

2022年07月13日

贝特瑞 (835185)

—— 业绩符合预期，预计 H2 石墨化供给环比改善

报告原因：有业绩公告需要点评

事件：7月12日盘后公司发布 22H1 业绩快报，公司归母净利润 8.5-10 亿，中位数 9.25 亿，同比增 26.6%。扣非归母 8-9.5 亿，中位数 8.75 亿，同比增 68%。按中位数计算，Q2 归母净利润 4.74 亿，同比增 1.3%，环比增 5.1%，扣非归母净利润 4.45 亿，同比增 59.5%，环比增 3.5%，业绩中位数水平基本符合预期。

市场数据：2022年07月13日

转让方式	连续竞价
收盘价 (元)	73.50
每股净资产 (元)	16.77
市净率	6.7
总市值 (百万元)	53514

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年3月31日

总股本 (百万)	485
可转让股份 (百万)	477
净资产 (百万元)	8141
股东总户数 (户)	12998
挂牌日期	2015-12-28
主办券商	国信证券

相关研究

《贝特瑞 (835185) ——业绩超预期，22 年人造石墨扩产量达高峰》 2022/04/28
《贝特瑞 (835185) ——业绩符合预期，估值回调带来黄金坑》 2022/01/11
《贝特瑞(835185) ——新材料冠军，稳居负极龙头，发力高镍正极》 2021/10/14

证券分析师

刘建伟 A0230518010003
liujw2@swsresearch.com

研究支持

谢金翰 A0230121010005
xiejh@swsresearch.com

联系人

刘建伟
A0230518010003
(8621) 23297818×7561
Liujw2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **产品涨价叠加新产能释放，公司业绩预计同比、环比继续改善。** Q2 继续演绎量价提升的上行逻辑，带动业绩继续环比、同比改善。供给方面预计 Q2 继续有新产能投放。需求方面 4-5 月受疫情短暂影响订单和物流发货，但 6 月份预计加速反弹。价格方面 2 季度负极继续高位运行，高镍三元价格继续高位震荡。公司较其他头部同行不利因素在于石墨化自供率水平低，今年以来石墨化价格持续走高，需要被动消化石墨化外购持续推高的成本，这一因素叠加毛利率高的品种天然石墨在营收结构中占比持续降低，预计 2 季度毛利率仍有下行压力。
- **负极下半年一体化产能加速释放，预计将加速提升石墨化自供率。人造石墨：**根据公告推算，下半年公司新增一体化产能高于上半年，预计随着 Q3-Q4 石墨化自供率加速提升以及行业产能释放，年底有望达到 34.6%，同比改善 18.6pcts，将改善人造石墨单吨盈利。**硅基负极：**下半年硅基负极产能有望新增 2000 吨，总产能达 5000 吨，23 年年底预计扩产至 2 万吨，扩产速度远超同行，硅基负极单价高，吨净利/率高，将有效改善盈利能力。
- **正极高镍三元材料 22 年产能维持在 3.3 万吨，预计保持满产满销。**根据公告计算，高镍去年 Q4 开始年产能达到 3.3 万吨，今年开始满产满销，目前预计月出货量维持在 2800 吨，Q3 量价继续同比改善，Q4 开始拉动业绩主要靠价格同比改善。公司 (持股比例 51%) 和亿纬锂能 EVE、SKI 合资 5 万吨产能预计 23 年建成，届时总产能达 8.3 万吨。
- **公司 6 月份启动北交所上市后的定增计划，计划募资 50 亿，主要投向为硅基负极和人造石墨、前端研发。**公司 6 月份发布定增方案，计划募资 50 亿元，投向硅基一期 1.5 万吨、四川和云南一期共 10 万吨负极产能+配套 8 万吨石墨化产能 (均为已公告扩产计划)，以及新能源技术研究院项目，定增完成将有效改善资本结构，降低负债比例。
- **投资分析意见：维持公司盈利预测，维持“买入”评级。**下游需求持续景气，产品价格维持高位，公司新产能持续释放，维持盈利预测，预计 22-24 年实现营收 232.59/337.33/427.26 亿元，归母净利润 21.06/24.14/31.46 亿元，对应 PE25.4/22.2/17.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新能源车需求下行；应收账款过高；扩产不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	10,491	4,079	23,259	33,733	42,726
同比增长率 (%)	135.7	120.1	121.7	45.0	26.7
归母净利润 (百万元)	1,441	451	2,106	2,414	3,146
同比增长率 (%)	191.4	72.2	46.1	14.6	30.3
每股收益 (元/股)	2.97	0.93	2.89	3.29	4.26
毛利率 (%)	25.0	21.7	23.4	22.1	23.2
ROE (%)					
市盈率	37.1		25.4	22.2	17.0

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,452	10,491	23,259	33,733	42,726
营业收入	4,452	10,491	23,259	33,733	42,726
营业总成本	3,908	9,155	20,331	30,045	37,791
营业成本	3,254	7,866	17,812	26,264	32,814
税金及附加	42	53	117	170	215
销售费用	51	62	163	236	299
管理费用	204	481	671	1,058	1,659
研发费用	250	591	1,302	1,889	2,393
财务费用	109	101	266	427	412
其他收益	119	151	174	250	250
投资收益	30	322	29	51	67
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	-3	0	0	0
信用减值损失	-76	-63	-214	-150	-201
资产减值损失	-62	-55	-200	-50	0
资产处置收益	-1	-7	-7	-7	-7
营业利润	559	1,682	2,710	3,783	5,045
营业外收支	5	-11	0	0	0
利润总额	564	1,670	2,710	3,783	5,045
所得税	66	230	458	637	850
净利润	498	1,440	2,252	3,146	4,195
少数股东损益	3	-1	147	732	1,049
归属于母公司所有者的净利润	495	1,441	2,106	2,414	3,146

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	498	1,440	2,252	3,146	4,195
加：折旧摊销减值	329	371	922	1,199	1,735
财务费用	130	128	266	427	412
非经营损失	-77	-271	-23	-45	-60
营运资本变动	-279	-2,802	-2,975	-3,685	-4,329
其它	77	253	175	0	-100
经营活动现金流	677	-881	617	1,042	1,852
资本开支	683	1,777	4,128	5,071	3,007

其它投资现金流	42	663	-106	-40	-50
投资活动现金流	-641	-1,114	-4,234	-5,110	-3,057
吸收投资	1,646	64	0	131	131
负债净变化	-365	1,660	6,661	6,459	3,284
支付股利、利息	157	239	266	427	412
其它融资现金流	-11	-134	0	0	0
融资活动现金流	1,114	1,350	6,395	6,163	3,003
净现金流	1,119	-658	2,778	2,095	1,799

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,635	8,796	17,798	26,058	34,581
现金及等价物	2,424	1,880	4,658	6,752	8,548
应收款项	1,794	4,371	7,947	11,293	15,041
存货净额	1,186	2,241	4,889	7,709	10,688
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	230	304	304	304	304
长期投资	480	704	839	932	1,051
固定资产	3,344	5,057	8,395	12,169	13,593
无形资产及其他资产	1,197	1,894	2,170	2,462	2,503
资产总计	10,656	16,452	29,202	41,619	51,729
流动负债	3,021	6,556	16,055	23,895	29,278
短期借款	823	2,099	7,760	12,919	15,803
应付款项	1,994	3,650	7,125	10,506	13,125
其它流动负债	203	807	1,170	470	350
非流动负债	1,235	1,976	2,976	4,276	4,676
负债合计	4,255	8,532	19,031	28,171	33,954
股本	485	485	728	733	738
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,091	3,254	3,254	3,380	3,506
其他综合收益	-1	-1	-1	-1	-1
盈余公积	243	243	282	311	334
未分配利润	2,378	3,674	5,497	7,881	11,005
少数股东权益	200	262	409	1,141	2,190
股东权益	6,401	7,920	10,172	13,449	17,775
负债和股东权益合计	10,656	16,452	29,202	41,619	51,729

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。