

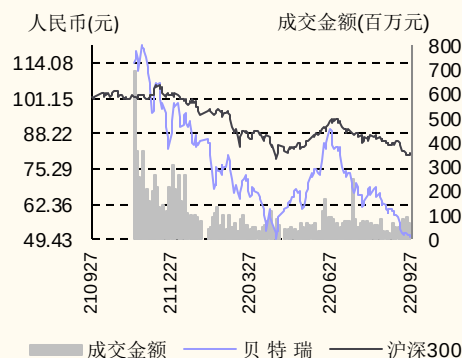
贝特瑞 (835185.BJ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 50.51 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.28
已上市流通 A 股(亿股)	7.16
总市值(亿元)	368
年内股价最高最低(元)	90.19/49.56
沪深 300 指数	3892
上证指数	3093.86

**相关报告**

1. 《贝特瑞首次覆盖报告-聚焦新技术&新材料, 负极龙头不断成长》, 2022.6.17

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

姚云峰 联系人
yaoyunfeng@gjzq.com.cn

战略合资亿纬, 新工艺&新产品兑现可期**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,452	10,491	25,486	33,858	36,772
营业收入增长率	1.41%	135.67%	142.93%	32.85%	8.61%
归母净利润(百万元)	495	1,441	2,077	3,021	4,057
归母净利润增长率	-25.79%	191.39%	44.14%	45.45%	34.31%
摊薄每股收益(元)	1.019	2.969	2.853	4.149	5.573
每股经营性现金流净额	1.39	-2.37	1.78	3.83	6.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.98%	18.82%	21.81%	25.17%	26.33%
P/E	37.95	49.86	17.71	12.17	9.06
P/B	3.03	9.38	3.86	3.06	2.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 9 月 27 日, 公司发布公告, 拟与亿纬锂能共同增资 17 亿元建设四川 10 万吨负极一体化项目, 其中贝特瑞持股 60%, 亿纬锂能持股 40%, 预计 2024 年 H1 前投产。

点评

- 国内合作进一步深化, 海外产能布局超前。公司在海外已深耕多年, 21 年开始加速导入国内客户并供应商份额逐步提高, 已成为 CATL、BYD 等国内电池厂核心供应商。此次与亿纬进一步深化合作, 公司国内市场逐步强化。此外, 公司已前瞻布局印尼 7 万吨负极项目, 预计 24 年投产, 印尼作为中间港有望对冲海外政策风险。
- 公司新技术&新产品逐步进入兑现期:
 - 连续式石墨化: 连续式石墨化技术壁垒较高, 成本优势显著, 有望将石墨化成本下降 30%, 对应单吨成本下降 3000。公司目前已有 4 条量产线, 产品品质达到中端负极要求, 产线可复制性较强, 扩产后成本优势有望显著加强。
 - 硅负极: 公司在硅负极深耕多年, 引领国内技术发展, 目前具有 5000 吨/年产能, 4 万吨一期项目预计 23 年底投产, 作为国内外硅负极核心供应商, 有望率先受益硅负极放量。
 - 硬碳: 钠电 23 年有望逐步开启量产, 硬碳为钠电原材料国产化“卡脖子”环节, 海外单价高达 20 万元/吨。公司在钠电类硬碳负极开发处于行业第一梯队, 产品认可度较高, 已在建量产线, 有望实现率先放量。

盈利预测与投资建议

- 我们调整 2022-2024 公司归母净利润分别为 20.8、30.2、40.6 亿元 (前值为 21.3、30、41), EPS 为 2.85、4.15、5.57 元, 对应 PE 为 17.7、12.2、9.1 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期风险, 行业竞争格局恶化风险, 公司产能建设不及预期风险, 新客户拓展不及预期风险, 股东质押、冻结风险等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,390	4,452	10,491	25,486	33,858	36,772
增长率		1.4%	135.7%	142.9%	32.8%	8.6%
主营业务成本	-3,068	-3,182	-7,866	-20,297	-26,479	-27,908
%销售收入	69.9%	71.5%	75.0%	79.6%	78.2%	75.9%
毛利	1,322	1,270	2,625	5,189	7,379	8,864
%销售收入	30.1%	28.5%	25.0%	20.4%	21.8%	24.1%
营业税金及附加	-50	-42	-53	-127	-169	-184
%销售收入	1.1%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-114	-123	-62	-127	-237	-257
%销售收入	2.6%	2.8%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%
管理费用	-165	-204	-481	-867	-1,253	-1,287
%销售收入	3.8%	4.6%	4.6%	3.4%	3.7%	3.5%
研发费用	-239	-250	-591	-1,274	-1,693	-1,839
%销售收入	5.4%	5.6%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	754	652	1,437	2,794	4,027	5,297
%销售收入	17.2%	14.7%	13.7%	11.0%	11.9%	14.4%
财务费用	-80	-109	-101	-272	-442	-510
%销售收入	1.8%	2.4%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%
资产减值损失	-202	-138	-118	-78	-31	-14
公允价值变动收益	-2	5	-3	0	0	0
投资收益	219	19	320	0	0	0
%税前利润	27.2%	3.3%	19.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	798	559	1,682	2,444	3,554	4,773
营业利润率	18.2%	12.6%	16.0%	9.6%	10.5%	13.0%
营业外收支	8	5	-11	0	0	0
税前利润	807	564	1,670	2,444	3,554	4,773
利润率	18.4%	12.7%	15.9%	9.6%	10.5%	13.0%
所得税	-122	-66	-230	-367	-533	-716
所得税率	15.1%	11.7%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	685	498	1,440	2,077	3,021	4,057
少数股东损益	18	3	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	666	495	1,441	2,077	3,021	4,057
净利率	15.2%	11.1%	13.7%	8.1%	8.9%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	685	498	1,440	2,077	3,021	4,057
少数股东损益	18	3	-1	0	0	0
非现金支出	433	405	257	560	619	706
非经营收益	-157	54	-136	332	261	276
营运资金变动	-335	-280	-2,711	-1,674	-1,113	-537
经营活动现金净流	625	677	-1,150	1,295	2,788	4,502
资本开支	-447	-683	-1,777	-1,375	-1,680	-1,680
投资	156	43	692	0	0	0
其他	0	-2	-30	0	0	0
投资活动现金净流	-291	-641	-1,114	-1,375	-1,680	-1,680
股权募资	63	1,646	64	0	-243	-243
债权募资	-363	-365	1,660	-112	136	451
其他	-155	-168	-373	-444	-563	-681
筹资活动现金净流	-454	1,114	1,350	-556	-670	-473
现金净流量	-113	1,119	-927	-636	438	2,349

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,202	2,412	1,873	1,130	1,490	3,782
应收款项	1,675	1,766	3,899	5,596	7,898	9,585
存货	923	1,186	2,241	3,815	5,332	5,994
其他流动资产	224	271	783	1,322	1,366	865
流动资产	4,025	5,635	8,796	11,862	16,086	20,226
%总资产	48.5%	52.9%	53.5%	58.4%	62.8%	65.8%
长期投资	450	480	834	834	834	834
固定资产	2,979	3,344	5,057	6,146	7,139	8,036
%总资产	35.9%	31.4%	30.7%	30.3%	27.9%	26.1%
无形资产	691	733	831	1,014	1,135	1,247
非流动资产	4,278	5,021	7,655	8,436	9,528	10,516
%总资产	51.5%	47.1%	46.5%	41.6%	37.2%	34.2%
资产总计	8,303	10,656	16,452	20,298	25,614	30,742
短期借款	877	823	2,099	1,899	2,035	2,486
应付款项	1,287	2,013	3,441	6,148	8,748	9,985
其他流动负债	298	184	1,015	525	706	794
流动负债	2,462	3,021	6,556	8,572	11,490	13,266
长期贷款	1,080	758	1,154	1,654	1,654	1,654
其他长期负债	433	457	822	287	208	151
负债	3,975	4,235	8,532	10,512	13,352	15,071
普通股股东权益	4,121	6,201	7,657	9,524	12,000	15,409
其中：股本	440	485	485	728	728	728
未分配利润	1,977	2,378	3,674	5,543	8,262	11,913
少数股东权益	187	200	262	262	262	262
负债股东权益合计	8,284	10,636	16,452	20,298	25,614	30,742

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.516	1.019	2.969	2.853	4.149	5.573
每股净资产	9.376	12.774	15.776	13.081	16.482	21.164
每股经营现金净流	1.421	1.394	-2.370	1.778	3.829	6.183
每股股利	0.100	0.300	0.350	0.285	0.415	0.557
回报率						
净资产收益率	16.17%	7.98%	18.82%	21.81%	25.17%	26.33%
总资产收益率	8.04%	4.65%	8.76%	10.23%	11.79%	13.20%
投入资本收益率	10.20%	7.20%	11.08%	17.80%	21.46%	22.73%
增长率						
主营业务收入增长率	9.51%	1.41%	135.67%	142.93%	32.85%	8.61%
EBIT增长率	6.95%	-13.54%	120.38%	94.37%	44.15%	31.54%
净利润增长率	38.42%	-25.79%	191.39%	44.14%	45.45%	34.31%
总资产增长率	9.73%	28.39%	54.68%	23.38%	26.19%	20.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	108.5	106.4	71.3	65.0	70.0	80.0
存货周转天数	106.4	121.0	79.5	70.0	75.0	80.0
应付账款周转天数	102.8	130.7	88.9	70.0	80.0	90.0
固定资产周转天数	201.9	220.1	105.3	48.9	40.0	38.8
偿债能力						
净负债/股东权益	17.38%	-13.18%	17.33%	24.69%	17.88%	2.24%
EBIT利息保障倍数	9.4	6.0	14.3	10.3	9.1	10.4
资产负债率	47.99%	39.82%	51.86%	51.79%	52.13%	49.02%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	9	18	31	58
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-17	买入	74.00	102.00 ~ 102.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

人民币(元)	历史推荐与股价	成交量
37.64	-----	1
33.02	-----	1
28.40	-----	1
23.78	-----	1
19.16	-----	0
14.54	-----	0
9.92	-----	0

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402