

国内锂电池负极材料市场佼佼者

2016年7月25日

新三板研究

商业模式

——贝特瑞商业模式解析

杨若木	化工研究员	电话：010-66554032	执业证书编号：S1480510120014
岳鹏	新三板研究员	电话：010-66554013	
张高艳	新三板研究员	电话：010-66554030	
韩宇	新三板研究员	电话：010-66554131	

1. 公司情况

1.1 主营业务

深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司（835185.00，以下简称“公司”）主营业务为锂离子二次电池用新能源材料专业化生产，集基础研究、产品开发、生产销售于一体。主要产品为锂离子电池负极材料、正极材料，天然鳞片石墨，石墨加工制品等。

1.2 业绩表现

2012年公司营业收入为77345万，同比增长32.89%；2013年公司营业收入为93079万，同比增长20.34%；2014年公司营业收入为122897万，同比增长32.04%；2015年公司营业收入为150102万，同比增长22.14%。2012年公司归属母公司股东净利润为5470万，同比增长19.36%；2013年公司归属母公司股东净利润为8830万，同比增长61.44%；2014年公司归属母公司股东净利润为12549万，同比增长42.11%；2015年公司归属母公司股东净利润为17742万，同比增长41.38%。

图 1：公司营业收入及增速

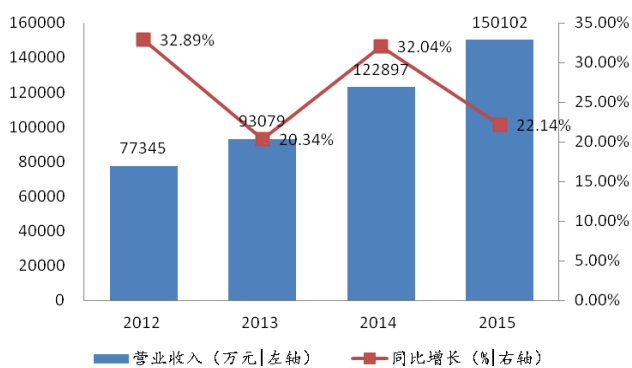
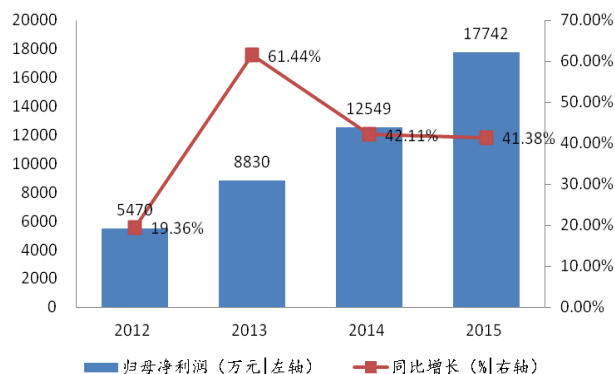


图 2：归母净利润及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 发展战略

贝特瑞坚持以市场为导向，以客户为中心；以“领先、聚焦、坚持、开放”作为企业经营原则；以“差异化、高品质、增值服务”作为经营理念，追求客户价值最大化。经过十年的努力，贝特瑞现已发展成为锂离子负极材料行业市场占有率全球排前列的行业领先企业。公司根据客户的产品需求，结合自身行业领先的研发能力和生产技术，快速制定技术解决方案并形成最终产品，保证产品符合客户需求，并获取利润；同时，贝特

瑞通过自主研发的方式改进产品的性能、提高产品的质量，形成符合市场需求的新产品，并将新产品推向客户群体，以保证贝特瑞产品的溢价能力。

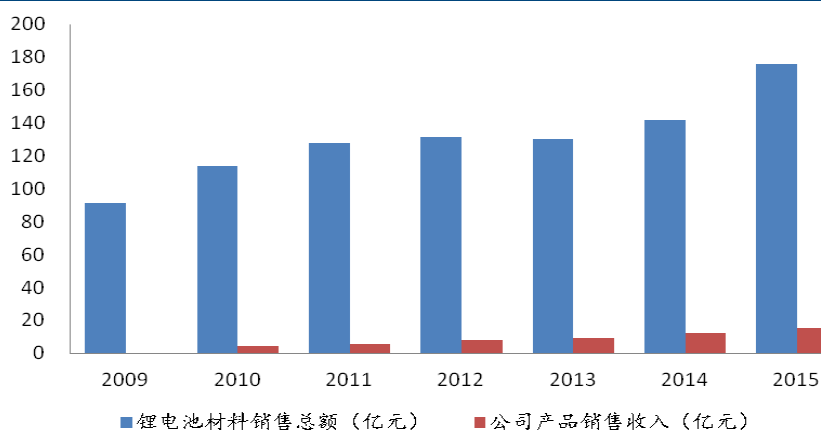
2. 公司亮点

2.1 运营模式

- **全球锂离子电池负极材料行业龙头，拥有负极材料完整价值产业链**
 - ◆ 全国布局锂离子电池负极材料重要原料——石墨的完整价值产业链：形成了东北、华北、华南锂电池负极材料垂直产业链布局。贝特瑞通过对上游资源的整合，储备了战略性资源优化了原材料供应、产品生产等一系列环节的资源配置，形成了贝特瑞核心竞争力之一。
 - ◆ 公司注重产品研发投入，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，公司锂离子负极材料行业市场占有率全球排前。
- **加强产业整合力度，寻找新增长领域**
 - ◆ 贝特瑞自设立以来一直致力于锂电池材料的研发、生产及销售业务，在巩固发展锂离子电池负极材料等主营业务的基础上，兼顾发展锂离子动力电池用正极材料、新型负极材料、石墨原材料等增长业务。
 - ◆ 投资芳源环境，该公司是一家专业从事镍、铜、钴等有色金属资源综合利用的企业。与芳源环境合作开发三元正极材料，优势互补，强强发力，未来公司在三元正极材料业务方面表现可。

2.2 市场地位

图 3：公司产品销售收入及行业总额



资料来源：wind, 锂电池材料, 东兴证券研究所

性价比提高、政策支持促进行业迅速发展：

随着产业规模提升，材料国产化，以及技术日趋成熟，锂离子电池成本将逐步降低，我国的锂离子电池产品的主要消费领域已不再仅是电子数码产品，在动力电池和储能领域也崭露头角。而另一方面，伴随着世界各

国对新能源的愈发重视的大环境的到来，国务院办公厅明确指出贯彻落实发展新能源汽车的国家战略，新能源汽车需求量的增长，对于锂电池的材料拉动作用会越来越大，将促进锂电池材料行业的发展。

公司为全球最主要的锂离子电池负极材料供应商之一：

贝特瑞为全球最主要的锂离子电池负极材料供应商之一，是锂离子电池石墨类负极材料国家标准的主起草单位。其负极材料产能 3 万吨/年，占全国总产能的 30%。公司 2015 年营业收入达 15 亿元，且连续三年，营业收入增长超 20%。

2.3 市场渠道

贝特瑞为全球最主要的锂离子电池负极材料供应商之一，是锂离子电池石墨类负极材料国家标准的主起草单位。其负极材料产能 3 万吨/年，占全国总产能的 30%。公司 2015 年营业收入达 15 亿元，且连续三年，营业收入增长超 20% 市场渠道。贝特瑞产品销售分为外销和内销，销售方式为直销。客户遍布国内外，主要客户包括三星、LG、松下、比亚迪、天津力神、合肥国轩、光宇电源等。其中，三星、松下、LG 等海外客户均为公司长期合作的战略客户。主要客户多为大厂商，整体实力较强，信誉度较好，产品质量、技术水平相对较高。使公司的高质量产品在其供应商中竞争优势明显。

2.4 技术壁垒

贝特瑞的技术研发能力行业领先。公司共获得专利 115 项，国家重点新产品 5 项，拥有自主研发的球形化技术、提纯技术、热处理技术等行业领先的负极材料生产技术和研发能力，其生产出的负极材料产品，在首次放电容量、首次效率、压实比、循环寿命 500 次容量比率方面具备国际领先水平。

同时贝特瑞采用自主研发、与客户共同研发、与高校合作研发的研发模式，开发客户定制性产品，前瞻性产品。使公司不仅在常规负极材料方面的持续领先，并且在下一代的锂离子电池正负极材料研究方面处于国际先进水平，为公司在下一代新型储能材料市场竞争中赢得更大的技术优势和市场空间。

3. 同行业标的对比

目前，贝特瑞负极材料产能 3 万吨/年，占全国总产能的 30%，遥遥领先其他企业。在锂电池材料生产行业中，上市公司杉杉股份 (600884.SH) 主营产品之一，锂电正极材料占有该行业 17% 的市场份额，是该行业市场龙头，该公司于 1999 年开始进入锂电池负极材料领域，其所占市场份额仅次于贝特瑞，下游需求来源一致性较高，具有较强可比性。

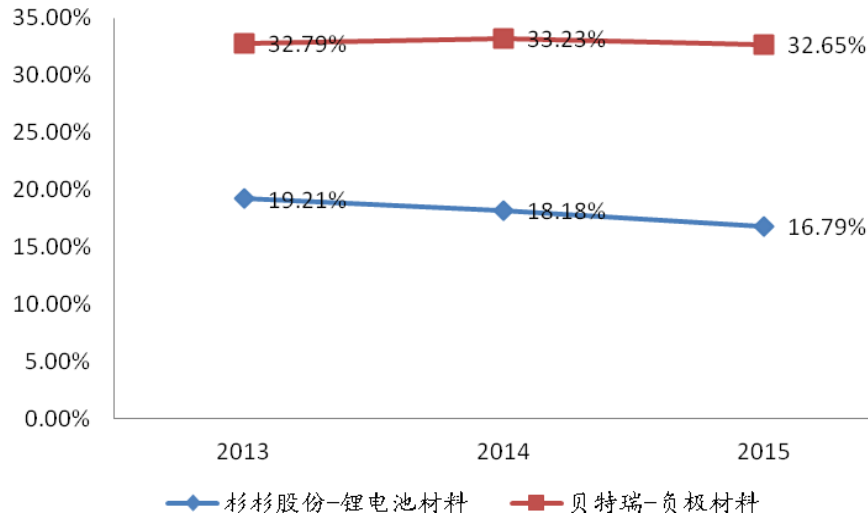
表 1：公司与同行业相关标的对比

	杉杉股份 (600884.SH)	贝特瑞 (835185.OC)
一、财务指标		
2013-2015 年营收 (百万元)	4047.92 / 3658.99 / 4302.30	930.79 / 1228.97 / 1501.02
2013-2015 年增长率 (%)	7.78% / -9.61% / 17.58%	20.34% / 32.04% / 22.14%
2013-2015 年净利润 (百万元)	155.00 / 328.53 / 677.47	93.26 / 133.68 / 184.29
2013-2015 年增长率 (%)	12.67% / 111.96% / 106.21%	/ 43.34% / 37.86%
市值 (百万元)	19345.24	5628.9
净资产收益率 (%)	13.85%	12.02%

每股收益(元)	1.62	2.04
PE	29.05	31.73
PB	4.02	3.81
PS	4.32	3.75
二、产品特点		
主要产品	人造石墨负极材料、天然石墨负极材料、 中间相炭微球、硬碳和软碳等	天然石墨负极材料、人造石墨负极材料、 中间相炭微球和复合石墨负极材料等
主要产品优势	人造石墨：一致性好、循环性能、安全性 能、大倍率充放电效率、与电解液相容性 好	天然石墨：我国石墨资源丰富，具有成本 优势，比能量、导电性能好
主要产品原料	针状焦、沥青、煅后焦	主要原料为：石墨矿石、鳞片石墨、球形 石墨，三者呈上下游原材料关系
主要产品用途	大容量的车用动力电池和倍率电池	小型锂电池和手机锂电池
三、业务布局新方向		
新业务布局内容	硅碳复合负极材料、钛酸锂、石墨烯等新 型负极材料	软碳系列、新型 Si 基复合材料、钛酸锂、 硅碳合金负极材料、石墨烯等新型负极材 料
新业务板块业绩表现	在硅-碳负极材料、软碳、钛酸锂等新型负 极项目有一定的进展，其中硅负极材料进 入中试阶段。2014 年以来已经在硅、石墨 烯材料领域累计发布了 10 余项专利声明	第一代 BSCN、BISO、SiO-C 已实现持 续批量供货；第二代硅碳 BLSN 产品已经 入量产阶段；第三代高容量、高效率 CSC-3 也已经完成小试，目前已经进入中 试阶段

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 4：杉杉股份、贝特瑞主营产品毛利率对比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为 5 分，总计 25 分，公司总得分为 20 分，核心竞争力强

表 2：公司波特五力模型分析

贝特瑞（835185）：波特五力模型分析	
潜在进入者（4）	一方面，公司通过对上游布局原材料产业链、下游锂电池材料多产品经营等方式，不断寻求上下游产业整合，形成规模经济，降低了成本；另一方面，下游锂电池厂商对锂电池负极材料的技术、性能指标要求更高，未来负极材料将会朝着高比容量、高充放电效率、高循环性能和较低的成本方向发展。因此，可竞争的规模优势和技术门槛，将成为进入该行业的两大障碍。
买方议价能力（4）	在锂电池产业链激烈的竞争环境中，锂电池制造公司因其整体实力较强，竞争优势明显，形成了行业集中度较高的情况，这也因此导致贝特瑞客户集中程度较高的现象。且公司主要客户为海外知名企业，国外客户整体规模较大、议价能力强，加之负极材料市场竞争激烈、下游低价格的锂电池需求量上升，产品价格有下降风险。
卖方议价能力（4）	公司产品的主要原材料为天然石墨，公司现拥有郎家沟石墨矿的采矿权。并且，公司拥有负极材料完整价值产业链，鸡西、山西、惠州、天津生产基地为产品提供上游原材料。
替代品的威胁（4）	一方面，随着国家政策指引，动力电池驱动效应在锂电池产业的显现，锂电池制造产业发展重心进一步向我国转移；另一方面，技术创新步伐逐步加快，锂电池产业整合力度持续加，使得锂电池性价比逐步提高。未来锂电池需求的必将爆发式增长，各类负极材料需求越加巨大，未来产品可替代风险小。

同业竞争程度 (4)	目前国内锂电池负极材料生产企业众多, 超过 50 家, 其中贝特瑞和杉杉股份为第一梯队, 处于国内行业领先地位。第二梯队相互之间差距不大, 其余多为规模小、技术水平低的企业。未来几年, 国内负极生产企业的竞争主要体现在第二梯队企业对第一梯度企业的追赶, 以及第一梯度企业间的竞争, 行业集中度将进一步提高, 行业内企业面临较大的市场竞争风险。
总分 (20)	公司业务布局全产业链, 产品和技术储备丰富, 核心竞争力强。

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5. 风险因素

行业集中度的提高, 易引发较大市场竞争风险。

随着国家产业政策指引, 以及新能源汽车行业的快速发展, 锂电池材料行业必将吸引众多新加入企业。加之, 伴随着现有负极材料厂家纷纷扩大产能, 一方面有可能引发锂电负极材料产能过剩, 另一方面可能导致同业企业纷纷压低价格, 寻求价格优势。

6. 总体结论

作为国内锂电负极材料龙头企业, 贝特瑞坚持以市场为导向, 以客户为中心。公司全国布局石墨资源, 拥有石墨加工全产业链和下游新能源材料深加工生产基地, 在负极材料生产的各个环节全面布局。同时, 发力锂电池正极材料, 为公司业绩寻找新增长极。今后, 随着锂电池市场需求爆发, 公司自身强大的技术优势和已形成的品牌优势, 必将带来更多盈利增长。

7. 附注: 技术或产品注释

锂离子电池用材料: 锂离子电池中所包括的材料, 主要由正极、负极、电解质、隔膜、正极引线、负极引线、中心端子、绝缘材料、安全阀、PTC (正温度控制端子)、电池壳等组成。

负极材料: 用于锂离子电池负极上的储能材料

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

岳鹏

中科院机器人学硕士，3年机器人研发及管理经验，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

张高艳

张高艳，清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。