及以上的新增系统提供 40% 的电池存储系统成本的赠款，对安装 10KW 以上的电动汽车和系统的充电点，以及用于停车场屋顶或其他带有架空光伏系统的结构装置的充电点，最高资助金额为 50,000 欧元。

	<p>德国复兴信贷银行为符合条件的用户提供可再生能源低息贷款 (KfW 270) , 可以为电力存储系统的投资成本或光伏系统的购置成本提供高达 100% 的资金。</p> <p>2022 年年度税法提出, 对 2023 年 1 月 1 日之后交付或安装的所有光伏系统或组件, 将把适用于交付、进口、安装光伏系统 (包括储能装置) 的 19% 的增值税减免至 0%。</p>
法国	<p>2016 年, 提出新住宅自用电规则, 用较低的 FiT 鼓励自我消费, FiT 由 0.14 欧元/kwh 改为 0.06 欧元/kwh 。</p> <p>2016 年, 用于电力公共服务的储能可以被抵消一部分成本。</p>
西班牙	<p>2018 年 10 月, 西班牙政府暂停征收 7% 的发电税、取消燃气发电“绿色税”和太阳能税, 同时恢复了电力共享自用项目的合法性。2021 年, 用 13 亿欧元鼓励自发自用的光伏、储能、空调补贴等; 符合条件的住宅在安装无蓄电池的太阳能装置后可在 10 年内收回投资并减免房产税。</p>
意大利	<p>2020 年, <u>Ecobonus (Decreto Rilancio) 节能补贴</u>。对户用储能支付税费由 50-60% 提高至 110%, 翻新项目的税收减免从 65% 提高至 110%。意大利 2022 年第四轮援助法案提出, 自 2023 年开始 110% 的补贴降为 90%。其中对于 22 年 9 月前已完成 30% 的项目仍保持补贴至 23 年 3 月底。</p> <p>2020 年, 根据对规模不超过 200 千瓦的可再生能源系统推行的激励计划, 过剩电力可注入电网, <u>但不提供任何酬劳, 此举有望鼓励蓄电池的部署</u>。自用电力无需缴纳账单费用, 但不享受直接奖励。间接奖励是每千瓦时 0.13 欧元至 0.20 欧元之间的回避电力成本。</p> <p>意大利政府规定, 以实现能源自给为目的 <u>安装家用储能设备可以获得 50% 及至高 96,000 欧元的收入所得税减免</u>。</p>
瑞典	<p>2016 年, 户用储能补贴计划。为户用储能提供补贴, 可覆盖 60% 的安装费用, 最高达 5600S; 为 225KW 以上的太阳能系统推出租税减免制度。</p>
南非	<p>2019 年 5 月, 南非推出“加快大批量小型嵌入式发电项目授权流程”的举措, 500MW 以下规模的光伏项目不再需要部长级批准, 从而进一步促进南非光伏产业的发展。</p>
韩国	<p>2015 年, 韩国贸易、工业和能源部开始在 RPS 中引入储能, 现有或新建风/光伏电站中如果安装了储能系统, 则所获得的 REC 权重将会大幅提升。例如, 一个大型光伏电站在未安装储能之前 REC 的权重为 0.7, 在安装储能系统之后可以达到 5.0。</p> <p>2015 年, 韩国开始实施电费折扣计划, 是支持用户侧 (不含家庭) 储能系统的经济可行性的政策之一。电费折扣计划包括对储能设备充电的容量电费和电量电费给予一定的折扣。</p> <p>2022 年 3 月, 韩国产业通商资源部颁布了《储能系统 (ESS) / 能源管理系统 (EMS) 融合推广工作方案》和《新能源产业金融支持项目》两项政策, 以期促进可再生能源普及, 引导新能源产业市场增长和民间投资。</p>
日本	<p>政府对实施零能耗房屋改造的家庭提供一定的补贴, 到目前为止政府补贴能够占到整个电池零售价格的 40-50%。</p> <p>日本经济产业省 (METI) 出资约为 9830 万美元的预算, 为装设锂电子电池的家庭和商户提供 66% 的费用补贴。</p> <p><u>电池储能支持计划: 按比例提供补助金, 持有优惠卡的人每千瓦时补助 600 美元, 其他人每千瓦时补助 500 美元。10kWh 的电池最多可获补助 6000 美元, 5kWh 的电池最多可获补助 3000 美元。</u></p>
澳大利亚	<p>维多利亚州: 房主为其太阳能电池板系统添加电池, 购买折扣高达 3500 美元。南澳大利亚: 家庭电池计划为房主提供最高 2000 美元的太阳能电池安装贷款或补贴。补贴主要提供给低收入家庭, 包括能源特许经营持有人每千瓦时 250 美元, 所有其他房屋 \$150 kWh。首都特区: 奖励是每千瓦 825 美元, 折扣涵盖的最大千瓦数为 30kW。北领地: 户用和工商业电池计划, <u>奖励每 kwh 450 美元, 最高金额为 6000 美元。</u></p>

数据来源：派能科技 2022 年募集说明书，财通证券研究所

从量上看，GGII 统计数据显示，2022 年全球户用储能装机约为 25GWh，2022 年在俄乌冲突和通胀危机外部因素刺激下，1-5 月仅德国就有超 10 万台装机，意大利、西班牙和东欧户用家储装机基本处于供不应求状态，户储订单普遍已排至 2023 年 4 月。根据 GGII 估计，2025 年全球户用储能新增装机规模有望达到 100GWh。在多种因素叠加下，户用储能电池领域将迎来更快行业竞速。

图 19.2020-2025 年全球户用储能新增装机规模预测 (GWh)



数据来源：GGII，高工储能公众号，财通证券研究所

产品获得国际认证，公司可直接开拓海外客户。公司产品出口海外有两种方式，一种是与国内客户合作，经过国内客户出货到海外，另一种是直接出货到海外，但需要通过海外认证。公司三款户储产品及一款工商业储能产品均已通过欧盟 CE、联合国 UN38.3 的安全认证，并符合 ROHS 环保指令要求，可在欧洲市场直接开拓客户，从而提升盈利能力。目前，公司正在积极拓展国内外客户，例如华为数字能源、阳光电源、美国 Powin、美国 Wartsila、NEC 等全球知名大型储能/工商业储能集成商，2022 年 8 月以来已累计与大秦签署了 1.15 亿元的磷酸铁锂电池采购合同（海外家庭储能项目）。

表7.各公司海外户储认证情况

	海四达	派能科技	亿纬锂能	鹏辉能源
欧盟	✓	✓		
欧洲		✓		✓
联合国	✓	✓		
北美		✓	✓	✓
澳洲		✓		✓
日本		✓		✓

数据来源：各公司官网，财通证券研究所

表8.公司核心储能海外客户情况

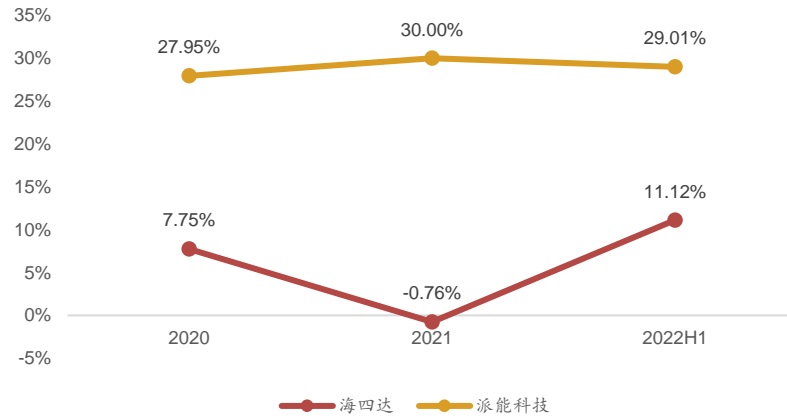
主要客户	基本情况	长期协议签署情况
Exicom	Exicom 属于 ExicomTele-Systems 集团，ExicomTele-Systems 于 1994 年成立于印度，为充电基础设施和锂电池解决方案提供商，业务涵盖通信、储能、动力等多个领域。2017 年海四达电源开始与其合作。	2018 年 4 月，海四达电源与 Exicom 签署了《主供应协议》，仅对合作范围、双方责任、有效期、价格及付款方式等做一般性约定，未明确具体采购金额。协议有效期 7 年，到期自动延续 3 年，除非提前书面通知终止。
沃太能源	沃太能源成立于 2012 年，致力于为家庭及工商业用户提供先进的分布式光伏产品、储能产品及智慧能源管理方案。2021 年海四达电源开始与其合作。	未签署长期协议或框架协议，根据实际采购订单执行。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2.5 规模效应+产品结构调整，盈利能力将不断改善

公司储能业务以通信储能为主，盈利能力有望修复。公司 21 年单瓦时净利为负，主要系公司原有磷酸铁锂电池主要应用于通信备电领域，下游客户以大型通信运营商为主，客户集中度较高，公司议价能力较低。此外，基站备电电源对于性能的要求不高，目前铅酸电芯的价格仍然低于锂电电芯，因此基站厂商在购买锂电电芯的时候，往往会选择价格相对较低的锂电池厂商电池来替换铅酸电池，达到压缩成本的目的。派能科技毛利率远高于同行业公司主要是因为其产品大多是家用储能，出口海外，产品毛利率高达 30%，远高于通信储能。随着公司新建产线爬坡完成，产能利用率将逐步提升，产品单位费用降低，公司盈利能力有望改善。

图20.储能业务毛利率对比 (%)



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

储能市场下游客户分布广泛，公司议价能力有望提升。储能市场下游客户包括华为数字能源、阳光电源、科华数能、南瑞继保等大型储能集成商，分布广泛，电芯产商有更多下游客户可以合作，公司议价能力有望提升，叠加户储市场毛利较高，公司盈利能力有望得到改善。

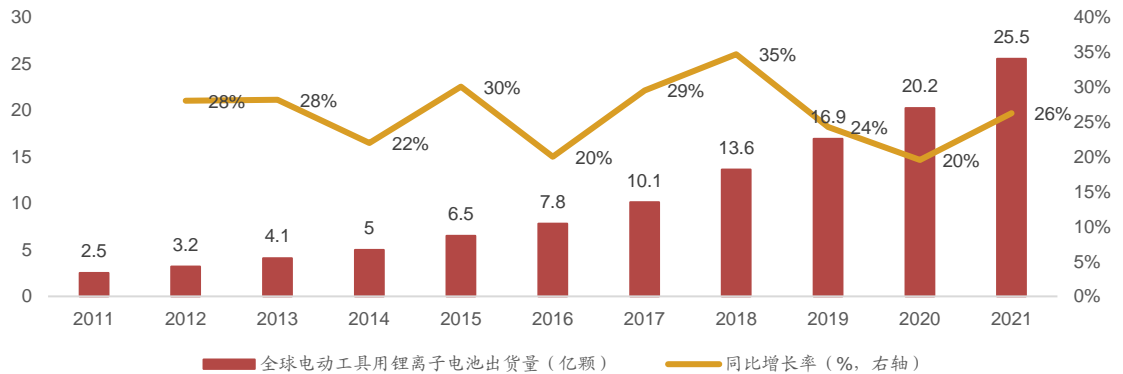
产能扩张助力规模效应提升，加快推动产品降本。“年产 12GWh 方型锂离子电池一期项目（年产 6GWh）”实施后，一方面，较大的产能投资能有效降低单 GWh 固定资产投资成本，另一方面，新产线自动化水平较高，能够提升产线的生产效率，减少人工成本的投入，有利于进一步提升毛利率水平。

高毛利户储占比提升，高质量电芯助力盈利增长。公司 2002 年即开始动力锂电池相关技术的研发和储备，并于 2009 年完成产业化，是国内较早实现锂电池技术产业化的企业之一，深厚的技术积淀为公司铁锂产品提供了保障。储能领域对于电芯要求比基站备电领域更为严格。根据前瞻产业研究院测算，单个 5G 通信基站功耗 2.7kW，备用电源容量 10.8kWh 左右，而近年规划的储能电站容量往往在 100MWh 容量以上，因此储能电芯的放电倍率、电芯的温控系统、电芯的质量要求往往高于基站备电电芯，高质量的电芯会给公司带来更高的毛利。

2.3 电动工具：小动力锂电池市场快速增长，公司积极扩产抢占份额

在全球无绳化、便携性趋势推动下，近年来圆柱锂电池需求保持快速增长。根据 EVTank 发布的《中国电动工具行业发展白皮书（2022 年）》，2021 年全球电动工具无绳化比例达到 65%，其中锂电类在无绳电动工具中的占比已达到 93.5%，全球电动工具用锂电池数增长至 25.5 亿颗，欧美国家占据最大消费市场。

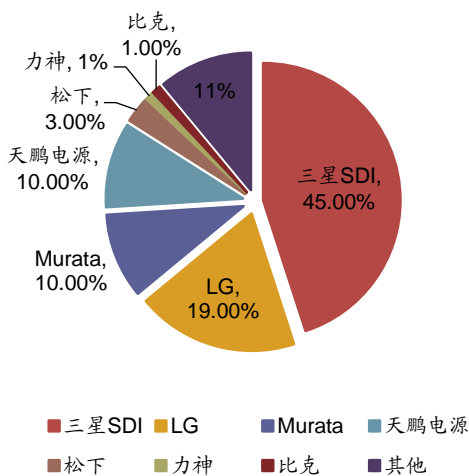
图21.2011-2021 年全球电动工具用锂离子电池出货量



数据来源: EVTank, 财通证券研究所

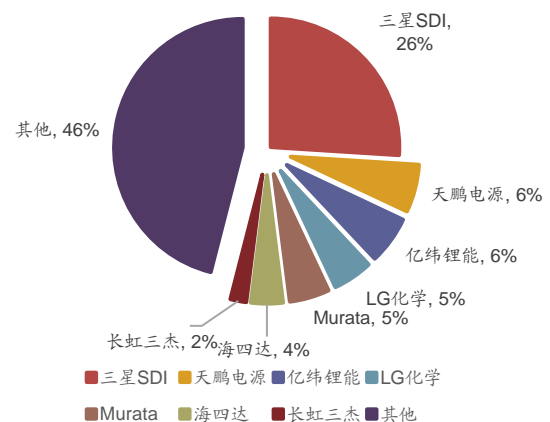
受益于国产替代化, 公司市场份额显著提升。长期以来, 锂电市场由海外龙头如三星 SDI、LG 化学垄断, 2018 年三星 SDI、LG 化学、村田合计占据约 75% 的市场份额, 其中三星 SDI 为绝对龙头, 占据全球约 45% 的市场份额, LG 化学约为 19%, 村田约为 10%。但随着国外主流电池厂商重心逐渐转向新能源汽车动力电池, 叠加国际电动工具终端企业逐渐将产业链转向中国, 进一步带动了我国电动工具锂电池产业的快速发展。中国厂商凭借技术的快速发展和显著的成本优势逐渐进入国际电动工具企业的供应链, 天鹏电源、亿纬锂能、海四达电源等国内厂商市场份额有显著上升。2020 年, 海四达电源市场份额全球第六、国内厂商第三。

图22.2018 年全球电动工具用锂电池市场份额



数据来源: 公司定增回复, 财通证券研究所

图23.2020 年全球电动工具用锂电池市场份额



数据来源: 公司定增回复, 财通证券研究所

疫情和库存积压下，电动工具短期需求不佳。2022 年全球电动工具用锂电池需求有所萎缩，海外疫情的缓和导致消费级（DIY）电动工具需求下滑，同时，2021 年电动工具出货量爆发式增长也导致产业链下游累积了大量的库存。根据 EVTank 的预测，2022 年全球电动工具出货量同比 2021 年下滑 12.6%，但 2023 年将逐步恢复增长，预计 2026 年全球电动工具对锂电池的需求量或将超过 40 亿颗。

客户资质壁垒较高，国产化替代不可逆转。电动工具具有较高的行业进入壁垒，下游行业客户基本都采用合格供应商认证制度，通过相关认证后才能与之建立长期、稳定的供应关系。一般来说，验证周期为 2 年左右，但 TTI 的验证较为严格，有的客户验证周期甚至达到 5 年。一旦国外主流电池厂商退出供应链，想要再进入需要付出巨大的时间成本。目前，国内企业海四达、亿纬锂能、比克已进入 TTI 的供应链，国产化替代不可逆转。

公司拥有丰富的客户资源，市场拓展势头良好。经过多年的积累，海四达在电动工具领域与南京泉峰、TTI、明磊股份、有维科技、江苏东成、宝时得、ITW 等国内外知名电动工具厂商建立了良好的合作关系，其生产线也已通过了史丹利百得、博世的严格审核；在家用电器领域，海四达电源已成功积累了美的、科沃斯等国内外知名客户，市场拓展势头良好，为公司募投项目实施提供需求保障。

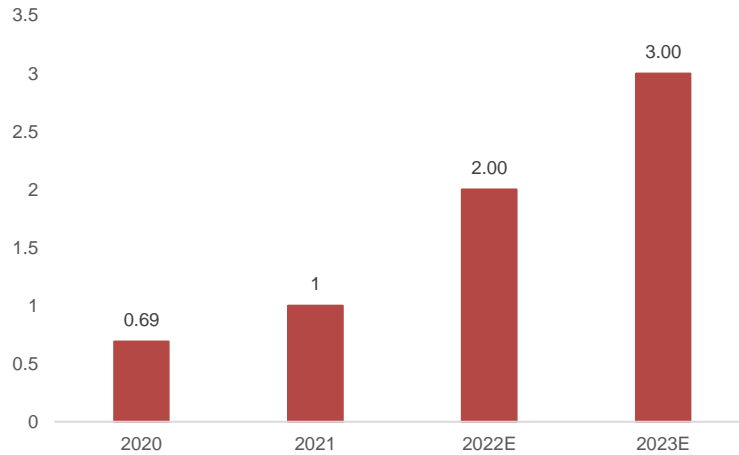
表9.可比公司客户情况

可比公司	客户
海四达	TTI、ITW、南京泉峰、明磊股份、有维科技、江苏东成、宝时得
天鹏能源	博世、TTI、百得、牧田、安海、东成、大艺、宝时得
亿纬锂能	TTI、博世、史丹利百得

数据来源：普利特定增回复，蔚蓝锂芯定增回复，电池中国公众号，财通证券研究所

公司产能稳步提升，静待出货拐点。2022 年下游需求偏弱，叠加上半年上海疫情影响公司境外订单的发货，公司产能利用率为 82.18%，较 2021 年下滑 10 个百分点。但随着疫情逐渐平稳，海外需求有望回升，电动工具将逐步恢复增长。公司继续按计划进行产能建设，2022 年年产 1GWh 三元圆柱电池项目投产后，产能将提升至 3GWh/年，为 2021 年末产能的 3 倍，未来市场恢复后，公司将有充足的产能给下游供货，市场份额有望进一步提升。

图24.海四达三元圆柱锂电池产能 (GWh)



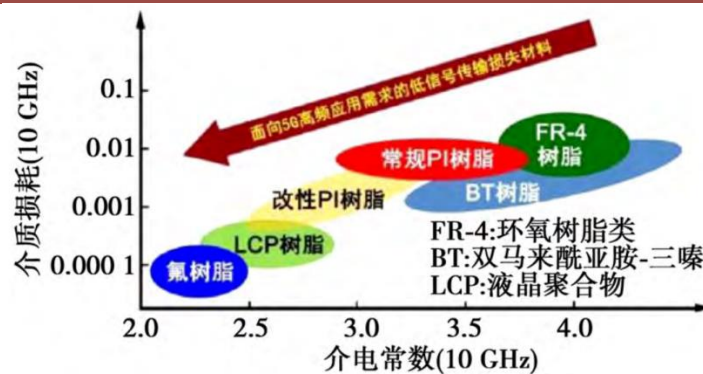
数据来源：公司公告，财通证券研究所

3 ICT 材料：拉通 LCP 产业链，持续受益于国产化替代

3.1 5G 应用日趋成熟，带动 LCP 需求提升

受益于 5G 发展，LCP 业务需求提升。5G 高频对材料要求是低介电常数 (DK) 和低电损耗因子 (Df)。目前主流的 PI (聚酰亚胺) 天线材料无法满足 5G 视频信号低损耗传输的需求。综合比较，LCP 介电常数低，介电损耗小，综合性能优异，有望成为 5G 时代天线材料的主流选择。中国化工信息中心预计未来 5 年我国 LCP 总消费量仍将保持 6% 以上的增速，到 2026 年国内 LCP 总消费量将达到 4.3 万吨。

图25.高分子材料的介电性能



数据来源：万方，皇甫梦鸽等《面向 5G 应用需求的低介电高分子材料研究与应用进展》，财通证券研究所

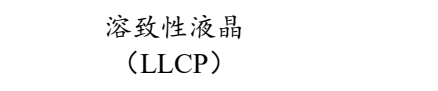
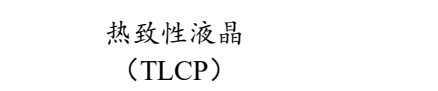
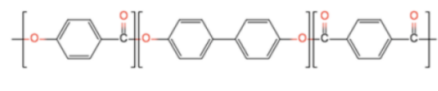

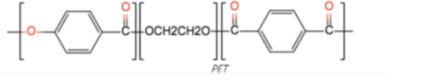
国内企业进入 LCP 领域较晚，产品长期依赖进口。LCP 合成门槛高，全球生产 LCP 树脂的企业不多，产能主要集中在美国、日本、中国。随着 5G 进程加速，LCP 材料市场需求快速增长，国产化需求更加迫切。近年来，通过国内企业的不断突破，国产 LCP 树脂生产技术日趋成熟，沃特股份、金发科技、普利特等企业 LCP 树脂陆续投产，国内 LCP 产能快速增长，国产化进程加速。

3.2 公司优先布局 LCP，产能放量带动业绩增长

公司是国内较早布局 LCP 产业的公司之一。公司充分掌握从 LCP 树脂合成，到 LCP 改性、LCP 薄膜、和 LCP 纤维的全流程生产制造，以及覆盖到的 FCCL、FPC、PCB 应用的完整应用产业链，快速拓展下游及终端应用市场。公司目前具有 2000 吨 LCP 树脂聚合产能、300 万平方米 LCP 薄膜生产线、以及 150 吨(200D)LCP 纤维的生产产能，是全球唯一一家拉通产业链，同时具备 LCP 树脂合成、改性、吹膜、和纺丝技术及量产能力的企业。

公司产品为热致性液晶 (TLCP)，公司可以同时生产 I 型和 II 型 LCP。液晶聚合物 (LCP) 是一种由刚性高分子链结构组成的介于晶体和液体之间中间相态的全芳族液晶聚酯类高分子材料，兼具液态流动性和取向有序性。根据形成液晶相的条件，可分为溶致性液晶 (LLCP) 和热致性液晶 (TLCP)；根据热变形温度高低，LCP 可分为 I、II、III 型，I 型 LCP 树脂产品具有较高的耐热性，但是其加工性能较一般；II 型液晶聚合物综合性能表现十分突出，既有高耐热性能，也有很好的加工性能，因此是目前市占率最高的产品类型；III 型产品耐热性能略差，是目前使用最少的产品类型。

表 10.LCP 的分类与应用

分类方式	分类	示意图	性能与应用
形成液晶相的条件	溶致性液晶 (LLCP)		可溶解于溶液中并在一定浓度下按一定规律有序排列，呈现出部分晶体性质，一般用作纤维和涂料。
	热致性液晶 (TLCP)		在熔点或玻璃化转变温度以上形成液晶相，在熔融态进行加工，具备优异的加工性能，可通过注塑、挤出等加工方式形成各种制品。
热变形温度	I 型 (285~355°C)		有较多刚性结构苯环，耐热性较好但加工性能差，被广泛应用于连接器等电子电气领域
	II 型 (180~260°C)		耐热性比 I 型较低但有更好的加工性，是制备 LCP 薄膜（用于天线）的最佳基体树脂
	III 型 (64~215°C)		分子结构中含有 PET，酯基结构使得使分子链中柔性链段增加，其耐热性较低，前只用于

生产连接管和传感器的塑料。

数据来源：艾邦高分子公众号，财通证券研究所

LCP 进口替代需求大，公司放量在即。LCP 产能主要集中在日本和美国，行业集中度较高。除美国和日本，中国已经出现了一批能规模化提供优质 LCP 材料的国产企业，国产替代前景广阔。LCP 是公司收购海四达前重点发展的业务，其中 LCP 改性材料对国内外主要客户批量供货中，纤维已获得国际客户认可并量产供货，薄膜已获得下游客户的测试认可，即将批量供货。随着公司产能的爬坡与释放，LCP 业务将为公司带来新的增长点。

4 改性材料：公司长期发展的稳定基石业务

公司自设立以来一直从事改性复合材料的研发、生产与销售。公司原有主营业务为改性材料，产品主要应用于汽车材料行业，经过多年的技术积累和市场开拓，公司为国内外多家汽车制造商提供服务，包括宝马、奔驰、通用、福特、克莱斯勒、吉利、比亚迪、奇瑞等车企，已成为国内改性塑料行业领军企业之一。

改性材料是国家重点鼓励和发展的行业。近年来，国内与国际市场对改性材料的需求日益增长，进口替代需求逐步增大，对国内改性材料企业提出了更高的要求。虽然国内改性材料企业起步普遍晚于国际大型化工企业，但是由于国家重点鼓励和发展高分子改性材料行业，并给予行业多项国家产业政策支持，引导了一大批优秀企业不断加大研发投入，推动改性材料行业向性能高端化、功能定制化方面发展，逐步缩小与国际大型化工企业之间的距离。

在新能源汽车产业高速发展的带动下，改性材料行业提升空间较大。伴随新能源汽车市场的不断发展，汽车材料轻量化水平的提升，对于高性能轻量环保汽车材料的需求与日俱增，根据乘联会数据，2022 年新能源汽车累计产量 666.3 万辆，零售量 567.4 万辆，同比增长 90%，零售渗透率已经达到了 27.6%，新能源汽车趋势明显，公司可提供全方位新能源汽车轻量化材料解决方案。

公司技术实力强劲，打破国外垄断。公司在微发泡材料技术、低密度材料技术、薄壁化材料技术、“以塑代钢”技术在行业处于领先地位；在汽车低散发材料方面，公司借助多年来汽车内饰领域的技术和经验积累，在汽车用改性塑料材料低气味、低 TVOC 领域处于行业优势地位；在高性能汽车内饰材料方面，公司多年攻关的低密度内饰材料和高性能爆破仪表盘材料，打破数十年同类材料被国外企业垄断的局面。

“普利特”品牌具有较高的知名度和美誉度。品牌不仅在国内市场有着巨大影响力，而且在北美市场和欧洲市场也有着举足轻重的地位。公司持续推进“双品牌、双引擎”战略，“高性能复合材料+绿色环保材料”整体解决方案已经在全球各大品牌车企车型上广泛应用。截至 22 年上半年，公司累计共 21 款材料进入 Daimler Benz 全球采购清单；累计有 23 款材料进入 BMW 的 GS93016 宝马集团标准材料平台；累计共 80 款材料通过认证进入福特全球采购清单；公司积极推进 Audi 体系材料认证，并有多款内饰材料获得认可。

5 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

(1) 新能源业务: 电动工具及储能业务需求旺盛, 未来将成为公司主要盈利来源。我们预计海四达 2022-2024 年实现营业收入 26.98、50.00、84.00 亿元, 同比增加 46%、85%、68%, 预计毛利率分别为 17%、17%、17%。考虑到海四达 9 月并表, 预计新能源业务 2022 年为普利特贡献 8.99 亿元。

(2) LCP 材料: LCP 业务 22 年逐步开始放量, 我们预计 2022-2024 年实现营业收入 1.00、2.00、4.00 亿元, 毛利率均为 30%。

(3) 改性材料: 2022 年上游主要大宗原材料价格有所下降, 公司主营产品毛利率回升, 叠加公司产品销量持续增长, 并且提高了产品价格, 我们预计 2022-2024 年实现营业收入 56.92、63.22、81.52 亿元, 同比增加 17%、11%、29%, 毛利率分别为 14%、15%、15%。

受益于储能旺盛的需求和产能的扩张, 公司营收水平和盈利能力持续提升。我们预计公司 2022-2024 年合计实现营业收入 66.91、115.22、169.52 亿元, 归母净利润 2.81、7.34、10.62 亿元。

表11.公司分业务收入及毛利率

	2021	2022E	2023E	2024E
新能源业务				
营业收入 (亿元)	18.53	26.98	50.00	84.00
营业收入 YoY (%)	127%	46%	85%	68%
毛利率 (%)	16%	17%	17%	17%
LCP 材料				
营业收入 (亿元)		1.00	2.00	4.00
营业收入 YoY (%)			100%	100%
毛利率 (%)		30%	30%	30%
改性材料				
营业收入 (亿元)	48.71	56.92	63.22	81.52

营业收入 YoY (%)	10%	17%	11%	29%
毛利率 (%)	11%	14%	15%	15%
合计				
营业收入 (亿元)	48.71	66.91	115.22	169.52
营业收入 YoY (%)	10%	37%	72%	47%
毛利率 (%)	11%	15%	16%	16%

数据来源: wind, 财通证券研究所

5.2 投资评级

改性材料是普利特长期发展的稳定基石业务, LCP 材料和新能源业务则是公司未来快速增长的重要板块, 储能将受益于旺盛的需求和产能的扩张, 公司营收水平和盈利能力持续提升。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 66.91/115.22/169.52 亿元, 归母净利润 2.81/7.34/10.62 亿元。对应 EPS 分别为 0.28/0.72/1.04 元/股, 对应 2023 年 2 月 1 日收盘价 PE 分别为 66.38/25.44/17.58 倍。选取雅克科技、盛弘股份、阳光电源、鹏辉能源、亿纬锂能为可比公司, 对应 2022/2023/2024 年平均 PE 为 69.41/34.68/24.11 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表12.可比公司估值

可比公司	当日股价 2023/2/1	净利润		EPS		PE		
		2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
沃特股份	18.30	34.14	0.27	0.86	1.50	68.41	21.23	12.17
盛弘股份	67.68	115.97	0.84	1.38	1.94	80.62	48.95	34.94
阳光电源	126.04	2263.74	2.13	3.72	5.00	59.20	33.85	25.23
平均						69.41	34.68	24.11

数据来源: wind 一致预期, 财通证券研究所

6 风险提示

原材料价格波动风险: 公司改性材料的主要原料合成树脂的价格与国际原油价格有着较高的关联性。受国际政治与经济原因的影响, 2021 年国际原油价格增长较快, 导致公司原材料成本较高。海四达电源生产经营所需的主要原材料包括正极材料、负极材料、隔膜、电解液等, 其采购价格也受相关大宗商品价格波动和市场供需情况的影响。原材料价格的变动通过公司产品销售价格调整对下游客户的产品价格传导具有滞后性, 公司无法快速地通过调整销售价格来达到增加公司毛利率的目的。

产能无法消化的风险: “年产 2GWh 高比能高安全动力锂离子电池及电源系统二期项目”、“年产 12GWh 方型锂离子电池一期项目 (年产 6GWh)”两个项目投

资规模较大，若发生无法筹集足够的资金、市场环境突变、行业竞争加剧、产业政策发生重大不利变化等不利因素，将会对相关项目的实施产生不利影响。另一方面，若上述项目未来的客户开发情况不及预期，也将导致新增产能无法及时消化的风险。

毛利率下降的风险：海四达 2020 年度、2021 年度的综合毛利率分别为 20.78%、16.09%，呈下降趋势。未来随着市场竞争情况变化，海四达的综合毛利率可能会受到不利影响。如果未来公司不能在现有产品生产以及新产品开发领域保持竞争优势，或原材料价格的波动无法实现有效传导，综合毛利率存在下降风险。

海外子公司管理风险：公司的全球化发展战略正在稳步推进中，在美国和欧洲均设有子公司。未来，公司将持续全球化发展。公司全球化过程中，将面临海外并购涉及被并购企业所在国的法律、法规、工作习惯、社会习俗、工会、政府及非政府组织等诸多因素的影响和制约。同时，未来境外相关政策、法规也存在调整的可能，进而可能对境外公司的人事、经营、投资、管理等方面带来不确定性。如果在这种环境下不能有效运营海外子公司，将对公司海外业务产生较大风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4447.54	4870.78	6690.93	11521.51	16952.33	成长性					
减:营业成本	3498.52	4342.89	5704.09	9650.42	14173.68	营业收入增长率	23.5%	9.5%	37.4%	72.2%	47.1%
营业税费	20.74	19.93	33.45	46.09	84.76	营业利润增长率	152.0%	-92.5%	996.4%	160.9%	44.7%
销售费用	47.77	43.55	66.91	103.69	169.52	净利润增长率	140.0%	-94.0%	1,084.2%	160.9%	44.7%
管理费用	145.74	128.82	207.42	322.60	474.67	EBITDA 增长率	94.4%	-65.1%	99.7%	134.4%	41.0%
研发费用	212.84	248.54	341.24	553.03	813.71	EBIT 增长率	123.1%	-77.7%	213.8%	158.8%	44.5%
财务费用	41.85	36.38	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	110.3%	-84.4%	291.4%	158.8%	44.5%
资产减值损失	-71.51	-63.67	0.62	0.31	0.36	投资资本增长率	9.7%	5.1%	9.5%	21.2%	24.1%
加:公允价值变动收益	1.03	-1.09	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	14.2%	-4.4%	8.7%	25.9%	29.8%
投资和汇兑收益	9.82	14.51	5.35	23.04	35.60	利润率					
营业利润	457.94	34.41	377.25	984.25	1424.52	毛利率	21.3%	10.8%	14.7%	16.2%	16.4%
加:营业外净收支	6.86	0.52	0.00	0.00	0.00	营业利润率	10.3%	0.7%	5.6%	8.5%	8.4%
利润总额	464.81	34.93	377.25	984.25	1424.52	净利润率	9.0%	0.4%	4.2%	6.4%	6.3%
减:所得税	66.70	13.93	94.31	246.06	356.13	EBITDA/营业收入	14.1%	4.5%	6.5%	8.9%	8.5%
净利润	395.71	23.75	281.24	733.76	1061.98	EBIT/营业收入	11.9%	2.4%	5.5%	8.3%	8.2%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	285.58	386.84	-999.79	-2449.52	-3821.72	固定资产周转天数	71	56	42	24	16
交易性金融资产	31.50	101.50	101.50	101.50	101.50	流动营业资本周转天数	173	178	222	203	194
应收帐款	1355.54	1550.55	2544.47	4407.61	5851.06	流动资产周转天数	250	258	222	183	163
应收票据	181.93	162.75	515.52	538.94	1009.57	应收帐款周转天数	106	107	110	109	109
预付帐款	94.73	137.37	160.94	281.45	414.71	存货周转天数	67	63	66	65	65
存货	678.18	839.94	1253.27	2239.38	2885.00	总资产周转天数	336	334	267	193	169
其他流动资产	16.80	21.62	21.62	21.62	21.62	投资资本周转天数	305	293	233	164	138
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.7%	0.9%	9.9%	20.6%	23.0%
长期股权投资	13.23	9.85	10.85	11.85	12.85	ROA	9.0%	0.5%	5.3%	10.4%	12.0%
投资性房地产	0.00	8.56	12.85	17.84	23.20	ROIC	12.2%	1.8%	6.5%	13.9%	16.2%
固定资产	870.25	749.67	779.01	757.69	736.58	费用率					
在建工程	33.50	49.63	64.97	82.25	98.69	销售费用率	1.1%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%
无形资产	163.73	126.10	137.79	139.92	138.63	管理费用率	3.3%	2.6%	3.1%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	4.65	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	0.9%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	4409.49	4617.29	5315.48	7035.94	8835.02	三费/营业收入	5.3%	4.3%	4.1%	3.7%	3.8%
短期债务	976.04	1273.30	1416.67	1584.80	1766.20	偿债能力					
应付帐款	383.29	393.51	688.20	1122.50	1525.69	资产负债率	37.9%	43.3%	46.5%	49.1%	47.3%
应付票据	38.95	110.28	33.59	222.43	165.91	资产负债比	61.1%	76.4%	86.8%	96.3%	89.9%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.87	1.77	1.68	1.70	1.83
长期借款	3.08	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.34	1.25	1.09	0.95	1.03
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	11.93	2.97	—	—	—
负债总额	1672.13	1999.82	2469.75	3452.03	4182.72	分红指标					
少数股东权益	39.08	13.68	15.38	19.81	26.22	DPS(元)	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00
股本	845.05	1014.06	1013.66	1013.66	1013.66	分红比率					
留存收益	1650.19	1462.63	1693.46	2427.22	3489.20	股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2737.36	2617.47	2845.73	3583.92	4652.31	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.39	0.02	0.28	0.72	1.04
净利润	395.71	23.75	281.24	733.76	1061.98	BVPS(元)	3.19	2.57	2.78	3.50	4.55
加:折旧和摊销	96.56	100.61	65.91	63.65	56.03	PE(X)	43.4	600.9	66.4	25.4	17.6
资产减值准备	81.80	87.55	-0.62	-0.31	-0.36	PB(X)	5.3	5.5	6.6	5.2	4.0
公允价值变动损失	-1.03	1.09	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	40.03	39.99	0.00	0.00	0.00	P/S	3.2	2.9	2.8	1.6	1.1
投资收益	-9.82	-14.51	-5.35	-23.04	-35.60	EV/EBITDA	23.9	69.5	48.3	22.2	16.8
少数股东损益	2.40	-2.74	1.70	4.43	6.41	CAGR(%)					
营运资金的变动	-187.67	-372.72	-1687.15	-2341.29	-2610.30	PEG	0.3	—	0.1	0.2	0.4
经营活动产生现金流量	413.60	-136.48	-1344.28	-1562.80	-1521.84	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-233.27	77.80	-131.04	-55.06	-31.76	REP					
融资活动产生现金流量	-113.02	150.93	88.69	168.13	181.40						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。