

璞泰来 (603659)

核心设备+关键材料, 协同效应领跑锂电行业

2017年11月3日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号:

S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证书编号:

S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

投资要点:

■ 专注锂电行业产业链, IPO 募集资金扩张产能助力未来发展

公司主业为锂离子电池负极材料、自动化涂布机、涂覆隔膜、铝塑包装膜、纳米氧化铝等锂电池产业链关键材料及工艺设备研发、生产和销售, 为下游客户提供专业性、高品质的新能源锂电材料及专业工艺设备综合解决方案。依靠完善的产业规划和专注的细分领域拓展, 公司业绩表现优秀, 盈利能力不断提高。2016 年公司营收 16.77 亿, 同比+82%, 归母净利润 3.54 亿, 同比+256%; 盈利高增长由于研发技术能力提高, 并及时布局动力电池市场。由于对锂电行业高成长性的预判, 公司启动 IPO 募资, 计划募资约 9.99 亿元; 根据 10 月 30 日发行结果公告, 实际募集资金总额为 10.53 亿元 (发行价格 16.53 元, 发行数量为 6370.29 万股); 分别投向年产 2 万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建及研发中心建设项目、高安全性锂离子电池功能涂层隔膜生产基地及研发中心建设项目和涂布设备生产基地及研发中心建设项目, 将会有效配合上下游产业链共同成长, 提升公司全面竞争力。

■ 下游锂离子电池行业进入高速增长大周期, 优质设备及材料厂商受益放量增长。受益于国家对新能源汽车产业的规划及新能源汽车双积分政策的发布, 新能源汽车行业进入全面提速时期。2016 年全球新能源乘用车销量 73.2 万辆, 增长 98.2%, 其中海外销量 40.6 万 (+110.7%), 中国 32.6 万 (+84.5%), 预计 2020 年全球动力锂电池需求将达 250GWh。中国已经成为全球最大的新能源汽车生产和消费国, 锂电材料和设备的市场空间继续打开。公司作为一线龙头, 未来有望继续拓展国际锂电龙头客户, 业绩有望继续提升。

■ 核心设备+关键材料, 差异化产品绑定高端客户。公司业务结构分明, 多家子公司专注细分行业, 打造技术优势突出的细分领域龙头。1) 锂电设备: 子公司新嘉拓生产锂电自动设备, 是国内涂布机行业龙头, 2016 年在锂电设备行业排行第三, 占锂电池设备市场份额 5.2%。2) 负极材料: 子公司江西紫宸负极材料的市占率达 14.8%, 稳居国内前三; 3) 涂覆及包装材料: 子公司东莞卓高、东莞卓越的涂覆隔膜及铝塑包装业务有望成为进口产品的优质国产替代。由于锂电池厂商对安全性和一致性要求较高, 锂电池厂商和供应商的磨合周期一般长达 6-24 个月。因而多数锂离子电池厂商不会轻易更换供应商, 已经进入主流供应商体系的厂商市场渠道相对稳定。目前公司已与 ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学、珠海光宇、中航锂电、天津力神、比亚迪等行业知名企业建立了密切的业务合作关系, 成为紧密绑定国内高端电池厂的综合性锂电产业链公司。

■ 盈利预测: 公司的绑定一线客户的战略和作为锂电行业综合解决方案商, 未来业绩将会充分受益于新能源汽车的快速爆发。我们预计 2017-2019 年净利润为 5.4/7.5/10.1 亿元, EPS 分别为 1.24/1.73/2.34 元, 再参考锂电设备和材料同类可比公司 2017 平均估值为 41X, 我们认为璞泰来的合理估值在 40 X, 合理市值在 200 亿元左右, 暂不给予投资评级。

■ 风险提示: 下游锂电池行业发展不及预期; 行业竞争加剧, 产品毛利降低; 新产能扩产计划不及预期; 上市以后股价涨幅过大的风险

股价走势

市场数据

收盘价 (元)	N. A.
一年最低/最高价	N. A.
市净率 (倍)	N. A.
流通 A 股市值 (百万元)	N. A.

基础数据

每股净资产 (元)	4.80
资本负债率 (%)	54.38
总股本 (百万股)	432.7
流通 A 股 (百万股)	63.7

相关研究

目录

1. 专注锂电行业上游产业链，IPO 助力产能扩张	4
1.1 锂电材料+自动化设备深度布局，控股子公司业务定位明确.....	4
1.2 经营表现亮眼，费用控制合理.....	5
1.3 IPO 助力公司核心业务的产能扩张，加速技术升级完善产业布局.....	8
2. 锂电设备进入高速增长大周期，绑定下游龙头收益可期.....	9
2.1 锂电产业爆发式增长，锂电池需求大增利好上游设备厂商.....	9
2.2 定位中高端涂布领域，绑定大客户锁定高成长性.....	10
3. 材料业务放量增长，国产竞争力不断提升	16
3.1 负极材料行业前列，高销量支撑高业绩.....	16
3.2 涂覆隔膜成长迅速，优质进口替代.....	18
3.3 铝塑包装膜业务加快布局，打破寡头垄断局面	19
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	20

图表 1: 材料+设备, 合理布局锂电上游行业.....	4
图表 2: 公司拥有 11 家子公司及 2 家联营企业, 业务定位明确.....	5
图表 3: 公司主营收入增长迅速, 毛利维持高位.....	5
图表 4: 公司四类主要产品是营收的主要来源.....	6
图表 5: 各产品对利润贡献比率稳定, 负极材料和涂布设备是主力.....	6
图表 6: 公司各业务利润率变动情况, 主要产品利润率维持在 25%-40%之间.....	7
图表 7: 期间费用控制合理, 研发费用维持高位支撑高管理费率.....	7
图表 8: 公司股权集中程度高, 控股股东、实际控制人梁丰直接间接持有公司股份 64.93%.....	8
图表 9: 三个募投项目旨在提升公司产能及研发能力.....	8
图表 10: 中国已成为全球最大锂离子电池制造国.....	9
图表 11: 预计 2020 年全球新能源汽车销量将达 500 万辆.....	10
图表 12: 2011-2016 全球新能源乘用车销量及各国占比.....	10
图表 13: 公司布局锂电设备产业链上游.....	11
图表 14: 2020 年动力锂电池设备将达 432 亿元, CAGR25%.....	11
图表 15: 锂电池生产的详细流程: 极片制作-电芯组装-检测和 PACK.....	12
图表 16: 锂电池装配程序.....	12
图表 17: 锂电池前道环节, 涂布设备价值占比 80%以上.....	13
图表 18: 锂电池产线主要设备价值量占比, 涂布排名第二.....	13
图表 19: 新嘉拓在国产锂电设备产值排名第三, 是涂布设备龙头.....	14
图表 20: 新嘉拓是最早实现涂布机国产化的厂商之一, 产品研发遥遥领先.....	15
图表 21: 行业集中度低, 实力竞争对手众多.....	16
图表 22: 2016 年中国锂电池负极材料主要生产企业市场占有率, 江西紫宸居第三..	17
图表 24: 隔膜成本占锂电池成本 21%.....	18
图表 25: 子公司东莞卓高排名隔膜行业第九, 后来居上.....	18
图表 26: 中国铝塑膜需求增长率维持高位, 国产化节点已到来.....	19
图表 27: 公司铝塑包装膜尚处于小规模生产阶段, 毛利较低且不稳定.....	19
图表 28: 锂电设备和锂电材料行业同类可比公司的平均估值水平.....	20

1. 专注锂电行业上游产业链，IPO 助力产能扩张

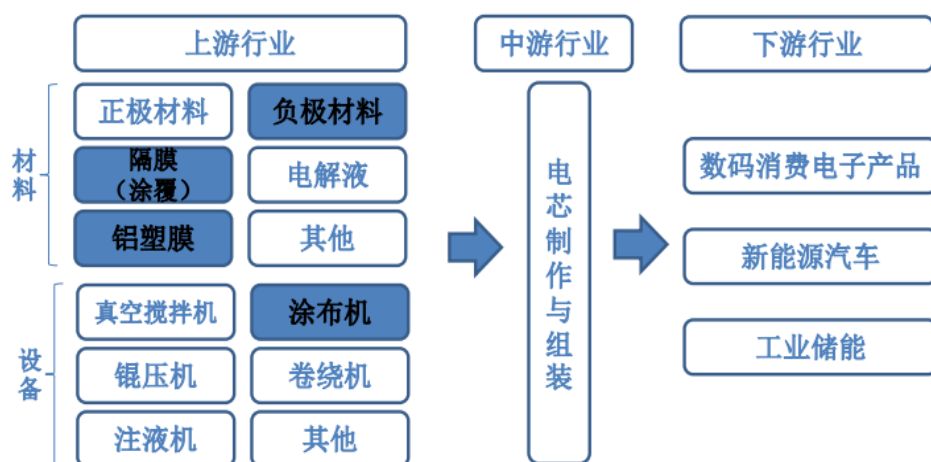
1.1 锂电材料+自动化设备深度布局，控股子公司业务定位明确

上海璞泰来新能源科技股份有限公司成立于 2012 年，短短四年间迅速发展至锂电池上游行业领先地位。公司主营业务为锂离子电池负极材料、自动化涂布机、涂覆隔膜、铝塑包装膜、纳米氧化铝等关键材料及工艺设备研发、生产和销售，为下游客户提供专业性、高品质的新能源锂离子电池材料及专业工艺设备综合解决方案，通过渠道共享、研发合作、工艺配套等实现了关键业务价值链的产业协同。

我们认为近年来，锂电行业发生的最大变化是收购频繁，主要原因是：提高集中度、延伸产业链上下游、争夺稀缺技术。近年来，赢合科技、先导智能等行业龙头企业陆续登陆资本市场，同时行业整合步伐持续加快，准入门槛提高。

随着璞泰来集团将旗下资产打包后在 A 股上市，锂电设备+锂电材料板块将再添优质标的。

图表 1：材料+设备，合理布局锂电上游行业



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

随着行业发展及业务调整，公司逐渐形成了**锂电材料+关键设备**的布局。公司专注锂电行业上游产业链，拥有**四大核心产品**：**负极材料、涂布设备、隔膜（涂覆）和铝塑包装膜**。其中，负极材料和隔膜属于锂离子电池主要原材料，涂布机属于锂离子电池关键生产装备，而铝塑包装膜属于聚合物软包锂离子电池关键辅助材料。

公司的生产技术处于国内领先地位，目前已与 ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学、珠海光宇、中航锂电、天津力神、比亚迪等行业知名企业建立了密切的业务合作关系。公司拥有 11 家子公司及 2 家联营企业，全资子公司江西紫宸、深圳新嘉拓、东莞卓高均是高新技术企业。不同子公司业务定位明确，行业领先地位突出。全资子公司江西紫宸负极材料的国内市场占有率分别为 12.64% (2015)、14.80% (2016)，位居国内第三。全资子公司深圳新嘉拓作为涂布设备龙头企业，2016 年在中国锂电池设备竞争格局中排名第三位，市场份额为 5.2%。全资子公司东莞卓高、东莞卓越分别在涂覆隔膜和铝塑包装膜领域实现国产化技术突破。

图表 2：公司拥有 11 家子公司及 2 家联营企业，业务定位明确



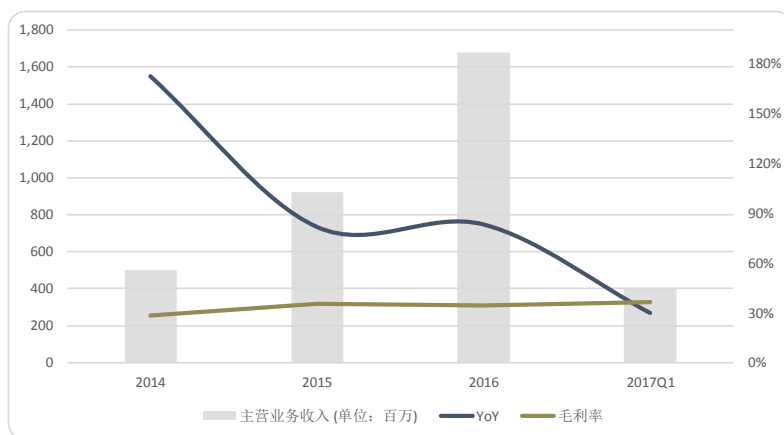
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.2 经营表现亮眼，费用控制合理

报告期内公司主营业务收入大幅增长，表现亮眼。2014-2016 年公司主营业务收入分别同比增长 172.44%、83.62%、81.77%，增长持续维持高位。公司主营业务收入大幅增长的原因主要有四点：1) 负极材料部分，以连续高性能负极产品成功实现赶超，成为高端软包电池负极材料客户的主要供应商；2) 成功把握动力电池市场井喷趋势，差异化产品以性能优势满足动力电池生产企业需求；3) 股权和激励机制为纽带，激发了核心管理团队创业的激情与动力；4) 产业协同效应增强了公司的盈利能力及未来的业务发展空间。

预收款快速增加，在手订单充足。同时得益于深圳新嘉拓涂布机销售扩张迅速，公司预收账款逐年增加，2014-2017Q3 预收账款从 6356 万元、7819 万元、20631 万元到 30833 万元。锂电设备行业的预收账款可以理解为在手订单的晴雨表，公司预收账款的快速增加，说明了公司的在手订单规模也在快速增长，我们预计新嘉拓目前的在手订单规模在 10 亿元以上。

图表 3：公司主营收入增长迅速，毛利维持高位



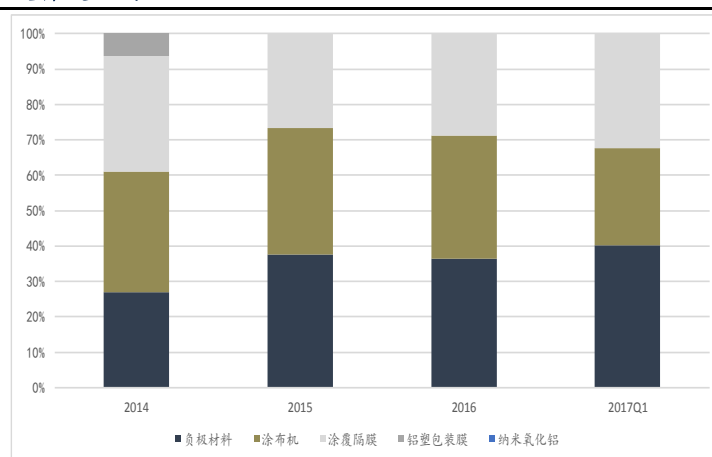
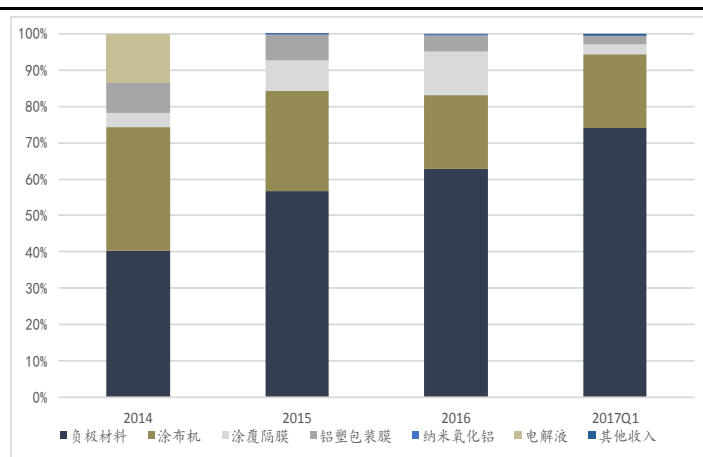
资料来源：wind，东吴证券研究所

公司近三年毛利水平稳中有升。2014-2017Q3 毛利率分别为 28.41%、35.32%、34.54%和 37.76%，高于行业同类型企业、增长可持续。2014-2017Q1 四项核心产品毛利贡献率分别为 83.86%、97.34%、98.30%及 99.32%，是公司利润的主要来源，其毛利率对综合毛利率的影响也最大。

2015 年开始，公司毛利率有了显著提高，主要由于负极材料销售比重上升。相比 2014 年的 40.34%上升 16.38pct 达 56.81%，而同期毛利相比 2014 的 26.87%上升 10.72pct，达 37.59%。2016 年归属于母公司所有者净利润 3.54 亿元，同比大幅增长 256.21%，净利润增速明显高于收入增速的原因主要是公司收入增长带来的规模效应。2014-2016 年，公司营业收入复合增长率达 82.52%，归母净利润复合增速达 264.43%。

图表 4：公司四类主要产品是营收的主要来源

图表 5：各产品对利润贡献比率稳定，负极材料和涂布机设备是主力



资料来源：wind，东吴证券研究所

资料来源：wind，东吴证券研究所

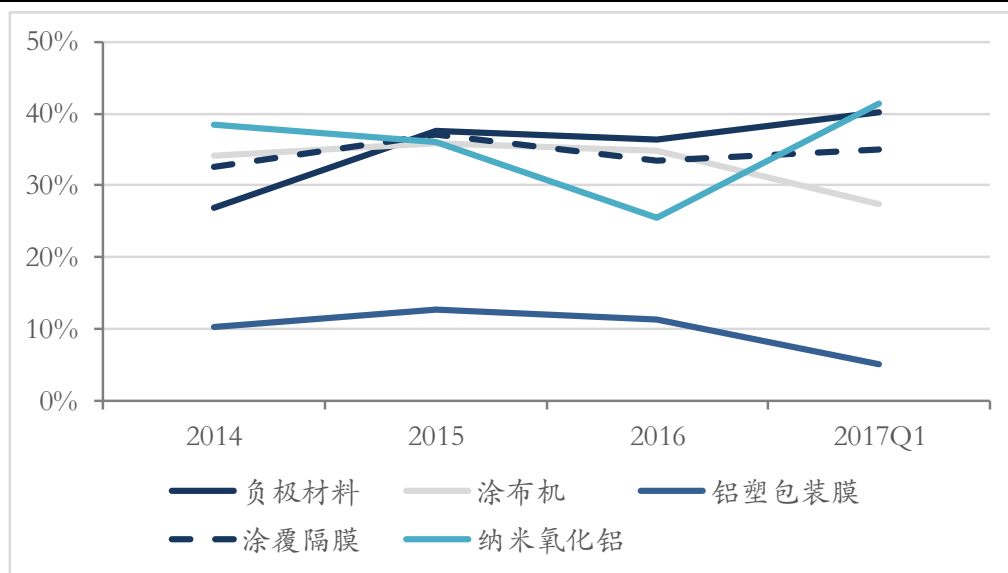
分业务看，涂布机毛利率保持较高水平且稳定。2014 年、2015 年和 2016 年，公司涂布机毛利率分别为 34.16%、35.83%及 34.80%，2015 年和 2016 年涂布机销售收入分别较上年增长 49.6%和 34.67%，毛利率均保持较高水平且较为稳定，主要系公司涂布机自动化水平、精密度较高，并且销量快速增长。

以新嘉拓为代表的涂布机企业近年来完成了核心锂电设备的国产化研发。随着我国自主科技研发力度的加大和高技术要求的动力电池的需求爆发，行业集中度低和依赖进口的现象有了极大缓解。以涂布机为例，据我们草根调研了解：2016 年中国进口日韩涂布机 40-50 台，单台金额均在 1000 万元以上属于高端产品，国产涂布机市占率已达 70%-80%。不仅如此，大部分单机锂电设备市场集中度也较高。据我们预计，涂布机行业的 CR3 在 40%-60%之间，CR6 在 80%左右；卷绕机 CR3 在 60%-70%之间。

负极材料作为公司主要收入增长引擎，产销两旺。2015 年、2016 年公司负极材料销量分别较上年增长 155.01%和 117.75%，归因于消费电子和新能源汽车等终端市场的放量增长，带来软包电池等锂电池厂商市场需求旺盛。2015-2016 年市场竞争激烈，因此公司采取薄利多销政策，在销售单价下降 7.75%的情况下依旧实现了销售收入的翻番（同比+100.87%）的业绩。涂覆隔膜毛利率较高，稳定在 30%左右，铝塑包装膜行业竞争激烈导致毛利率较低且呈现不断

下降趋势，但高质量客户结构依然能够持续支撑高销量和高增长预期。2015 年、2016 年，公司涂覆隔膜销量快速增长是涂覆隔膜销售收入增长的主导力量，影响占比分别为 143.00%、153.69%。同时期公司铝塑包装膜销售收入分别较上年增长 55.89%和 15.14%，主要受销量增长和单价下降综合影响。

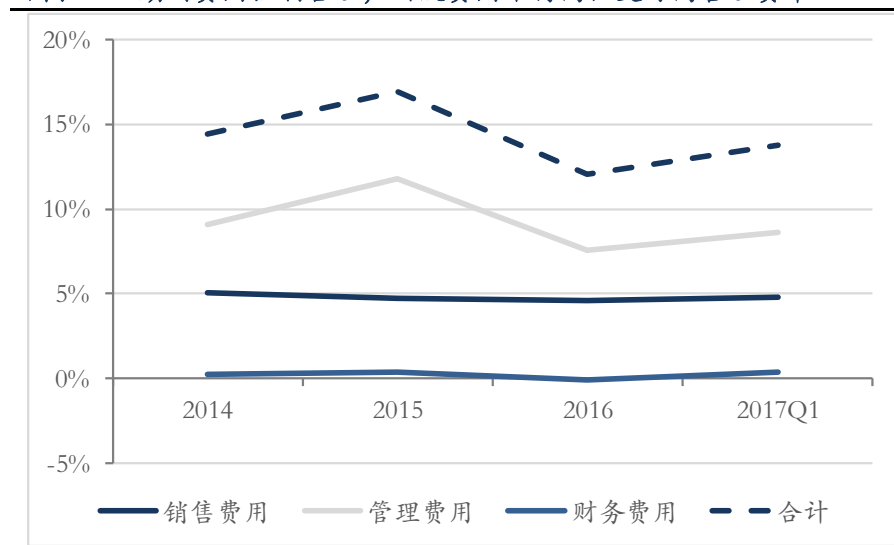
图表 6：公司各业务利润率变动情况，主要产品毛利率维持在 25%-40%之间



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

2014 年以来公司期间费用率低于同行业可比公司，各项费用管控良好。主要系公司管理费用控制得当，及对外借款规模较小，财务费用维持低位。2014 年以来公司期间费用合计分别为 0.73 亿元、1.6 亿元、2 亿元和 0.56 亿元，占营业收入的比重分别为 14.41%、16.94%、12.09%及 13.79%。管理费用持续维持高占比，归因于公司研发费用的逐年攀升，2015-2016 公司研发费用增幅分别为 123.21%和 52.6%。销售费用维持行业平均水平。

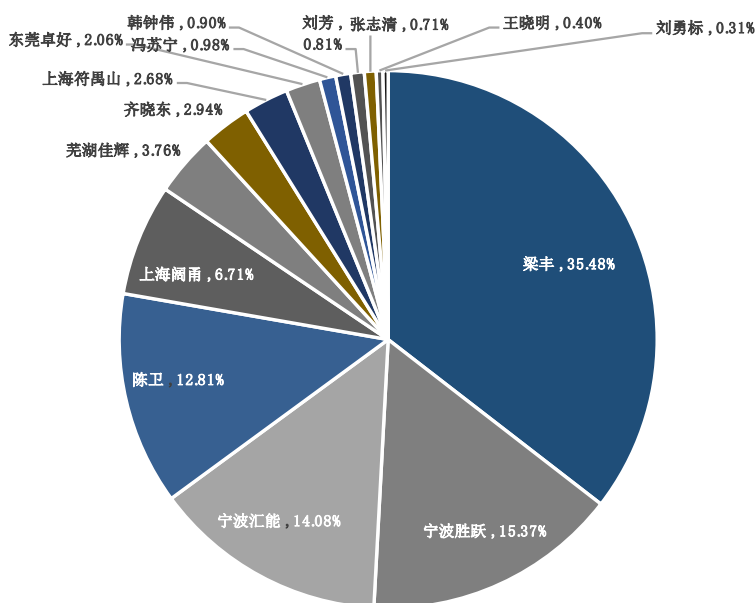
图表 7：期间费用控制合理，研发费用维持高位支撑高管理费率



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.3 IPO 助力公司核心业务的产能扩张，加速技术升级完善产业布局

图表 8：公司股权集中程度高，控股股东、实际控制人梁丰直接间接持有公司股份 64.93%



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司历次增资，股权结构如上(在本次募资前)。其中梁丰为公司的实际控制人、公司有限执行董事；宁波胜跃为梁丰及夫人邵晓梅女士及股东陈卫出资设立；宁波汇能为管理层持股平台，由公司及各子公司管理层和核心人员出资建立；陈卫为公司有限总经理。其他股东可分为两类：第一类是内部员工或内部员工持股平台，部分入股员工同时曾经是子公司间接股东；第二类是子公司曾经的少数股东，该类股东系外部股东。由此可见璞泰来公司持股数稳定，股权集中程度高，我们预计公司未来的经营决策的效率会较高。

此次发行采用网下发行+网上发行相结合的方式进行，认购缴款工作已于 2017 年 10 月 26 日 (T+2 日) 结束。此次发行价格为 16.53 元/股，发行数量为 6,370.29 万股。所募得资金将先后投资于以下项目：

图表 9：三个募投项目旨在提升公司产能及研发能力

项目名称	投资预算(万元)	拟使用募集资金(万元)	建设期	拟达成产能
年产 2 万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建及研发中心建设项目	59,492.25	59,492.25	1年	年产高性能锂离子电池负极材料 2 万吨
涂布设备生产基地及研发中心建设项目	19,985.76	19,985.76	1年	年产涂布设备 230 套/年
高安全性锂离子电池功能涂层隔膜生产基地及研发中心建设项目	20,440.62	20,440.62	1年	年产功能涂层隔膜 24,000 万平方米
合计		99,918.63		

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

本次募集资金预计投入的项目皆为公司主营收入所在领域，资金壁垒较高、规模效应较强。建设达产后，公司产能将在短期内大幅提高，目前的产能瓶颈的问题可以得到有效的缓解。

公司扩产增效的同时，边积极开展技术研发。公司将在募投期间建立和完善负极材料前驱体研究、重点工艺研究、涂膜工艺研究、装备的重点部件和关键部件的研究、材料和设备应用开发中心等，以核心技术驱动公司长期成长能力及技术储备，联合上下游的产业链形成紧密的产品技术研发衔接链条。

公司希望以目前在锂离子电池上游所拥有的材料、设备技术和产品市场优势为基础，坚持技术领先，坚持核心技术的持续投入和开发，始终保持产品技术上竞争优势，挖掘未来市场的潜在需求，充分发挥技术、产品、市场的综合优势，加强公司在材料，设备和服务方面的互动协调，提高公司的综合竞争力，为市场提供持续的高性价比的产品和服务，成为技术领先、产品优秀、管理规范的新能源锂离子电池整体解决方案的世界一流企业。

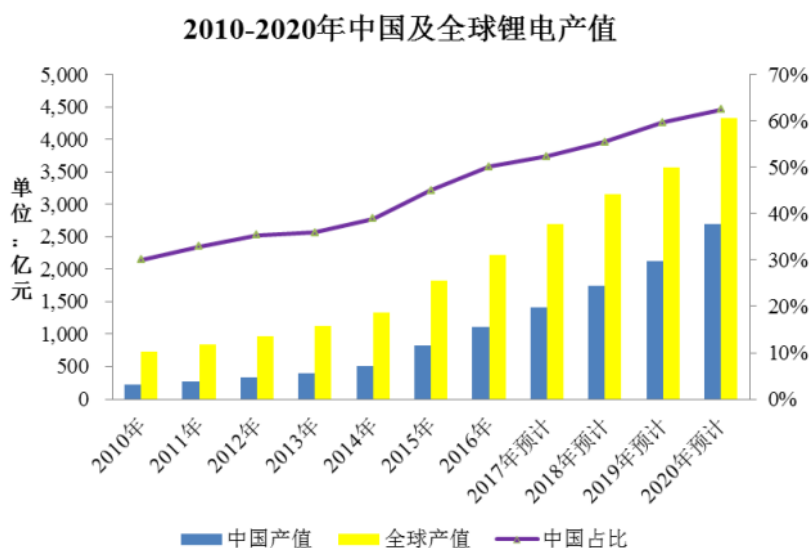
2. 锂电设备进入高速增长大周期，绑定下游龙头收益可期

2.1 锂电产业爆发式增长，锂电池需求大增利好上游设备厂商

高工锂电《2017 中国锂电池行业分析报告》指出，全球锂离子电池产业重心逐渐往中国转移。从投资规模看，2014 年全球锂离子电池新增投资的近八成集中在中国。在下游产业发展和环保政策的推动下，中国市场的份额从 2010 年的 30.07% 上升至 2016 年的 50.07%，中国已成为全球最大的锂离子电池制造国。

2016 年全球应用于电动汽车动力锂电池需求量为 52.8GWh，同比增长 69.23%，是三大终端中增量最大的板块。高工锂电预计到 2017 年全球动力锂电池消费量将达到 71GWh，中国将成为全球最大电动汽车及动力电池消费市场。

图表 10：中国已成为全球最大锂离子电池制造国

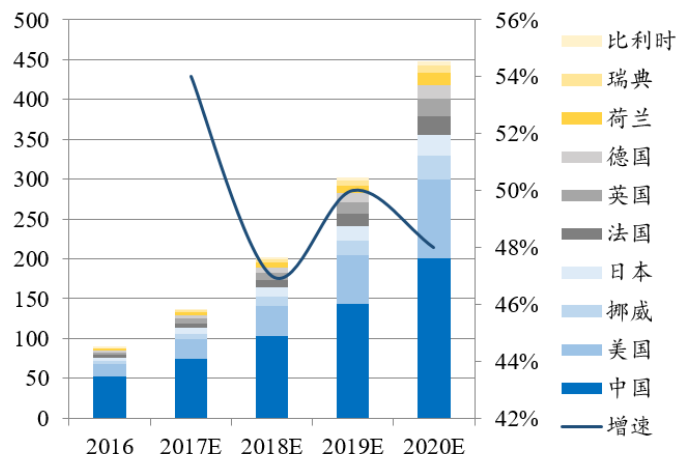


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

锂离子电池产业在中国的爆发式增长得益于新能源汽车销量大幅上升。2016 年全年新能源汽车总计销量为 51.7 万辆，锂电池市场规模约为 1115 亿元，动力锂电池需求 605 亿元，同比增长 65.8%。根据中国化学与物理电源行业协会统计，2016 年年底中国动力电池产能为 101.3GWh。2020 年动力电池需求量将达到 2015 年的 5 倍，“十三五”期间增量合计将达到

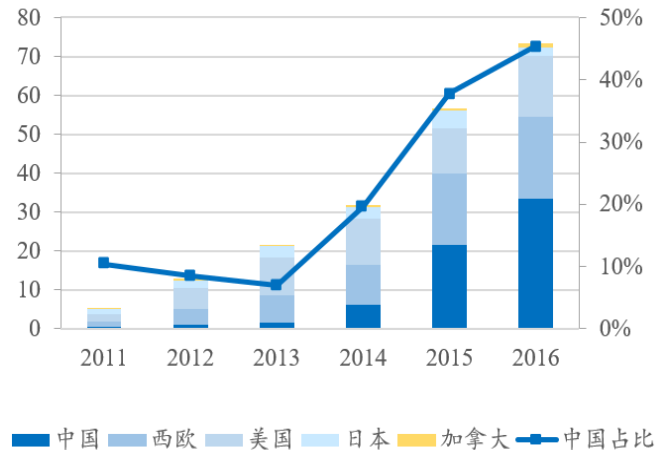
233.4GWh。得益于国内新能源汽车产业迅猛发展，动力锂电设备行业迅速发展。对于动力锂电设备商而言，2016年中国动力锂电生产设备需求已经达到145亿元，行业已进入快速增长期。同时受益于十三五规划对于新能源汽车产业战略地位的确定，以及新出台的“双积分”政策对新能源汽车的助推，我们判断，锂电设备将受益于下游纯电动车爆发式增长，未来3年新能源汽车仍是拉动锂电池产量增长的主要动力。

图表 11： 预计 2020 年全球新能源汽车销量将达 500 万辆



资料来源：marketlines，东吴证券研究所整理

图表 12： 2011-2016 全球新能源乘用车销量及各国占比



资料来源：marketlines，东吴证券研究所整理

锂电池需求增长亦受益于消费电子需求持续上升。近年终端 3C 数码消费需求大涨，国产智能手机供应商逐步崛起，消费锂电池厂商客户发展迅猛，华为、OPPO、VIVO 为代表的国产智能手机企业在国内市场份额逐步提升，一定程度上促进了锂电产业本土化程度提高。

2.2 定位中高端涂布领域，绑定大客户锁定高成长性

锂电设备产业链主要以下三部分组成：上游为机械零件和电器元件等零部件制造业，以及锂电自动化设备厂商，中游为锂电池厂商，下游为锂离子电池、新能源汽车及储能为代表的新能源制造业。

一般来说，国内单位产能(1GWh)的锂电池设备投资在 5 亿元/GWh，我们预计 2017 年动力锂电产能需求为 38GWh，对应 2017 年国内动力电池设备需求量将至少 228 亿，再加上消费类和储能类锂电新增设备需求，我们预计 2017 年我国锂电设备市场规模在 300 亿元以上，同比增长 57%；2020 年锂电设备市场规模 432 亿元，按照 80%的国产化率计算，国产设备产值将达到 350 亿元，7 年间 CAGR 为 30%，国产设备占比从 50%提高到 80%。虽然目前国内约七成锂电设备已实现国产化，但基本集中在低端设备上，核心零部件仍依赖于日韩进口设备。

相比于日韩锂电设备，国产设备售价仅为进口的 80%，成本优势明显；再者，国产设备同时还具有非标定制化能力强、售后使用中的快速反应能力强的特点。我们认为，设备全自动化和整线化是未来锂电设备国产化发展方向，也是国产锂电设备实现弯道超越的关键所在。

图表 13: 公司布局锂电设备产业链上游



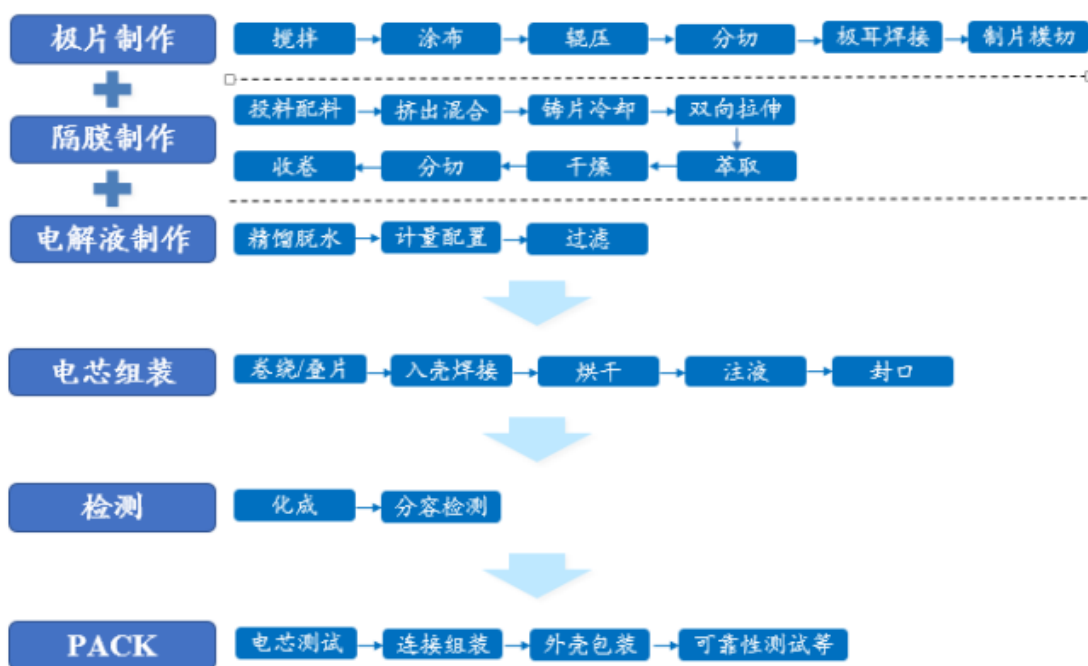
资料来源: 东吴证券研究所整理

图表 14: 2020 年动力锂电池设备将达 432 亿元, CAGR25%

项目	车型分类	2016	2017E	2018E	2019E
新能源汽车销量预测		52	75	110	166
销量增速		36%	45%	47%	51%
国内动力锂电池产能需求/gwh	总需求	29	38	53	77
	三元材料占比	28%	40%	49%	59%
	磷酸铁锂占比	72%	60%	51%	41%
国内动力锂电池产能规划/gwh	保有量合计	49	95	151	221
	新增合计	29	46	56	70
	yoy		57%	24%	24%
产能利用率假设		60%	40%	35%	35%
锂电设备新增需求/亿元	涂布机(30%)	43	68	85	105
	卷绕机(20%)	29	46	56	70
	检测设备(20%)	29	46	56	70
	制片模切(10%)	14	23	28	35
	辊压分切(10%)	14	23	28	35
	PACK设备(10%)	14	23	28	35
	合计	145	228	282	351
yoy			57%	24%	24%

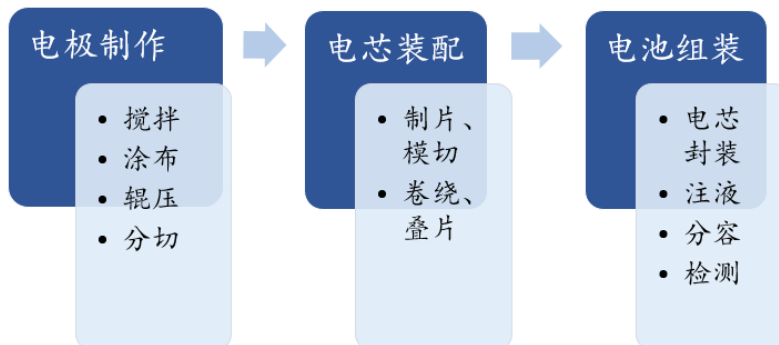
资料来源: 高工锂电 (2016 年数据), 东吴证券研究所整理

图表 15: 锂电池生产的详细流程：极片制作-电芯组装-检测和 PACK



资料来源：东吴证券研究所整理

图表 16: 锂电池装配程序



资料来源：东吴证券研究所整理

锂电池的装配如上图所示，主要分为前道、中道、后道三部分。各项工序分工不同，难度也有明显差异。前道设备中，主要设备有精密自动涂布机、精密自动隔膜及极片分切、成型机等。

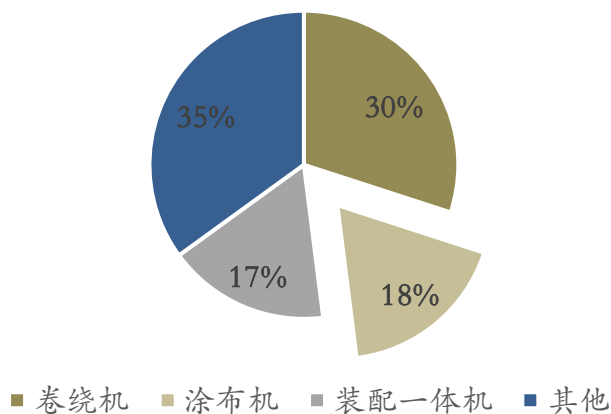
图表 17: 锂电池前道环节, 涂布设备价值占比 80%以上



资料来源: 东吴证券研究所整理

锂电池生产前道工序中, 设备价值占比达 30%-40%, 而涂布机是前道工序的核心机械, 目前国产化率高, 达 70%-80%。目前我国主要锂离子电池生产设备制造商的产品也以卷绕机、涂布机等为主, 涂布机在锂电池生产线主要设备价值量占比约为 18%。

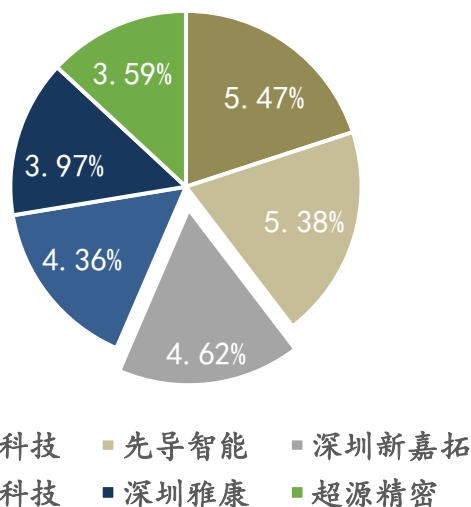
图表 18: 锂电池产线主要设备价值量占比, 涂布排名第二



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

子公司深圳新嘉拓是国产涂布机领域的龙头。在锂电池设备行业排名第三, 市场份额为 5.2%。成立 11 年以来, 新嘉拓一直专注于涂布机的研发与生产, 是最早实现涂布机国产化的厂商之一。公司率先开发出双闭环张力系统, 将张力精度提高到 100g 以内, 国内首家实现涂膜精度 COV<0.2%; 率先在国内推出双面自动化涂布机及动力电池高速宽幅双面涂布机, 精度和效率两项设备关键技术指标均处于行业领先地位。生产的高精度实验涂布机、隔膜涂布机、挤压涂布机等锂电池设备研发能力遥遥领先于国内同行, 精度和效率国内第一, 引领国产高端涂布机走向进口替代之路。

图表 19：新嘉拓在国产锂电设备产值排名第三，是涂布设备龙头



资料来源：招股说明书, 东吴证券研究所

新嘉拓涂布设备产能不断攀升。2014 年涂布机产能 130 台，当年产量 126 台，2014 年底员工 184 人。2015 年涂布机产能 180 台，当年产量 180 台，2015 年底员工 273 人。2015 年底发行人在江西奉新新设江西嘉拓。2016 年，深圳新嘉拓新租赁两处厂房，面积分别为 6,500 平方米、6,965 平方米。2016 年底涂布机业务员工达到 479 人，涂布机产能增加至 300 台，当年产量 284 台。

目前，新嘉拓客户包括比亚迪、比克电池、天津力神、三星 SDI、珠海光宇、沧州明珠、佛山金辉、上海空间电源、中南大学、杉杉股份、立凯、台湾明基等百家企业，同时也是行业巨头 ATL 的重要涂布设备供应商。目前公司产品已经完整覆盖了涂布产品线，包括挤压涂布、转移涂布、实验室涂布、隔膜陶瓷涂覆和导电剂涂覆的微凹版涂布机等。

图表 20: 新嘉拓是最早实现涂布机国产化的厂商之一, 产品研发遥遥领先

品名	图片	产品特点	应用领域
挤压式涂布机		① 挤压涂布时通过恒流量的泵系统将涂布液按规定压力和流量送入模头系统, 并通过模头缝隙挤压涂布在基体上, 达到高精度、高速度的涂布生产; ② 与稳定的浆料、送料系统和控制系统配合, 达到稳定的高精度涂布, 涂布重量精度达到±1%; ③ 连续涂布速度可达 70M/分钟, 间断涂布速度可达 30M/分钟; ④ 涂布厚度精度控制在±0.5~1 微米/单面; ⑤ 可进行单/双面涂布。	锂离子电池正负极片涂布
微凹板隔膜陶瓷涂布机		① 涂布方式: 版滚直径为 100 毫米以下的逆向涂布, 可实现 0.1-10 μm 的精密涂布; ② 采用封闭刮刀结构; ③ 凹版辊: 螺旋纹, 表面喷陶瓷; ④ 高精度、微张力控制, 伺服双闭环张力控制; ⑤ 低温烘干系统; ⑥ 涂布宽度可达 1.2M, 涂布速度可达 100M/分钟; ⑦ 可进行单/双面涂布。	锂离子电池隔膜陶瓷涂布、极片表面陶瓷涂布、极片基材底层导电剂涂布
立板式涂布机		① 涂布方式: 可实行间歇或连续转移式涂布; ② 涂布头支撑底座: 整体立板为高刚度墙板式设计; ③ 涂布驱动: 为伺服电机驱动背辊移动; ④ 刮刀调节: 伺服电机调节+超精密光栅传感器闭环控制、刮刀直线度可调节; ⑤ 烘箱: 上下循环送风, 前段主传动烤箱, 后端漂浮式烤箱; ⑥ 双收放卷: 高效规模化生产。	锂离子电池正负极片涂布

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

公司的主要竞争对手有国际厂商东丽工程株式会社、日本平野机械株式会社, 及国内厂商浩能科技(被科恒股份收购)、赢合科技(300457.SZ)等。主要竞争对手的信息如下:

图表 21: 行业集中度低, 实力竞争对手众多

竞争对手	竞争对手简介
东丽工程株式会社	该公司创立于 20 世纪 60 年代, 业务板块十分多样, 在锂电设备、化学、光伏、生物、机械等领域均有涉足。在锂离子电池设备领域研发出世界领先的拥有独特涂布技术的狭缝涂布机。东丽工程株式会社是中国进口涂布机的主要供应商之一。
日本平野机械株式会社	该公司是日本最早开始生产锂离子电池用涂布机的生产企业之一, 也是日本涂布机行业内的领军企业。其产品涂布速度较快, 生产效率较高, 其售价及售后维护费用也相对较高。平野机械株式会社是中国进口涂布机主要供应商之一。
深圳市赢合科技股份有限公司	该公司是以锂电池自动化生产设备的研发、设计、制造、销售与服务为核心的新能源装备制造企业, 产品包含涂布机、分条机、制片机、卷绕机、模切机、叠片机等。该公司已于 2015 年 5 月 14 日在深圳证券交易所上市, 股票代码: 300457。

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2013 年以来锂电设备行业一直呈现低端、高端并存局面。根据高工锂电统计, 2014 年国内涉及锂离子电池生产设备领域的企业接近 300 家, 且 2015 年国产锂电设备行业前六份之和仅为 27.39%, 行业集中度较低。在政策导向下, 低端电池产能停止扩张, 对下游中小企业的低端设备需求大幅萎缩, 电池厂商扩容和加工要求大幅提升, 高精度、自动化、一体化是未来电池厂生产线发展趋势, 一线电池企业与设备龙头将更紧密合作。因此公司积极布局拓展新的涂布产能, 全力迎接未来下游需求端扩张带来的设备需求爆发的机会。

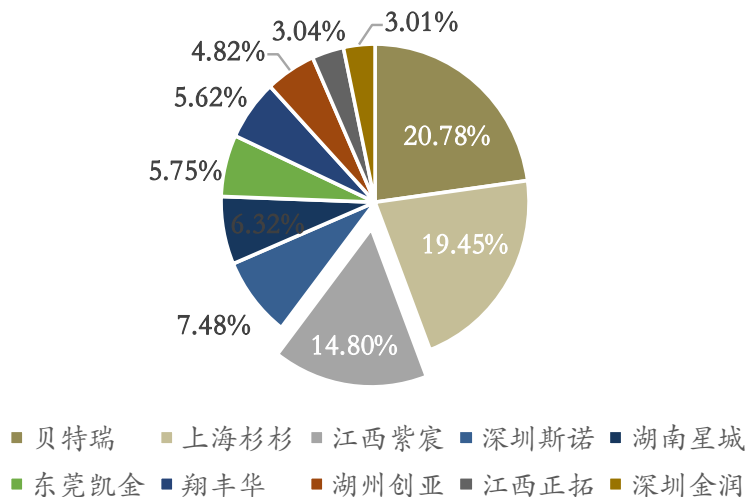
3. 材料业务放量增长, 国产竞争力不断提升

3.1 负极材料行业前列, 高销量支撑高业绩

负极材料作为锂电池原材料重要的一部分, 主要由石墨材料加工而成。目前主流负极产品有天然石墨与人造石墨两大类, 分别用于小型锂离子电池和一般用途的电子产品锂离子电池, 以及大容量的车用动力电池和倍率电池以及中高端电子产品锂离子电池。由于石墨材料具有的技术、价格和成熟配套模式, 作为负极材料未来几年内仍将是行业主流。

目前国内锂电池负极材料生产企业众多, 行业集中度高。公司在成立后短短几年后来居上, 市场份额占据全国第三。公司不断提高产能, 以规模效应弯道超车, 同时努力扩展海外市场, 拥有 ATL、三星 SDI、LG 化学、天津力神、中航锂电、比亚迪等国内外大型锂电池厂商庞大客户群。

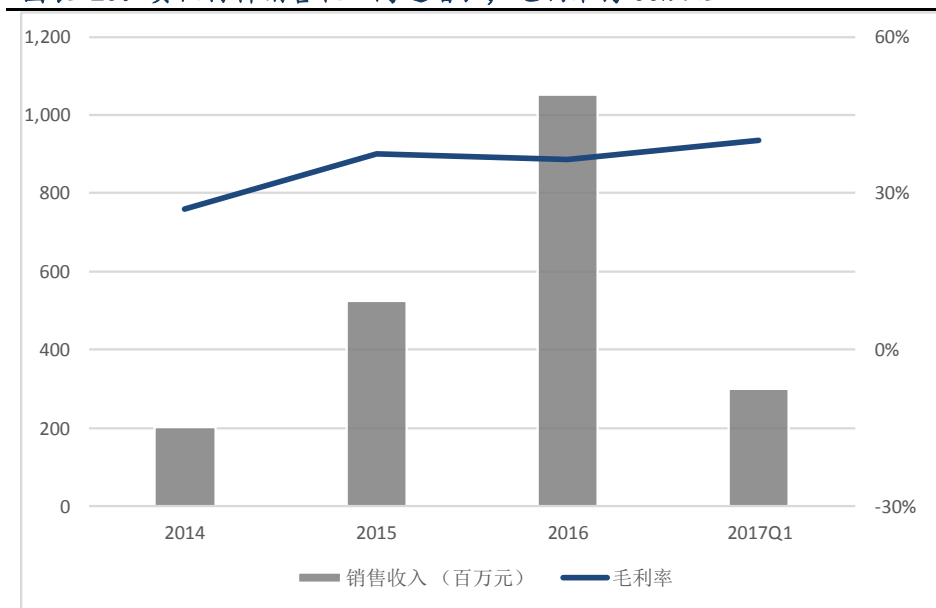
图表 22：2016 年中国锂电池负极材料主要生产企业市场占有率，江西紫宸居第三



资料来源：招股说明书, 东吴证券研究所

公司负极业务毛利水平持续高于同行业公司。2015 年公司负极材料毛利率为 37.59%，较 2014 年上升 10.72 pct，2017 年毛利有上升趋势；一方面是公司生产规模不断扩大、规模效应逐步显现、配套工艺逐步完善，单位负极材料承担的固定成本也相应减少；一方面是公司产品定位高端，以差异化竞争策略，2013 年推出 G 系列产品，快速切入 ATL 等高端用户市场，产品附加值高。2014-2016 年 G 系列负极材料毛利率分别为 32.46%、42.14%和 39.50%。由于 2015 年、2016 年公司 G 系列负极材料产销量快速增长，销售占比由 2014 年的 44.43%快速上升到 2015 年、2016 年的 74.78%、82.40%，带动公司负极材料毛利率稳定在相对较高水平。

图表 23：负极材料销售收入高速增长，毛利维持 30%以上



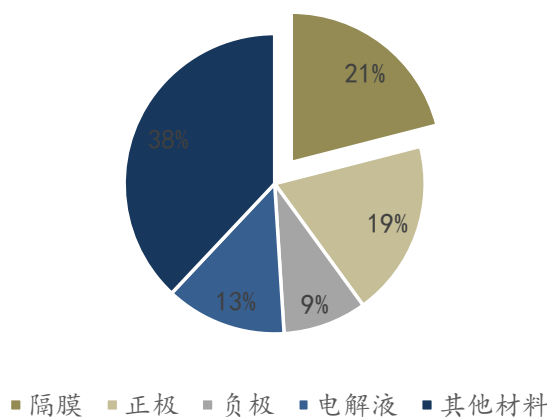
资料来源：招股说明书, 东吴证券研究所

未来规划方面，公司通过此次 IPO 募资扩张负极材料产能，建立研发中心，以抓住锂电行业扩张机遇，扩大市场份额，持续提升公司竞争力。

3.2 涂覆隔膜成长迅速，优质进口替代

隔膜是锂离子电池的关键内层组件之一，隔膜成本占锂电池制作成本 21%。主要作用在于防止正负极材料接触导致短路，是保障电池安全的最重要部分之一，因为材料、厚度对于隔膜性能影响较大，因此锂电材料中技术壁垒较高的部分。市场上通用的隔膜材料为聚烯烃隔膜材料：聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP），目前市场化的锂离子电池隔膜材料主要有 PE 单层、PE 多层、PP 单层和 PP-PE-PP 三层。

图表 24：隔膜成本占锂电池成本 21%

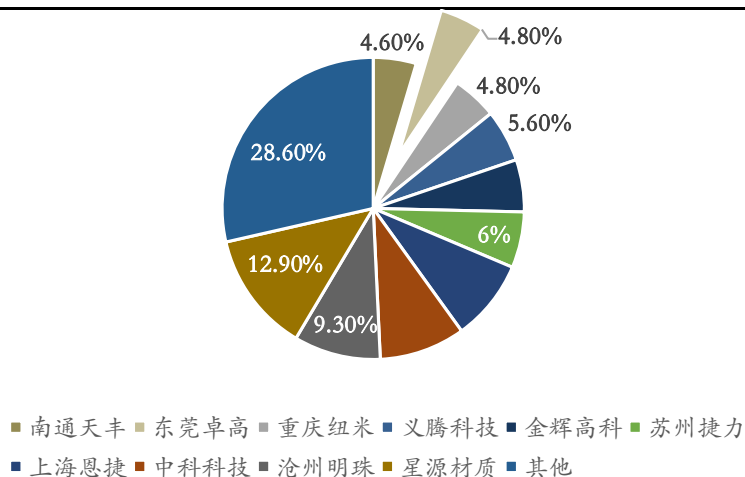


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

陶瓷涂覆隔膜是锂电池未来发展的趋势。国内隔膜的主流制备工艺是干法单拉和湿法，是中高端锂电池首选。而湿法隔膜因其在生产过程中进行了双向拉伸，因此拉伸强度和穿刺强度都强于干法，短路率也低，唯一缺点是耐热性差。因此，陶瓷涂覆工艺是高质量湿法隔膜热稳定性的最好解决方案。

由于隔膜的技术壁垒较高，国产隔膜的市占率较低。从全球锂离子电池隔膜市场来看，美国、日本、韩国等少数国家拥有行业领先的生产技术和相应的规模化产业，国际龙头企业依靠技术和市场领先优势均占据全球超过 60% 的市场份额。近年来，随着国内厂商不断加大研发和投资力度，新增产能投入运行，出货量迅速增加，国内隔膜厂商产业化程度提高。2015 年，星源材质、金辉高科、中科科技合计占据全球的市场份额为 9%。子公司东莞卓高 2014 年开始涉足隔膜业务，在 2016 年位列国产前九。未来有较高的增长潜力。

图表 25：子公司东莞卓高排名隔膜行业第九，后来居上



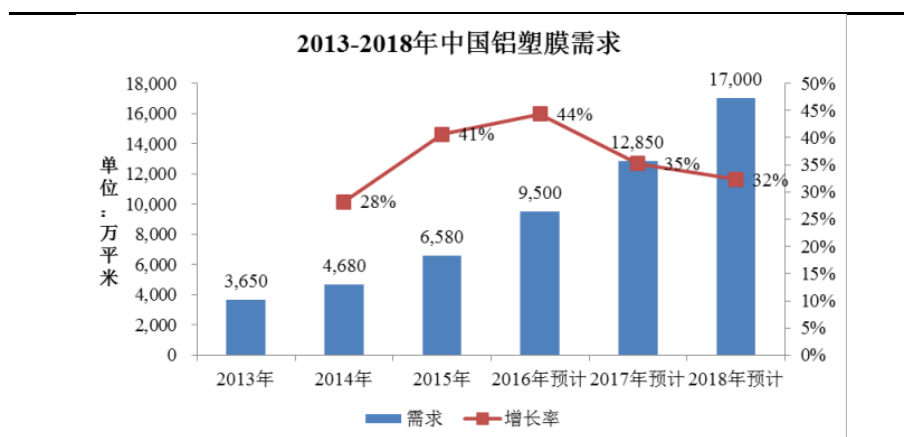
资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.3 铝塑包装膜业务加快布局，打破寡头垄断局面

铝塑包装膜是锂电池趋势——软包电池的重要部分。锂离子电池根据电解质形态的不同可分为硬包和软包电池，硬质包装锂离子电池多用钢壳和铝壳包装，钢壳由于重量重且安全性欠佳正被铝壳渐渐替代；而软包电池又称为“聚合物电池”，聚合物锂离子电池外包装采用铝塑包装膜。目前，在智能手机、平板电脑、可穿戴设备中，软包电池都占绝大部分比例，主流的电动车也采用了软包的锂离子电池系统。韩国 SNE 咨询公司预测，聚合物锂离子电池在消费电子产品中的占比将从 2012 年的 26% 升至 2018 年的约 60%。电池用铝塑包装膜的质量要求极高，比如高的阻隔性、良好的冷冲压成型性、耐穿刺性、耐电解液稳定性和耐热性。

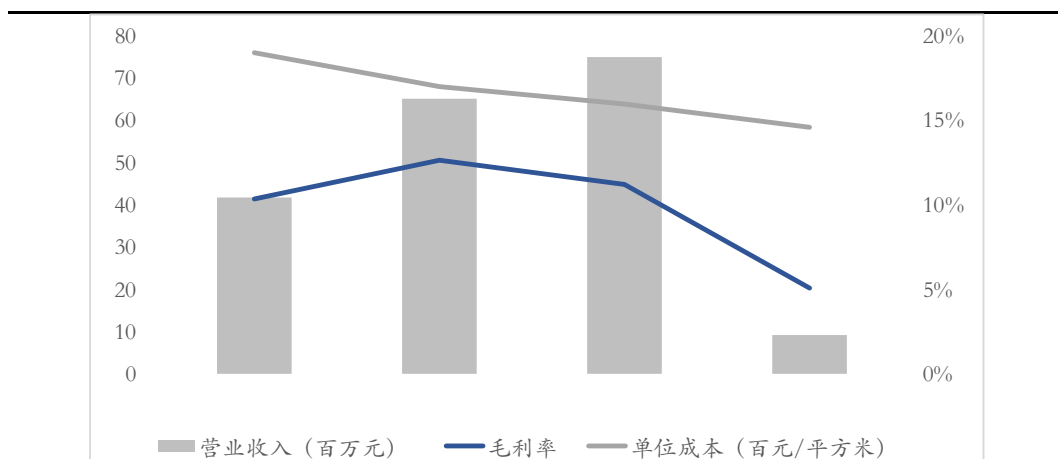
2016 年中国锂离子电池铝塑包装膜的需求量约 9,500 万平米，同比增长 44%，市场规模约 32 亿元左右，同比增长 51%。根据招股书相关信息，到 2017 年，铝塑膜的市场规模将达到 38.3 亿元。

图表 26：中国铝塑膜需求增长率维持高位，国产化节点已到来



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

图表 27：公司铝塑包装膜尚处于小规模生产阶段，毛利较低且不稳定



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司铝塑包装膜业务刚起步，分为自产和贸易两个业务线，期间受到市场价格因素等因素影响，毛利较低，未来有较大增长空间。由于技术壁垒较高，我国铝塑包装膜高度依赖进口，国内铝塑包装膜基本由日本昭和电工、DNP 等企业垄断，市场占有率达到 90%。目前国内已有部分技术领先企业取得了技术突破，有望凭借本土化以及成本优势逐步实现进口替代，未来 2-3 年将是铝塑包装膜国产化最关键的时间点。具备扎实

技术基础、产品研发方案较为成熟、且具有客户基础的国内企业有望成为国产替代中的主力军。东莞卓越自主研发的铝塑包装膜产品已经开始推向市场，未来计划逐步进入知名电池厂商供应商体系。

4. 盈利预测与投资建议

1) **核心假设**：新能源车行业发展迅速，锂电行业保持高景气状态，随着新能源车高能量密度的趋势确定。未来对高性能的负极材料，涂覆隔膜，铝塑包装膜等产品的需求量稳定增长，公司生产的锂电材料将销售情况良好。锂电设备行业国产化率不断提高，进口替代趋势成立，公司作为国产涂布机龙头，产品市占率不断提升。

2) **盈利预测**：我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年的营业收入分别为 25.2 亿、35.2 亿元、47.6 亿元，分别同比增长 50%、40%、35%。公司 2017 年、2018 年、2019 年的净利润分别为 5.4 亿、7.5 亿元、10.1 亿元，分别同比增长 52%、40%、35%。再参考锂电设备和锂电材料同类可比公司的 2017 平均估值水平为 41X，故璞泰来的合理估值可以在 40 倍左右，故合理市值在 200 亿元左右。

3) **投资建议**：暂无。

图表 28：锂电设备和锂电材料行业同类可比公司的平均估值水平

公司	股价	2017EPS	2018EPS	2019EPS	2017PE	2018PE	2019PE
智云股份	30.22	0.84	1.40	1.99	36	22	15
先导智能	80.99	1.59	2.46	3.03	51	33	27
赢合科技	35.30	0.84	1.10	1.43	42	32	25
沧州明珠	13.04	0.55	0.65	0.74	24	20	18
创新股份	138.19	2.05	3.75	4.86	67	37	28
星源材质	36.00	1.04	1.45	2.12	35	25	17
杉杉股份	21.58	0.66	0.82	1.01	33	26	21
平均					41	28	22

资料来源：wind，东吴证券研究所整理

备注：智云股份，沧州明珠，创新股份，星源材质，杉杉股份的盈利预测为 wind 一致预期

5. 风险提示

1、**下游锂电池行业发展不及预期**：动力锂电池的下游主要是乘用车和商用车，如果电池性能一般，使用寿命不及预期，可能导致行业发展速度缓慢和新能源车销量低于预期。

2、**行业竞争加剧，产品毛利降低**：随着越来越多玩家的进入，锂电设备和锂电材料行业的竞争格局有望改变，目前的设备和材料行业整体高毛利的现状可能改变，行业整体毛利率有下行的风险。

3、**下游客户新产能扩产计划不及预期**：设备商和材料商的发展都依赖于大客户的不断扩产和持续生产，如果新能源车的销量低于预期，不排除电池厂的扩产计划低于预期推迟甚至取消原来的扩产计划，那么其对应的设备供应商和材料商的订单和需求将会受到影响。

4、**上市以后股价涨幅过大的风险**：公司所处行业属于市场热点，按照同类公司的股价表现，不排除上市以后股价涨幅过大的风险。

璞泰来财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1549.3	2723.9	3159.1	4664.3	营业收入	1677.3	2516.0	3522.4	4755.2
现金	272.6	853.8	540.9	1129.8	营业成本	1098.0	1559.9	2183.9	2948.2
应收款项	606.0	965.0	1351.0	1823.9	营业税金及附加	10.7	25.2	35.2	47.6
存货	637.2	854.7	1196.6	1615.5	营业费用	76.7	100.6	140.9	190.2
其他	33.6	50.3	70.4	95.1	管理费用	128.8	152.7	213.1	287.1
非流动资产	397.6	686.4	1339.2	1284.4	财务费用	-1.3	-13.8	-17.9	-22.0
长期股权投资	49.0	49.0	49.0	49.0	投资净收益	1.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	270.9	561.5	1216.1	1163.1	其他	-10.7	1.8	1.8	1.8
无形资产	53.6	51.8	50.0	48.2	营业利润	355.5	693.1	968.9	1305.9
其他	24.1	24.1	24.1	24.1	营业外净收支	55.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	1946.9	3410.3	4498.2	5948.7	利润总额	411.0	693.1	968.9	1305.9
流动负债	913.9	756.7	1051.4	1412.4	所得税费用	57.3	97.0	135.7	182.8
短期借款	21.5	20.0	20.0	20.0	少数股东损益	0.0	59.6	83.3	112.3
应付账款	609.0	555.6	777.8	1050.1	归属母公司净利	353.7	536.5	750.0	1010.8
其他	283.3	181.2	253.6	342.4	EBIT	364.6	679.3	951.0	1283.9
非流动负债	35.5	35.5	35.5	35.5	EBITDA	377.3	712.3	1020.5	1387.3
长期借款	28.0	28.0	28.0	28.0					
其他	7.5	7.5	7.5	7.5					
负债总计	949.4	792.3	1087.0	1448.0					
少数股东权益	0.0	57.8	138.7	247.6					
归属母公司股东	997.5	2560.2	3272.6	4253.1					
权益	997.5	2560.2	3272.6	4253.1					
负债和股东权益总计	1946.9	3410.3	4498.2	5948.7					

重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.96	1.24	1.73	2.34
每股净资产(元)	2.70	5.92	7.56	9.83
发行在外股份(百万股)	369.0	432.7	432.7	432.7
ROIC(%)	37.9%	39.8%	32.9%	33.4%
ROE(%)	35.5%	21.0%	22.9%	23.8%
毛利率(%)	33.9%	37.0%	37.0%	37.0%
EBIT Margin(%)	21.7%	27.0%	27.0%	27.0%
销售净利率(%)	21.1%	21.3%	21.3%	21.3%
资产负债率(%)	48.8%	23.2%	24.2%	24.3%
收入增长率(%)	81.8%	50.0%	40.0%	35.0%
净利润增长率(%)	256.2%	51.7%	39.8%	34.8%
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	2.52	1.11	1.07	1.04

现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	213.2	-133.8	446.9	667.8
投资活动现金流	-167.6	-309.7	-722.2	-48.6
筹资活动现金流	13.9	1024.7	-37.5	-30.3
现金净增加额	61.1	581.2	-312.8	588.9
折旧和摊销	12.8	33.0	69.5	103.4
资本开支	-158.1	-309.7	-722.2	-48.6
营运资本变动	-63.0	-761.1	-453.3	-555.3
企业自由现金流	153.9	-453.6	-288.2	603.6

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

