

正拓能源：锂电负极材料第二梯队，积极探索多元化布局

2017 年 1 月 2 日

新三板

商业模式

——新三板公司商业模式研究之八十二

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001
	hongyi0214@qq.com 010-66554046	
张高艳	联系人	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 010-66554030	
岳鹏	联系人	
	6243195 6@qq.com 010-66554013	
韩宇	联系人	
	hanyu@dxzq.net.cn 010-66554131	

1. 公司情况

1.1 主营业务

江西正拓新能源科技股份有限公司（831980.OC）的主营业务是锂离子电池用石墨负极材料的自主研发、生产和销售，主要产品为石墨负极材料，产品主要应用于消费电子类、新能源市场。2015 年公司被评为江西省锂离子电池负极材料工程技术研究中心，产品通过国内锂电一线企业的严格审验，批量供货。

1.2 业绩表现

2014 年公司营收 7550.77 万元，同比增长 7%；2015 年营收 8668.04 万元，同比增长 14.8%，营收稳步增长。2014 年公司归母净利润为 202.56 万元，同比下跌 53.45%；2015 年为 991.44 万元，同比增长 389.45%。公司通过对内改造部分设备、整合管理团队，对外针对客户需求和产品功能进行及时的改进和提升，最终扭亏为盈，业绩大幅改善。

图 1：公司营业收入及增速

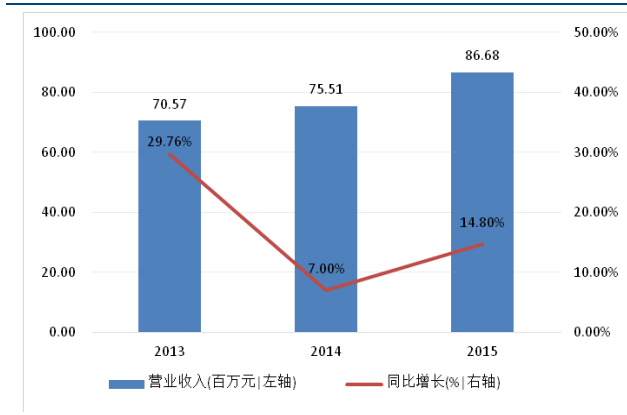
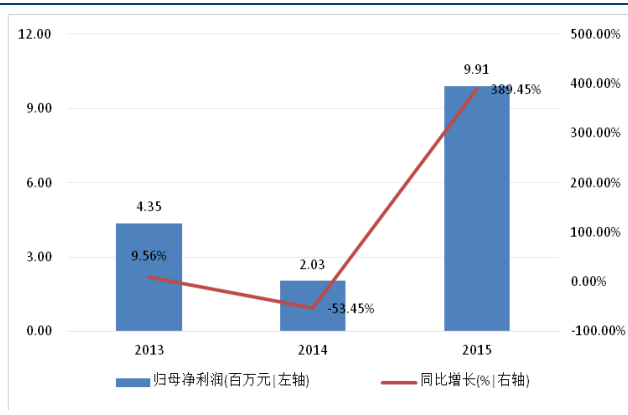


图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 发展战略

公司以集中发展“高端复合石墨”为核心，针对电池对负极材料的特殊功能性要求，通过培育、引进和吸收新的关键技术来丰富和发展现有核心技术的产品，开发具有技术含量、技术门槛高，性价比优越的人造、天然、复合石墨，以优质产品为竞争力占领市场。同时，力求突破现有产品线，在动力储能这个新的领域中尽快培育技术优势，实施多元化经营。

2. 公司亮点

2.1 运营模式

优化数码产品市场，发展动力电池市场，培育储能市场，实施公司多元化经营

◆ 优化数码市场客户结构，实现产品升级保障市场占有率

公司以保障货款安全为主，重点维护对市场影响较大、有发展潜力的优质客户，淘汰货款逾期的不良客户，优化客户结构。并通过自主研发，实现产品升级，提高产品性价比，力争公司产品在数码市场占有率在30-40%。

◆ 聚焦动力锂电池市场，调整生产线配套高端动力电池

针对未来新能源动力市场井喷式的发展，公司逐渐把市场重心移至动力领域，并对客户结构进行了调整，聚焦开发国内知名品牌动力电池客户，产品也逐渐向动力电池负极材料转型。2015年4月，公司持续增加资金投入1,285.84万元，购买高端负极产品设备及生产线，重点生产高端动力负极材料产品H系列及ES系列，保证了未来与高端大客户的产品对接。2016年3月，公司开始施工建设年产8000吨的动力型锂离子电池负极材料自动生产线，以配套国内主要大型动力电池企业专产专线的要求。

◆ 开发储能市场客户，联合研发储能产品

在储能市场方面，逐步开展市场培育，选择两到三家典型客户重点维护。同时，在研发方面主要采用联合开发模式，产品主要以高性价比储能负极材料为主，为即将爆发的储能市场做好准备。

图 3：公司业务布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

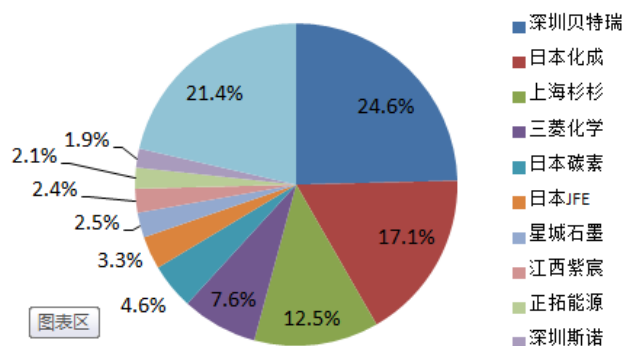
2.2 市场地位

3C 电池市场平稳增长，传统业务稳步发展。我国手机产量从 2011 年的 11.3 亿部增长到 2015 年 18.1 亿部，复合增长率为 12.5%，微型计算机产量近五年基本维持 3.4 亿台/年左右水平。由于 3C 消费产品市场基本成熟，市场增速趋于平稳，未来预计以 10% 左右的速度稳定发展。公司在传统业务领域的优势仍在，市场份额稳定，为业绩提供了有力支撑。

动力锂电池领域高速发展，公司培育新增长点。2015 年全球新能源汽车产销量实现爆发式增长，并将在未来几年内维持 30% 以上高速增长。在新能源汽车市场爆发的带动下，对上游产业起到了强大的带动作用。在下游客户需求激增的强力刺激下，公司抓住机遇逐渐把市场重心移至动力领域，新增高端生产线，重点生产高端动力负极材料产品 H 系列及 ES 系列，带来新的增长点。

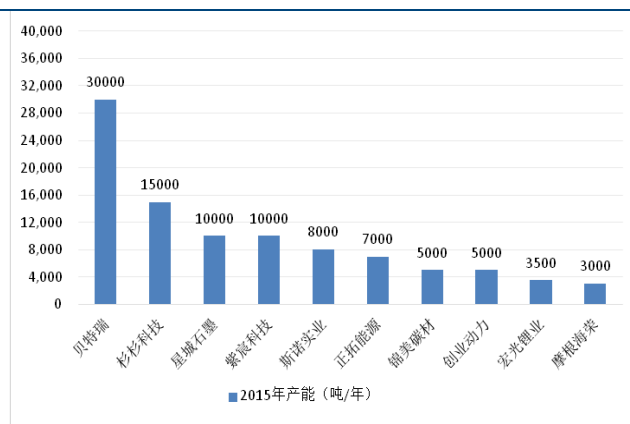
锂电池负极材料市场集中度高，公司将扩大产品优势，提高市场占有率。截止 2015 年底，我国从事锂电池负极材料的企业有 50 余家，锂电池负极材料市场集中度高。其中，深圳贝特瑞和杉杉股份为第一梯队，处于国内行业领先地位；公司与星城石墨、摩根海容等为第二梯队，占领了少部分高端市场，以及大部分中低端市场；其余多为规模小、技术水平低的企业。2015 年公司全球市场占有率达到 2.1%，并名列负极材料企业产能前十。随着市场对锂电池的需求不断增加和竞争的加剧，公司将把重点放在提升产品性能、稳定产品品质、去产品同质化、新材料更新换代方面，利用产品优势提高市场占有率。

图 4：2015 年全球锂电池负极材料供应格局



资料来源：互联网，东兴证券研究所

图 5：2015 年国内十大负极材料企业产能情况



资料来源：互联网，东兴证券研究所

2.3 市场渠道

公司以直销为主，布局销售网络：公司以技术为核心，实现产品专业化，以高性价比产品立足市场。公司以直销方式为主，形成了以华南区域、华东区域、动力领域市场三条主线为中心的销售网络，各个区域均为行业内资深销售精英负责产品的推广和服务，同时，每个销售网络均配置专业技术推广和售后服务人员，有效地保证与客户的技术对接。同时，公司与核心战略客户一直开展项目研发攻关合作，联合开发最新负极产品，始终保持公司产品的性能指标技术领先。

2.4 研发技术优势

公司以研发为主导，注重研发投入

公司始终坚持以研发为主导，与重点院校、科研机构进行技术交流，实现新产品的技术储备，突出产品的差异化；以市场需求为龙头，与核心品牌客户联合开发，实现产品的不断技术更新，突出产品的性价比。由于负极材料的特殊性，为保证产品品质很好的达到客户要求参数，公司特设电池中试实验室，总投入接近 200 万元。并对生产线除磁设备进行更新换代，采用国外原装进口设备，提高除磁性物质的技术参数，总投入 100 万元。

公司技术优势明显，引领技术革新

公司拥有自主研发的“石墨化”曲线，针对不同产品采用不同石墨化工艺的做法，拉大了与市场同类产品的差异化程度。并凭借自身雄厚的研发实力攻克多项难关，拥有 3 项发明专利，16 项实用新型专利，另有 4 项申请发明的专利技术进入实质审查阶段。同时，为迎合非碳石墨负极材料及一些新型非金属碳负极材料替代传统的石墨负极材料的发展趋势，公司自 2014 年开始进行第三代新型负极材料的技术储备，通过联合国内知名院校和科研机构的开发，目前公司在以硅碳、锡碳、钛酸锂为主流的新型负极材料开发上开展了大量的基础研发工作和商业化设计，部分新产品已进入产业化中试阶段，产品指标在行业内领先，为即将来临的负极技术革新做好了充分的准备。

3. 同行业标的对比

在锂电池负极材料方面，上市公司杉杉股份（600884.SH）的负极人造石墨产品产销量国内第一，世界第二，属于公司同行业标的，与公司产品功能重合度高，具有较强可比性。

表 1：公司与同行业相关标的对比

	杉杉股份（600884.SH）	正拓能源（831980.OC）
一、财务指标		
2013-2015 年营收（百万元）	4047.92/3658.99/4302.30	70.57/ 75.51/86.68
2013-2015 年增长率（%）	7.78%/ -9.61%/ 17.58%	29.76%/ 7.00% / 14.80%
2013-2015 年净利润（百万元）	155.00/328.53 / 677.47	4.35 / 2.03/ 9.91
2013-2015 年增长率（%）	12.67%/ 111.96%/106.21%	9.56%/- 53.45% / 389.45%
净资产收益率（%）	13.85%	12.61%
每股收益(元)	1.62	0.20
PE	64.01	—

PB	2.03	—
二、产品特点		
主要产品	锂电池正极材料、锂电池负极材料及锂电池电解液等	石墨负极材料
产品应用领域	手机、笔记本电脑、数码相机等便携式数码类产品以及电动汽车用动力电池等领域	消费电子类、新能源市场
三、业务布局新方向		
新业务依托及布局内容	依托：公司作为全球锂电池材料领域的先行者，已形成相对成熟、完整的产品体系，在锂电池材料配套方面具备一定优势。在采购、生产成本等方面相较于竞争对手，均有较大的规模效应。 内容：面对日趋激烈的市场竞争，负极公司以技术改造、工艺改进为手段，内部挖潜降单位成本；以主流客户需求为导向，加大新品研发投资，积极调整产品结构，应用于 3C、动力及快充领域的数项新品项目于期内取得量产成果。	依托：依托公司在该领域有自主研发优势，针对不同产品采用不同石墨化工艺，拉大了与市场同类产品的差异化程度。同时，以市场需求为龙头，与核心品牌客户联合开发，实现产品的不断更新，突出产品的性价比。 内容：针对未来新能源动力市场井喷式的发展，公司逐渐把市场重心移至动力储能领域，并对客户结构进行了调整，聚焦开发国内知名品牌动力电池客户，产品也逐渐向动力电池负极材料转型。
新业务板块进展	年产 35,000 吨锂离子动力电池材料项目处于厂房建设阶段，计划于 2016 年下半年建成投产，该项目建成后公司负极材料总产能将达 5 万吨/年。	2015 年 4 月，公司持续增加资金投入 1,285.84 万元，购买高端负极产品设备及生产线，重点生产高端动力负极材料产品 H 系列及 ES 系列，保证了未来与高端大客户的产品对接。2016 年 3 月，公司开始施工建设年产 8000 吨的动力型锂离子电池负极材料自动生产线，以配套国内主要大型动力电池企业专产专线的要求。新生产线预计于 2016 年 10 月份开始规模化生产。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为 5 分，总计 25 分，公司总得分为 17.5 分，核心竞争能力较强。

表 2：公司波特五力模型分析

正拓能源（831980.OC）：波特五力模型分析	
潜在进入者 (3.0)	近两年，国内东部、中部地区在电池领域新建、扩建项目较多，正负极材料、隔膜材料等领域的骨干企业纷纷实施或计划扩建来抢占市场份额，使市场竞争加剧，潜在进入者增多。

买方议价能力 (3.5)	公司的主要客户为下游电池行业，根据公司近两年一期主要客户情况，公司不存在销售客户集中现象，不存在对单一客户依赖的情况，但存在部分客户逾期未回款的情况。综上，买方议价能力尚可。
卖方议价能力 (3.5)	公司供应商分原材料供应商和外协加工供应商，主要采购原材料有石墨粉、针状焦、沥青等，外协加工为“石墨化”环节。公司与各主要供应商建立了稳定的合作关系，向单个供应商采购金额占公司总采购金额比例均为不超过50%，不存在对单一供应商严重依赖的情况。
替代品的威胁 (4.0)	非碳石墨负极材料及一些新型非金属碳负极材料有替代传统的石墨负极材料的发展趋势，公司自2014年开始进行第三代新型负极材料的技术储备，部分新产品已进入产业化中试阶段，产品指标在行业内领先，替代品威胁小。
同业竞争程度 (3.5)	公司在产品质量、技术创新方面都有积累优势，属于第二梯队，其他厂商规模和实力与第二梯队有一定差距。但近年来，一些骨干企业纷纷实施或计划扩建来抢占市场份额，使市场竞争加剧。目前竞争加剧。
总分（17.5）	企业核心竞争力较强。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

5. 风险因素

市场竞争的风险

公司从事负极材料研发、生产和销售，属于锂离子电池行业，符合国家政策鼓励的新能源、新材料产业范畴，享有扶持政策，随着入市厂家逐渐增加以及现有负极厂商陆续扩大产能，导致市场竞争加剧，使公司可能面临产品售价下滑的风险，从而影响公司业绩。

利润下滑的风险

公司加大对新产品的研发投入，以应对日益激烈的竞争趋势；同时对客户结构和战略结构进行调整，需要通过增加高端销售技术人员、提升销售激励、拓宽销售渠道等多种方式加大销售力度，保持及提升市场占有率。因此，公司未来的研发成本及销售费用等预期仍将处于较高水平。若未来行业环境、公司经营状况出现不利变化，公司未来的营业收入增速可能持续放缓或成本费用的增速超过营业收入的增速，则将导致公司的营业利润、净利润下降甚至出现亏损的风险。

应收账款无法收回的风险

2015 年底公司应收账款 87,804,172.91 元，占当期收入 101.30%，主要是由于行业竞争加剧，整体结算周期延长。期末，应收账款账龄基本都在信用期限内，同时也存在部分客户逾期未回款的情况，主要是由于部分客户因扩大规模等原因导致自身资金周转困难，但是上述客户历年来和公司合作良好，信用较佳，款项无法收回的风险较小。应收账款未能及时回笼给公司资金规划带来一定的影响。

6. 总体结论

公司以集中发展“高端复合石墨”为核心，主要产品为石墨负极材料，应用于消费电子类、新能源市场。由于 3C 消费产品市场基本成熟，市场增速趋于平稳，未来预计以 10%左右的速度稳定发展。公司在传统业务领

域的优势仍在，市场份额稳定，为业绩提供了有力支撑。同时，针对未来新能源动力市场井喷式的发展，公司逐渐把市场重心移至动力领域，对客户结构进行了调整，聚焦开发国内知名品牌动力电池客户，产品也逐渐向动力电池负极材料转型。公司未来将针对电池对负极材料的特殊功能性要求，通过培育、引进和吸收新的关键技术来丰富和发展现有核心技术的产品，开发具有技术含量、技术门槛高，性价比优越的人造、天然、复合石墨，以优质产品为竞争力占领市场。

7. 附注：技术或产品注释

锂电池负极材料：负极是指电源中电势较低一端，在电池反应中提供电子。锂电池负极主要由负极活性物质碳/非碳材料、粘合剂和添加剂混合制成。锂电池的关键性能在脱/嵌锂离子的能力与稳定性、比能量等。目前主要使用的锂电池负极材料多为碳素材料，如石墨、软碳、硬碳等。新开发的负极材料有复合材料、硅基电极等。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

CIIA, 中山大学金融硕士，2 年新三板投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、社会服务领域。

联系人简介

张高艳

清华大学工业工程硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3 年机器人研发及管理经验，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所，关注 TMT 领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。