

贝特瑞(835185) 全球负极材料龙头，上半年正极材料实现快速增长

基本数据

2017 年 10 月 26 日	
收盘价(元)	32.95
总股本(万股)	28346
流通股本(万股)	16600
总市值(亿元)	93.40
每股净资产(元)	7.49
PB(倍)	4.40

投资评级：买入(首次)

财务指标

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1501.02	2135.62	2632.30	3928.75	4785.71
净利润(百万元)	184.29	261.65	333.25	498.17	616.88
毛利率(%)	28.38	29.44	28.74	28.65	27.36
净利率(%)	12.28	12.25	12.66	12.68	12.89
ROE(%)	14.06	16.21	13.57	19.00	22.51
EPS(元)	0.65	0.92	1.18	1.76	2.18

深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司，主营业务为研发、生产和销售锂离子电池用材料。主要产品包括锂电池负极材料、正极材料、天然鳞片石墨及石墨制品加工等，公司是全球最大的负极材料供应商。公司 2013 年布局磷酸铁锂和镍钴铝三元正极材料。目前正极材料收入占比已与负极材料收入相当。2017 年上半年实现营业收入 12.68 亿元，同比增长 32.87%，利润总额和净利润分别为 1.98 亿元和 1.61 亿元，分别同比增长 25.30%和 26.08%。

公司从 2000 年成立至今，经过 17 年产品技术研发沉淀、市场开拓积累，形成了“贝特瑞”品牌负极材料全系列产品，品牌信誉度高。目前全球主要的锂离子电池制造商包括韩国的三星、LG，日本的松下、SONY 以及中国的比亚迪、宁德时代、中航锂电、国轩等均是贝特瑞的客户。从产销方面来看，公司在负极材料领域，全球市场占有率全球第一，约为 25%左右。国内的市场份额已超过杉杉。

据《2016 年中国新能源动力电池产业发展报告》显示，近两年全球 3C 锂电池市场日趋成熟，动力锂电池市场已经成为全球锂电池市场快速增长的最大引擎。从长远发展看，未来十年，全球动力锂电池市场将继续迅猛增长，预计至 2022 年，总需求量和市场规模将分别达到 54.9GWh 和 267 亿美元，未来十年年均复合增长率分别为 37.0%和 31.6%，市场规模占比将迅速提升至 63%左右。

盈利预测

预测公司 2017~2019 归属于上市公司股东的净利润分别为 3.33 亿元、4.98 亿元、6.17 亿元，每股收益分别为 1.18 元、1.76 元、2.18 元。

风险提示

市场竞争的风险；产品价格下跌的风险；新能源汽车产业发展低于预期的风险。

研究员 周川南

zhouchuannan@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 负极材料保持龙头地位	1
■ 动力锂电池快速发展，电池材料产业持续受益	2
■ 背靠中国宝安，资本推动业务发展	3
■ 当前估值较为合理，报告期正极材料收入大幅增长	6
■ 盈利预测	8

图表目录

图表 1	公司主营构成情况.....	1
图表 2	股东及持股情况.....	2
图表 3	全球动力锂电池市场规模.....	2
图表 4	锂电池成本构成情况.....	3
图表 5	全球锂电池生产厂商市场占有率情况.....	4
图表 6	国内负极材料产量及市占率情况.....	4
图表 7	公司历年的研发费用及占比情况.....	5
图表 8	公司股权行权解锁条件.....	6
图表 9	公司财务及盈利能力情况.....	6
图表 10	与同行业公司对比情况.....	7
图表 11	与同行业公司比较情况.....	7
图表 12	盈利预测.....	8

■ 风险分析

● 与实际控制人相关分析

中国宝安持有公司 78.03% 的股权，为公司控股股东。报告期内，未质押公司股份。

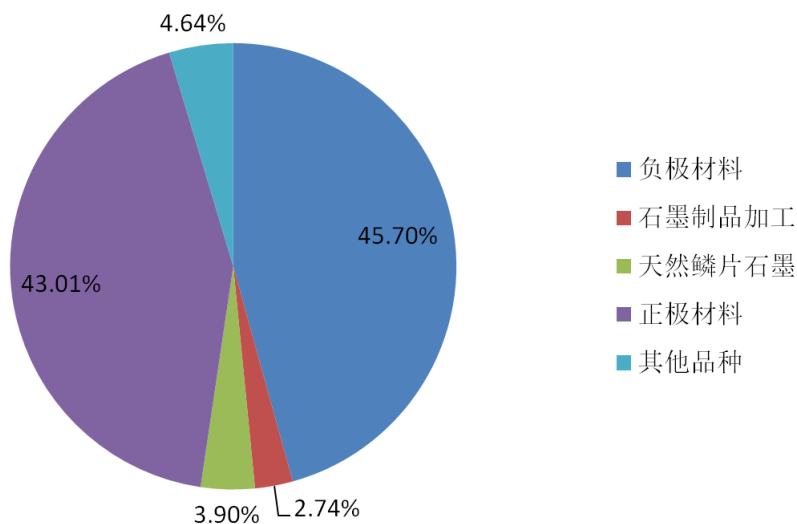
● 与经营相关分析

据公司公告，历年来受过环保处罚：(1) 深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司公明厂因违反环保部门对出租排污许可资质的管理规定，被深圳市宝安区环境保护和水务局处以 2 万元罚款。贝特瑞公明厂已按照处罚决定书要求缴纳了罚款，并主动申请注销了该资质。(2) 2016 年 3 月 23 日，公司全资子公司贝特瑞纳米在新设备清洗过程中，工作不慎导致清洗废水流入下水道，被光明新区环保局处以 2 万元罚款。贝特瑞纳米已根据行政处罚决定书缴纳罚款，并对排水系统进行改造后通过光明新区环保局复查。(3) 2016 年 8 月 11 日和 2016 年 9 月 23 日，光明新区环保局在深圳贝特瑞废水处理站总排口采集水样，检测发现总磷浓度超标，分别对公司处以 17 万元罚款。公司已根据行政处罚决定书缴纳罚款。为杜绝该类事件的发生，公司主动对废水处理站升级改造，并由光明新区环保局进行废水复检均达标。

■ 负极材料保持龙头地位

深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司，成立于 2000 年 8 月。公司的主营业务为研发、生产和销售锂离子电池用材料，主要产品包括锂电池负极材料、正极材料、天然鳞片石墨及石墨制品加工等，公司是全球最大的负极材料供应商。公司 2013 年布局磷酸铁锂和镍钴铝三元正极材料。目前正极材料收入占比已与负极材料收入相当。

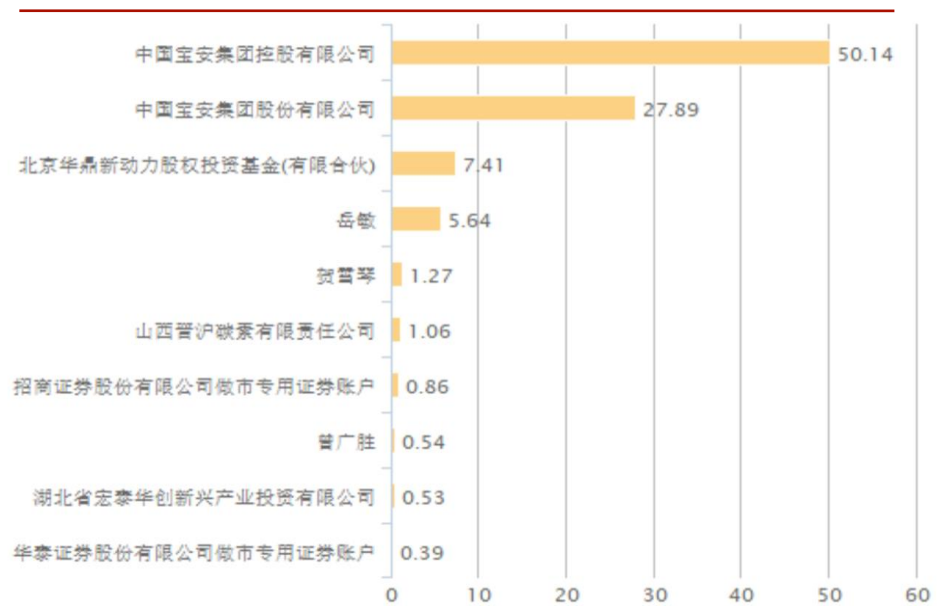
图表 1 公司主营构成情况



资料来源：choice

报告期内，公司股东及持股情况如下：

图表 2 股东及持股情况



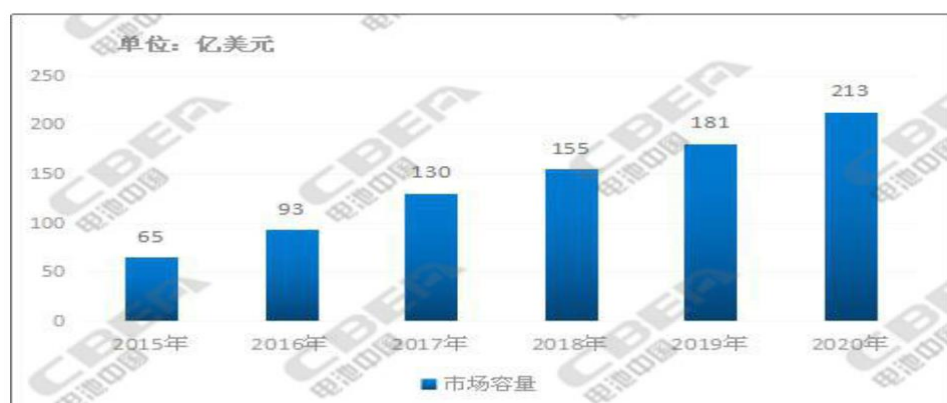
资料来源：choice

■ 动力锂电池快速发展，电池材料产业持续受益

● 全球动力锂电池市场迅猛增长

据《2016 年中国新能源动力电池产业发展报告》显示，近两年全球 3C 锂电池市场日趋成熟，动力锂电池市场已经成为全球锂电池市场快速增长的最大引擎。从长远发展看，未来十年，全球动力锂电池市场将继续迅猛增长，预计至 2022 年，总需求量和市场规模将分别达到 54.9GWh 和 267 亿美元，未来十年年均复合增长率分别为 37.0%和 31.6%，市场规模占比将迅速提升至 63%左右。

图表 3 全球动力锂电池市场规模



资料来源：网络数据

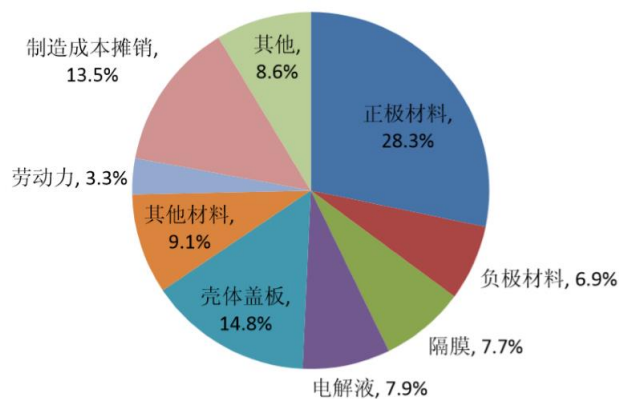
● 国内市场加速发展

就区域市场来看，中国已成为全球锂电池发展最活跃的地区。数据显示，2016 年全年新能源汽车总计销量为 50.7 万辆，锂电池市场规模约为 1115 亿元，动力电池需求 605 亿元，同比增长 65.8%。据中国化学与物理电源行业协会统计，2016 年年底中国动力电池产能为 101.3GWh。2020 年动力电池需求量将达到 2015 年的 5 倍，“十三五”期间增量合计将达到 233.4GWh。并且未来国外产能转移也是国内产业发展的看点。

● 电池材料产业受益

根据目前负极材料占动力电池成本的 5%—10%，正极材料占成本的 25%—30% 估算。到 2019 年全球锂电池正极材料、负极材料市场规模有望达到 624 亿元左右、152 亿元左右。

图表 4 锂电池成本构成情况



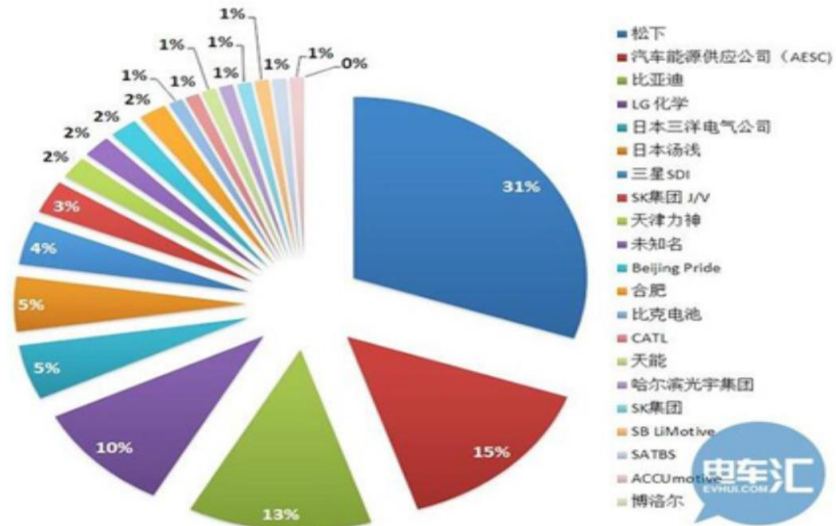
资料来源：公开转让说明书

■ 背靠中国宝安，资本推动业务发展

● 全球负极材料龙头

目前全球的锂电池产业集中度较高，前三名厂家占据了市场 50% 的市场份额。再加上厂商对材料供应的认证以及产品供应稳定、质量等电池材料供应链的竞争门槛逐步提高。

图表 5 全球锂电池生产厂商市场占有率情况



资料来源：网络数据

公司从 2000 年成立至今，经过 17 年产品技术研发沉淀、市场开拓积累，形成了“贝特瑞”品牌负极材料全系列产品，品牌信誉度高。目前全球主要的锂离子电池制造商包括韩国的三星、LG，日本的松下、SONY 以及中国的比亚迪、宁德时代、中航锂电、国轩等均是贝特瑞的客户。从产销方面来看，公司在负极材料领域，全球市场占有率全球第一，约为 25% 左右。国内的市场份额已超过杉杉。

图表 6 国内负极材料产量及市占率情况

企业名称	2016 年产量 (吨)	2016 年中国市场占有率	2015 年产量 (吨)	2015 年中国市场占有率
贝特瑞	24,580	20.78%	20,300	27.88%
上海杉杉	23,000	19.45%	14,400	19.78%
江西紫宸	18,228	14.80%	8,625	12.64%
深圳斯诺	8,850	7.48%	5,700	7.83%
湖南星城	7,470	6.32%	2,200	3.02%
东莞凯金	6,800	5.75%	3,600	4.94%
翔丰华	6,650	5.62%	3,500	4.81%
湖州创亚	5,700	4.82%	4,800	6.59%
江西正拓	3,600	3.04%	1,950	2.68%
深圳金润	3,560	3.01%	1,300	1.79%

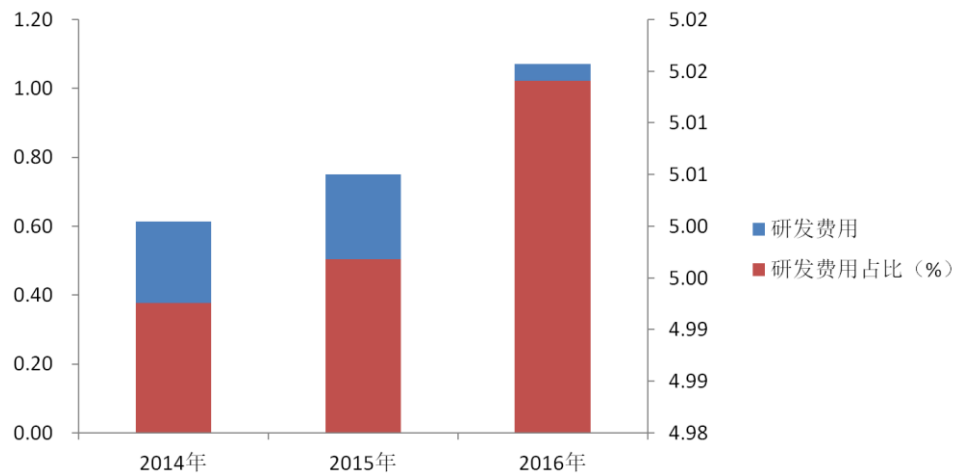
资料来源：网络数据

公司今年募集资金约 7.5 亿元，募集资金将用于 3 万吨锂离子动力电池正极材料产业化项目，第一期项目预计 12 个月，建成后产能将达到 1.5 万吨，目前募集资金已完成。

● 技术领先，研发持续投入

贝特瑞为拥有负极材料完整价值产业链的企业，并在研发上持续投入：

图表 7 公司历年的研发费用及占比情况



资料来源: choice

截至 2016 年年末, 公司共获得 165 项专利, 其中发明专利 120 项, 2016 年年末研发人员占总人数 19.04%, 主导或参与了行业中多项国家标准的编制, 研发的多项产品获得过国家级、省、市重点新产品称号。贝特瑞拥有国际一流的新能源技术研究院, 并获准设立了“企业博士后工作站”、“广东省新能源材料院士工作站”、“广东省锂离子动力电池正负极材料工程实验室”、“广东省绿色动力电池负极材料工程技术研究中心”、“深圳聚合物微粒子合成及应用工程实验室”、“深圳市新型储能材料工程研究中心”、“国家企业技术中心”、“深圳市企业技术中心”等多个研究实验室和研发平台。

公司已经实现了高镍三元正极材料(NCA)的量产和市场认可, 高镍前驱体技术、材料合成、后处理技术处于国内领先地位, 在控制材料水分和 pH 等指标方面也达到了国内领先技术水平, 同时拥有多项正极材料自主知识产权, 如《复合正极材料的制备方法》、《层状三元正极材料及其制备方法》、《多元复合锂离子电池正极材料及其制备方法》、《锂离子电池高电压正极材料的制备方法》等。

公司拥有负极材料完整价值产业链, 同时凭借在负极材料领域技术领先地位, 公司硅碳负极的研发和生产也一直处于国内领先水平, 在 2013 年通过三星认证之后, 2016 年公司的硅基负极材料产量和销量进一步提升。硅碳负极作为新型锂离子电池负极材料, 也是动力电池负极材料未来的发展方向, 随着当前松下已经实现含硅碳负极材料电池的量产, 同时特斯拉已经将硅碳负极应用于车用动力电池, 硅碳负极材料未来应用前景持续向好。其次, 在正极材料领域, 随着公司在 2016 年进一步积极稳妥地完善正极材料产业链的布局, 公司是国内少量同时具备磷酸铁锂和三元材料生产能力的企业, 也是国内少有的能够实现 NCA 三元材料产业化的企业之一, NCA 技术实力同样处于行业领先水平, 目前已实现向松下、卓能股份等客户销售, 而在能量密度上具有优势的三元材料将是动力锂电池正极材料未来的发展方向, 预计未来 5 年三元电池复合增速高达 56.1%。

● 股权激励业务团队发展

最新一次增发完成后, 中国宝安仍持有公司 78.03%的股权是公司的控股股东。负极材料早期阶段进入门槛低竞争较为激烈, 因此, 公司背靠宝安集团在资本、资源方面抢占了先机。

股权激励方面, 公司分别于 2016 年 2 月 5 日召开的第三届董事会第二十九

次会议、2016年2月22日召开的2016年第三次临时股东大会审议通过了《关于<深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司第一期股票期权激励计划>的议案》，公司向70名激励对象授予510万份股票期权，行权价格为30元/股。公司于2016年5月18日实施权益分派后，期权数量调整为1020万份，行权价格调整为15元/股。公司于2017年4月24日实施权益分派后，期权数量调整为1530万份，行权价格调整为10元/股。

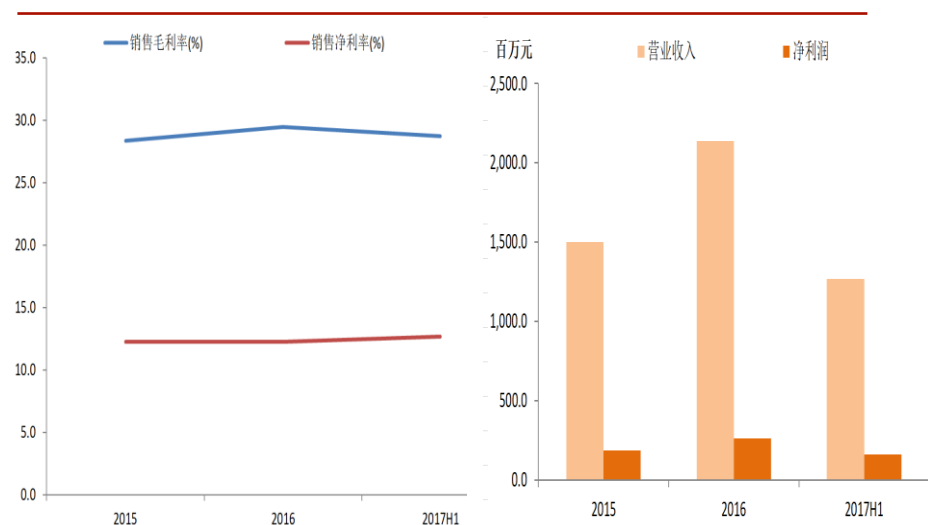
图表 8 公司股权行权解锁条件

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以公司2015年的净利润为基数，公司2016年的净利润较2015年增长25%。
第二个行权期	以公司2015年的净利润为基数，公司2017年的净利润较2015年增长50%。
第三个行权期	以公司2015年的净利润为基数，公司2018年的净利润较2015年增长75%。
第四个行权期	以公司2015年的净利润为基数，公司2019年的净利润较2015年增长100%。

资料来源：公司公告

■ 当前估值较为合理，报告期正极材料收入大幅增长

图表 9 公司财务及盈利能力情况



资料来源：choice

2017年上半年实现营业收入12.68亿元，同比增长32.87%，利润总额和净利润分别为1.98亿元和1.61亿元，分别同比增长25.30%和26.08%。

上半年公司业务收入增长最快的是正极材料，主要归咎于新能源汽车产业快速发展，锂离子动力电池的需求量增加以及公司正极材料产能得到充分释放。

国内与公司规模和业务可比的公司是杉杉股份，其中杉杉股份正极材料业务已分拆在新三板上市，即杉杉能源。

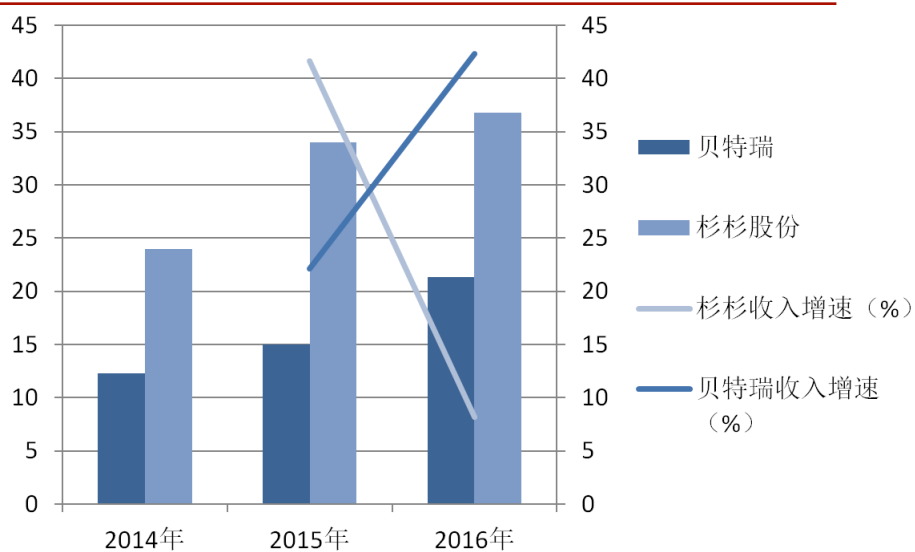
图表 10 与同行业公司对比情况

公司	2016 年负极材料产量 (吨)	国内市场占有率 (%)	2016 年正极材料产量 (吨)	国内市场占有率 (%)
贝特瑞	24580	20.78	20000	13.33
杉杉股份	23000	19.45	30000	20

资料来源: choice

从上表数据对比中可以看到目前贝特瑞和杉杉股份在负极、正极材料市场占有率方面较高。因此我们判断公司未来电池材料业务的增长主要来自产业需求、扩产以及高端新产品的应用。

图表 11 与同行业公司比较情况



公司名称	PE (按 2016 年全年业绩计算)	市值 (报告期)	PE 折溢价比例
贝特瑞	35.54	93.12	-41.3%
杉杉股份	60.55	241	41.3%

资料来源：梧桐公会，choice

按照剔除杉杉股份非电池材料业务后的情况可以看出，杉杉近三年的收入体量是贝特瑞的一倍左右，按照 2016 年全年业绩计算市盈率贝特瑞当前估值相较杉杉折价 41.3%。考虑到新三板市场与主板流动性以及杉杉股份的收入体量，我们认为贝特瑞当前估值处于较为合理的区间。

■ 盈利预测

图表 12 盈利预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1501.02	2135.62	2632.30	3928.75	4785.71
净利润(百万元)	184.29	261.65	333.25	498.17	616.88
毛利率(%)	28.38	29.44	28.74	28.65	27.36
净利率(%)	12.28	12.25	12.66	12.68	12.89
ROE(%)	14.06	16.21	13.57	19.00	22.51
EPS(元)	0.65	0.92	1.18	1.76	2.18

资料来源：梧桐公会，choice

预测公司 2017~2019 归属于上市公司股东的净利润分别为 3.33 亿元、4.98 亿元、6.17 亿元，每股收益分别为 1.18 元、1.76 元、2.18 元。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

