

贝特瑞 (835185.OC)

2021 年 09 月 05 日

全球锂电负极龙头，正负极齐扩产迎加速发展

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

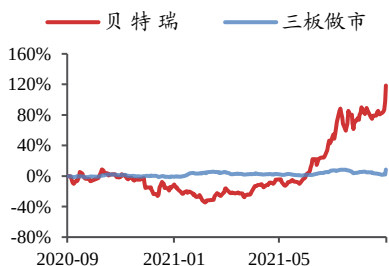
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）

sunjinju@kysec.cn

证书编号：S0790519110002

日期	2021/9/3
当前股价(元)	99.80
一年最高最低(元)	113.66/29.95
总市值(亿元)	484.42
流通市值(亿元)	145.04
总股本(亿股)	4.85
流通股本(亿股)	1.45
近 3 个月换手率(%)	58.85

股价走势图


数据来源：聚源

● 正负极材料齐扩产，锂电负极龙头迎新一轮成长

公司是全球最大的锂电负极材料龙头，产业链一体化布局优势下成本全行业领先。目前公司已经和松下、LG、宁德时代等国内外锂电龙头企业建立了长期深度的合作关系。“碳达峰”、“碳中和”背景下，新能源汽车市场渗透率将加速提升，从而驱动动力锂电下游的持续高景气。公司负极人造石墨产能持续扩张的同时实现了硅碳负极的率先量产，高镍三元正极材料同样实现了大客户的顺利拓展，产能释放在即。在下游持续高景气的背景下，公司正负极材料产能的释放将驱动公司业绩迎来加速增长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.15/12.46/16.39 亿元，对应 EPS 分别为 2.09/2.57/3.38 元/股，当前股价对应 PE 分别为 47.7/38.9/29.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 新能源汽车加速渗透，锂电正负极材料持续向高能量密度方向升级

在政策和市场需求的双轮驱动下，我国新能源汽车迎来加速渗透。受下游持续高景气驱动，我国动力锂电出货量快速增长，上游的正负极材料同样将迎来持续高景气。目前，锂电最主要的负极材料是石墨，满足动力锂电需求的中高端的人造石墨市场份额持续提升。随着新能源汽车对电池续航能力需求的提升，未来负极材料将由石墨向硅基材料等高性能、高容量负极材料升级。正极材料目前以磷酸铁锂正极和三元正极为主，随着高镍三元正极材料等高能量密度产品的量产，未来高镍三元市场渗透率将逐步提升。

● 全球锂电负极龙头加码高镍三元正极，迎来新一轮快速成长

在行业高景气的背景下，公司开启了人造石墨负极的持续产能扩张，同时积极研发和推进硅基负极材料的量产化落地。随着产能的逐渐释放，我们预计到 2024 年公司负极材料总产能将超过 26 万吨。同时，公司出售磷酸铁锂业务开始聚焦于高镍三元正极材料，在持续扩大产能布局的同时拓展国内外优质客户，到 2022 年公司正极材料产能预计将达到 8.3 万吨。随着市场需求的增加及公司近年来投入产能的持续放量，公司将迎来新一轮的快速成长。

● 风险提示：新能源汽车景气度不及预期、原材料价格上涨风险。
财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,390	4,452	7,507	7,992	10,171
YOY(%)	9.5	1.4	68.6	6.5	27.3
归母净利润(百万元)	666	495	1,015	1,246	1,639
YOY(%)	38.4	-25.8	105.2	22.9	31.5
毛利率(%)	30.1	28.5	30.5	33.1	33.2
净利率(%)	15.6	11.2	14.2	16.4	16.9
ROE(%)	16.2	8.0	14.3	15.2	17.0
EPS(摊薄/元)	1.37	1.02	2.09	2.57	3.38
P/E(倍)	72.7	98.0	47.7	38.9	29.6
P/B(倍)	11.8	7.8	6.8	5.9	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 全球锂电池负极龙头，全产业链布局成本领先	3
1.1、 负极材料市占率全球第一，覆盖国内外主流客户群体	3
1.2、 股权结构相对集中，第一大股东是宝安集团	4
1.3、 全产业链布局成本优势显著，毛利率行业领先	5
2、 行业持续高景气，正负极材料持续升级	6
2.1、 新能源汽车加速渗透，动力锂电需求持续高景气	6
2.2、 负极材料：石墨向硅碳负极材料升级	7
2.3、 正极材料：磷酸铁锂和三元正极为主流，高镍三元占比持续提升	7
3、 正负极共同发力，产能持续快速扩张	8
3.1、 人造石墨产能持续扩张，硅碳负极率先量产	8
3.2、 聚焦三元材料，高镍三元顺利拓展	9
3.3、 龙头优势显著，跟随下游客户快速成长	10
4、 盈利预测与投资建议	11
5、 风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

图 1： 2020 年公司负极材料市场份额全球第一	3
图 2： 公司股权结构稳定	5
图 3： 公司正负极材料全产业链布局	5
图 4： 2018-2020 年公司负极材料毛利率高于行业水平	6
图 5： 新能源汽车销量持续增长，渗透率快速提升	6
图 6： 2021H1 我国动力锂电池产销量同比增长翻倍	6
图 7： 我国负极材料及人造石墨出货量持续提升	7
图 8： 人造石墨负极材料是目前市场主流	7
图 9： 国电正极材料以磷酸铁锂和三元材料为主	8
图 10： 高镍三元正极材料价格呈快速下降趋势	8
图 11： 公司负极材料销量持续增长	9
图 12： 2020 年公司磷酸铁锂市占率全球第二	10
图 13： 2020 年公司高镍三元市占率全国第三	10
图 14： 公司前五大客户总收入持续增长（单位：亿元）	11
图 15： 主要客户动力电池出货量持续增长（单位：GW）	11
表 1： 公司锂电正负极材料全面覆盖	3
表 2： 硅基材料容量更大、能量密度高	7
表 3： 负极材料产能持续放量，预计 2024 年产能超 26 万吨（单位：吨）	9
表 4： 高镍三元加速扩产，2022 年产能预将达到 8.3 万吨（单位：吨）	10
表 5： 可比公司估值参考（亿元、元/股）	11

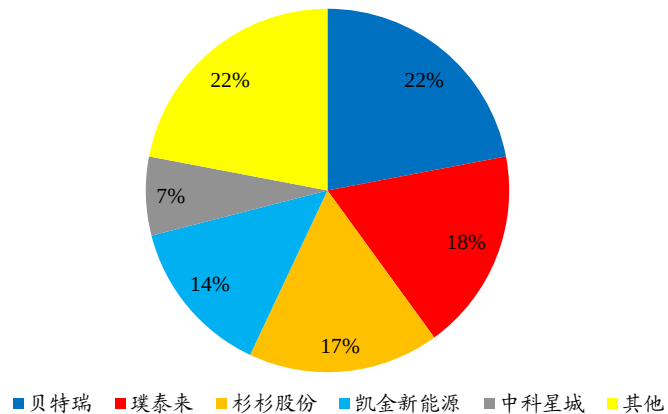
1、全球锂电池负极龙头，全产业链布局成本领先

贝特瑞成立于 2000 年 8 月，是一家以锂离子电池负极材料和正极材料为核心产品的新能源材料研发与制造商。公司主要产品包括天然石墨负极材料、人造石墨负极材料、硅基等新型负极材料、磷酸铁锂正极材料与高镍三元正极材料（NCA、NCM811 等）等锂离子电池正负极材料。

1.1、负极材料市占率全球第一，覆盖国内外主流客户群体

公司主要销售锂离子电池负极材料和正极材料，同时对外销售鳞片石墨以及负极材料加工副产品、石墨制品加工服务、高镍产品应用方案和 Si 基负极材料应用方案等业务。自 2013 年以来，公司的锂电负极材料出货量已经连续 8 年位列全球第一。2020 年，公司负极材料总销量为 75,000 吨，占市场份额 22%。同时，作为国内最早量产硅基负极材料的企业之一，2019 年公司硅基负极材料出货量国内领先。此外，公司采取差异化的产品与技术策略，深耕负极领域的同时，聚焦于动力电池与储能电池正极材料领域。公司磷酸铁锂正极材料出货量持续位列国内第二。

图1：2020 年公司负极材料市场份额全球第一



数据来源：Wind、前瞻经济学人、开源证券研究所

表1：公司锂电正负极材料全面覆盖

产品	种类	核心价值	适用范围
天然石墨负极	低膨胀、长循环天然石墨	高能量密度、低膨胀、长循环	软包、圆柱、方形铝壳、xEV、储能电池
	极限石墨	高容量、高压实、低温性能好、循环性能好、膨胀低	聚合物、圆柱、软包等锂离子电池
人造石墨负极	高性价比人造石墨	石油焦人造石墨，一次颗粒与二次颗粒复合；粉体加工技术，工艺优化简单；高性价比、长寿命、适应性强	动力圆柱（2.0-2.2Ah）、方形 EV、储能
	快充、长寿命人造石墨	针状焦人造石墨；新型整形技术，一次颗粒小型化(4-7um)、球形化，提升倍率、循环性能；新型二次造粒技术，各向同性化，提升倍率，循环性能；纳米造孔技术，提升能量密度	动力圆柱（2.6-3.0Ah）、软包（>660Wh/L）、快充型软包（>580Wh/L、3-6C 充电）
	高能量密度、低膨胀人造	针状焦人造石墨，一次颗粒与二次颗粒复合；	动力圆柱（2.5-2.6Ah）、软包

产品	种类	核心价值	适用范围
	石墨	高能量密度，一次压实 1.7-1.85g/cc，软包电池 能量密度可达 700Wh/L 以上	(>630Wh/L)
	低膨胀、长寿命人造石墨	针状焦人造石墨；新型二次造粒技术，各向同性化，提升倍率，改善循环；纳米造孔技术，提升能量密度	动力圆柱（2.5-2.6Ah）、软包（>630Wh/L）、快充型软包（>580Wh/L、2-3C 充电）
	硅系复合负极	高容量、高倍率 高容量、高首效氧化亚硅复合材料 高容量、高首效、循环性能好	适合超高容量锂离子电池 3C 数码、电动工具、电动汽车（EV/HEV/PHEV）
新型负极材料	纳米钛酸锂系列	高安全性、超长循环寿命、高倍率性能	动力型锂电池、储能型锂电池、高倍率充放电锂电池、超级电容器
	快充软碳	高倍率、长寿命、耐低温	EV、HEV、电动工具、启停电源
	快充硬碳	高倍率、长寿命、耐低温	EV、HEV、电动工具、启停电源
正极材料	NCM 多晶品	高容量、长循环	电动工具类及 EV 类车用锂离子电池等
	NCM 单晶品	易加工、高压实、高电压、高容量、长寿命、存储性能优良	圆柱、软包和方壳电池以及 3C 消费电子、电动工具、储能和电动汽车用电池
	NCA 多晶品	高容量、长循环	电动工具类及 EV 类车用锂离子电池等
	NCA 单晶品	高容量、高安全性	动力型锂离子电池、数码型锂离子电池
	LFP 系列	高容量、高压实	适用于 EV、储能、启停电源等

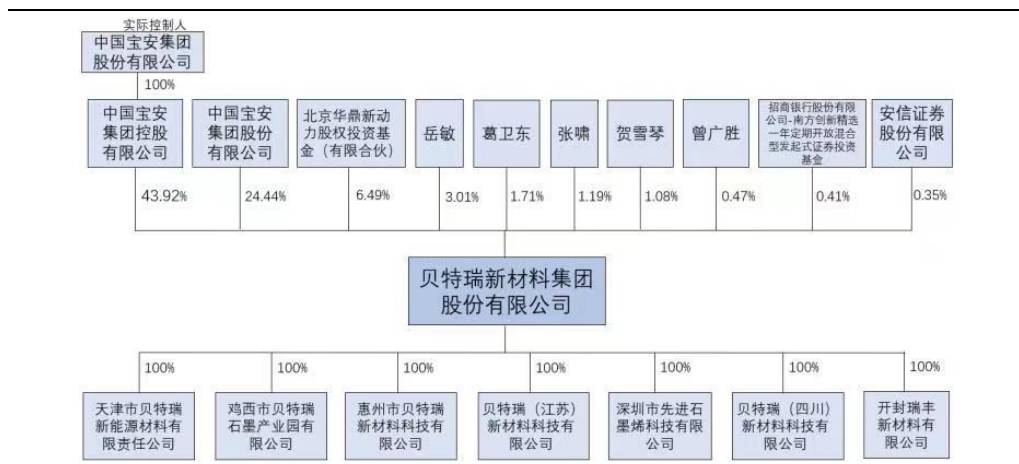
资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司合作客户覆盖境内外主流锂离子电池厂商，形成以动力电池为主、消费电子电池为辅，国内国外市场均衡发展的格局。公司凭借卓越的客户服务能力，覆盖了动力锂电和消费锂电下游的主流客户，包括以松下、三星 SDI、LGES、SKI 及村田等为核心的国际主流客户群体，以及以宁德时代、国轩高科、力神、亿纬锂能及鹏辉能源等为代表的国内主流客户群体，形成国内和国际两个市场均衡发展的良好格局。

1.2、股权结构相对集中，第一大股东是宝安集团

公司隶属于上市企业——中国宝安集团股份有限公司，股权结构稳定。中国宝安集团直接和间接持有公司股份共计 68.36%，是公司的第一大控股股东，其中中国宝安集团直接持股 24.44%，其全资子公司宝安控股持股 43.92%；北京华鼎持有公司股份 6.49%，其他股东共持有股份 25.15%。此外，公司根据不同业务，全资或部分控股天津贝特瑞、鸡西贝特瑞、惠州贝特瑞、江苏贝特瑞等不同地区的子公司，业务布局广泛。

图2：公司股权结构稳定



资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、全产业布局成本优势显著，毛利率行业领先

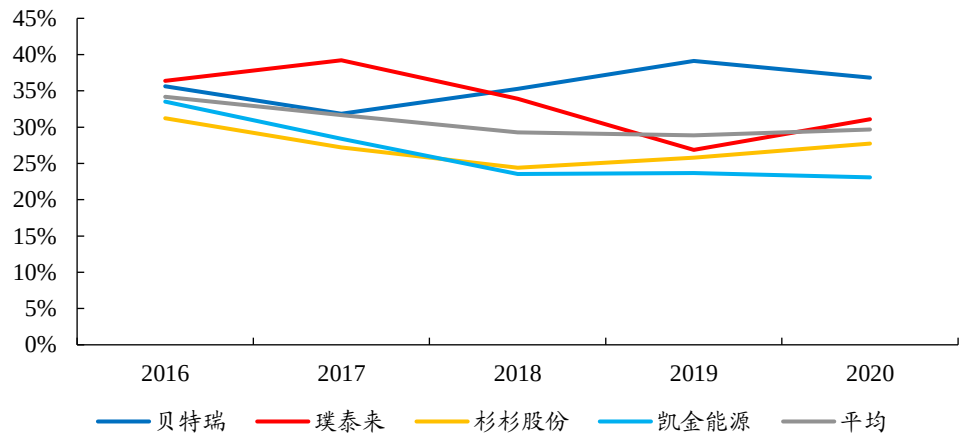
公司以锂离子电池正负极材料为核心，布局产业链一体化的生产模式。产品体系方面，公司覆盖了石墨负极、硅基负极等负极材料，以及高镍三元、磷酸铁锂等正极材料，能同时满足下游客户对正负极材料的匹配性需求。产能布局方面，公司采用控股为主、参股为辅的方式，建立覆盖了华南、华东等境内主要新能源产业集群区域的生产基地。产业链方面，公司在天然石墨领域已经形成了集矿山开采、天然鳞片石墨加工与球形化、纯化及成品生产于一体的全产业链布局。人造石墨负极材料、三元正极材料领域，公司注重绿色生产、循环经济，通过参股或控股方式对人造负极材料的石墨化、三元正极材料前驱体生产等关键生产工序或原材料环节进行了布局。此外，公司已经在储能应用、锂离子电池回收等新能源发展前沿领域进行了相应布局，强化公司竞争力。

图3：公司正负极材料全产业链布局



资料来源：公司公告

受益于全产业链布局，公司毛利率行业领先。公司一体化的产业链布局模式，大幅降低了产品成本。2020年，公司负极材料毛利率为36.82%，显著高于同行业的璞泰来、杉杉股份等，处于行业领先地位。

图4：2018-2020 年公司负极材料毛利率高于行业水平


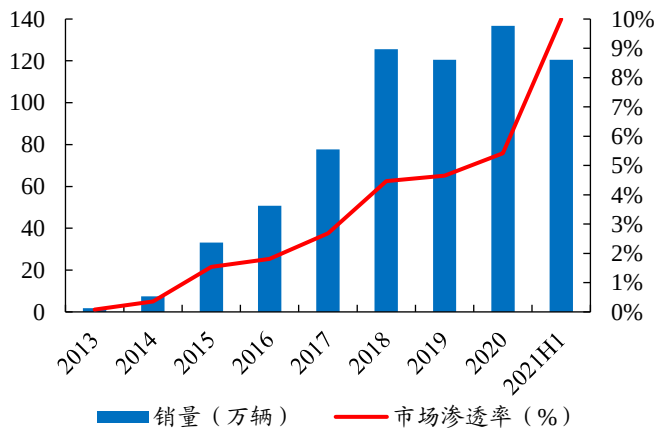
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业持续高景气，正负极材料持续升级

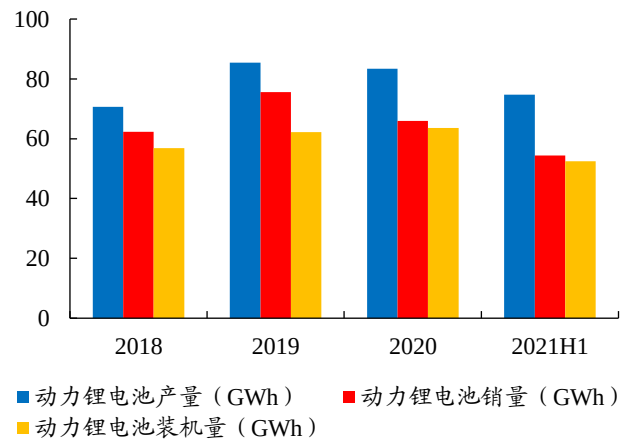
2.1、新能源汽车加速渗透，动力锂电需求持续高景气

新能源汽车消费开始由“政策推动”向“市场驱动”转变，行业发展进入快速增长期。2021 年，新能源汽车销量持续攀升，2021 年 1-7 月，我国新能源汽车产量 150.4 万辆，销量为 147.8 万辆，新能源汽车市场渗透率由年初的 5.4% 大幅提升至 10%。2021 年 7 月，中共中央政治局会议首次提出支持新能源汽车加快发展，同时在“碳达峰”和“碳中和”的背景下，新能源汽车的渗透率亦将快速提升。在政策和市场需求的双轮驱动下，我国新能源汽车将迎来加速渗透。

随着新能源汽车行业的快速发展，动力锂电池需求量不断扩张，驱动锂电行业持续高景气。2021 年上半年我国动力电池总产量 74.7GWh，同比增长 217.5%；动力电池总销量 58.2GWh，同比增长 173.6%；总装车量 52.5GWh，同比增长 200.3%。2021 年上半年全国锂离子电池产量超过 110GWh，同比增长超过 60%。上游正极材料、负极材料、隔膜、电解液产量分别为 45 万吨、35 万吨、34 亿平方米、13 万吨，增幅均超过 130%。

图5：新能源汽车销量持续增长，渗透率快速提升


数据来源：GGII、开源证券研究所

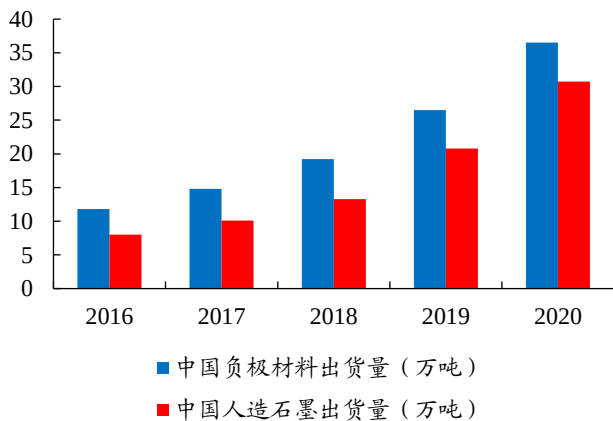
图6：2021H1 我国动力锂电池产销量同比增长翻倍


数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟、开源证券研究所

2.2、负极材料：石墨向硅碳负极材料升级

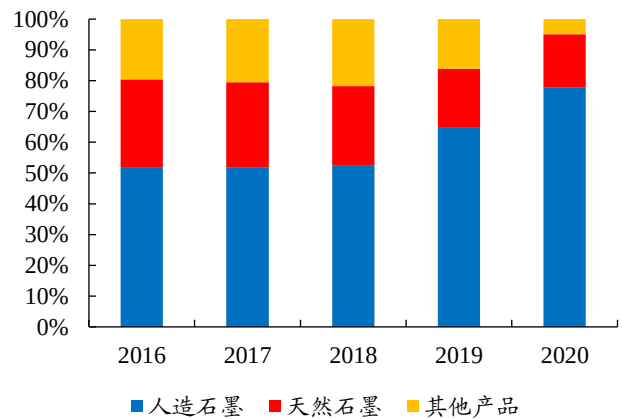
目前应用最广泛的负极材料仍然是天然石墨和人造石墨两大类，并且短期内，石墨仍将是锂离子电池主流负极材料。负极材料是锂电池的重要元素之一，受益于新能源汽车销量快速增长，负极材料市场需求增长迅速。2020 年我国负极材料出货量 36.5 万吨，我们预计未来五年 CAGR 超 30%。负极材料分为石墨负极材料、硅基负极材料等，其中石墨是较早使用且最成熟的电池负极材料。电子电导率高、安全性强及成本低等优势，使石墨成为目前最受欢迎的负极原材料。石墨负极中天然石墨一般用于低端小型锂电池，其循环寿命较短。中高端人造石墨满足新能源汽车对能量密度、快充倍率以及循环寿命的高要求，成为负极材料主要增量。人造石墨市场份额逐年递增，从 2016 年的 68.1% 提升到了 2020 年的 83.6%。

图7：我国负极材料及人造石墨出货量持续提升



数据来源：GGII、开源证券研究所

图8：人造石墨负极材料是目前市场主流



数据来源：高工锂电、开源证券研究所

高镍三元锂电池的单体能量密度接近极限，硅碳负极材料成破局关键，未来硅碳负极材料有望逐步取代石墨。硅基负极材料理论容量最高可达 4000mAh/g，远高于石墨类负极的 370mAh/g。因此，使用硅碳复合材料作为负极材料来提升电池能量密度已成为未来主要的技术方向之一。但目前硅碳负极材料行业尚处于导入期，未来随着技术突破、成本降低、性能提升，硅碳负极材料将进入快速增长期，有望逐步取代石墨成为主流的负极材料。

表2：硅基材料容量更大、能量密度高

类型	天然石墨负极材料	人造石墨负极材料	硅基负极材料
理论容量	340~370mAh/g	310~360mAh/g	400~4000mAh/g
首次效率	>93%	>93%	>77%
循环寿命	一般	较好	较差
安全性	较好	较好	一般
倍率性	一般	一般	较好
成本	较低	较低	较高
优点	能量密度高、加工性能好		膨胀低、循环性能好
缺点	电解液相容性较差、膨胀较大		能量密度低、加工性能差
			膨胀大、首次效率低

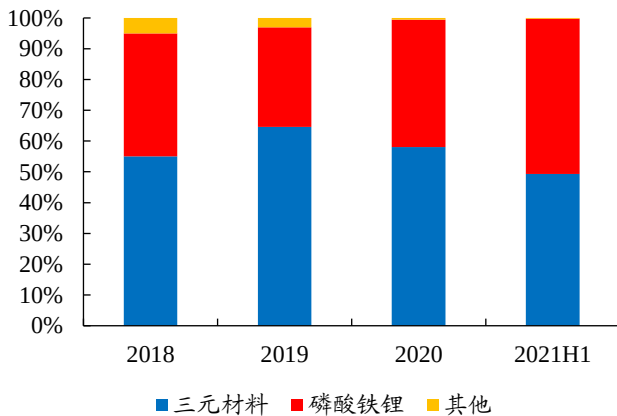
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2.3、正极材料：磷酸铁锂和三元正极为主流，高镍三元占比持续提升

我国动力电池正极材料以磷酸铁锂和三元正极为主。动力锂电池按正极材料分类，主要有三元锂、磷酸铁锂、钴酸锂和锰酸锂四种，其中，钴酸锂和锰酸锂因其原材料稀缺及价格较高，市场渗透率较低。磷酸铁锂正极由于其低成本的特性受市场接受度高。2021年1-6月，我国动力电池总产量74.7GWh，其中三元电池产量36.9GWh，占比32.4%；磷酸铁锂电池产量37.7GWh，占比50.5%。电池总销量58.2GWh，其中三元电池销售27.2GWh，占比27.2%；磷酸铁锂电池销售30.8GWh，占比52.9%。未来随着新能源汽车对续航里程和电池性能要求的持续提升，以及高镍三元正极材料等高能量密度产品的量产，未来高镍三元市场渗透率将逐步提升。

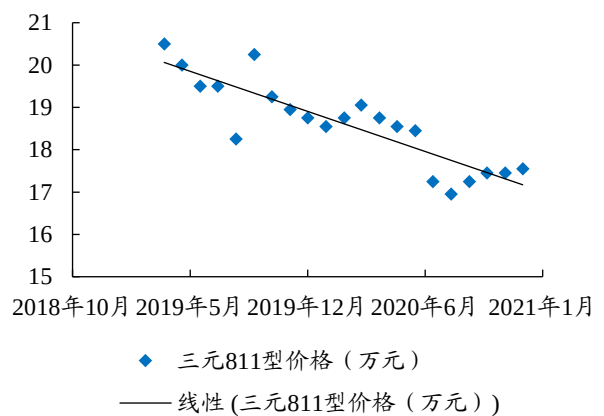
三元材料高镍化已成为动力锂电提升能量密度的技术发展方向。三元正极由镍钴锰（铝）酸锂复合材料组成，由于上游钴资源相对匮乏且供给成本高、价格波动大，高镍能够降低钴用量，减轻上游原材料限制、降低成本。此外，高镍三元正极材料可以有效提升电池能量密度，并且低温性能稳定、衰减弱。价格方面，随着后续高镍工艺成熟，且CTP技术等开始应用，高镍成本将持续下降。

图9：国电池正极材料以磷酸铁锂和三元材料为主



数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟、开源证券研究所

图10：高镍三元正极材料价格呈快速下降趋势

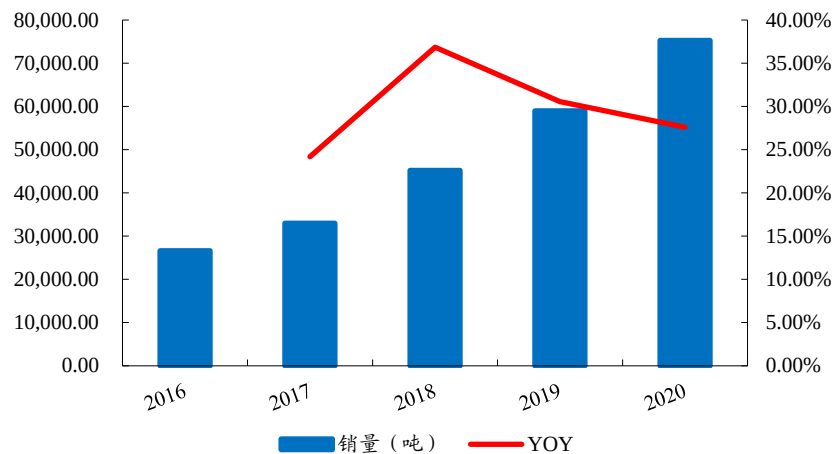


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、正负极共同发力，产能持续快速扩张

3.1、人造石墨产能持续扩张，硅碳负极率先量产

负极龙头销量保持稳健增长，人造石墨产能持续扩张。公司作为全球锂电负极的龙头，负极材料的销量保持了持续稳定的增长，从2016年的2.65万吨增长到了2020年的7.53万吨。在新能源汽车加速渗透，需求高景气的背景下，公司开启了负极材料产能的持续扩张。公司目前拥有负极材料年产能共计9.3万吨，其中天然石墨产能为4万吨，人造石墨5万吨，硅基负极材料年产能3,000吨。此外，公司在2019年投入超过20亿元用于实施天津贝特瑞4万吨负极材料以及山东京阳8万吨人造石墨负极一体化生产等项目。一旦项目产能释放，预计到2024年公司年产能将超过26万吨，将有力保障贝特瑞集团负极材料业务扩张。

图11: 公司负极材料销量持续增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 负极材料产能持续放量, 预计 2024 年产能超 26 万吨 (单位: 吨)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
现有产能 (天然石墨)	40000	40000	40000	40000	40000	40000
现有产能 (人造石墨)	50000	50000	50000	50000	50000	50000
现有产能 (硅基负极)	3000	3000	3000	3000	3000	3000
惠州贝特瑞(一期)			20000	20000	20000	20000
惠州贝特瑞(二期)					20000	20000
宜宾金石(一期)				20000	20000	20000
宜宾金石(二期)						30000
天津贝特瑞				40000	40000	40000
山东京阳(一期)				40000	40000	40000
合计	93000	93000	113000	213000	233000	263000

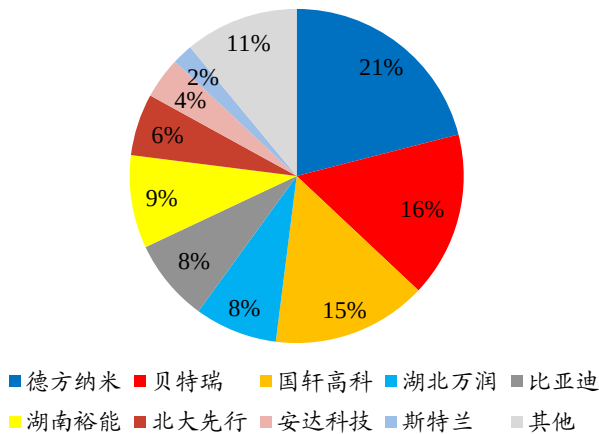
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

经过多年研发, 公司硅基负极材料实现优先量产。公司于 2013 年实现硅基负极材料的产业化并批量销售, 是国内最早量产硅基负极材料的企业之一。2014 年公司碳化硅负极产品就通过了三星 SDI 认证, 被鉴定为国际先进研发水平。经过多年的研发投入和积累, 目前硅碳负极材料研发技术已逐渐成熟化, 处于行业领先水平。负极产品的容量已从早期的 650mAh/g 提升至 1500mAh/g, 且正在研发更高容量的硅碳负极材料产品, 竞争优势明显。

3.2、正极聚焦三元材料, 高镍三元顺利拓展

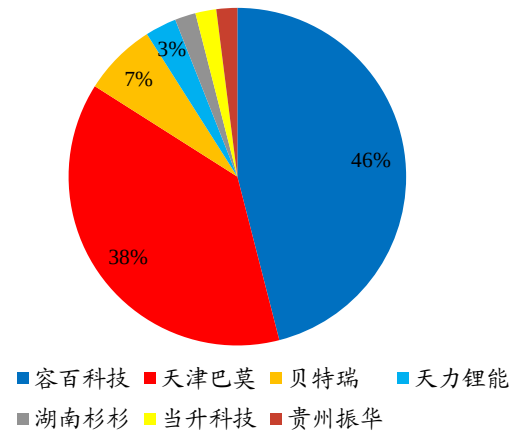
全心投入高镍三元材料的研发, 市占率已成国内前三。公司从 2007 年开始投入磷酸铁锂正极材料的研发, 是国内较早开展该业务的企业之一。经过多年的客户积累, 自 2017 年起磷酸铁锂出货量一直稳居全球前三, 2018、2019、2020 年市占率分别为 16%、17%、16%, 公司市场份额较稳定。在动力电池能量密度不断提升的趋势之下, 公司 2020 年将磷酸铁锂以及相关业务出售, 转而致力于高镍三元正极材料的研发。2020 年公司高镍三元正极材料的出货量仅次于容百科技和天津巴莫, 已成为国内第三大的高镍三元供应商。

图12: 2020 年公司磷酸铁锂市占率全球第二



数据来源: 前瞻经济学人、开源证券研究所

图13: 2020 年公司高镍三元市占率全国第三



数据来源: 华经情报网、开源证券研究所

高镍三元正极材料大客户顺利拓展, 产能大幅增加。除了早期在深圳总部建设的 3000 吨三元正极材料中试线外, 公司 2017 年在江苏常州开建年产能 30,000 吨的项目, 该项目一期已于 2019 年投产, 二期预计在 2021 释放产能。此外, 为保证满足客户的需求, 2021 年公司与 SKI、亿纬锂能签署关于“年产 5 万吨锂电池高镍三元正极材料项目”的合作, 项目全部建成投产后, 公司高镍三元正极材料年产能将在 2022 年预将达到 83,000 吨, 将进一步增强公司在高镍三元领域的市场竞争力。

表4: 高镍三元加速扩产, 2022 年产能预将达到 8.3 万吨 (单位: 吨)

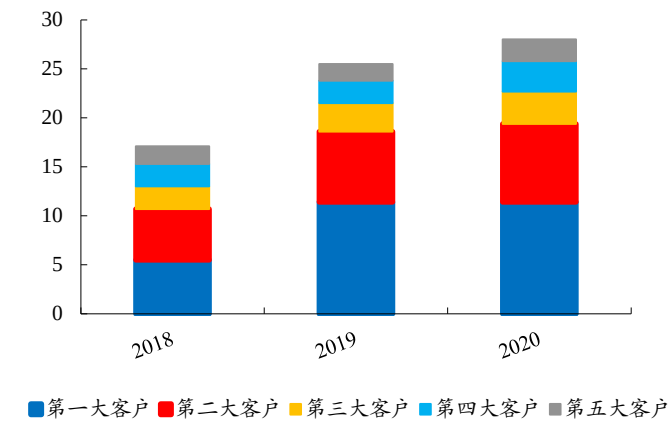
项目	2019	2020	2021	2022
公司已有产能	3000	3000	3000	3000
常州贝特瑞 (一期)	15000	15000	15000	15000
常州贝特瑞 (二期)			15000	15000
江苏贝特瑞				50000
合计	18000	18000	33000	83000

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3、龙头优势显著, 跟随下游客户快速成长

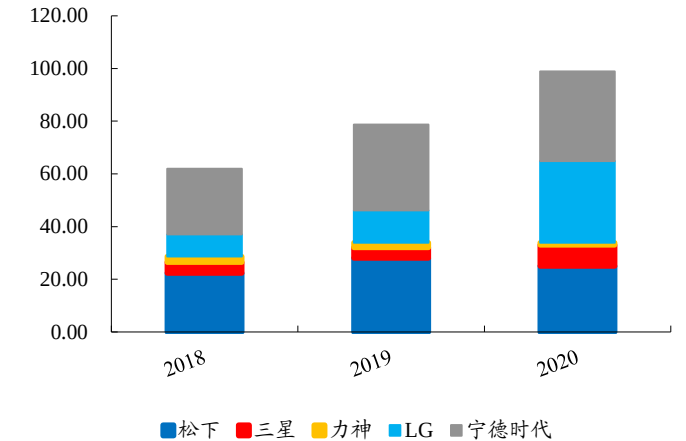
公司与优质客户合作关系稳定, 跟随下游大客户快速成长。公司坚持以客户需求为导向, 多年来凭借强大的研发能力、先进的技术水平、稳定的产品供应能力等, 先后与松下、三星 SDI、LG 化学、宁德时代、力神、国轩高科等全球主流锂电池供应厂商形成了稳定的合作, 且获得客户的高度认可。近年来, 随着国内外动力电池企业出货量的高速增长, 公司前五大客户的业务总收入也从 2018 年的 17 亿元上涨到 2020 年 28 亿元, CAGR 为 17.9%。贝特瑞总经理任建国表示, 公司自 2020 年第 4 季度以来, 正负极材料订单就呈现明显的增长趋势, 国内外客户订单量均迎来历史新高, 出现供不应求的饱满状态。随着市场需求的增加及公司近年来投入产能的持续放量, 公司将迎来新一轮的快速成长。

图14: 公司前五大客户总收入持续增长 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 主要客户动力电池出货量持续增长 (单位: GW)



数据来源: 贤集网、新浪财经、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

考虑贝特瑞持续投入扩产正负极材料的同时, 不断完善一体化产业链的经营模式, 使得公司毛利率处于行业较高水平。此外, 受益于新能源汽车市场渗透率的不断提升, 锂电池需求的不断扩大, 公司与松下、LG、宁德时代等国内外主流锂电池企业的合作进一步得到深化和加强。随着产能的逐渐释放以及客户需求的逐步提升, 公司业绩有望得到进一步提升。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.15/12.46/16.39 亿元, 对应 EPS 分别为 2.09/2.57/3.38 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 47.7/38.9/29.6 倍, 公司龙头地位稳固, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表5: 可比公司估值参考 (亿元、元/股)

股票代码	公司简称	最新收盘价	最新总市值	EPS			P/E		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603659.SH	璞泰来	138.25	960.06	2.18	3.09	4.15	63.4	44.7	33.3
300769.SZ	德方纳米	407.96	364.01	3.94	7.07	9.45	103.6	57.7	43.2
600884.SH	杉杉股份	29.40	486.43	1.09	1.62	2.09	27.1	18.2	14.1
300035.SZ	中科电气	23.34	149.93	0.58	0.90	1.18	40.2	25.9	19.8
	平均			1.95	3.17	4.22	58.6	36.6	27.6
835185.NQ	贝特瑞	99.80	484.42	2.09	2.57	3.38	47.7	38.9	29.6

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 可比公司盈利预测除中科电气外均来自 Wind 一致预测, 收盘日期 2021 年 9 月 3 日)

5、风险提示

公司销量不及预期、公司产品硅基材料、高镍三元等市场渗透率不及预期、原材料价格上涨风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,025	5,635	7,584	9,433	12,488
现金	1,202	2,412	2,498	4,088	5,691
应收票据及应收账款	1,647	1,715	2,939	3,128	3,982
其他应收款	28	50	57	61	78
预付账款	35	28	58	62	79
存货	923	1,186	1,701	1,743	2,215
其他流动资产	189	242	331	351	444
非流动资产	4,278	5,021	4,434	3,829	3,251
长期投资	403	415	415	415	415
固定资产	2,428	2,685	2,357	2,012	1,649
无形资产	616	636	530	424	318
其他非流动资产	205	538	538	538	538
资产总计	8,303	10,656	12,017	13,262	15,738
流动负债	2,462	3,021	3,439	3,526	4,480
短期借款	628	277	0	0	0
应付票据及应付账款	1,173	1,863	2,268	2,324	2,953
其他流动负债	452	477	477	477	477
非流动负债	1,532	1,235	1,235	1,235	1,235
长期借款	1,080	758	758	758	758
其他非流动负债	452	477	477	477	477
负债合计	3,994	4,255	4,674	4,761	5,714
少数股东权益	187	200	250	312	392
股本	440	485	485	485	485
资本公积	1,508	3,091	3,091	3,091	3,091
留存收益	2,174	2,625	3,517	4,614	6,056
归属母公司股东权益	4,121	6,201	7,093	8,190	9,632
负债和股东权益	8,303	10,656	12,017	13,262	15,738

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	472	677	446	1,692	1,746
净利润	685	498	1,065	1,308	1,720
折旧摊销	230	266	587	605	578
财务费用	80	109	34	25	20
投资损失	-214	-68	0	0	0
营运资金变动	-321	-279	-1,167	-173	-498
其他经营现金流	13	152	0	0	0
投资活动现金流	-291	-641	73	73	74
资本支出	302	662	0	0	0
长期投资	68	43	0	0	0
其他投资现金流	-661	-1,347	73	73	74
筹资活动现金流	-454	1,114	-433	-175	-217
短期借款	-451	-351	-277	0	0
长期借款	8	-322	0	0	0
普通股增加	9	46	0	0	0
资本公积增加	40	1,583	0	0	0
其他筹资现金流	-60	159	-156	-175	-217
现金净增加额	-266	1,119	86	1,590	1,603

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,390	4,452	7,507	7,992	10,171
营业成本	3,068	3,182	5,216	5,343	6,791
营业税金及附加	50	42	45	56	71
营业费用	114	123	188	192	234
管理费用	165	204	248	256	315
研发费用	239	250	383	400	509
财务费用	80	109	34	25	20
资产减值损失	-50	-62	-115	-108	-145
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	5	0	0	0
投资净收益	219	30	0	0	0
资产处置收益	0	-1	3	3	3
营业利润	798	559	1,245	1,523	1,987
营业外收入	13	8	8	8	8
营业外支出	4	4	19	19	19
利润总额	807	564	1,234	1,512	1,976
所得税	122	66	169	204	256
净利润	685	498	1,065	1,308	1,720
少数股东损益	18	3	50	61	81
归母净利润	666	495	1,015	1,246	1,639
EBITDA	1,117	938	1,855	2,142	2,574
EPS(元)	1.37	1.02	2.09	2.57	3.38

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	1.4	68.6	6.5	27.3
营业利润(%)	18.2	-30.0	122.7	22.4	30.5
归属于母公司净利润(%)	38.4	-25.8	105.2	22.9	31.5
获利能力					
毛利率(%)	30.1	28.5	30.5	33.1	33.2
净利率(%)	15.6	11.2	14.2	16.4	16.9
ROE(%)	16.2	8.0	14.3	15.2	17.0
ROIC(%)	15.3	11.3	20.4	21.3	29.6
偿债能力					
资产负债率(%)	48.1	39.9	34.9	28.9	24.6
净负债比率(%)	11.7	-21.5	-26.0	-41.6	-54.0
流动比率	1.6	1.9	2.2	2.7	2.8
速动比率	1.2	1.4	1.9	3.0	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.9	2.8	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.4	2.3	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.02	2.09	2.57	3.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.39	0.92	3.49	3.60
每股净资产(最新摊薄)	8.49	12.77	14.61	16.87	19.84
估值比率					
P/E	72.7	98.0	47.7	38.9	29.6
P/B	11.8	7.8	6.8	5.9	5.0
EV/EBITDA	40.2	50.8	25.7	21.5	17.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn