



行業定期研究報告

新能源行業

鋰電池行業點評報告

2018年9月21日

先進製造研究部副總監：譚瀟剛

中國科學技術大學博士，知名券商背景，兼備理工/金融複合背景和跨一、二級市場研究視角；專注新能源汽車產業鏈，深度挖掘鋰電池材料、回收、設備等細分領域機會。

電話：0755-83068383-8033

E-mail:tanxiaogang@jiyechangqing.cn

感謝實習生陳鵬飛、孟雯博對本報告的貢獻。

相關報告

【鋰電池設備行業專題報告】設備技術構築競爭壁壘，整線和專一雙模式擴張各領風騷
-----2018年8月22日

基業常青經濟研究院攜國內最強大的一級市場研究團隊，專注一級市場產業研究，堅持“深耕產業研究，助力資本增值，讓股权投资信息不對稱成為歷史”的经营理念，幫助資金尋找優質項目，幫助優質項目對接資金，助力上市公司做強做大，幫助地方政府產業升級，為股权投资機構發掘投資機會，致力於開創中國一級市場研究、投資和融資的新格局！

特別聲明：

作者保證本報告中的信息均來源於合規的渠道，研究邏輯力求客觀、嚴謹；報告的結論是在獨立、公正的前提下得出，並已經清晰、準確地反映了作者的研究觀點。除特別聲明的情況外，在作者知情的範圍內，本報告所研究的公司與作者無直接利益相關。特此聲明。

新三板鋰電池產業鏈2018半年報解讀：行業需求強勁，盈利空間縮水

●需求旺盛驅動營收增長，行業進入洗牌期淨利潤下滑明顯

2018上半年，下游新能源車銷量持續增長驅動鋰電池需求繼續走高；補貼退坡、競爭加劇令行業進入洗牌期，企業利潤滑坡。新三板鋰電池產業鏈83家企業總計實現營收138.32億元，平均營業收入1.67億元，同比增長25.30%；實現平均歸母淨利潤1197萬元，同比下降26.15%。

●細分領域盈利分化，產能過剩加速行業洗牌利好頭部企業

我們將鋰電產業鏈分為鋰電材料、鋰電設備、BMS等多個細分領域。2018上半年，競爭加劇加速行業洗牌，多數新三板非頭部的鋰電池產業鏈企業都出現了不同程度的業績下滑跡象，淨利潤、毛利率和ROE指標紛紛下挫。但在鋰電輔材領域，企業表現出較好的盈利性，其中以嘉元科技業績表現最為亮眼。

●賬期錯配致使現金流承压，電芯龍頭供應商回款情況欠佳

鋰電池產業鏈資金鏈承压，上下游賬期錯配問題顯著。2018上半年，30家鋰電池產業鏈企業經營現金流淨額為正，53家經營現金流淨額為負數。特別地，CATL、BYD等電芯龍頭議價能力較強，其上游供應商的賬期往往會更長，回款速度更慢，令部分細分行業現金流情況不佳。

●鋰電池產業鏈企業存貨應收同時放大，運營效率小幅下滑

鋰電池產業鏈企業出現了較多的存貨囤積，且賬面出現了大量應收賬款。具體來看，2018上半年，23家鋰電企業存貨/營收比例大於1，28家企業應收/營收大於1，相比去年同期都有一定幅度的上升，存貨和應收賬款同時放大表明全產業鏈的運營效率有所下滑。

●分別從營業收入、歸母淨利潤、淨資產收益率、銷售淨利率等多個指標對83家新三板鋰電池產業鏈企業進行分析

(1) 營業收入TOP5：金川科技、杉杉能源、貝特瑞等5家企業；金川科技營業收入達27.9億元排名第一。

(2) 營收同比增長率TOP5：凱納股份、芳源環保、科碩科技等5家企業；凱納股份排名首位，營收增速為1771.51%。

(3) 歸母淨利潤TOP5：杉杉能源、貝特瑞、金川科技等5家企業；杉杉能源歸母淨利潤高達30,416.41萬元，奪得頭籌。

(4) 歸母淨利潤同比增長率TOP5：芳源環保、超音速、迈奇化學等5家企業；芳源環保以5517.40%的增速領跑行業。

(5) 淨資產收益率TOP5：恒美股份、武漢藍電、賽驕陽等5家企業；恒美股份淨資產收益率為23.52%行業最高。

(6) 銷售淨利率TOP5：武漢藍電、寧新新材、丰江電池等5家企業；武漢藍電排名第一，淨利率為54.58%。

●推薦關注的5家新鋰電池產業鏈企業

1. 貝特瑞 (835185)：行業領先的正負極材料綜合供應商。
2. 杉杉能源 (835852)：專注鋰電正極領域的優秀新三板企業。
3. 芳源環保 (839247)：兼具回收與三元前驅體技術，供貨松下。
4. 嘉元科技 (833790)：深耕動力電池銅箔的行業領軍企業。
5. 金川科技 (837205)：國內鈷金屬冶煉的新三板龍頭企業。

●風險提示：

政策風險；行業競爭風險；技術研發風險；市場需求風險；實時更新 日更千篇

敬請閱讀正文之後的免責條款部分

深耕產業研究 助力資本增值



內容目錄

1 新三板锂电池产业链增营收降利润，各细分领域经营质量逐渐分化....	4
1.1 需求旺盛驱动营收增长，行业进入洗牌期净利润下滑明显.....	4
1.2 细分领域盈利能力分化，产能过剩加速行业洗牌利好头部企业.....	5
1.3 账期错配致使现金流承压，电芯龙头供应商回款情况欠佳.....	7
1.4 锂电池产业链企业存货应收同时放大，运营效率小幅下滑.....	8
2 新三板锂电池产业链企业排行榜：TOP5.....	9
2.1 营业收入与同比增速 TOP5.....	9
2.2 归母净利润与同比增速 TOP5.....	10
2.3 净资产收益率 TOP5.....	10
2.4 销售净利率 TOP5.....	11
3 推荐重点关注 5 家锂电池产业链企业.....	11
3.1 贝特瑞（835185）：行业领先的正负极材料综合供应商.....	11
3.2 杉杉能源（835852）：专注锂电正极领域的优秀新三板企业.....	12
3.3 芳源环保（839247）：兼具回收与三元前驱体技术，供货松下.....	13
3.4 嘉元科技（833790）：深耕动力电池铜箔的行业领军企业.....	14
3.5 金川科技（837205）：国内钴金属冶炼的新三板企业龙头.....	15
4 风险提示.....	16



圖表目錄

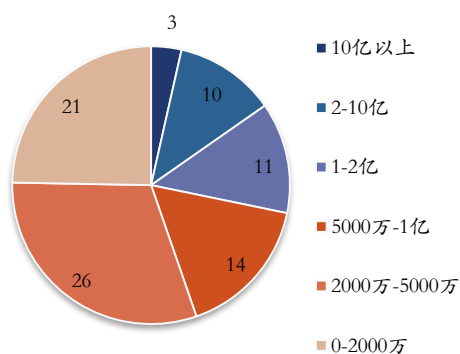
圖表 1 新三板锂电企业 13 家营业收入超 2 亿	4
圖表 2 新三板锂电企业 12 家归母净利润超 2000 万	4
圖表 3 逾 6 成新三板锂电企业营收同比上升	4
圖表 4 超过半数的新三板锂电企业亏损或者净利润下降	4
圖表 5 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业营业收入变动情况	5
圖表 6 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业归母净利润变动情况	6
圖表 7 2018-1H 超过 6 成三板锂电企业毛利率低于 30%	6
圖表 8 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业毛利率变动情况	6
圖表 9 新三板锂电池企业 7 家 ROE 增长超 10%	7
圖表 10 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业 ROE 变动	7
圖表 11 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业经营性现金流变动情况	7
圖表 12 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业经营性现金流净额企业数	7
圖表 13 新三板锂电池企业 55 家经营性现金流入/营业收入>1	8
圖表 14 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业经营性现金流入/营业收入	8
圖表 15 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业平均存货/营业收入变动情况	9
圖表 16 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业应收账款/营业收入变动情况	9
圖表 17 新三板锂电池企业营业收入 TOP5	9
圖表 18 新三板锂电池企业营业收入同比增速 TOP5	10
圖表 19 新三板锂电池企业归母净利润 TOP5	10
圖表 20 新三板锂电池企业归母净利润同比增速 TOP5	10
圖表 21 新三板锂电池企业净资产收益率 TOP5	11
圖表 22 新三板锂电池企业销售净利率 TOP5	11
圖表 23 贝特瑞核心竞争力	12
圖表 24 贝特瑞营收情况 (万元)	12
圖表 25 贝特瑞归母净利润情况 (万元)	12
圖表 26 杉杉能源核心竞争力	12
圖表 27 杉杉能源营收情况 (万元)	13
圖表 28 杉杉能源归母净利润情况 (万元)	13
圖表 29 芳源环保核心竞争力	13
圖表 30 芳源环保营收情况 (万元)	14
圖表 31 芳源环保归母净利润情况 (万元)	14
圖表 32 嘉元科技核心竞争力	14
圖表 33 嘉元科技营收情况 (万元)	15
圖表 34 嘉元科技归母净利润情况 (万元)	15
圖表 35 金川科技核心竞争力	15
圖表 36 金川科技营收情况 (万元)	15
圖表 37 金川科技归母净利润情况 (万元)	15

1 新三板锂电池产业链增营收降利润，各细分领域经营质量逐渐分化

1.1 需求旺盛驱动营收增长，行业进入洗牌期净利润下滑明显

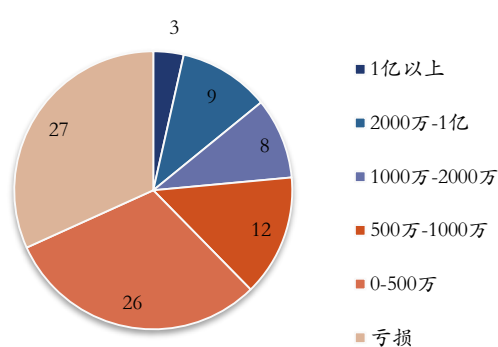
截至 2018 年 9 月 19 日，新三板锂电池产业链 83 家企业披露 2018 年半年度报告，总计实现营收 138.32 亿元，平均营业收入 1.67 亿元；其中有 3 家企业营收规模超过 10 亿，13 家企业营收规模超过 2 亿；归母净利润总计 9.93 亿元，平均归母净利润为 1197 万元，共 58 家企业盈利，占比 69.88%，其中有 12 家企业归母净利润超 2000 万元。

图表 1 新三板锂电企业 13 家营业收入超 2 亿



资料来源：iFind，基業常青

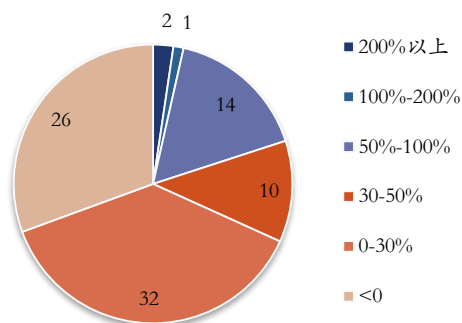
图表 2 新三板锂电企业 12 家归母净利润超 2000 万



资料来源：iFind，基業常青

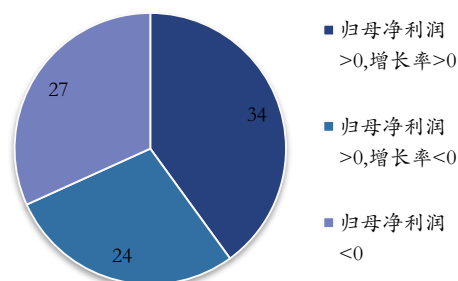
相比 2017 年中报业绩，2018 上半年锂电产业链企业平均营收同比增长 25.30%，平均归母净利润同比下降 26.15%。受益于新能源汽车销量持续增长，锂电池需求量持续走高，超过 6 成的新三板锂电企业营收同比增长。但是受到行业竞争加剧、产能过剩和补贴退坡等因素的影响，企业的盈利空间被大幅挤压，超过半数的新三板锂电产业链企业利润出现了滑坡或者亏损。

图表 3 逾 6 成新三板锂电企业营收同比上升



资料来源：iFind，基業常青

图表 4 超过半数的新三板锂电企业亏损或者净利润下降



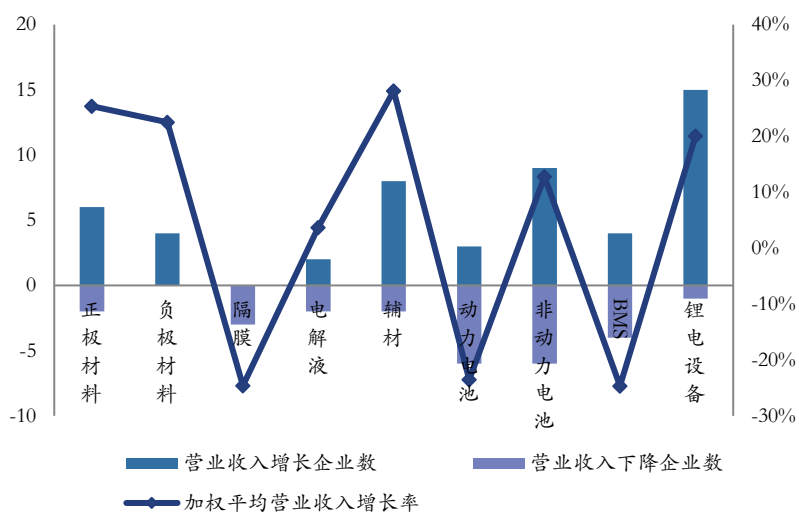
资料来源：iFind，基業常青

1.2 細分領域盈利能力分化，產能過剩加速行業洗牌利好頭部企業

我們將锂电產業鏈細分為四大锂电材料（正極、負極、隔膜、電解液）、電芯、輔材、BMS 和锂电設備等細分領域（上游原料和 PACK 廠的三板公司數量有限，故不做單獨統計），並將各細分領域內的新三板企業的營業收入、歸母淨利潤和毛利率變動情況進行梳理和分析。

（1）營業收入：受益於下游新能源車銷量的持續增長，整個锂电行業需求仍然處於上升通道，但三板企業的部分細分領域營收仍出現了不同程度的滑坡。正、負極的技術持續進步保證了下游穩定的需求；輔材企業中，動力電池銅箔的領先企業嘉元科技進一步擴大市場份額，營收同比增長 75%，貢獻了锂电輔材領域超過 56% 的營收增量；锂电設備行業得益於下游大型電池廠的擴產而繼續高速增長。但是隔膜、動力電池等行業均出現了產能過剩而加速了行業洗牌導致產品價格大幅下跌；加上行業龍頭效應進一步放大，新三板公司的業績遭受頭部企業擠壓，因此部分領域的營收出現了下滑。

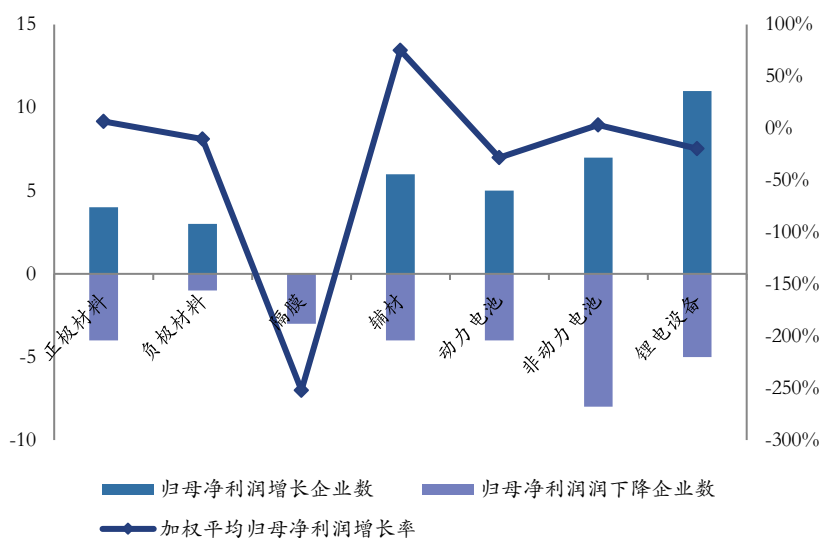
圖表 5 2018-1H 新三板锂电產業鏈各細分領域企業營業收入變動情況



資料來源：iFind，基業常青

（2）歸母淨利潤：2018 新三板锂电產業鏈平均盈利能力下降顯著，多數細分領域出現大量虧損企業，唯锂电輔材行業繼續快速增長。2018 年新能源汽車補貼進一步退坡，降價壓力向上游锂电產業鏈傳導，嚴重影響了全行業的淨利潤；另一方面，行業產能過剩導致部分細分領域進入行業洗牌期，行業訂單也逐漸向上市的龍頭企業集中，導致眾多中小企業迫於生存壓力大幅降價以維繫經營。唯一增長較快的是輔材行業，而其中锂电銅箔的領軍三板企業嘉元科技貢獻了約 50% 的全行業淨利潤增量。

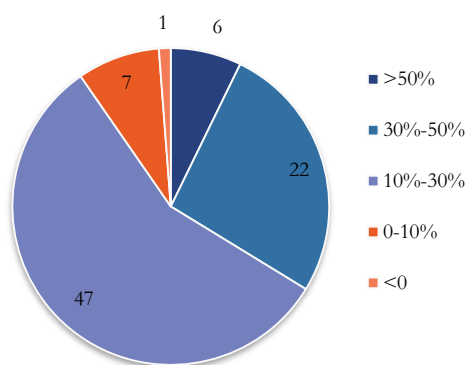
图表 6 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业归母净利润变动情况



资料来源：iFind，基业常青

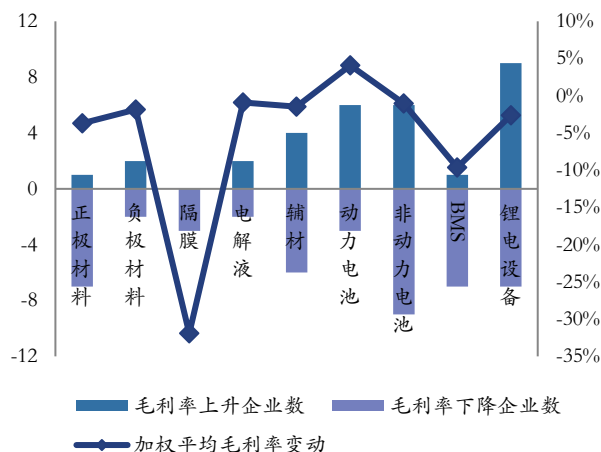
(3) 毛利率：2018 年上半年，52 家新三板锂电产业链企业的毛利率低于 30%，相比 2017 上半年增加了 3 家，产业链竞争有加剧趋势。具体来看，除了动力电池行业毛利率略有上升外，其他细分领域的毛利率均呈下降趋势，反映了锂电产业链整体盈利能力的下降。动力电池行业位于行业中下游，议价能力较强，通过将降价压力向上传导实现降成本，因此毛利略微上升；但是其行业净利率从 2017 年上半年的 6% 下降到 2018 上半年的 5.61%。

图表 7 2018-1H 超过 6 成三板锂电企业毛利率低于 30%



资料来源：iFind，基业常青

图表 8 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业毛利率变动情况

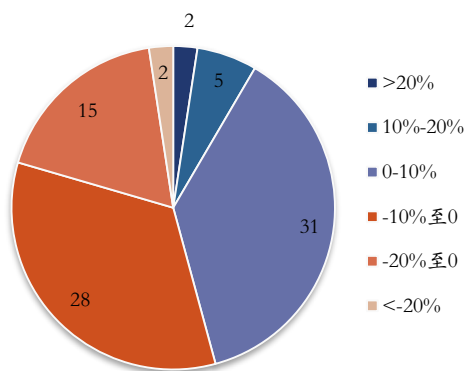


资料来源：iFind，基业常青

(4) ROE：根据 2018 年上半年财报统计的净资产收益率来看，约 46% 的企业股东回报为正，其中有 2 家企业的 ROE 超过 20%；从细分行业来看，电解液领域的 ROE 上升最为明显，主要是松石科技与金晖股份的净利润出现增长，使得该领域平均利润扭亏为盈，实现 ROE 增长。隔膜行业由于产能过剩，净利润骤降，因此 ROE 下滑幅度也最高；正极材料行业 ROE 下降主要

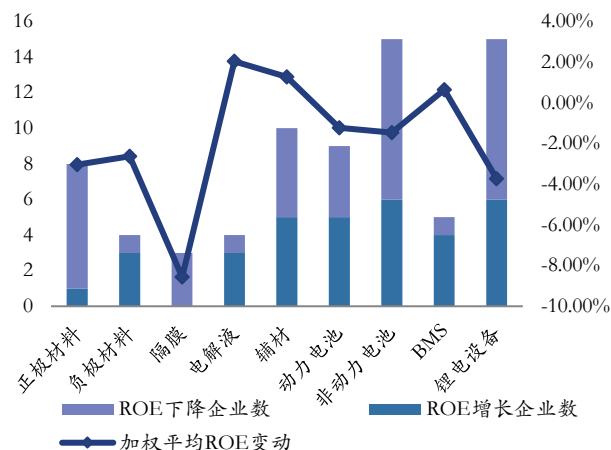
是因为以杉杉能源为首的大量正极企业进行了股权融资，股本的增大驱使ROE的降低。

图表 9 新三板锂电池企业仅 7 家 ROE 增长超 10%



资料来源：iFind，基業常青

图表 10 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业 ROE 变动

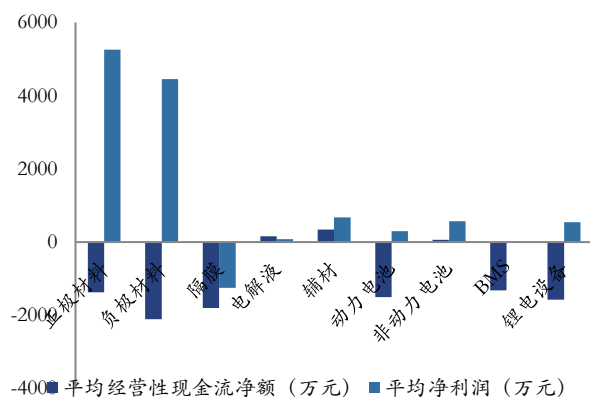


资料来源：iFind，基業常青

1.3 账期错配致使现金流承压，电芯龙头供应商回款情况欠佳

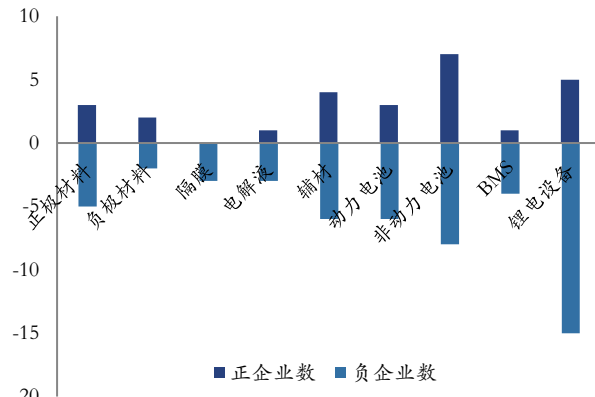
(5) 现金流量情况——经营性现金流净额：根据 2018 年上半年财报统计的经营性现金流净额来看，30 家经营现金流净额为正，53 家经营现金流净额为负数，产业现金流紧张，企业回笼资金的能力较差；具体来看，正负极材料、隔膜、动力电池、BMS 和锂电设备行业经营净现金流净额为负，主要是因为全产业链资金紧张，上下游账期错配，因此这些领域的现金流呈现高度承压状态。锂电辅材领域回款质量继续领跑所有细分领域，嘉元科技、联盛化学、方林科技等企业经营现金流均高于行业平均水平。

图表 11 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业经营性现金流变动情况



资料来源：iFind，基業常青

图表 12 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业经营性现金流净额企业数

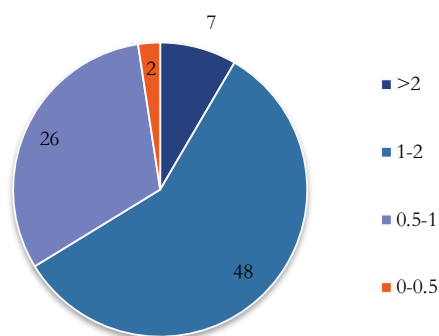


资料来源：iFind，基業常青

(6) 现金流量情况——经营性现金流入/营业收入：2018 上半年现金流入超过营业收入的共计 55 家企业，占比 66.27%，但是多数细分领域回款速度并不高。在所有细分领域中，正负极回款速度相对最慢，这是由于企业规模和

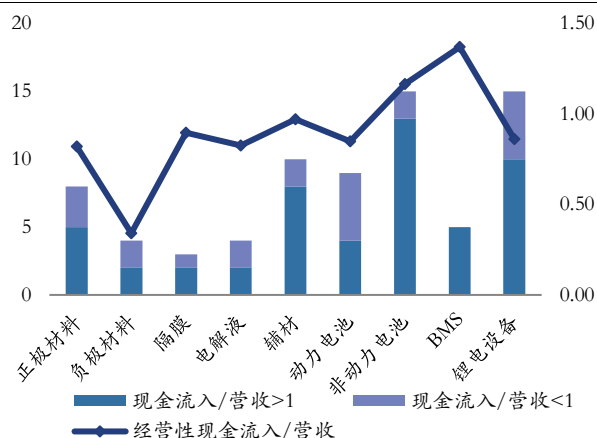
下游议价能力的差异所造成的。正负极材料的下游客户为电芯厂，而 CATL、BYD 等大型企业议价能力较强，因此体量较大的正负极材料企业如贝特瑞、杉杉能源等公司整体回款速度较慢，从而拉低了行业整体的回款速度。而 BMS 行业的经营现金流入/营收指标良好，更多是因为 BMS 行业整体营收下降所致。

图表 13 新三板锂电池企业 55 家经营性现金流入/营业收入大于 1



资料来源：iFind，基業常青

图表 14 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业经营性现金流入/营业收入



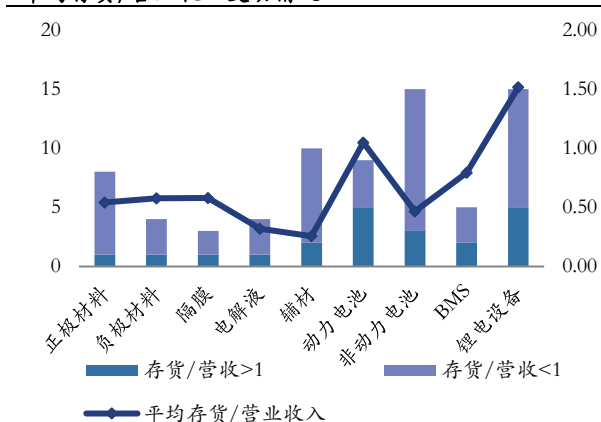
资料来源：iFind，基業常青

1.4 锂电池产业链企业存货应收同时放大，运营效率小幅下滑

(7) 运营能力——平均存货/营业收入：从存货角度来看，2018 上半年 23 家企业存货/营收比例大于 1，比去年同期多出 5 家企业，说明部分细分领域已经呈现了产能过剩的态势。其中，锂电设备和动力电池电芯属于相对存货量最高的两个细分，伴随着相关技术的不断升级，大量的存货囤积可能带来较高的减值风险。

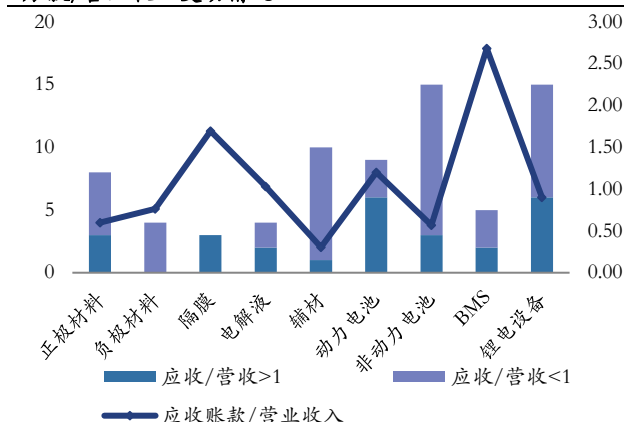
(8) 运营能力——应收账款/营业收入：从应收账款角度分析，2018 上半年锂电企业中 28 家企业的应收/营收超过 1，相比去年同期新增 1 家企业，许多企业账面存在大量应收账款。其中隔膜、电解液、BMS 和动力电池行业应收/营收比例均超过 1，一方面是隔膜等行业议价能力下降导致的账期拖长；另一方面是因为 BMS 等行业的营收下降所致。

图表 15 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业平均存货/营业收入变动情况



资料来源：iFind，基業常青

图表 16 2018-1H 新三板锂电池产业链各细分领域企业应收账款/营业收入变动情况



资料来源：iFind，基業常青

2 新三板锂电池产业链企业排行榜：TOP5

通过分别从营业收入及同比增长率、归母净利润及同比增长率、净资产收益率(ROE)、销售净利率等多个维度对 83 家新三板锂电池企业进行排名，我们优选出 2018 年上半年表现亮眼的前 5 名企业。

2.1 营业收入与同比增速 TOP5

在营收方面，总计有 13 家锂电池企业实现营收超过 2 亿，其中 3 家企业营收超过 15 亿元。金川科技（837205）营收 27.95 亿，为三板锂电池行业第一。

图表 17 新三板锂电池企业营业收入 TOP5

证券代码	证券简称	营业收入(万元)	营业收入(同比增长率)
837205	金川科技	279,522	66.13%
835930	杉杉能源	243,743	15.40%
835185	贝特瑞	153,427	20.98%
830809	安达科技	48,009	15.44%
833757	天力锂能	46,694	60.10%

资料来源：iFind，基業常青

在营收增长率方面，总计有 56 家锂电池企业实现营收增长，其中 3 家企业相比去年同期的营收增长率超过 100%。凯纳股份（836410）以 1771.51% 的营收增速高居榜首。

图表 18 新三板锂电池企业营业收入同比增速 TOP5

证券代码	证券简称	营业收入(万元)	营业收入(同比增长率)
836410	凯纳股份	939.24	1771.51%
839247	芳源环保	26,958.18	343.27%
430571	科硕科技	1,415.30	167.60%
838365	沃格股份	3,427.68	88.15%
833753	超音速	2,457.87	86.01%

资料来源：iFind，基業常青

2.2 归母净利润与同比增速 TOP5

2018 年上半年 83 家锂电池企业总计有 56 家企业盈利，占比 67.47%，归母净利润总额达 10.147 亿元，平均归母净利润为 1222.54 万元。其中 5 家企业归母净利润超过 5000 万元，杉杉能源（835930）的归母净利润为 30,416.41 万元，位居新三板锂电企业之首。

图表 19 新三板锂电池企业归母净利润 TOP5

证券代码	证券简称	归母净利润(万元)	归母净利润(同比增长率)
835930	杉杉能源	30,416.41	10.52%
835185	贝特瑞	14,564.39	-6.49%
837205	金川科技	11,349.17	-74.62%
830809	安达科技	6,566.34	-10.59%
833790	嘉元科技	5,012.83	35.53%

资料来源：iFind，基業常青

2018 年上半年 83 家锂电池企业总计有 42 家企业归母净利润增长，共有 19 家企业归母净利润增速实现 100%以上，其中芳源环保（839247）的归母净利润同比增速最快为 5517.40%。

图表 20 新三板锂电池企业归母净利润同比增速 TOP5

证券代码	证券简称	归母净利润(万元)	归母净利润(同比增长率)
839247	芳源环保	1,648.71	5517.40%
833753	超音速	542.57	5031.63%
831325	迈奇化学	718.68	605.41%
839090	山木新能	702.91	564.47%
838292	新卡奔	306.70	495.41%

资料来源：iFind，基業常青

2.3 净资产收益率 TOP5

从盈利能力来看，2018 年上半年 83 家锂电池企业中净资产收益率超过 20%的有 3 家，分别为恒美股份、武汉蓝电、赛骄阳，其中恒美股份（871578）以 23.52%的净资产收益率排名第一。

图表 21 新三板锂电池企业净资产收益率 TOP5

证券代码	证券简称	ROE	归母净利润(万元)	归母净利润(同比增长率)
871578	恒美股份	23.52%	404.24	96.81%
830779	武汉蓝电	23.35%	1,327.58	4.54%
839364	赛骄阳	20.99%	1,342.80	72.99%
835930	杉杉能源	19.29%	30,416.41	10.52%
870674	自立新材	18.43%	3,382.79	107.93%

资料来源：iFind，基業常青

2.4 销售净利率 TOP5

从毛利率来看，2018 年上半年 83 家锂电池企业中销售毛利率超过 20% 的有 8 家，超过 40% 的企业有 2 家，分别为武汉蓝电和宁新新材，其中武汉蓝电（830779）以 54.58% 的销售净利率排名第一。

图表 22 新三板锂电池企业销售净利率 TOP5

证券代码	证券简称	销售净利率	营业收入（万元）	营业收入(同比增长率)
830779	武汉蓝电	54.58%	2,432.49	12.51%
839719	宁新新材	41.22%	8,083.11	60.86%
837375	丰江电池	27.60%	14,826.53	49.23%
870102	金晖股份	24.96%	852.16	38.06%
832175	东方碳素	22.54%	10,996.26	38.48%

资料来源：iFind，基業常青

3 推荐重点关注 5 家锂电池产业链企业

综合行业趋势和营业收入、归母净利润、净资产收益率等多维度指标排名，我们推荐关注贝特瑞、芳源环保、杉杉能源、嘉元科技、金川科技等 5 家新三板锂电池产业链企业。

3.1 贝特瑞（835185）：行业领先的正负极材料综合供应商

贝特瑞主营业务为研发、生产和销售锂离子电池用材料，专注于新能源材料开发，国内第一家将天然石墨深加工产品用于锂离子电池的企业，拥有锂离子电池负极材料完整产业链。公司主要产品包括锂离子电池负极材料、正极材料、天然鳞片石墨以及石墨制品加工等。公司主要客户为三星、LG、松下、比亚迪、天津力神、合肥国轩、光宇电源等。



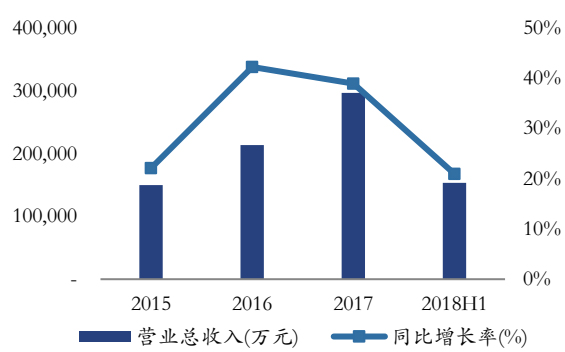
圖表 23 貝特瑞核心競爭力

競爭力	主要內容
技術優勢	貝特瑞擁有近三百人的專業研發團隊，擁有自主研發的球形化技術、提純技術、熱處理技術等行業領先的負極材料生產技術和研發能力，專利申請數量 246 件，其中 212 件國內申請和 34 件海外申請，涉及發明、實用新型。
產業鏈布局	公司擁有鶴西天然石墨產業鏈、山西/天津人造石墨產業鏈、深圳/惠州研發與高端製造平台；鶴西、山西、惠州、天津生產基地為產品提供上游原材料；深圳/天津/惠州生產基地整合資源、集中研發，生產製造出負極材料產品；最終形成了東北、華北、華南鋰電池負極材料垂直產業鏈布局。
品牌優勢	公司從 2000 年成立至今，經過 14 年產品技術研發沉淀、市場開拓積累，形成了“貝特瑞”品牌負極材料全系列產品，公司為全球最主要的鋰離子電池負極材料供應商之一，貝特瑞具備較強的市場規模優勢，全球主要鋰電池客戶均為公司客戶

資料來源：iFind，基業常青

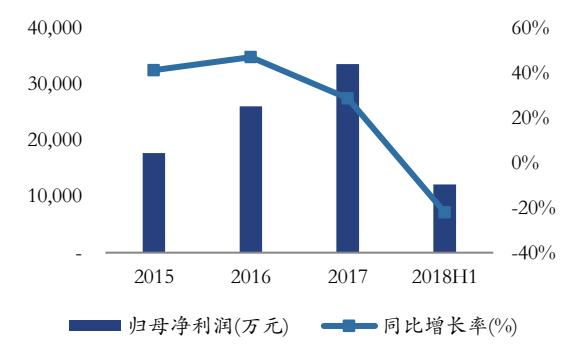
2018 年上半年，公司實現營業收入 15.34 億元，同比增加 20.98%，實現歸母淨利潤 1.21 億元，同比下降 22.04%。報告期內，公司正極業務下滑明顯，主要是磷鐵電池銷量下滑，NCA 電池未能按期投產；但是公司負極業績增長亮眼，硅碳負極訂單持續增加，未來有望持續放量。

圖表 24 貝特瑞營收情況（萬元）



資料來源：iFind，基業常青

圖表 25 貝特瑞歸母淨利潤情況（萬元）



資料來源：iFind，基業常青

3.2 杉杉能源（835852）：專注鋰電正極領域的優秀新三板企業

公司成立於 2003 年，主營業務為鋰離子電池正極材料的研發、生產與銷售，包括鈷酸鋰、鎳鈷錳三元正極材料、錳酸鋰正極材料以及其他如 NCA、LFP 等產品，主要應用於通訊設備鋰電池市場。公司產品主要銷往中國、韓國、日本、中國台灣等區域，客戶主要為國際國內知名鋰電電芯製造商，運用於各類數碼產品、電動工具、儲能、新能源汽車用鋰電池電芯。

圖表 26 杉杉能源核心競爭力

競爭力	主要內容
客戶優勢	公司成立於 2003 年，歷史經營期間內在行業內建立了良好的聲譽，公司下游客戶為電池製造商，電很多廠家由鉛酸電池生產廠家轉型做鋰離子電池，公司已經與多家行業排名靠前的電池電芯製造商建立了長期穩定的合作關係。

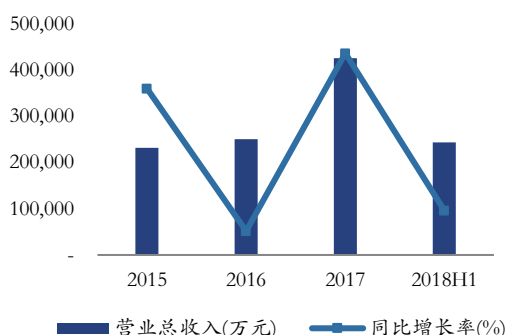
技術優勢

公司設有研究院，擁有省級企業技術中心、國家博士後科研工作站、省級院士工作站等科研平台，，目前已取得 9 項發明專利，公司通過“自主研發”、“產學研合作”模式提升公司的鋰離子電池正極材料研發製造水平。

資料來源：iFind，基業常青

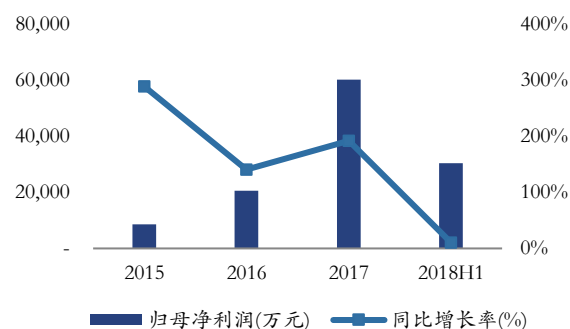
2018 年上半年，實現營業收入 24.37 億元，同比增加 15.40%，實現歸母淨利潤 3.04 億元，同比增加 10.52%。報告期內，公司加大研發投入，研發費用支出高達 9083.73 萬元，同比增加 1777.81%；同時公司進一步加大正極材料生產規模，2018 年 2 月價值 200 億元的年產能 10 萬噸正極材料產線正式投產，未來公司業績有望進一步向好。

圖表 27 杉杉能源營收情況（萬元）



資料來源：iFind，基業常青

圖表 28 杉杉能源歸母淨利潤情況（萬元）



資料來源：iFind，基業常青

3.3 芳源環保 (839247)：兼具回收與三元前驅體技術，供貨松下

芳源環保是一家專業從事鎳、鈷等廢棄金屬資源綜合利用的民營高科技企業。公司主營業務為含鎳、鈷廢物循環回收及鎳電池、鋰電池正極材料研發、生產及銷售業務。公司技術力量雄厚，與清華大學等高校展開合作，擁有多項核心專利。公司目前的主要產品是球形氫氧化鎳和三元前驅體，目前公司已經成功進入松下供應鏈。

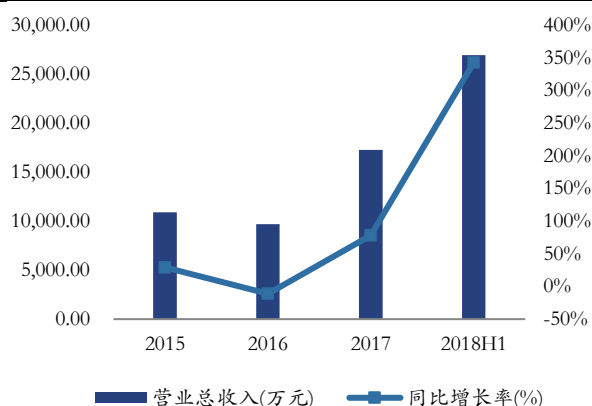
圖表 29 芳源環保核心競爭力

競爭力	主要內容
研發優勢	公司擁有 40 多人的專業研發團隊，其中，博士學歷 3 人，大學專科及以上學歷科技人員 37 人專業覆蓋化學、材料、工程、分析等學科領域。公司目前擁有國家發明專利 6 項，實用新型專利 4 項，計算機軟件著作權登記證書 6 項，正在申請中的發明專利 1 項。公司積極與中南大學、清華大學進行緊密合作，具有充足的研發人員儲備。
技術優勢	公司通過多年的研發及生產實踐，积累了丰富的利用含鎳、鈷廢棄資源生產電池正極材料的技術經驗。公司的正極材料生產突破了含鎳鈷廢料的溶解、深度淨化等關鍵技術；合成電池材料的过程中，突破了電池正極材料形貌調整等技術。
客戶優勢	公司專耕電池正極材料多年，建立了良好的客戶口碑，公司股東及戰略伙伴貝特瑞是目前全球最主要的鋰電池負極材料供應商之一，其在國際市場的地位及高端客戶資源方面具有較強的競爭力，為公司進入國際動力電池正極材料市場提供助力。

資料來源：iFind，基業常青

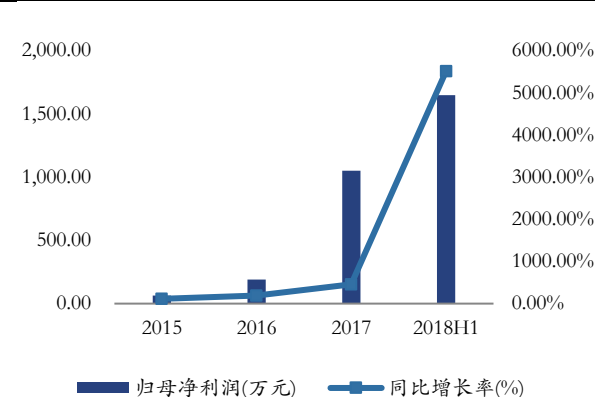
2018 年上半年，实现营业收入 2.69 亿，同比增加 343.27%，实现归母净利润 1,648.71 万，同比增加 5517.40%。公司利用纯熟的湿法冶金技术和三元前驱体制造技术已经成功量产了三元 NCM/NCA 前驱体，且 2018 上半年古井工厂已经正式进入生产阶段，公司三元前驱体产能进一步扩大，规模效应显著。

图表 30 芳源环保营收情况 (万元)



资料来源：iFind，基業常青

图表 31 芳源环保归母净利润情况 (万元)



资料来源：iFind，基業常青

3.4 嘉元科技 (833790)：深耕动力电池铜箔的行业领军企业

公司主营业务为：专注于 6~18μm 各类高性能电解铜箔的研究、生产和销售，产品主要应用于锂电池和印刷电路板。公司的销售采用直销为主，代理为辅的方式。主要客户包括宁德时代、东莞新能源、比亚迪、天津力神等。

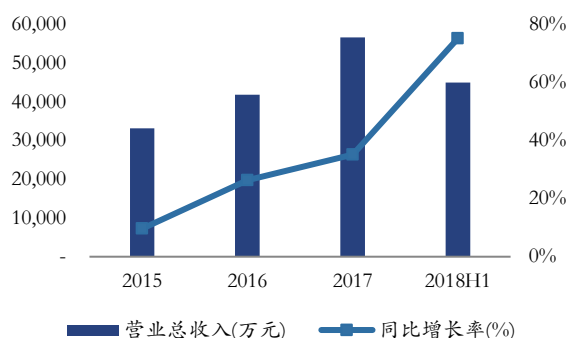
图表 32 嘉元科技核心竞争力

竞争力	主要内容
技术优势	公司自主研发的电解铜箔生产中溶铜的生产方法等专利技术，公司目前拥有 5 项发明专利、14 项实用新型专利，公司电解铜箔产品被授予“广东省名牌产品”。公司还与厦门大学、华南理工大学等科研院校建立“产学研”体系。
客户优势	公司紧跟行业发展的方向，开发多层化、薄型化、高密度化的电解铜箔产品，并借助在客户中的口碑宣传企业形象。公司拥有稳定的客户群体，与宁德时代、天津力神等行业内知名企业建立了稳定的合作关系。
质量优势	公司严格按照国家标准及企业自身质量控制制度组织生产、提供产品，获得了国际汽车工作组（IATF）颁 ISO/TS16949：2009 质量管理体系认证证书、清洁生产企业证书等。

资料来源：iFind，基業常青

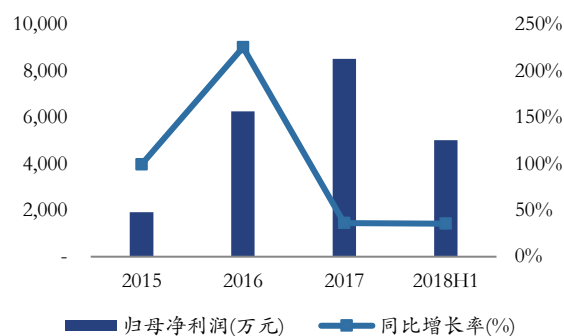
2018 上半年，公司营业收入 4.50 亿元，增速为 75.20%；归母净利润 5012.83 万元，增速为 35.53%。报告期内，公司三期年产能 6500 吨的铜箔技改项目投产，四期年产能 3500 吨技改项目试产，支撑公司业绩持续增长。未来公司的锂电铜箔业务比例进一步增长后，公司业绩有望继续向好。

图表 33 嘉元科技营收情况 (万元)



资料来源: iFind, 基业常青

图表 34 嘉元科技归母净利润情况 (万元)



资料来源: iFind, 基业常青

3.5 金川科技 (837205) : 国内钴金属冶炼的新三板企业龙头

公司主要从事钴金属冶炼及钴新材料产品的研发、生产及销售。公司生产的主要产品有: 四氧化三钴、电钴、超细钴粉, 目前以四氧化三钴和电钴为主, 同时公司还生产、销售少量硫酸镍液等伴生产品。

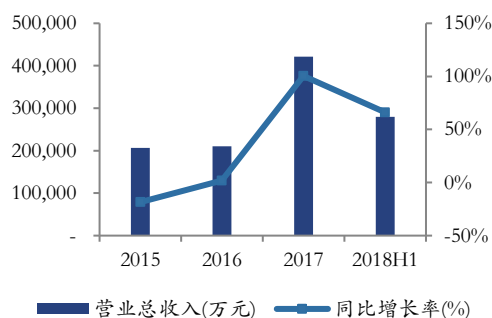
图表 35 金川科技核心竞争力

竞争力	主要内容
技术优势	公司通过自主研发、合作开发、对外引进并加以改进创新, 已经掌握具有自主知识产权的钴产品生产加工的核心技术, 是国内较早采用回转煅烧炉生产四氧化三钴的企业。
资源优势	公司间接控股股东金川集团股份有限公司拥有世界著名的超大型多金属共生硫化镍铜矿床, 钴金属保有资源量和可开发利用的钴资源储量均居国内首位。同时对部分矿山采取限产措施, 加强了对矿源的保护和利用延长了矿山服务年限, 使未来矿山的的服务年限延长到 50 年以上。
人才优势	公司在多年的发展过程中始终重视人才的引进和培养, 员工队伍素质较高: 有大量经验丰富的高级工程师与高技能人才, 处于国内有色行业的先进水平。

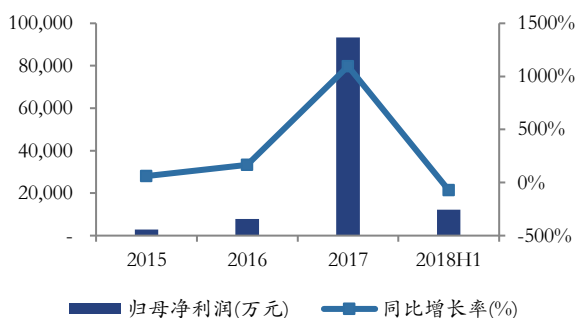
资料来源: iFind, 基业常青

2018 年上半年, 实现营业收入 27.95 亿元, 同比增长 66.13%; 实现归母净利润 1.22 亿元, 同比下降 72.64%。报告期内, 钴价先升后降, 因此公司产品平均售价高于去年同期。但是 5-6 月的钴价下行, 令公司计提了相当的存货跌价准备, 致使利润下行幅度较大。

图表 36 金川科技营收情况 (万元)



图表 37 金川科技归母净利润情况 (万元)





資料來源：iFind，基業常青

資料來源：iFind，基業常青

4 風險提示

(1) **政策風險**：下游新能源車的補貼逐漸退坡，降價壓力將會持續存在；若補貼退坡超预期，可能對全产业链造成較大衝擊。

(2) **行業洗牌風險**：以鋰電隔膜和動力電池電芯為首的鋰電企業出現了明顯產能過剩的情況，未來低端產能很可能被市場淘汰出清。



投資評級

類別	級別	定義
公司 投資 評級	推薦	企業未來發展前景看好，具有較高的投資價值和安全邊際
	謹慎推薦	企業未來發展有一定的不確定性，但仍具正向的投資價值
	中性	企業未來發展不確定性較大，投資價值尚不明朗
	回避	企業未來發展形勢嚴峻，不建議投資
	(不評級)	企業的相关信息資料較少，不足以給出評價
行業 投資 評級	推薦	預計下一個完整會計年度，行業規模增速為 20% 以上
	謹慎推薦	預計下一個完整會計年度，行業規模增速為 5%—20% 之間
	中性	預計下一個完整會計年度，行業規模變動幅度介於 ±5% 之間
	回避	預計下一個完整會計年度，行業規模降速為 5% 以上
	(不評級)	行業的相關數據不可得，或無法可靠預測

免責條款

本報告信息均來源於公開資料，我公司對這些信息的準確性和完整性不作任何保證。報告中的內容和意見僅供參考，並不構成對所述企業的投資決策。我公司及其僱員對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失概不負責。我公司或關聯機構可能會持有報告中所提到的企業的權益並進行交易，還可能為這些企業提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告版權歸基業常青經濟研究院所有，未經書面許可任何機構和个人不得以任何形式翻版、複製、刊登。

基業常青經濟研究院

基業常青經濟研究院攜國內最強大的一級市場研究團隊，專注一級市場產業研究，堅持“深耕產業研究，助力資本增值，讓股權投資信息不對稱成為歷史”的经营理念，幫助資金尋找優質項目，幫助優質項目對接資金，助力上市公司做強做大，幫助地方政府產業升級，為股權投資機構發掘投資機會，致力於開創中國一級市場研究、投資和融資的新格局。