

贝特瑞 (835185.BJ)

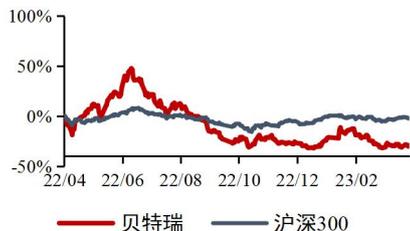
增持-A(首次)

负极材料产能扩张盈利改善，技术创新推动业绩持续增长

2023年4月16日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月14日

收盘价(元):	43.08
年内最高/最低(元):	92.17/40.68
流通A股/总股本(亿):	7.24/7.37
流通A股市值(亿):	311.79
总市值(亿):	317.31

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	3.17
摊薄每股收益:	3.14
每股净资产(元):	13.56
净资产收益率:	26.35

资料来源：最闻

分析师：

盖斌赫

执业登记编码：S0760522050003

邮箱：gaibinhe@sxzq.com

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

事件描述

➢ 2022年公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润256.79/23.09/16.21亿元，同比分别增长144.76%/60.27%/44.71%，EPS为3.17元。Q4分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润81.11/9.52/3.61亿元，同比分别增长122.80%/171.40%/22.95%。

事件点评

- 正负极材料市场快速发展，公司产销同增推动业绩增长。2022年公司营收增长显著，**负极方面**，2022年公司持续强化供应链管理，通过技改提升现有产能，同时新建产能加速释放，年末已投产负极材料产能为42.5万吨/年，相较2021年末同比增长177.78%，实现负极材料销量超过33万吨，对应收入146.31亿元，同比增长126.52%；**正极方面**，2022年公司聚焦高镍三元正极材料，与SK、亿纬锂能合资扩产5万吨新产能部分投产，年末已投产正极材料产能为6.3万吨/年，实现正极材料销量超过3万吨，对应收入103.01亿元，同比增长182.11%。
- **负极产能高速扩张，成本压力有望缓解。**公司负极市占率领先，2022年负极材料市场份额达26%。2022年公司负极材料持续扩产，云南子公司年产20万吨负极材料一体化项目（一期）、山东瑞阳年产4万吨负极材料一体化项目、山西瑞君年产10万吨负极材料一体化项目已开工建设，与黑龙江省交投集团签署年产40万吨鳞片石墨及20万吨天然石墨负极一体化项目的合作意向协议，并拟与亿纬锂能对四川新材料增资建设年产10万吨负极一体化项目。**成本端**，石墨化加工费用约占人造石墨负极制造总成本的55%，2022年末石墨化市场均价已降至1.5万元/吨左右，成本压力有望缓解，盈利有望边际改善。
- **正极聚焦高镍三元，战略合作逐步深入。**随着消费需求逐步引导至新能源汽车，消费者对新能源车续航里程等要求的进一步提升，匹配高镍三元正极材料的高端新能源汽车市场潜力将逐步释放。公司正极材料产能加速释放，与中伟股份签署战略合作框架协议，将在前驱体产品开发、前驱体产品供应、海外矿产资源开发及材料产能布局等领域开展战略合作，战略合作逐步深入。此外，公司在层状氧化物技术方向布局钠电正极材料领域。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **创新研发加速，技术引领收入持续扩张。**2022 年公司研发投入达 12.63 亿元，同比增长 113.46%，多项正负极新产品实现突破，成功量产并导入客户。公司硅基负极产能 5,000 吨/年，硅碳负极材料已经突破至第四代产品，比容量达到 1,800mAh/g 以上；硅氧负极材料已完成多款氧化亚硅产品的技术开发和量产工作，比容量达到 1,400mAh/g 以上；人造石墨在连续造粒、连续石墨化等新技术上率先突破布局，竞争力持续提升。3 月 24 日公司与深圳市光明区人民政府签署合作协议，在深圳市光明区内投资建设年产 4 万吨硅基负极材料项目。

投资建议：公司负极材料市占率领先，盈利边际改善，正极聚焦高镍三元，战略合作加深。公司具备技术优势，正负极新产品持续突破、量产并实现对外销售，此外，公司已布局钠电正负极材料，正极材料主要为层状氧化物技术方向，负极材料在硬碳、软碳均有技术储备，并已通过国内部分客户认证，具备产业化能力。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 4.23/4.95/6.16，对应公司 4 月 14 日收盘价 43.08 元，2023-2025 年 PE 分别为 10.2/8.7/7.0，给予“增持-A”评级。

风险提示：宏观经济下行及下游行业产能过剩风险；市场竞争加剧的风险；原材料供应及价格波动风险；技术路线变动风险；汇率变动风险；规模扩张引发的管理风险；项目进度不及预期等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,491	25,679	30,414	37,999	46,708
YoY(%)	135.7	144.8	18.4	24.9	22.9
净利润(百万元)	1,441	2,309	3,108	3,641	4,533
YoY(%)	191.4	60.3	34.6	17.1	24.5
毛利率(%)	25.0	15.8	17.0	17.2	18.0
EPS(摊薄/元)	1.96	3.14	4.22	4.94	6.15
ROE(%)	18.2	20.3	22.0	20.8	20.8
P/E(倍)	22.0	13.7	10.2	8.7	7.0
P/B(倍)	4.1	3.2	2.5	2.0	1.6
净利率(%)	13.7	9.0	10.2	9.6	9.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8796	19037	15643	22990	20128
现金	1873	6237	4898	5483	4074
应收票据及应收账款	2812	5859	4411	8420	7352
预付账款	472	288	612	513	870
存货	2241	4242	3331	6107	5376
其他流动资产	1398	2411	2391	2468	2456
非流动资产	7655	11976	14356	18028	21834
长期投资	545	586	678	793	934
固定资产	3026	6001	8092	11206	14347
无形资产	706	982	1032	1080	1143
其他非流动资产	3378	4407	4555	4949	5410
资产总计	16452	31013	29999	41019	41962
流动负债	6556	14928	11286	19061	16055
短期借款	1524	3646	3646	3646	3646
应付票据及应付账款	3353	9841	5572	13638	9734
其他流动负债	1679	1441	2068	1777	2675
非流动负债	1976	4823	4592	4467	4160
长期借款	1154	3493	3263	3137	2831
其他非流动负债	822	1330	1330	1330	1330
负债合计	8532	19751	15878	23527	20215
少数股东权益	262	1387	1384	1372	1353
股本	485	728	737	737	737
资本公积	3254	3335	3335	3335	3335
留存收益	3916	5813	8575	11804	15819
归属母公司股东权益	7657	9875	12737	16119	20394
负债和股东权益	16452	31013	29999	41019	41962

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-881	-289	1875	4901	3675
净利润	1440	2290	3105	3628	4513
折旧摊销	47	77	670	947	1291
财务费用	101	205	13	19	176
投资损失	-322	-779	-377	-493	-549
营运资金变动	-2802	-2817	-1511	840	-1723
其他经营现金流	655	735	-26	-40	-33
投资活动现金流	-1114	-3224	-2647	-4086	-4514
筹资活动现金流	1350	5685	-567	-230	-570
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.96	3.14	4.22	4.94	6.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.20	-0.39	2.55	6.65	4.99
每股净资产(最新摊薄)	10.40	13.41	17.28	21.87	27.68

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10491	25679	30414	37999	46708
营业成本	7866	21614	25249	31468	38286
营业税金及附加	53	91	61	114	93
营业费用	62	80	61	76	93
管理费用	481	721	700	950	1121
研发费用	591	1263	1217	1558	1868
财务费用	101	205	13	19	176
资产减值损失	-118	-118	-122	-114	-140
公允价值变动收益	-3	55	26	40	33
投资净收益	322	779	377	493	549
营业利润	1682	2585	3795	4433	5512
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	13	13	13	13	13
利润总额	1670	2577	3787	4425	5504
所得税	230	288	682	796	991
税后利润	1440	2290	3105	3628	4513
少数股东损益	-1	-20	-3	-12	-19
归属母公司净利润	1441	2309	3108	3641	4533
EBITDA	1830	2919	4622	5542	6971

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	135.7	144.8	18.4	24.9	22.9
营业利润(%)	201.0	53.7	46.8	16.8	24.3
归属于母公司净利润(%)	191.4	60.3	34.6	17.1	24.5
获利能力					
毛利率(%)	25.0	15.8	17.0	17.2	18.0
净利率(%)	13.7	9.0	10.2	9.6	9.7
ROE(%)	18.2	20.3	22.0	20.8	20.8
ROIC(%)	13.1	13.2	15.0	15.0	15.9
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	63.7	52.9	57.4	48.2
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	4.9	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3
估值比率					
P/E	22.0	13.7	10.2	8.7	7.0
P/B	4.1	3.2	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	18.7	12.2	8.0	6.5	5.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入：预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持：预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性：预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持：预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出：预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市：预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市：预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市：预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A：预计波动率小于等于相对基准指数；
- B：预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

