

2017-9-8

新三板 | 点评报告

贝特瑞 (835185)

正极材料放量，双极龙头初显

报告要点

■ 事件描述

公司发布 2017 年半年报，上半年实现营收 12.68 亿元，同比增长 32.87%，扣非净利润 1.37 亿元，同比增长 15.34%，毛利率下滑 3.35pct 至 28.74%，三项费率下降 2.31pct 至 13.09%，经营性现金流净额为-1.11 亿元，较去年同期减少 1.97 亿元。

■ 事件评论

- > **正极材料放量助力业绩稳健增长。**受新能源汽车补贴政策调整的影响，上半年国内纯电动客车销量下滑 74.43%，进而影响整体磷酸铁锂正极材料需求。但公司凭借 2016 年 7 月投产的 1 万吨磷酸铁锂产能的逐步放量，实现正极材料营收稳健增长，上半年正极材料营收 5.42 亿元，同比增长 149.84%，营收占比由 2016 年全年的 29.17% 提升至 42.73%，主要客户为 CATL、沃特玛等。盈利能力方面，在上游原材料价格上涨，磷酸铁锂价格下滑的背景下，公司正极材料毛利率仍达 24.35%，同比小幅提升，规模效应或为正极材料毛利率保持稳定的主要原因。
- > **负极材料营收、毛利率小幅下滑，下半年负极材料价格走势值得关注。**2017 年上半年，公司负极材料实现营收 5.76 亿元，同比下降 10.86%，毛利率下滑 0.87pct 至 35.04%，公司作为全球负极材料龙头，毛利率维持在较高水平。上半年石墨电极价格上涨带动上游针状焦价格提升，而针状焦作为人造石墨的原材料，其价格的提升将压缩人造石墨企业的利润空间，因此不排除成本压力下，下半年人造石墨价格随之上涨的可能。而人造、天然石墨在一定程度上的替代效应或将拉动天然石墨价格的提升，利好贝特瑞等以天然石墨为主营产品的企业。
- > **立于技术转型升级最前沿。**公司紧抓新能源汽车续航里程的核心痛点，率先拥有硅碳负极、高镍正极材料规模化产能，目前拟募资 10 亿元建设 3 万吨高镍正极材料产线，定增方案已获证监会核准批复。公司将率先投入 5.74 亿元建设第一期 1.5 万吨产线，建设周期为 12 个月。
- > 短期，我们看好公司磷酸铁锂产线放量带来的业绩增量，长期，我们认为在正负极材料升级换代的必然趋势下，公司有望借力技术、客户优势实现业绩的持续提升。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.12、1.43、1.79 元，对应 PE28.83、22.70、18.12 倍。

分析师 蒲东君

☎ (8621) 61118708

✉ pudj@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511090002

联系人 赵炯

☎ (8621) 61118708

✉ zhaojiong@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



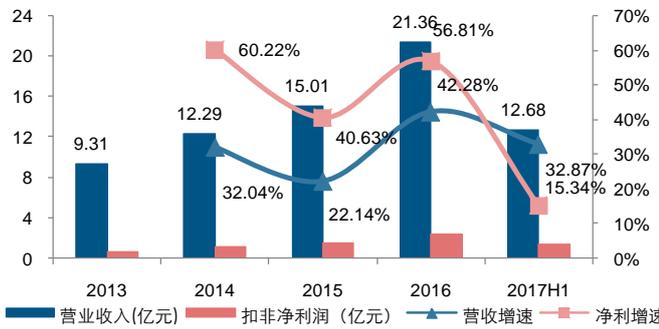
资料来源：Wind

相关研究

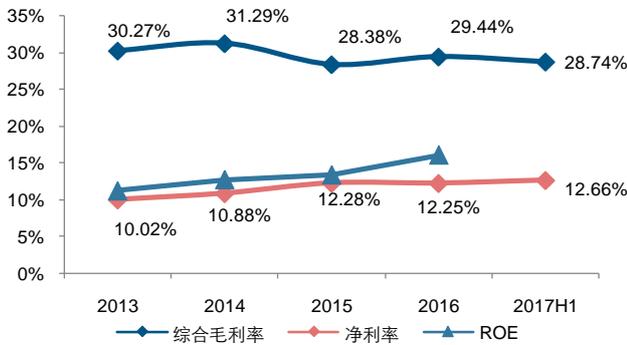
《新三板公司深度研究之贝特瑞：百尺竿头，更进一步》2017-7-25

风险提示：

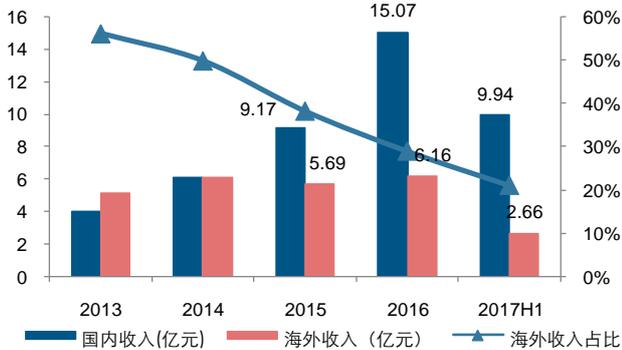
1. 新三板政策推进不及预期；
2. 新能源汽车销量不及预期

图 1: 2013-2017H1 公司营收、净利润情况


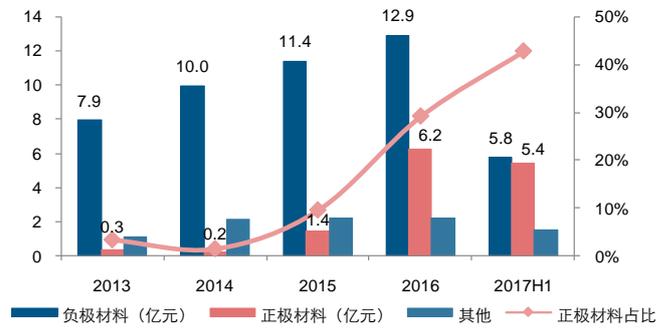
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 2013-2017H1 公司盈利能力变化


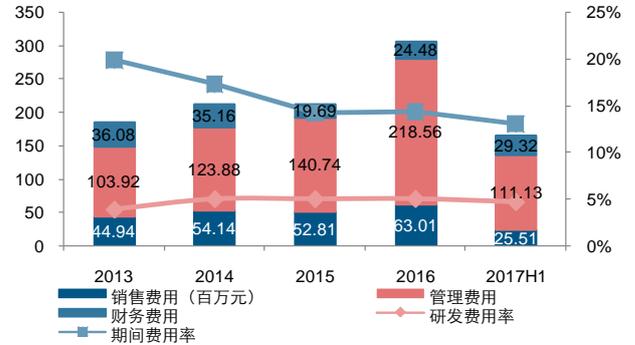
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 5: 2013-2017H1 国内、海外营收变化


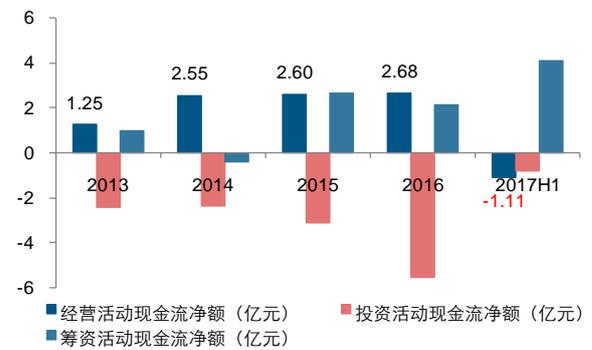
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 2: 2013-2017H1 各业务营收占比情况


资料来源: Wind, 长江证券研究所

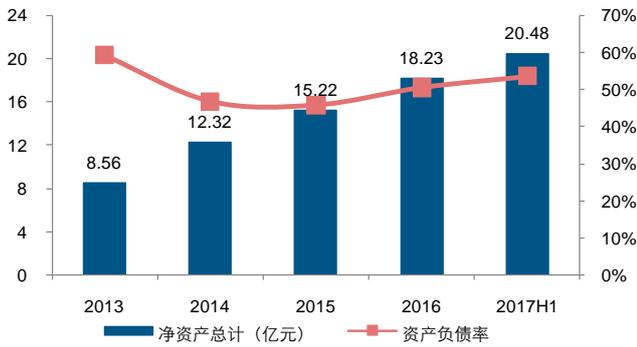
图 4: 2013-2017H1 期间费用变化


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 6: 2013-2017H1 公司现金流变化


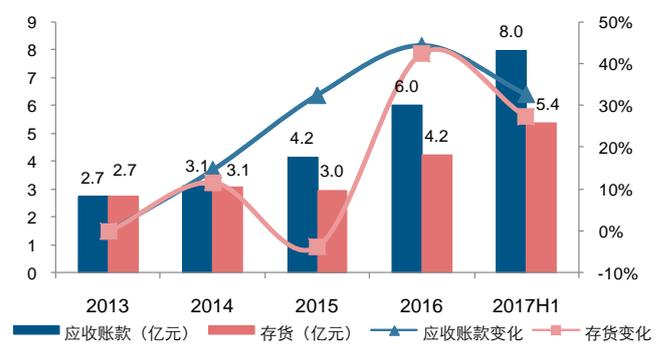
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 7: 2013-2017H1 公司净资产及资产负债率变化



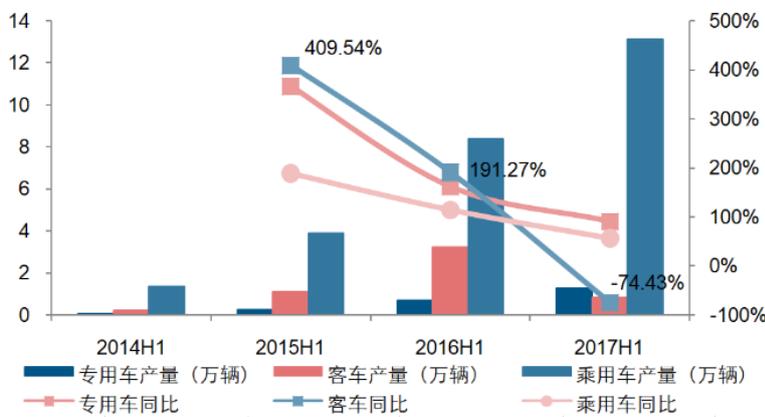
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8: 2013-2017H1 公司应收账款、存货变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9: 近 4 年上半年纯电动车的产量情况



资料来源: 节能与新能源汽车网, 长江证券研究所

表 1: 公司盈利预测假设

产品类别	指标	2016	2017E	2018E	2019E
负极材料	主营业务收入 (百万元)	1291.79	1446.80	1634.89	1847.42
	同比增长率 (%)	13.23%	12.00%	13.00%	13.00%
正极材料	主营业务收入 (百万元)	622.87	1121.17	1457.52	1749.03
	同比增长率 (%)	333.38%	80.00%	30.00%	20.00%
天然鳞片石墨	主营业务收入 (百万元)	46.79	88.90	97.79	107.57
	同比增长率 (%)	-39.23%	90.00%	10.00%	10.00%
石墨制品加工	主营业务收入 (百万元)	89.32	116.11	150.94	188.68
	同比增长率 (%)	303.86%	30.00%	30.00%	25.00%
其他品种	主营业务收入 (百万元)	71.73	82.49	86.61	90.94
	同比增长率 (%)	-29.50%	15.00%	5.00%	5.00%
销售费用/营业收入 (%)		2.95%	3.30%	3.10%	2.80%
管理费用/营业收入 (%)		10.23%	9.40%	8.90%	8.40%
财务费用/营业收入 (%)		1.15%	1.86%	0.98%	0.66%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 公司盈利预测结果

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2135.62	2873.13	3448.96	4008.28
增长率 (%)	25.67%	34.53%	20.04%	16.22%
营业利润 (百万元)	289.32	365.07	470.93	595.75
增长率 (%)	75.64%	26.18%	29.00%	26.51%
归母净利润 (百万元)	261.01	330.78	420.05	526.40
增长率 (%)	54.66%	26.73%	26.99%	25.32%
每股收益 (元)	1.00	1.12	1.43	1.79
每股净资产 (元)	6.80	11.90	11.98	13.77
市盈率 (倍)	32.40	28.83	22.70	18.12
市净率 (倍)	4.76	2.72	2.70	2.35

资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示:

1. 新三板政策推进不及预期;
2. 新能源汽车销量不及预期

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2136	2873	3449	4008
增长率(%)	42%	35%	20%	16%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	261.0	330.8	420.1	526.4
增长率(%)	47%	27%	27%	25%
每股收益(元)	1.000	1.124	1.427	1.788
净资产收益率(%)	14.7%	10.6%	11.9%	13.0%
每股经营现金流 (元)	1.03	1.45	2.07	2.50

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2136	2873	3449	4008	货币资金	372	431	883	1546
营业成本	1507	2048	2486	2896	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	629	826	963	1112	应收账款	612	785	933	1085
%营业收入	29.4%	28.7%	27.9%	27.7%	存货	421	554	673	784
营业税金及附加	19	26	31	36	预付账款	62	81	98	114
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	50	62	66	67
销售费用	63	95	107	112	流动资产合计	1660	2114	2860	3796
%营业收入	3.0%	3.3%	3.1%	2.8%	可供出售金融资产	7	7	7	7
管理费用	219	270	307	337	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	10.2%	9.4%	8.9%	8.4%	长期股权投资	73	73	73	73
财务费用	24	54	34	27	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.1%	1.9%	1.0%	0.7%	固定资产合计	1402	1935	1759	1570
资产减值损失	14	16	13	5	无形资产	490	471	452	434
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	38	2	2	1
营业利润	289	365	471	596	其他非流动资产	20	20	20	20
%营业收入	13.5%	12.7%	13.7%	14.9%	资产总计	3689	4622	5173	5900
营业外收支	26	25	25	25	短期贷款	676	81	0	0
利润总额	316	390	496	621	应付款项	648	811	985	1148
%营业收入	14.8%	13.6%	14.4%	15.5%	预收账款	10	14	17	20
所得税费用	54	59	74	93	应付职工薪酬	25	32	39	46
净利润	262	332	422	528	应交税费	63	68	84	103
归属于母公司所有者的净利润	261.0	330.8	420.1	526.4	其他流动负债	31	48	57	66
少数股东损益	1	1	1	1	流动负债合计	1453	1054	1184	1383
EPS (元/股)	1.00	1.12	1.43	1.79	长期借款	205	205	205	205
					应付债券	551	551	551	551
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	-342	-342	-342	-342
					负债合计	1867	1468	1597	1797
					归属于母公司	1776	3107	3527	4053
					少数股东权益	47	47	49	50
					股东权益	1823	3154	3576	4103
					负债及股东权益	3689	4622	5173	5900
					基本指标				
						2016A	2017E	2018E	2019E
					EPS	1.000	1.124	1.427	1.788
					BVPS	6.80	11.90	11.98	13.77
					PE	31.00	27.58	21.72	17.33
					PEG	1.18	1.05	0.82	0.66
					PB	4.56	2.60	2.59	2.25
					EV/EBITDA	23.75	15.30	12.13	9.51
					ROE	14.7%	10.6%	11.9%	13.0%

合规提示:

- 1、截至 2017 年 9 月 8 日，我公司无担任企业在全国中小企业股份转让系统的推荐挂牌商，按照相关规定，特此披露。
- 2、截至 2017 年 9 月 8 日，我公司担任【835185 贝特瑞】在全国中小企业股份转让系统的做市商或曾为相关企业提供做市服务且未公告退出，按照相关规定，特此披露。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司的自营部门以及其他投资或业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的业务决策，上述业务决策是其经独立研究分析的行为，而非依据本研究报告做出，也不表示我公司对该证券的观点或对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。