

中国宝安 (000009.SZ) / 电力设备与新能源

证券研究报告/公司深度报告

2021 年 7 月 8 日

评级：增持(首次覆盖)

市场价格：17.38

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

电话：

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：陈传红

执业证书编号：S0740519120001

Email: chench@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2579
流通股本(百万股)	2551
市价(元)	17.38
市值(百万元)	45800
流通市值(百万元)	45200

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12004.4	10,594	14,595	20,352	27,729
增长率 yoy%	2%	-11.3%	37.8%	39.5%	36.2%
净利润(百万元)	301	662	630	1,256	2,160
增长率 yoy%	40.9%	119.8%	-4.7%	99.2%	72.0%
每股收益(元)	0.1	0.26	0.24	0.49	0.84
每股自由现金流量	1	0.25	-0.67	0.05	-0.49
净资产收益率	5.4%	5.0%	4.3%	7.4%	10.5%
P/E	173.8	68	71	36	21
PEG	3.6	1.4	1.5	0.7	0.4
P/B	8	6	6	5	4

备注：股价来源于 2021/7/4

报告摘要

- **老牌产业集团，治理优化有望踏上新征程。**中国宝安覆盖以锂电材料、生物医药、房地产为核心的三大业务板块。旗下贝特瑞为全球锂电材料负极龙头，正极业务稳健发展。旗下马应龙、大佛药业主要经营药品制造业务。公司深耕房地产三十余年，“江南系列”已形成一定的品牌影响力。粤民投入局中国宝安有望理顺公司治理，优化管理层架构，激活员工积极性。凭借其强大的资源整合能力，有望对旗下产业进行新一轮梳理，集中发力于锂电材料、医药核心业务，带动集团踏上新征程。
- **锂电材料：负极+高镍正极双龙头，产能加速扩张。**1) **负极：**一体化布局再添成本优势，硅碳负极一马当先。贝特瑞立足天然石墨，负极出货量多年全球第一，人造石墨后来居上，产业链一体化布局优势明显。贝特瑞在下一代材料——硅碳负极上布局保持领先，已进入松下、三星供应链体系进行配套，实现硅碳负极规模量产的公司。此外，贝特瑞逐步开启一体化布局，覆盖针状焦、石墨化两大核心成本因素，预计新产线投产后，成本优势将进一步扩大。2) **正极：**贝特瑞正极核心产品包括 NCA、NCM811 等，目前已通过海外核心客户认证，产能稳步推进。公司核心客户是欧美电动化的主要受益者，随美国电动化激励政策落地+欧洲持续加速渗透，预计贝特瑞正极业务将迎来迅速增长期。
- **医药&房地产：1) 医药：**公司持有马应龙 29% 股份，其为 400 年老牌药业，具有深厚的品牌影响力。马应龙是肛肠业务的行业龙头，市占率近 50%，同时不断拓展大健康、医疗诊断业务，2017-2020 年营收稳健增长，从 17.5 亿至 27.9 亿，2021Q1 公司营收 8.6 亿，同比+157%，归母净利润 1.17 亿，同比+7.2%，随新业务不断拓展，营收盈利有望进一步增厚。2) **房地产：**受行业层面影响，公司房地产业务承压，公司积极调整发展战略，逐渐剥离非核心资产带动资金快速回笼，2020 年处置港宝置业、湖北宝安等股权，处置损益 5.1 亿改善公司资金状况，有利于公司加速向高科技产业集团积极转型。
- **投资建议：**预计 2021-2023 年公司营收分别为 146 亿、204 亿、277 亿，同比分别+37.8%、+39.5%、+36.2%，归母净利润分别为 6.3 亿、12.56 亿、21.6 亿，同比分别-4.7%、+99.2%、+72%，EPS 分别为 0.24 元、0.49 元、0.84 元，对应 PE 分别为 71 倍、36 倍、21 倍。利用分部估值，参考锂电、医药板块可比公司，给予锂电板块（贝特瑞）81 倍、医药板块（马应龙）39.8 倍估值，对应 21 年公司市值为 737.2 亿。首次覆盖，给予“增持评级”。
- **风险提示：**新能源汽车补贴政策不及预期，新能源汽车销量不及预期，行业扩产加速导致价格低于预期的风险，行业测算偏差风险。公司产能扩产不及预期，负极产品价格低于预期。公司产能及销售测算偏差风险：针对公司锂电类业务的测算，基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期风险。部分业务亏损加大，资产整合进度不及预期风险。

公司治理优化，锂电材料业务迎高速发展期**报告亮点**

聚焦锂电、医药核心资产，重估宝安价值。宝安集团旗下产业众多，房地产等非核心业务盈利能力较差，宝安近年积极进行产业结构的整合与梳理，逐步剥离非核心资产。我们预计粤民投入局之后，重新树立公司管理层架构，有望加速非核心资产的剥离，专注锂电材料、医药等核心资产，改善集团整体盈利水平。我们认为，相较于锂电材料、医药等可比公司，宝安集团估值相对低估。

投资逻辑

公司治理有望改善，锂电材料高速发展。中国宝安覆盖以锂电材料、生物医药、房地产为核心的三大业务板块。旗下贝特瑞为全球锂电材料负极龙头，正极业务稳健发展。旗下马应龙、大佛药业主要经营药品制造业务。公司深耕房地产三十余年，“江南系列”已形成一定的品牌影响力。粤民投入局中国宝安有望理顺公司治理，优化管理层架构，激活员工积极性。凭借其强大的资源整合能力，有望对旗下产业进行新一轮梳理，集中发力于锂电材料、医药核心业务，带动集团踏上新征程。1) 锂电材料旗下贝特瑞是负极材料龙头，在下一代硅碳负极产品布局上处于领先地位，公司加速扩产人造石墨+高镍负极，构建一体化布局，有望深度受益于欧美电动化加速，盈利能力有望更上一层楼。2) 公司医药业务核心资产马应龙是老牌医药企业，2020年公司加大渠道扩张、新产品研发，有望实现医药业务稳健增长。

关键假设、估值与盈利预测

锂电材料：我们假设：1) 负极：贝特瑞是负极材料龙头，天然石墨领先行业，人造石墨产能加速拓张不断向上。贝特瑞负极业务一体化布局有望不断深化成本优势带来盈利能力提升。2) 正极：高镍正极已获海外龙头电池厂商认可，有望深度受益于欧美电动化加速，业务成长可期。预计2021年贝特瑞营收80.8亿，对应公司归母净利润12.3亿，所属中国宝安市值为683.9亿。

医药业务：公司核心医药资产马应龙是老牌肛肠企业，不断拓展业务领域，目前覆盖医药工业、医院诊疗、医药流通、大健康四大产业布局。我们预计随线上渠道不断拓展，马应龙业务有望稳健增长。预计2021年马应龙营收33亿，对应归母净利润4.6亿，所属中国宝安市值53.3亿。

考虑公司业务战略转型，非核心业务逐步剥离，业务占比我们预计将逐步降低。预计公司核心业务（贝特瑞+马应龙）加总21年总市值为737.2亿，首次覆盖，给予“增持评级”。

内容目录

一、覆盖三大行业，手握锂电核心资产	- 4 -
1.1 老牌产业集团，覆盖三大行业	- 4 -
1.2 业务结构逐步转型，盈利边际向上	- 5 -
1.3 粤民投入局，公司治理有望改善	- 6 -
二、锂电材料：负极&高镍双龙头	- 6 -
2.1 全球电动化维持高景气，锂电产业链受益	- 6 -
2.2 负极：人造石墨增量显著，硅基负极一马当先	- 7 -
2.3 正极：高镍正极拾级而上，海外放量可期	- 12 -
2.4 管理团队技术背景深厚，坚持研发立身	- 14 -
三、医药稳健向上，房地产资产优化	- 15 -
3.1 医药：优化营销渠道，稳健向上	- 15 -
3.2 房地产：资产结构优化，有利于聚焦核心业务	- 16 -
四、投资建议	- 17 -
五、风险提示	- 18 -

一、覆盖三大行业，手握锂电核心资产

1.1 老牌产业集团，覆盖三大行业

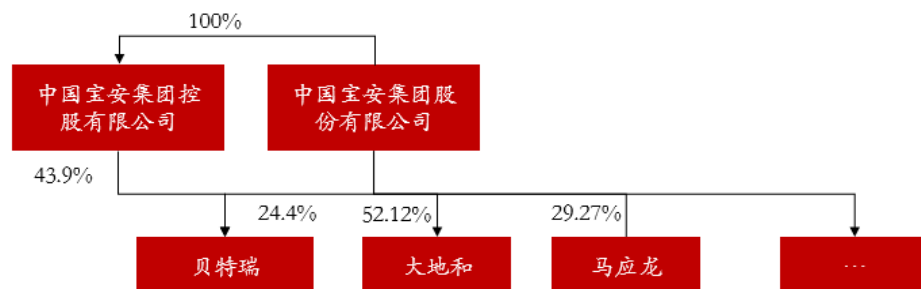
- 公司是老牌产业集团，具有出色的资源整合能力。早期以房地产为核心业务，目前高科技产业已成为中国宝安集团快速发展的核心引擎，并形成了以高科技产业如新能源汽车产业为主导，医药健康、城市运营开发、股权投资为辅的产业集群。
- 旗下覆盖三大行业：1) 高新技术产业：主要涉及新材料、新能源汽车、精密零件制造及军工等领域。旗下新三板挂牌企业贝特瑞是全球锂离子电池负极材料龙头企业，另有国际精密等涉及新能源汽车相关业务。2) 生物医药：旗下主要有马应龙、大佛药业、绿金高新的公司。3) 房地产及其他产业：公司涉足房地产行业已超过三十年，另外涉及投融资、矿产资源采选等领域。

图表 1：公司业务布局情况

业务	公司	业务
高新技术产业	贝特瑞	锂离子电池正、负极材料
	国际精密	汽车零件、液压设备、电子设备零件及其他仪器的精密金属零件及装配零件
	友诚科技	电动汽车交直流充电连接器
	大地和	电机、控制器
	武汉华博	军用车载通讯设备、军用模拟训练系统、北斗技术和雷达电子对抗技术等军工产品
	江西宝安新材料	汽车尾气净化器及民用空气净化类产品
生物医药产业	北京宝航	航天航空用轻量化材料及制件
	马应龙	药品制造、医药零售及批发和医院诊疗服务
	大佛药业	从事耳鼻喉和呼吸系统领域药品的研发、生产和销售
房地产及其他产业	绿金高新	生物农药和生物肥料
	房地产及其他产业	房地产、投融资、矿产资源采选等领域

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司主要控股情况



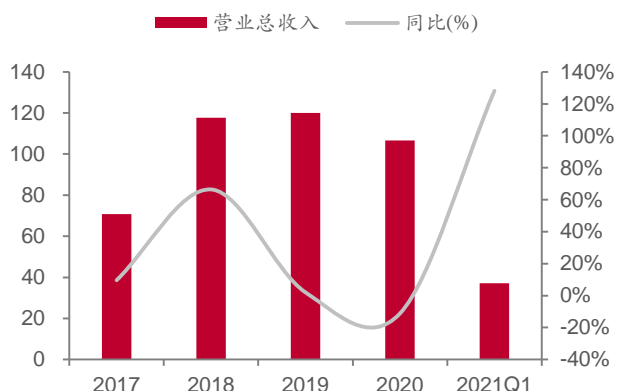
来源：公司公告，中泰证券研究所

注：股权结构数据截至 2021/7/4

1.2 业务结构逐步转型，盈利边际向上

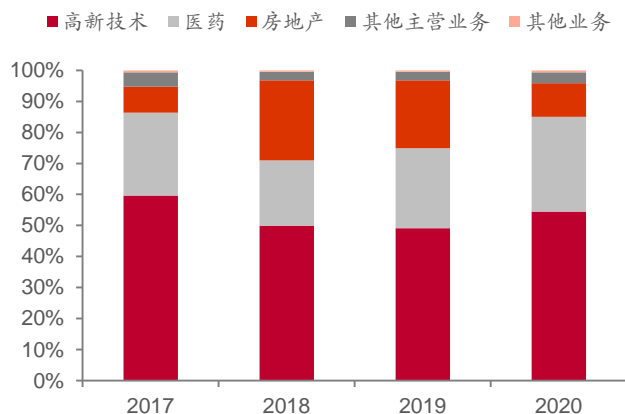
- **高新产业+医药业务占比提升，逐步实现高新科技产业转型。** 2018-2020 年，公司营业收入处于平台期，收入有所波动，结构上，高新技术&医药收入占比持续提升，传统业务房地产占比逐步降低。2021 年 Q1 营收同比+128.2%，主要由于锂电材料（贝特瑞）、医药业务（马应龙）营收同比大幅增长，同比分别+167%、+157%。

图表 3：公司营收及同比（亿，%）



来源：wind，中泰证券研究所

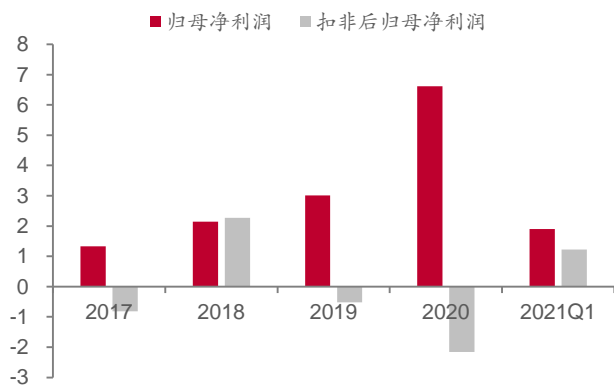
图表 4：公司收入业务结构



来源：wind，中泰证券研究所

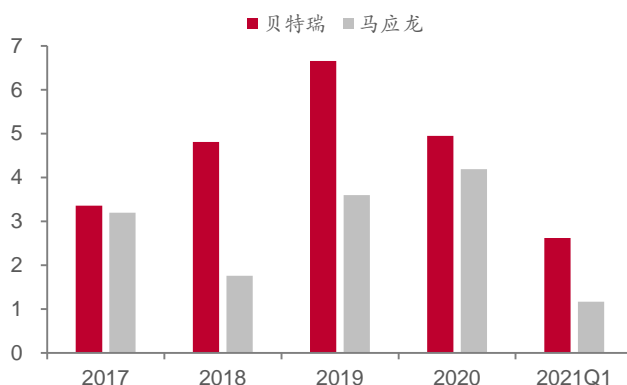
- **盈利拐点出现，锂电材料为核心贡献。**公司 2017-2020 年盈利波动较大，主要由于房地产以及其他非核心业务亏损，同时公司近年持续进行资产的梳理和处置导致，从扣非归母净利润来看，2019-2020 年为负。公司合计控股贝特瑞约 68% 股份，贝特瑞为核心净利润贡献者，受益于锂电材料业务盈利增长，带动 2021Q1 公司整体扣非归母净利润转正。

图表 5：公司归母/扣非归母净利润（亿）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司核心子公司归母净利润（亿）



来源：wind，中泰证券研究所

1.3 粤民投入局，公司治理有望改善

- **粤民投入局，管理层架构有望得到优化。**2021 年 6 月粤民投提出特殊提案修改公司章程，新章程中可对公司管理层实行更换，目前已成功推举一名执行董事，管理层架构有望得到优化。
- **修改章程已通过，治理水平有望改善。**公司 2021 年 6 月 30 发布公告，中国宝安成功修改公司章程，删除了现行公司章程中部分不合理的反收购条款，预计将进一步提高中国宝安的治理水平。

二、锂电材料：负极&高镍双龙头

2.1 全球电动化维持高景气，锂电产业链受益

- **全球电动化加速渗透，锂电“接棒”。**新能源汽车自发需求驱动不断得到验证，随优质供给增加&基础设施不断完善，全球电动化持续维持高景气，下游锂电产业充分受益。
- **中、欧电动化持续超预期，美国激励政策静待落地，上调全球销量。**我们预计 2021-2023 年新能源汽车销量分别为 593 万辆、872 万辆、1135 万辆，对应动力电池需求 268.8、430、583.8Gwh。

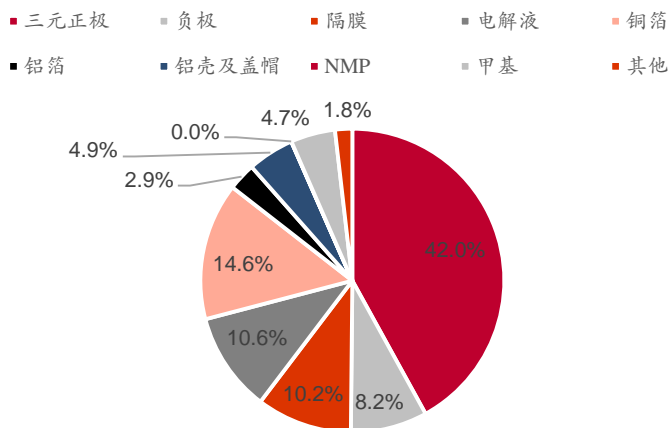
图表 7：全球新能源车销量及动力电池装机量预测

分类	品牌	全球动力电池装机量拆分表				装机量 (GWh)				铁锂装机量 (GWh)			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
外资	特斯拉	499597	951446	1499400	1911200	37.60	63.20	118.43	167.21	4.54	15.71	19.21	22.62
	大众	422100	880430	1316650	1647600	16.81	47.11	81.67	104.57	0.00	4.71	16.33	31.37
	宝马	173191	318475	431400	554950	3.60	8.59	17.79	25.70				
	戴姆勒	170483	244295	369845	420295	4.56	7.38	15.03	18.01				
	FCA	19113	24248	30585	45300	0.35	0.44	0.54	0.73				
	PSA	110002	152814	214957	331692	3.65	4.97	5.99	9.10				
	福特	29475	131555	175709	259100	0.46	7.60	10.21	20.03	2.60	6.33	7.84	8.84
	通用(含五菱)	222116	649634	845540	1051040	5.24	12.41	18.28	24.91				
	丰田	51126	103220	169250	285900	1.04	2.35	4.91	8.93				
	本田	18841	72440	121950	209750	0.82	1.70	3.94	7.89				
	雷诺日产	194158	262232	387981	554651	8.33	11.82	18.16	26.03				
	现代起亚	205987	287296	390753	666090	7.88	12.19	17.76	30.11				
	合计	2116189	4078085	5954020	7937568	90.33	179.74	312.71	443.20				
自主	长安	29811	61100	76100	98000	1.59	2.78	3.34	4.00		0.83	1.33	2.00
	广汽	70980	123000	156000	190000	4.34	7.42	9.41	11.59		2.23	3.77	5.79
	一汽	8369	21100	37100	59100	0.44	0.89	1.51	2.24		0.00	0.30	0.89
	上汽	127964	161800	254000	280500	4.13	5.20	8.07	9.58		1.56	3.23	4.79
	东风	26317	36000	53000	63000	1.28	1.73	2.50	2.95		0.52	0.75	0.88
	吉利	32818	51000	77000	146000	1.42	1.71	2.37	3.80		0.17	0.47	1.14
	长城	57421	148000	203500	263500	1.78	4.77	6.62	8.63		1.91	3.31	4.32
	江淮(含江淮大众)	5642	13000	27000	39000	0.27	0.45	0.69	0.69	0.27	0.45	0.69	0.69
	奇瑞	43800	53000	81000	121500	1.43	1.89	3.28	5.08				
	小鹏	15315	80000	118000	140000	1.69	4.94	7.25	8.60		1.98	3.62	6.02
	理想	32624	50000	65000	90000	1.32	2.03	2.43	2.43				
	威马	22495	35000	42000	50000	1.29	2.02	2.42	2.88				
	蔚来	43304	82000	120000	175000	3.42	6.48	9.66	14.53				
	北汽	25996	31000	60000	88000	1.04	1.25	2.84	4.42	0.31	0.50	1.42	2.65
	比亚迪	179054	409000	812500	925500	6.37	15.57	23.29	25.20	4.00	14.01	23.29	25.20
	合计	721910	1355000	2182200	2729100	31.82	59.14	85.69	106.61				
	其他乘用车	240000	336000	403200	483840	10.00	10.00	10.00	10.00		0.80	0.80	0.80
	商用车	120000	160000	180000	200000	14.40	19.20	21.60	24.00	12.96	17.28	19.44	21.60
	总计	3198099	5929085	8719420	11350508	146.55	268.08	430.00	583.81	24.68	68.98	105.81	139.61

来源：Marklines，中泰证券研究所

- **负极和正极为动力电池重要原材料，合计占成本约 50%。**正极材料一直是锂离子电池核心，它的选择直接决定了电池性能的高低，占电池成本约 42%。负极材料是用于电池能量的储存和释放的作用，也是电池中重要的组成部分，占电池成本约 8%。

图表 8：动力电池成本构成

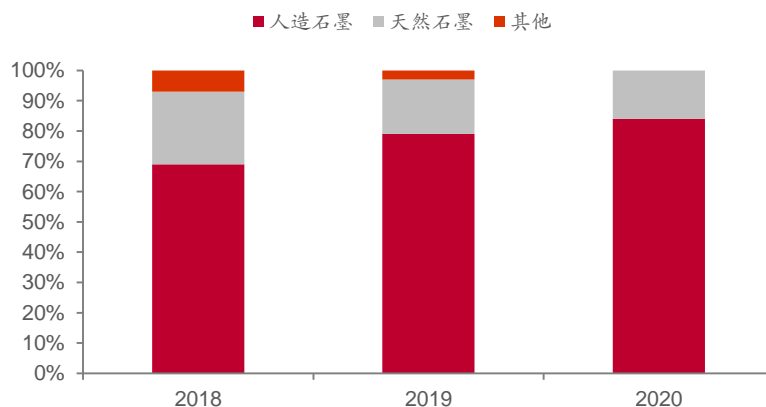


来源：GGII，中泰证券研究所

2.2 负极：人造石墨增量显著，硅基负极一马当先

■ 目前负极以碳负极材料为主体，人造石墨占比提升。目前动力电池负极材料主要为碳负极，碳负极又主要分为人工石墨、天然石墨两大类。随着全球动力电池市场的爆发，对材料成本、加工性能、能量密度、循环寿命、快充倍率等因素的综合要求提升，人造石墨逐步成为锂电池负极材料的首选。2018-2020 年人造石墨占比从 69% 提升至 84%。

图表 9：中国负极材料占比

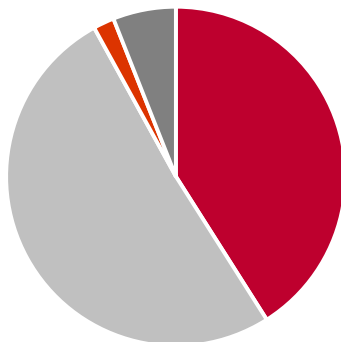


来源：GGII，中泰证券研究所

■ 人造石墨以原材料+石墨化加工为核心成本。人造石墨负极材料是将（主要是油系）针状焦、石油焦、沥青焦等原料在一定温度下煅烧，再经粉碎、分级、高温石墨化制成，其高结晶度是通过高温石墨化形成的。核心成本来源于原材料如针状焦以及石墨化加工，占比分别约为 40%、50%。根据 GGII，石墨化委外加工的市场均价在 1.8-2.2 万元/吨，自建石墨化加工的成本在 1.2-1.4 万元/吨，对成本改善明显。

图表 10：人造石墨各项成本占比

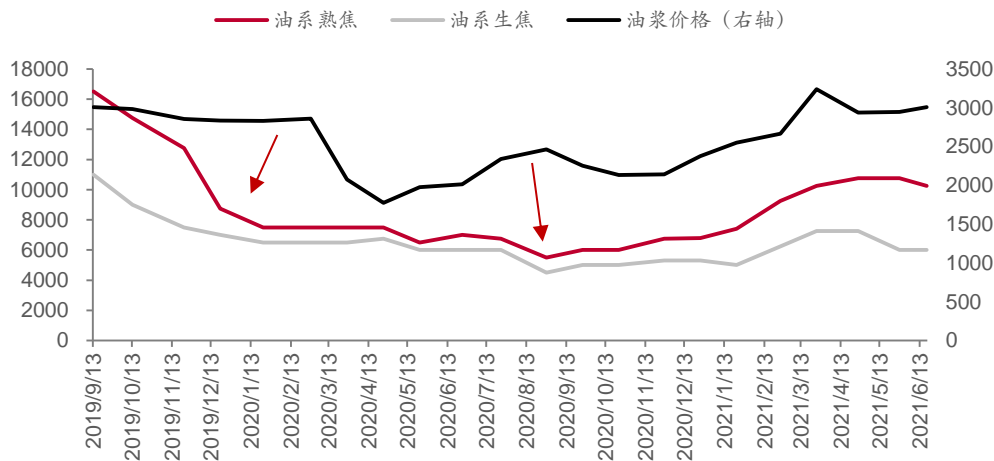
■ 原材料 ■ 石墨化加工 ■ 人工费用 ■ 制造费用



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **针状焦：价格上行，预计 Q4 改善。**近期针状焦价格上涨主要有以下原因 1) 上游原材料价格上涨，如油浆等原材料涨幅较大。2) 下游石墨电极+负极产销两旺。其中负极主要受益于动力电池装机量持续向上，石墨电极需求一方面来源于下游需求回暖，另一方面受欧盟反倾销裁定预期影响，上半年出现备货现象，导致 H1 出货量较大。从历史的角度看，针状焦价格走势与油浆价格趋同，但 2019Q4、2020Q3 出现了价格上的背离，主要是由于 2019、2020 年行业针状焦大规模扩产，投产后产能过剩导致价格下行。

图表 11：油系针状焦价格（元/吨）



来源：隆众资讯，Wind，中泰证券研究所

■ **从供需的视角看，针状焦价格 21Q4 有望出现拐点。**结构性看，油系针状焦方面主流大厂开工基本保持满负荷运行，2021 年 5 月开工率超 80%，优质熟焦保持供不应求。煤系针状焦当前产能充足，开工率逐步爬升。由于上半年石墨电极出现阶段性备货现象，预计下半年石墨电极出货量有所平滑，除此之外，下半年多家厂商扩产计划有望投产，供需有望得到缓解。**我们预计，1)油系：**上半年油系处于紧平衡状态，开工率超 80%，7 月进口到港有望缓解部分需求，2021Q4 开始中国石化、辽宁宝来等厂商按照规划将有总计超 40 万吨油系产能扩产。**2) 煤系：**

主要由于产能过剩导致开工率过低+阶段性备货导致的暂时性缺货，5月煤系开工率仅为45%，预计随开工率提升煤系需求有望快速缓解。

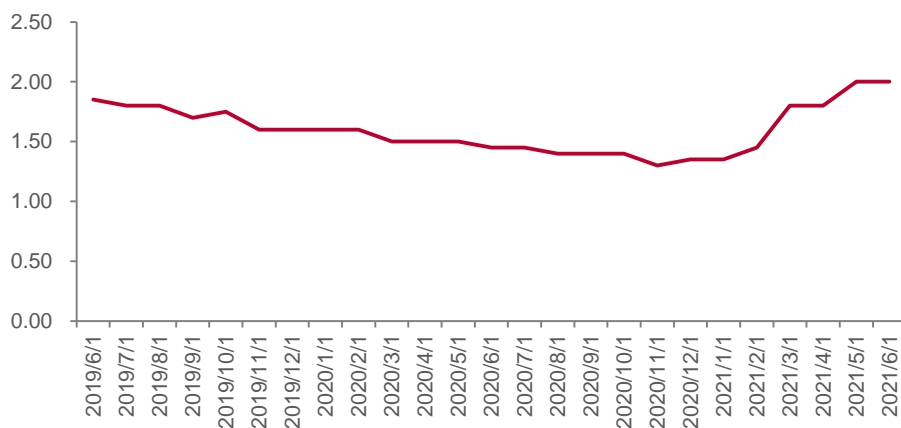
图表 12: 针状焦产能规划

2021 年部分新装置投产计划表			
企业名称	类别	产能(万吨)	备注
中国石化茂名石化	油系	13	2021 年 6 月底投产，7 月底出焦。
山东恒信新材料有限公司	煤系	10	2021 年 6 月建成。
辽宁宝来生物能源有限公司	油系	14	2021 年 6 月建成（三期）。
太原旭炭素有限公司	煤系	15	2021 年下旬投产，开工产能 10 万吨。
山东亿维新材料有限责任公司	油系	15	2021 年 10 月建成。
聊城宇通能源科技股份有限公司	油系	7	2021 年底前建成。
山西福马炭材料科技有限公司	煤系	4	2021 年下旬建成。
宝武炭材料科技有限公司	煤系	7	2021 年底建成（内蒙项目）。
合计		85	

来源：隆众资讯等，中泰证券研究所测算

■ **石墨化：产能仍偏紧，成为负极产能主要短板，短期内预计持续偏紧，预计 22 年 H1 缓解。**下游锂电高景气带动负极人造石墨需求持续提升。电价是石墨化产能的核心成本之一，由于内蒙、四川电价较低，目前石墨化产能主要集中在内蒙、四川地区。由于内蒙限电政策出台，导致产能无法全部利用，据隆众数据测算，限电政策约影响 5.4-13.6 万吨石墨化产能，占比整体产能比例约 8.2%-20.67%。我们预计短期内石墨化产能预计持续偏紧。

图表 13: 石墨化加工价格（万元/吨）



来源：隆众资讯，中泰证券研究所

■ **石墨化产能紧缺下，提升石墨化自供比例是负极企业盈利关键。**由于石墨化占到成本比重约 50% 左右，外协价格走高将大幅影响负极材料企业盈利能力，据尚太科技测算，从 30% 提升到 50% 的石墨化自供比例将影响毛利率约 5.3%。

图表 14: 各类负极材料性能对比（万元/吨、万吨、万元）

项目		2020 年	2019 年	2018 年
石墨化加工单价		1.24	1.44	1.69
石墨化加工运费		0.03	0.03	0.03
公司自产石墨化单位成本		0.64	0.85	0.96
公司负极材料销售量所需石墨化产量		20,846.59	11,942.66	3,691.09
委外加工占比影响毛利额	石墨化委外加工占比 30%	3,958.01	2,248.21	840.89
	石墨化委外加工占比 50%	6,596.69	3,747.01	1,401.49
影响负极材料毛利率	石墨化委外加工占比 30%	-7.98%	-6.43%	-7.90%
	石墨化委外加工占比 50%	-13.30%	-10.72%	-13.17%
提升委外加工占比后负极材料毛利率	石墨化委外加工占比 30%	30.04%	34.20%	27.93%
	石墨化委外加工占比 50%	24.72%	29.91%	22.66%

来源：尚太科技招股说明书，中泰证券研究所

■ **趋势：石墨类性能天花板有限，硅碳有望成为下代材料。**据存能估计，石墨类负极材料容量已做到 360mAh/g，已经接近 372mAh/g 的理论克容量，再想提升其空间已很难实现。在 Si/C 复合体系中，Si 提供储锂容量；C 既能缓冲充放电过程中硅负极的体积变化，又能改善 Si 质材料的导电性，还能避免 Si 颗粒在充放电循环中发生团聚。Si/C 复合材料具有高比容量和较长循环寿命的特点，有望成为下代负极材料。

图表 15：各类负极材料性能对比

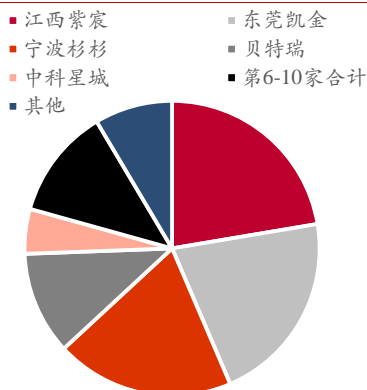
负极材料	理论比容量 (mAh/g)	循环寿命	安全性
天然石墨	372	1000	一般
人造石墨	372	1000	一般
钛酸锂	175	30000	高
硅	4200	200	差
锡	990	200	差

来源：维科网，中泰证券研究所

■ **硅碳负极工艺难度高，具有高技术壁垒。**由于硅在充放电的过程中会体积膨胀 100%~300%，不断的收缩膨胀会造成硅碳负极材料的粉末化，严重影响电池寿命，因此相较于石墨负极材料，硅碳负极材料的制备工艺更加复杂（制备方法主要有：化学气相沉积法、溶胶-凝胶法、机械球磨法等），对厂商的制备工艺能力要求更高。

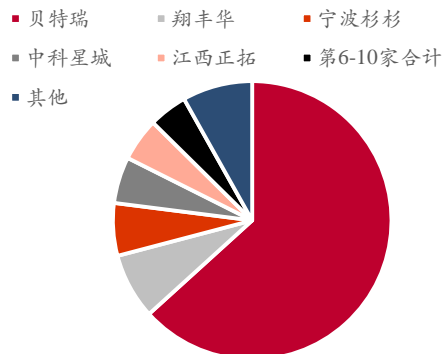
■ **格局：天然石墨一超多强，人造石墨寡头竞争。**天然石墨方面，呈现一超多强的格局，贝特瑞是全球天然石墨的行业龙头，2019 年份额达 63.3%，遥遥领先第二名。人造石墨呈现寡头竞争格局，前三名份额较为稳定，2019 年 CR3 各自份额均在 20% 左右，第四名贝特瑞占据 11% 的份额。

图表 16: 2019 年人造石墨竞争格局



来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 17: 2019 年天然石墨竞争格局



来源: GGII, 中泰证券研究所

■ 人造石墨后来居上, 产能加速拓张。截至 2021 年 6 月, 贝特瑞具有负极产能 13.3 万吨, 我们预计天然石墨有 5.3 万吨, 人造石墨 7.5 万吨。在建宜宾 5 万吨高端人造石墨、山东 4+4 万吨人造石墨, 天津 4 万吨。

图表 18: 贝特瑞主要负极新增产能计划 (万吨)

地区	2020	2021E	2022E	2023E
深圳	6	6	6	6
天津	2	2	2	2
天津扩产			4	4
惠州一期	2	2	2	2
江苏常州	2.8	3	3	3
惠州二期		2	2	2
四川	0.5	0.5	0.5	0.5
四川二期			2	2
山东一期			4	4
山东二期				4
合计	13.3	15.5	25.5	29.5

来源: 公司公告等, 中泰证券研究所

■ 一体化布局, 构筑成本优势。1) 石墨化: 贝特瑞旗下子公司山西贝特瑞、宜宾金石提供石墨化加工, 预计目前石墨化产线产能约为 6 万吨, 能够为贝特瑞提供约 60% 的自供石墨化加工。2) 针状焦: 贝特瑞与京阳科技合作进一步建设针状焦产能, 原材料供应的成本优势有望进一步凸显。

■ 碳硅负极一马当先。贝特瑞在下一代负极材料方面一马当先, 早在 2014 年就通过了三星的产品认证并实现大批量产碳硅负极材料的厂商, 并已经向松下等海外客户供应 (其中配套特斯拉)。

图表 19: 行业主要碳硅负极材料进展

企业	产能/产量	规划
贝特瑞	2014 年获三星认证，首次实现量产，硅负极材料产能达 3000 吨/年	惠州贝特瑞硅碳及硅氧规划产能各 3000 吨/年
杉杉股份	2017 年底产能约 4000 吨；硅碳负极材料已建成一条中试产线，出货占比不高	年产 10 万吨锂离子电池负极材料一期（6 万吨）尚在建设
深圳斯诺	2017 年实现小批量供货；硅碳负极研发处于完成中试阶段	负极材料石墨化窑炉一期年产能达 10000 吨
璞泰来	\	年产 2 万吨负极材料项目尚在建设； 年产 3 万吨高性能锂离子电池负极材料项目的部分工序已建成试生产

来源：公司公告等，中泰证券研究所

■ **负极客户优质且不断拓展，深度受益美国电动化加速。**贝特瑞已成为 SK、三星、松下以及 LG 等海外电池巨头的核心供应商，国内核心客户包括比亚迪、宁德时代，逐步切入亿纬锂能等国内客户。贝特瑞核心客户松下、LG、SKI 为美国电动车产业链核心供应商，深度受益欧美电动化加速。在激励政策+治理碳排放趋严加持下，美欧有望实现电动化快速渗透，目前美国的电池供应厂商基本为松下、LG、SDI 几家厂商覆盖，贝特瑞均有合作，有望充分受益欧美电动化加速。

图表 20：欧美车企核心电池配套商

整车厂商	主要电池配套商
Audi	LG、SDI
BMW	CATL、SDI
Chrysler	LG
Citroen / DS	CATL
Daimler	LG
Ford	LG、SKBA
GM	LG、Ultium
Jaguar Land Rover	LG、SDI
Lucid	LG
Opel	CATL
Peugeot	CATL
Renault	LG
Tesla	LG、松下、Tesla
Volkswagen	LG
Volvo Cars	LG

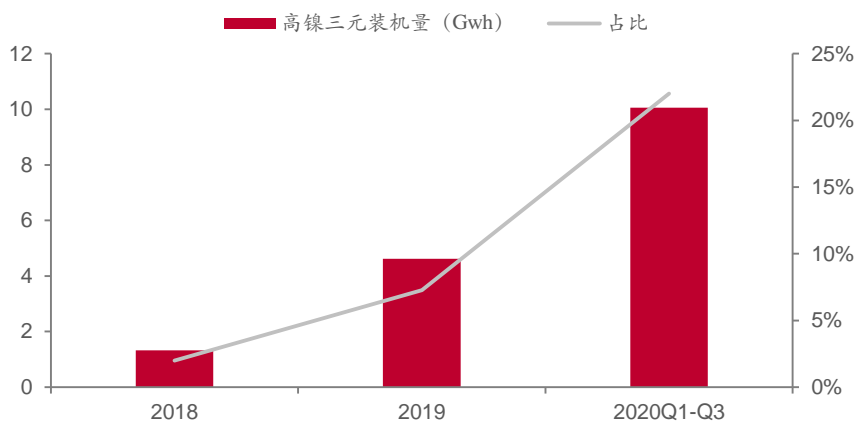
来源：Marklines，中泰证券研究所

2.3 正极：高镍正极拾级而上，海外放量可期

■ **三元高镍化大势所趋。**随着能量密度比要求的提升以及消费者对续航里程的延长，三元电池不断向高镍的 622、811、NCA 方向发展，2018-2020Q1~Q3，国内高镍三元装机量及市占率持续提升，高镍

化趋势显著。

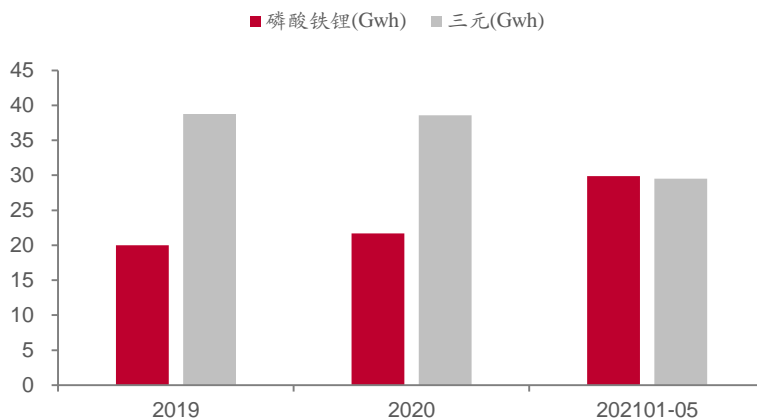
图表 21: 国内高镍三元电池装机量 (Gwh) 及市占率(%)



来源: 矩大锂电等, 中泰证券研究所

- **短板改善+车型放量, 磷酸铁锂强势复苏。**以刀片电池为代表的磷酸铁锂大幅改善了其能量密度, 并兼具安全性、经济性。受益于明星车型如 Model 3 铁锂版、五菱宏光 MINI EV、比亚迪汉 EV 车型放量, 磷酸铁锂出货量持续提升。2021 年 1-5 月三元电池产量累计 29.5GWh, 占总产量 49.6%, 同比累计增长 153.4%。而磷酸铁锂电池产量累计 29.9GWh, 占总产量 50.3%, 同比累计增长 360.7%, 5 月份单月磷酸铁锂 (8.8 GWh) 大幅跑赢三元锂 (5 GWh)。

图表 22: 国内动力电池装机量 (Gwh)

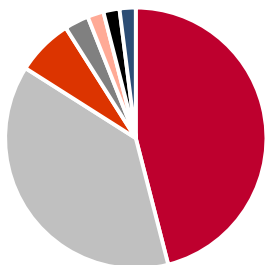


来源: 见智研究所, 中泰证券研究所

- **格局: 容百高镍领先, 贝特瑞跻身高镍前三。**5/6 系三元格局较为分散, 龙头份额在 10%左右。高镍正极方面, 容百科技、天津巴莫两家独大, 容百科技是国内最早量产 811 的正极企业, 并在全球范围内率先将高镍 NCM811 产品应用于车用动力电池, 2020Q1-Q3 NCM811 市占率达 46%, 贝特瑞跻身 NCM811 前三, 市占率为 7%。

图表 23: NCM811 正极竞争格局 (2020Q1-2020Q10)

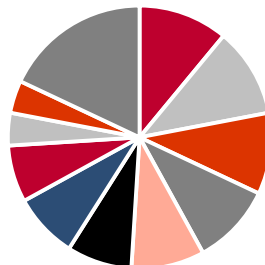
■ 容百科技 ■ 天津巴莫 ■ 贝特瑞 ■ 天力锂能
■ 湖南杉杉 ■ 当升科技 ■ 贵州振华



来源: GGII, 中泰证券研究所

图表 24: 5 系/6 系正极竞争格局 (2020Q1-2020Q10)

■ 长远锂科 ■ 湖南杉杉 ■ 当升科技 ■ 天力锂能
■ 厦门钨业 ■ 贵州振华 ■ 湖南瑞翔 ■ 优美科
■ 天津巴莫 ■ 容百科技 ■ 其他



来源: GGII, 中泰证券研究所

- **通过海外核心客户认证, 迎来海外放量期。**贝特瑞生产的高镍三元正极材料已通过日本松下现场审核, 对全球主要锂电池厂商韩国最大石油化工集团 SKI、日本松下供应量有望大幅提升。
- **预计出货量稳步增长。**目前贝特瑞正极材料一期产能为 1.5 万吨, 我们预计二期产能有望年底达产, 届时总产能将达 3 万吨。

图表 25: 贝特瑞正极产能规划

项目	产能 (吨)	状态
常州一期	15000	已投产
常州二期	30000	21 年底有望达 15000, 合计 30000
合资	50000	预计 22 年底投产

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2.4 管理团队技术背景深厚, 坚持研发立身

- **公司坚持研发为本, 管理层多为技术出身。**公司成立国内首家新能源技术产业化研究院, 全院目前拥有研发人员近 400 人, 其中博士 28 人, 硕士 87 人, 本科 277 人。核心管理层董事长贺雪琴、副董事长黄友元、董事任建国均为技术出身, 在管理层带领下, 研究院在锂离子电池正负极材料的研究方面处于国际先进水平。

图表 26: 贝特瑞核心管理层简介

姓名	职位	简历
贺雪琴	董事长	1992 年 7 月毕业于北京大学, 本科 2005 年 3 月至今, 担任深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司董事长
黄友元	副董事长	毕业于北京大学化学与分子工程学院、京都大学大学院工学研究科中日联合培养博士, 博士研究生学历。现任公司正极事业部总经理。
任建国	董事长	毕业于清华大学化学工程与技术专业, 博士学历。历任清华大学核能与新能源技术研究院助理研究员, 美国阿贡国家实验室化学化工部访问科学家, 香港城市大学超金刚石及先进薄膜研究中心研究员。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **贝特瑞新一轮股权激励开启，公司治理改善。**21-4 新一期股权激励授予，全部为股票期权行权价 40 元，合计 2500 万股，覆盖 300+核心骨干。母公司治理改善，公司有望踏上新征程。

图表 27：贝特瑞股权激励计划

项目	内容	
授予对象	公司董事或高级管理人员或核心员工，首次授出权益的激励对象为 308 人	
授予数量	2500 万股	
行权价格	40 元	
行权条件	第一个考核期	以公司 2020 年的扣除非经常性损益后的净利润为基数，公司 2021 年的扣除非经常性损益后的净利润较 2020 年增长 35%。
	第二个考核期	以公司 2020 年的扣除非经常性损益后的净利润为基数，公司 2022 年的扣除非经常性损益后的净利润较 2020 年增长 70%。
	第三个考核期	以公司 2020 年的扣除非经常性损益后的净利润为基数，公司 2023 年的扣除非经常性损益后的净利润较 2020 年增长 105%。
	第四个考核期	以公司 2020 年的扣除非经常性损益后的净利润为基数，公司 2024 年的扣除非经常性损益后的净利润较 2020 年增长 140%。

来源：公司公告，中泰证券研究所

三、医药稳健向上，房地产资产优化

3.1 医药：优化营销渠道，稳健向上

- **马应龙：老字号企业，肛肠领域龙头。**马应龙创始于公元 1582 年，历经 400 多年，具有出色的品牌效应，公司不断强化医药工业核心优势。目前覆盖医药工业、医院诊疗、医药流通、大健康四大产业布局。据中康资讯，马应龙在痔疮药品零售市场销售量的占有率高达 48%，市场占有率稳居第一，成为肛肠治痔领域领导品牌。

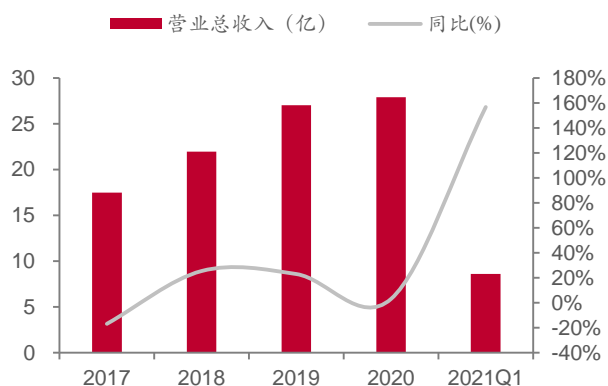
图表 28：马应龙产业布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

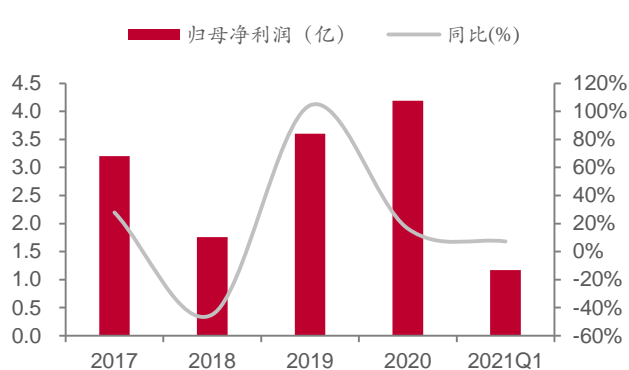
- **业务稳健向上，21Q1 增长迅速。**2017-2021Q1 公司营收规模稳健增长，2021Q1 营收 8.6 亿，同比大增 156.9%。2021Q1 公司归母净利润 1.17 亿，同比+7.2%。

图表 29：马应龙营业收入（亿）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：马应龙归母净利润（亿）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **渠道模式优化，业务有望更上一层楼。**2020 年，大力发展医药线上直营业务，在第三方电商平台，开设医药品牌旗舰店，推动公司产品在线销售规模迅速放大。加快渠道建设，大力拓展线上渠道，重点建设 OTC 和 RX 渠道、美妆日化渠道等。
- **新品持续落地，有望增厚收入。**加快大健康业务发展，围绕肛肠健康、皮肤健康、眼部健康等，加大产品开发与引进力度，年内上市新品 80 余个。
- **大佛药业：深耕耳鼻喉市场，覆盖率提升。**公司拥有药品生产许可证、药品经营许可证、医疗器械经营许可证、药品 GMP 证书、药品 GSP 证书等生产经营资质和 8 个药品注册批件。公司有 2 个产品被列入国家基本药物目录，1 个产品被列入国家低价药目录，4 个产品被列入国家医保目录。截至 2020 年底，公司共获得 13 项专利授权，其中包括 5 项发明专利及 8 项实用新型专利。公司通过调整营销模式，产品市场覆盖率进一步提升。

3.2 房地产：资产结构优化，有利于聚焦核心业务

- **整合房地产业务回笼资金，有利于聚焦核心业务。**受房地产行业影响，公司房地产业务承压，2020 年公司完成了港宝置业 100% 股权、湖北宝

安 100%股权的转让工作，恒通置地 100%股权的转让工作以及中国宝安下属子公司新疆宝安完成了其位于新疆库尔勒市 15 号小区宝安江南城项目未开发的 299.96 亩住宅用地土地使用权的转让工作。非核心资产的转让迅速回笼资金，有利于集团专注于核心业务。

四、投资建议

- 公司是老牌产业集团，具有出色的资源整合能力，旗下覆盖以锂电材料为核心的高新技术产业、医药产业以及房地产业务。1) 锂电核心资产贝特瑞负极龙头地位稳固，正极迎来海外放量。2) 医药业务稳健发展。3) 积极调整房地产资产，回笼资金有利于聚焦核心业务。粤民投入局有望大幅改善公司治理，集团有望开启新征程。我们采取分部估值法：
- **1) 锂电材料：**1) **负极：**贝特瑞是负极材料龙头，天然石墨领先行业，人造石墨产能加速拓张不断向上。贝特瑞负极业务一体化布局有望不断深化成本优势带来盈利能力提升。2) **正极：**高镍正极已获海外龙头电池厂商认可，有望深度受益于欧美电动化加速，业务成长可期。预计 2021 年贝特瑞营收 80.8 亿，对应公司归母净利润 12.3 亿，所属中国宝安市值为 683.9 亿。
- **2) 医药业务：**公司核心医药资产马应龙是老牌肛肠企业，不断拓展业务领域，目前覆盖医药工业、医院诊疗、医药流通、大健康四大产业布局。我们预计随线上渠道不断拓展，马应龙业务有望稳健增长。预计 2021 年马应龙营收 33 亿，对应归母净利润 4.6 亿，所属中国宝安市值 53.3 亿。

图表 31：中国宝安业务拆分

业务	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿）					
合计	120.0	106.6	145.9	203.5	277.3
高新技术	59.0	58.1	95.0	152.4	224.0
贝特瑞	43.9	44.5	80.8	137.5	208.2
其他业务	15.1	13.6	14.3	15.0	15.7
医药	31.0	32.6	38.0	40.2	44.1
马应龙	27.0	27.9	33.0	34.7	38.1
其他	4.0	4.7	5.0	5.5	6.0
房地产	26.2	11.5	9.2	7.4	5.9
其他	3.8	4.4	3.7	3.6	3.3
毛利率（%）					
高新技术					
贝特瑞	30.1%	28.5%	33.7%	33.9%	34.9%
其他	25.4%	28.1%	29.0%	29.5%	30.0%
医药	45.8%	45.8%	45.0%	45.2%	44.3%
马应龙	41.0%	40.5%	40.0%	40.0%	39.0%
其他	78.6%	77.5%	78.0%	78.0%	78.0%
房地产	40.5%	38.5%	37.0%	35.0%	33.0%
其他	16.4%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%

整体毛利率	35.4%	34.5%	35.9%	35.5%	35.8%
归母净利润					
贝特瑞（持股比例 68.3%）		3.4	8.4	14.7	24.0
马应龙（持股比例 29.3%）		1.3	1.4	1.5	1.7
其他		1.9	-3.6	-3.8	-4.3
合计		6.6	6.2	12.4	21.4

来源：Wind，中泰证券研究所测算

图表 32：分部估值

业务	2021E 归母净利润（亿）	可比公司估值（21E）	子公司市值	所属权益	市值
贝特瑞	12.3	璞泰来*			
		恩捷股份			
		当升科技*	998.4	0.7	683.9
		平均估值			
马应龙	4.6	东阿阿胶*			
		同仁堂*	183.8	0.3	53.3
		平均估值			
市值合计(亿)		737.2			

来源：Wind，中泰证券研究所 注：*来源于 Wind 一致预期 数据截止于 2021/07/07

- 考虑公司业务战略转型，非核心业务逐步剥离，业务占比我们预计将逐步降低。预计公司核心业务（贝特瑞+马应龙）加总 21 年总市值为 737.2 亿，首次覆盖，给予“增持评级”。

五、风险提示

- **新能源汽车补贴政策不及预期：**新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险
- **新能源汽车销量不及预期：**汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。
- **电池产能过剩引起扩产放缓的风险：**电池产业链部分环节存在产能过剩引起竞争加剧，扩产规划放缓的风险。
- **行业测算偏差风险：**行业需求等预期测算基于多项前提假设条件，或于实际情况有较大出入，导致相关测算偏离实际值。
- **公开数据信息滞后风险：**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **公司产能扩产不及预期，负极产品价格低于预期，上游原材料价格上涨风险**
- **测算偏差风险：**针对行业及公司的测算，基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期风险。
- **部分业务亏损加大，资产整合进度不及预期风险。**

表 33: 财务摘要 (百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,739	935	1,313	1,780	营业收入	10,594	14,595	20,352	27,729
应收票据	298	777	895	1,079	营业成本	6,980	9,349	13,127	17,802
应收账款	1,976	3,233	4,139	5,359	税金及附加	189	260	363	494
预付账款	173	370	383	514	销售费用	1,179	1,144	1,264	1,449
存货	8,534	13,173	16,756	22,642	管理费用	809	829	978	1,190
合同资产	0	0	0	0	研发费用	436	630	947	1,264
其他流动资产	3,448	3,839	4,888	6,429	财务费用	453	473	499	530
流动资产合计	21,168	22,327	28,374	37,803	信用减值损失	-144	-100	-100	-100
其他长期投资	737	737	737	737	资产减值损失	-256	-200	-200	-200
长期股权投资	1,211	1,211	1,211	1,211	公允价值变动收益	510	0	0	0
固定资产	4,600	4,851	4,979	4,935	投资收益	548	0	0	0
在建工程	776	876	1,001	1,101	其他收益	192	192	192	192
无形资产	1,081	973	876	788	营业利润	1,406	1,808	3,074	4,899
其他非流动资产	2,284	2,253	2,227	2,208	营业外收入	42	42	42	42
非流动资产合计	10,689	10,901	11,031	10,980	营业外支出	25	25	25	25
资产合计	31,857	33,228	39,405	48,783	利润总额	1,423	1,825	3,091	4,916
短期借款	3,769	3,654	3,538	3,423	所得税	355	456	772	1,227
应付票据	587	608	731	1,096	净利润	1,068	1,369	2,319	3,689
应付账款	2,317	3,055	4,241	5,682	少数股东损益	406	739	1,063	1,529
预收款项	1	1,520	1,830	1,953	归属母公司净利润	662	630	1,256	2,160
合同负债	1,217	1,677	2,338	3,185	NOPLAT	1,408	1,724	2,694	4,086
其他应付款	858	858	858	858	EPS (摊薄)	0.26	0.24	0.49	0.84
一年内到期的非流动负债	1,920	1,920	1,920	1,920					
其他流动负债	885	-1,613	210	3,368					
流动负债合计	11,554	11,679	15,666	21,485					
长期借款	1,544	1,414	1,284	1,154					
应付债券	3,526	3,526	3,526	3,526					
其他非流动负债	1,987	1,987	1,987	1,987					
非流动负债合计	7,057	6,927	6,797	6,667					
负债合计	18,611	18,606	22,463	28,152					
归属母公司所有者权益	6,922	7,560	8,817	10,977					
少数股东权益	6,324	7,062	8,125	9,654					
所有者权益合计	13,246	14,622	16,942	20,631					
负债和股东权益	31,857	33,228	39,405	48,783					
现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E	成长能力				
经营活动现金流	655	-1,716	129	-1,260	营业收入增长率	-11.3%	37.8%	39.5%	36.2%
现金收益	2,084	2,429	3,412	4,810	EBIT增长率	16.7%	22.5%	56.2%	51.7%
存货影响	614	-4,639	-3,583	-5,886	归母公司净利润增长率	119.8%	-4.7%	99.2%	72.0%
经营性应收影响	275	-1,732	-838	-1,335	盈利能力				
经营性应付影响	-637	2,277	1,620	1,928	毛利率	34.1%	35.9%	35.5%	35.8%
其他影响	-1,681	-51	-482	-778	净利率	10.1%	9.4%	11.4%	13.3%
投资活动现金流	225	-800	-725	-540	ROE	5.0%	4.3%	7.4%	10.5%
资本支出	-524	-830	-749	-560	ROIC	8.2%	10.8%	14.3%	17.3%
股权投资	115	0	0	0	偿债能力				
其他长期资产变化	634	30	24	20	资产负债率	58.4%	64.1%	60.8%	56.0%
融资活动现金流	330	-3,288	974	2,267	债务权益比	96.2%	85.5%	72.3%	58.2%
借款增加	-909	-245	-245	-245	流动比率	1.8	1.9	1.8	1.8
股利及利息支付	-892	-481	-288	-173	速动比率	1.1	0.8	0.7	0.7
股东融资	1,692	1,692	1,692	1,692	营运能力				
其他影响	439	-4,254	-185	993	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
					应收账款周转天数	66	64	65	62
					应付账款周转天数	119	103	100	100
					存货周转天数	456	418	410	398
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.26	0.24	0.49	0.84
					每股经营现金流	0.25	-0.67	0.05	-0.49
					每股净资产	2.68	2.93	3.42	4.26
					估值比率				
					P/E	68	71	36	21
					P/B	6	6	5	4
					EV/EBITDA	-191	-161	-111	-77

来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 股价来源于截至 2021 年 7 月 4 日

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。