

2019 收入高增，拟定增 49.59 亿元，未来负极+隔膜涂覆降本放量加速成长

——2019 年报点评报告

公司点评

● 年报数据：2019 年收入增速 45%，归母净利润增速 10%

璞泰来年报数据：2019 年公司营收 48 亿元，同比+45%，归母净利润 6.5 亿元，同比+10%。营收的快速增长主要来自负极和隔膜涂覆业务的出货放量。归母净利润增速相比营收增速低，一方面由于负极业务上游石墨化和针状焦的成本压力，另一方面费用率（包括财务费用等）有所提升，侵蚀了部分业绩。但随着公司石墨化加工推进和上游针状焦业务渗透提升，预计毛利率将回升，同时规模扩大后费用率下降，带动业绩高增长。

● **定增发行：拟定增 49.59 亿元，用于山东兴丰收购、负极隔膜、补流资金**
公司拟向包括李庆民、刘光涛在内的不超过 35 名对象定向增发 1 亿股，占股本 30%，募资总额不超过 49.59 亿元。资金主要用于 1、收购山东兴丰 49% 股权（7.35 亿元）2、负极和隔膜项目（27.39 亿元）3、补充流动资金（14.85 亿元）。通过定增，一方面绑定子公司利益，加快石墨化加工推进，另一方面加强公司原有主业产能和技术壁垒，还可以缓解公司财务运营压力。

● 负极：保持高出销量，石墨化加工和针状焦降本释放业绩

2019 年负极收入 31 亿元，同比+54%，销量是 4.6 万吨，同比+56%。公司是人工石墨负极龙头，在 2019 年下游电动车销量低景气的环境下，仍保持快速发展，反映公司优异的市场竞争力。2019 年负极毛利率 27%，同比下降 7Pct，毛利率的下降主要是受到石墨化加工、针状焦价格的影响，随着公司向上游拓展，成本降低，预计毛利率将会回升。

● 隔膜涂覆：受益于电池厂代工需求，隔膜涂覆业务将以量补价

2019 年公司涂覆收入 7 亿元，同比+118%，隔膜销量 5.7 亿平方米，同比+173%。收入增长的原因是隔膜涂覆业务受到下游电池厂客户认可，加速放量。2019 年涂覆毛利率 47%，同比提高 2Pct，毛利率提升的原因是产能利用率提升使得成本下降。未来受益于电池厂代工需求，隔膜涂覆业务将以量补价。

● 锂电设备：行业景气度高，锂电设备业务保持稳健发展

2019 年锂电设备收入 7 亿元，同比+25%，设备销量 285 台，同比+43%，收入增长的原因是销量提升。2019 年锂电设备毛利率 27%，同比下降 6Pct，下降的原因是公司设备售价下降。行业景气度高，锂电设备业务保持稳健发展。

● 盈利预测及投资建议

公司作为负极材料龙头，伴随石墨化加工和针状焦整合，未来将进一步快速发展，同时隔膜涂覆和锂电设备等业务也将增厚公司业绩。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.95、15.89、20.06 亿元，按照最新收盘价对应 PE 分别为 26、18、14 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：下游电动车销量不及预期、负极材料销售价格下降超预期、隔膜涂覆代工量不及预期、公司成本控制低于预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,311 | 4,799 | 6,399 | 8,924 | 11,103 |
| 增长率(%) | 47.2 | 44.9 | 33.4 | 39.5 | 24.4 |
| 净利润(百万元) | 594 | 651 | 1,095 | 1,589 | 2,006 |
| 增长率(%) | 31.8 | 9.6 | 68.1 | 45.2 | 26.3 |
| 毛利率(%) | 31.9 | 29.5 | 34.6 | 34.8 | 34.9 |
| 净利率(%) | 17.9 | 13.6 | 17.1 | 17.8 | 18.1 |
| ROE(%) | 19.2 | 18.6 | 23.8 | 25.7 | 24.5 |
| EPS(摊薄/元) | 1.37 | 1.50 | 2.52 | 3.65 | 4.61 |
| P/E(倍) | 47.1 | 43.0 | 25.6 | 17.6 | 14.0 |
| P/B(倍) | 9.6 | 8.2 | 6.2 | 4.6 | 3.5 |

推荐（维持评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

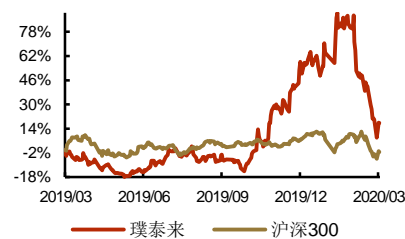
赵勇臻（分析师）

zhaoyongzhen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030001

| 市场数据 | 时间 2020.03.26 |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元): | 64.3 |
| 一年最低/最高(元): | 44.02/107.5 |
| 总股本(亿股): | 4.35 |
| 总市值(亿元): | 279.85 |
| 流通股本(亿股): | 1.94 |
| 流通市值(亿元): | 124.44 |
| 近 3 月换手率: | 158.5% |

股价一年走势



相关报告

《业绩符合预期，多业务协同发展共促成长》2019-03-12

《业绩符合预期，同步推出股权激励计划助力长期发展》2018-10-20

《中报业绩符合预期，负极+锂电设备龙头价值尽显》2018-08-15

《乘新能源汽车发展东风，锂电材料设备航母扬帆起航》2018-07-17

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 4718 | 4970 | 8626 | 11187 | 13765 | 营业收入 | 3311 | 4799 | 6399 | 8924 | 11103 |
| 现金 | 1334 | 862 | 2697 | 3761 | 4679 | 营业成本 | 2254 | 3384 | 4183 | 5815 | 7233 |
| 应收票据及应收账款合计 | 1183 | 1261 | 2304 | 2434 | 3597 | 营业税金及附加 | 14 | 22 | 29 | 40 | 50 |
| 其他应收款 | 11 | 12 | 18 | 24 | 29 | 营业费用 | 113 | 178 | 224 | 268 | 311 |
| 预付账款 | 149 | 81 | 226 | 202 | 330 | 管理费用 | 123 | 161 | 205 | 277 | 333 |
| 存货 | 1907 | 2265 | 2892 | 4277 | 4641 | 研发费用 | 145 | 212 | 283 | 394 | 490 |
| 其他流动资产 | 134 | 489 | 489 | 489 | 489 | 财务费用 | 48 | 100 | 133 | 185 | 231 |
| 非流动资产 | 1943 | 3161 | 3611 | 4415 | 5134 | 资产减值损失 | 53 | -13 | 64 | 89 | 111 |
| 长期投资 | 1 | 232 | 279 | 335 | 392 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 680 | 1476 | 1891 | 2510 | 3068 | 其他收益 | 53 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 220 | 223 | 256 | 295 | 334 | 投资净收益 | 56 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1041 | 1229 | 1186 | 1276 | 1340 | 营业利润 | 670 | 765 | 1279 | 1856 | 2343 |
| 资产总计 | 6660 | 8131 | 12237 | 15602 | 18899 | 营业外收入 | 1 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 2916 | 4175 | 7126 | 8765 | 9936 | 营业外支出 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 417 | 1228 | 3350 | 3859 | 3985 | 利润总额 | 668 | 769 | 1279 | 1856 | 2343 |
| 应付票据及应付账款合计 | 1275 | 1504 | 2158 | 2763 | 3459 | 所得税 | 67 | 90 | 140 | 203 | 257 |
| 其他流动负债 | 1223 | 1443 | 1619 | 2143 | 2492 | 净利润 | 601 | 679 | 1139 | 1653 | 2087 |
| 非流动负债 | 624 | 312 | 328 | 401 | 441 | 少数股东损益 | 6 | 28 | 44 | 64 | 80 |
| 长期借款 | 507 | 214 | 230 | 303 | 343 | 归属母公司净利润 | 594 | 651 | 1095 | 1589 | 2006 |
| 其他非流动负债 | 117 | 98 | 98 | 98 | 98 | EBITDA | 787 | 976 | 1539 | 2204 | 2787 |
| 负债合计 | 3539 | 4486 | 7454 | 9166 | 10377 | EPS(元) | 1.37 | 1.50 | 2.52 | 3.65 | 4.61 |
| 少数股东权益 | 213 | 235 | 279 | 342 | 423 | | | | | | |
| 股本 | 435 | 435 | 435 | 435 | 435 | | | | | | |
| 资本公积 | 1101 | 1137 | 1137 | 1137 | 1137 | | | | | | |
| 留存收益 | 1417 | 1886 | 2849 | 4375 | 6221 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2908 | 3409 | 4504 | 6093 | 8100 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 6660 | 8131 | 12237 | 15602 | 18899 | | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 326 | 490 | 670 | 1601 | 1882 |
| 净利润 | 601 | 679 | 1139 | 1653 | 2087 |
| 折旧摊销 | 71 | 124 | 127 | 162 | 212 |
| 财务费用 | 48 | 100 | 133 | 185 | 231 |
| 投资损失 | -56 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -360 | -484 | -729 | -400 | -648 |
| 其他经营现金流 | 23 | 80 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -929 | -1547 | -578 | -966 | -931 |
| 资本支出 | 792 | 1052 | 404 | 748 | 662 |
| 长期投资 | 73 | -507 | -46 | -59 | -57 |
| 其他投资现金流 | -63 | -1002 | -220 | -277 | -326 |
| 筹资活动现金流 | 670 | 336 | -380 | -80 | -159 |
| 短期借款 | 408 | 810 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 163 | -292 | 16 | 73 | 40 |
| 普通股增加 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 45 | 36 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 53 | -218 | -396 | -153 | -199 |
| 现金净增加额 | 70 | -719 | -288 | 555 | 792 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 47.2 | 44.9 | 33.4 | 39.5 | 24.4 |
| 营业利润(%) | 29.9 | 14.2 | 67.2 | 45.2 | 26.3 |
| 归属于母公司净利润(%) | 31.8 | 9.6 | 68.1 | 45.2 | 26.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 31.9 | 29.5 | 34.6 | 34.8 | 34.9 |
| 净利率(%) | 17.9 | 13.6 | 17.1 | 17.8 | 18.1 |
| ROE(%) | 19.2 | 18.6 | 23.8 | 25.7 | 24.5 |
| ROIC(%) | 24.1 | 20.3 | 26.2 | 30.9 | 32.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 53.1 | 55.2 | 60.9 | 58.7 | 54.9 |
| 净负债比率(%) | -4.7 | 26.7 | 21.2 | 8.8 | -1.8 |
| 流动比率 | 1.6 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 3.1 | 3.9 | 3.6 | 3.8 | 3.7 |
| 应付账款周转率 | 2.1 | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 2.3 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.37 | 1.50 | 2.52 | 3.65 | 4.61 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.09 | 1.72 | 1.54 | 3.68 | 4.32 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.68 | 7.83 | 10.35 | 14.00 | 18.61 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 47.1 | 43.0 | 25.6 | 17.6 | 14.0 |
| P/B | 9.6 | 8.2 | 6.2 | 4.6 | 3.5 |
| EV/EBITDA | 35.7 | 29.6 | 18.8 | 13.0 | 10.0 |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

赵勇臻，上海交通大学硕士，2017-2019年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分非电动车光伏风电公司。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|--|
| 北京 | 郝颖 销售总监 |
| | 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 吕筱琪 销售总监 |
| | 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn |
| 广深 | 吴林蔓 销售总监 |
| | 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>