

2017年11月08日

证券研究报告·公司研究报告

璞泰来(603659) 电子

当前价: 28.80 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

锂电产业龙头，突破产能桎梏

投资要点

- **快速成长的锂电产业龙头。**公司专注于锂离子电池负极材料、自动化涂布机、涂覆隔膜等核心领域发展，各业务子公司业绩均处于行业领先水平：江西紫宸 2016 年负极材料领域居中国第三，全球第四；深圳新嘉拓 2016 年居中国锂电设备产值排名第三；东莞卓高 2016 年在前十名隔膜厂商产量排名中位列第九。2017 年前三季度实现营收 15.51 亿元，同比增长 40.2%；归母净利润 3.24 亿元，同比增长 68.3%，业绩增速显著。
- **客户均为锂电领域龙头，印证行业地位。**公司作为锂电行业上游的优质设备及材料厂商，目前与 ATL、宁德时代、三星 SDI、中航锂电、天津力神等多家行业知名企业建立了密切的业务合作关系，自 2014 年以来，公司对其主要客户 ATL、宁德时代、三星 SDI 的销售额涨幅巨大。随着锂电行业飞速发展，预计未来公司订单量将进一步激增。
- **募集资金解决产能瓶颈。**因消费锂电及新能源汽车动力电池行业快速增长，2015 年末、2016 年末公司存货净额分别较上年末增加 2.1 亿元、2.6 亿元，增幅分别为 120.5% 及 67.7%，在产品、发出商品、委托加工物资等存货均出现大幅增长。为解决产能不足，公司公开发行股票 6370.29 万股，募集资金净额约为 9.99 亿元，全部用于主业相关的项目，从而消除未来发展桎梏。若项目按照公司产能预测规划顺利实施，公司测算 2016 年至 2019 年的营收复合约为 26%，年均新增销售收入达 21 亿元，新增净利润约 2.8 亿元。
- **盈利预测。**预计公司 2017-2019 年的营业收入分别约为 25.3 亿元、34.3 亿元和 43.6 亿元，对应 EPS 为 1.05 元、1.49 元和 1.95 元。在新能源汽车动力电池领域中公司布局优良，生产设备及原材料均处于国际前列，未来将随行业共同成长。我们参考可比上市公司对应估值情况进行分部估值，认为合理市值约 210 亿左右，考虑到公司上市初始，股价波动较大，暂不给予评级。
- **风险提示：**新能源汽车产业发展或不及预期的风险、募投项目进展或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1677.32	2534.06	3431.59	4358.37
增长率	81.77%	51.08%	35.42%	27.01%
归属母公司净利润(百万元)	353.70	452.79	642.83	841.84
增长率	256.21%	28.02%	41.97%	30.96%
每股收益 EPS(元)	0.82	1.05	1.49	1.95
净资产收益率 ROE	35.46%	34.85%	32.24%	29.49%
PE	35	28	19	15
PB	12.49	8.14	5.52	3.89

数据来源: Wind, 西南证券

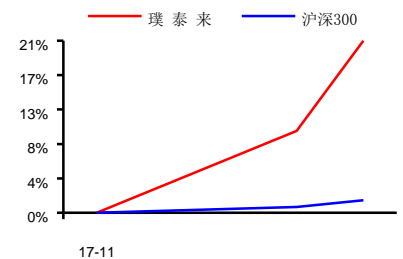
西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁
 执业证号: S1250517090002
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
 电话: 021-68415929
 邮箱: lzh@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶
 电话: 075-23914886
 邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.33
流通A股(亿股)	0.64
52周内股价区间(元)	23.8-26.18
总市值(亿元)	113.28
总资产(亿元)	28.96
每股净资产(元)	3.58

相关研究

目 录

1 公司概况：动力电池材料设备优质企业.....	1
2 锂电池产业链布局优良.....	3
2.1 紫宸位于锂电负极材料顶级梯队.....	3
2.2 锂电设备产品得到业内认可.....	5
2.3 隔膜业务仍有待提升，铝塑膜迎来进口替代潮.....	6
3 在手订单充实，募集资金提升产能.....	8
4 盈利预测与投资建议.....	9
5 风险提示.....	10

图 目 录

图 1: 公司 2016 年营收占比情况	1
图 2: 公司 2016 年毛利润贡献情况	1
图 3: 公司 2014 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2014 年以来净利润及增速	2
图 5: 公司 2014 年以来净利率变化	2
图 6: 公司 2014 年以来毛利率变化	2
图 7: 公司 A 股股本结构	3
图 8: 公司前十大股东股权结构	3
图 9: 2015 年行业内主要公司市场份额	5
图 10: 2014-2017 年第一季度公司前三大客户销售收入情况	8

表 目 录

表 1: 公司主要子公司及业务	3
表 2: 紫宸近三年产销及营收数据	4
表 3: 负极材料市场格局	4
表 4: 公司的负极材料主要客户情况	5
表 5: 2014-2016 年新嘉拓营收及毛利情况	6
表 6: 2016 年新嘉拓主要客户	6
表 7: 近年来公司隔膜销售情况	7
表 8: 公司锂离子电池铝塑膜产品	8
表 9: 2014-2017 年 3 月存货规模及变动情况	9
表 10: 公司募投项目规划	9
表 11: 分业务收入及毛利率	10
附表: 财务预测与估值	11

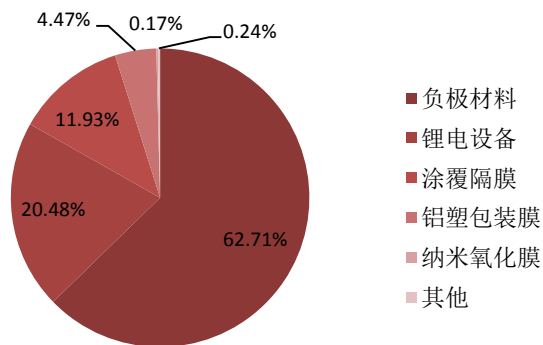
1 公司概况：动力电池材料设备优质企业

璞泰来成立于 2012 年，专注于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。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。

公司拥有多家全资子公司，子公司业绩均处于行业领先水平：江西紫宸 2016 年负极材料领域居中国第三，全球第四；深圳新嘉拓 2016 年居中国锂电设备产值排名第三；东莞卓高 2016 年在前十家隔膜厂商产量排名中位列第九。

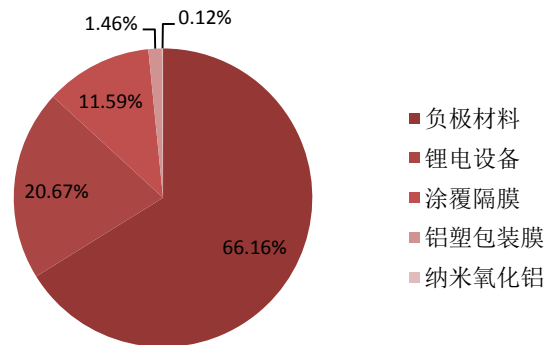
公司主营业务结构：公司收入主要来自三大业务板块：**负极材料，占比 62.71%，锂电设备，占比 20.48%，涂覆隔膜，占比 11.93%**；**贡献毛利方面：负极材料贡献 66%，锂电设备贡献 21%，涂覆隔膜贡献 12%**。铝塑包装膜毛利率较低，导致贡献毛利较少。

图 1：公司 2016 年营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

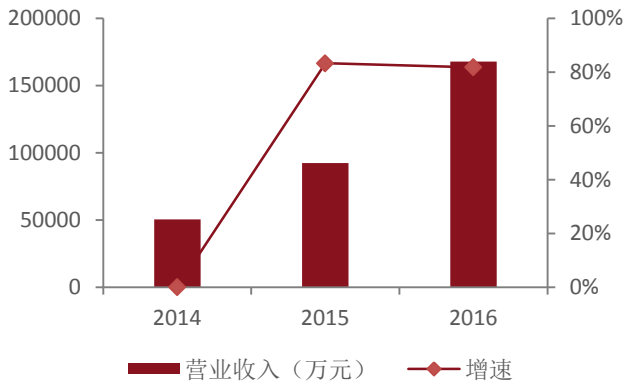
图 2：公司 2016 年毛利润贡献情况



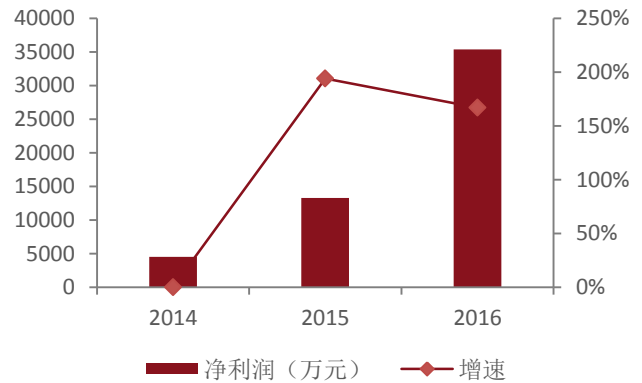
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：受益于下游行业的高度景气和公司自身的经营水平，公司的业绩表现十分亮眼。从 2014 年到 2016 年，公司的营业收入由约 5 亿元增长至 16.8 亿元，短短两年时间，公司的营业收入就增加了 3 倍之多，年均复合增速约为 83%，如此高速的发展也体现出了公司产品的市场认可度和其自身经营能力。归母净利润同样也飞速增长，由 2014 年的 2678 万元增长到 3.5 亿元，增幅接近 13 倍，年均复合增速达 263%。

公司 2017 年前三季度实现营业收入 15.5 亿元，同比增长约 40.2%；归母净利润为 3.24 亿元，同比增长 68.3%；扣非后归母净利润为 3.05 亿元，较上年同期增长约 65%。得益于行业的快速增长及公司的优良布局，公司前三季度业绩增速继续保持高速发展，全年有望维持高水准。

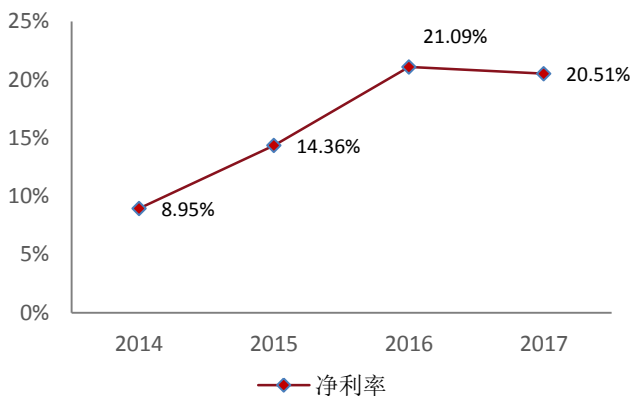
图 3: 公司 2014 年以来营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

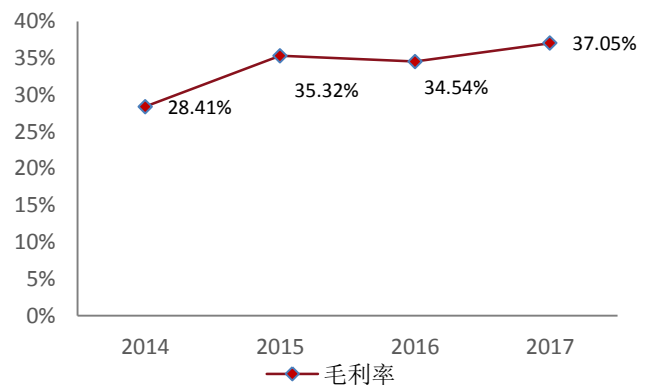
图 4: 公司 2014 年以来净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

三年来, 公司销售净利率逐步攀升。2014 年, 公司的净利率仅为 8.95%, 得益于下游行业的发展和国家相关政策的促进, 2016 年, 公司的净利率已经提升至 21.09%。公司毛利率一直处于高位, 维持在 35% 左右的水平, 较之净利率的快速发展, 公司的毛利率稳中有升。

图 5: 公司 2014 年以来净利率变化


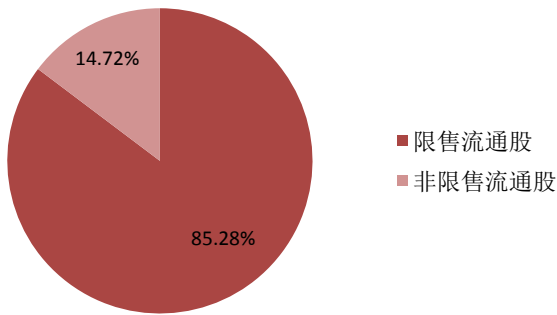
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2014 年以来毛利率变化


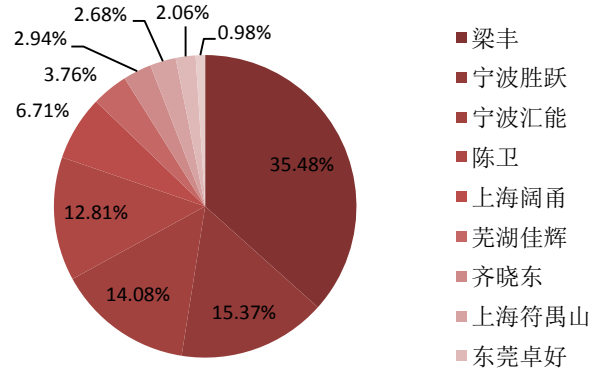
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司股权结构: 公司 A 股股本共计 432.7 百万股, 其中流通 A 股 63.7 百万股。公司的控股股东、实际控制人为梁丰, 直接持有公司 13091.4 万股股份, 约占公司股本总额的 35.48%; 直接及间接持有公司 2395.8 万股股份, 占总股本的 64.93%。第二大股东为有限合伙企业宁波胜跃, 持有公司 15.37% 的股份, 二者合计拥有公司 50.79% 的股权。

公司旗下有九家全资子公司, 分工明确, 其中江西紫宸负责负极材料业务; 深圳新嘉拓、江西嘉拓、宁德嘉拓负责锂电设备业务; 东莞卓高、宁德卓高、江苏卓高、负责锂电池隔膜业务; 东莞卓越、香港安胜负责铝塑包装膜业务; 浙江极盾负责纳米陶瓷材 (涂覆材料) 业务。

图 7：公司 A 股股本结构


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 8：公司前十大股东股权结构


数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 1：公司主要子公司及业务

业务领域	被参控公司	参控关系	控股比例	主营业务
负极材料	江西紫宸	子公司	100%	主要从事锂电池隔膜研发，生产与销售
锂离子电池	溧阳嘉拓	子公司	100%	主要从事锂离子电池相关自动化设备的研发，生产与销售
	深圳新嘉拓	子公司	100%	软件开发;货物及技术进出口;生产线设备的技术开发，生产与销售
	宁德嘉拓	子公司	100%	主要从事锂离子电池相关自动化设备的研发，生产与销售
锂电池隔膜	江苏卓高	子公司	100%	提供安全锂离子电池高容量，高安全性隔膜解决方案
	东莞卓高	子公司	100%	提供安全锂离子电池高容量，高安全性隔膜解决方案
	溧阳月泉	联营企业	5.94%(联营)	主要从事锂电池隔膜研发，生产与销售
	上海月泉	联营企业	20%	专业从事锂离子电池隔膜的研发，生产和销售
	宁德卓高	子公司	100%	电子设备研发，生产，销售和技术咨询服务等
铝塑包装膜	东莞卓越	子公司	100%	主要从事锂离子电池软包装材料(铝塑包装膜，钢塑膜)的研发，销售
	香港安胜	子公司	100%	主要从事铝塑包装膜的贸易业务
纳米陶瓷材(涂覆材料)	浙江极盾	子公司	100%	主要从事纳米陶瓷材料的研发，生产和销售
其他业务	江西嘉拓	子公司	100%	电子设备研发，生产，销售和技术咨询服务等

资料来源：招股说明书，西南证券整理

2 锂电池产业链布局优良

新能源汽车的核心“三电”中，价值量最大的即为电池部分。新能源汽车产业前景巨大，对应的锂电池产业链行业增长迅速。我们得知，公司所布局的分支业务均为锂电产业链价值核心，其中涂布机在锂电池生产线主要设备价值量占比约为 18%，而负极材料、隔膜分别占锂电池材料成本的 10%和 25%。

2.1 紫宸位于锂电负极材料顶级梯队

2012 年 12 月，公司出资设立了子公司江西紫宸，2015 年公司收购紫宸的少数股东权益，使其成为全资子公司。江西紫宸 2016 年负极材料收入近 10.52 亿元，在国内负极锂电材料领域市占率 14.8%，位居国内第三，全球市占率 10.5%，位居第四。

在产销方面，近三年伴随产销量的提升，公司营收实现爆发式增长，14-16 年负极材料收入分别为 2.0 亿、5.2 亿、10.5 亿元，复合增长约 129%，2016 年净利润高达 2.45 亿，占公司 2016 年合计净利润的 71%。

表 2：紫宸近三年产销及营收数据

	2014 年	2015 年	2016 年	复合增速
产能 (吨)	3500	10000	13000	93%
产量 (吨)	3573	8625	18228	126%
销量 (吨)	2896	7385	16080	136%
营业收入 (亿元)	2.0	5.2	10.5	129%

数据来源：公司公告，西南证券整理

负极材料是锂电池四大核心组成材料之一，在提高电池的容量和循环性能方面起着重要作用。受益于新能源汽车产业发展，负极材料市场需求持续增长，市场规模从 2013 年的 24.1 亿元增长至 2016 年的 64.57 亿元，复合增长率达到 38.89%，2018 年有望达到近百亿元的市场规模。在原材料端，自 2017 年以来，国家环境污染整治力度的加严，部分高污染的石墨化企业持续停产，导致石墨负极材料的原料供应紧张，纷纷大幅涨价。但高端负极材料价格不但没有上涨反而有所下降，我们分析是因负极材料集中度相对较高，CR3 超过 55%，行业前列龙头具有较强的定价权。而在成本攀升的背景下，行业更容易出现整合机会，从而出现强者恒强的局面。江西紫宸作为负极材料行业前三的巨头，有望在本轮原料涨价浪潮中深度受益，公司市场份额将进一步提高。

表 3：负极材料市场格局

企业名称	2015		2016		同比增长
	产量 (吨)	市场占有率	产量 (吨)	市场占有率	
贝瑞特	20300	27.88%	24580	20.78%	21.08%
上海杉杉	14400	19.78%	23000	19.45%	59.72%
江西紫宸	8625	12.64%	18228	14.80%	111.34%
深圳诺斯	5700	7.83%	8850	7.48%	55.26%
湖南星城	2200	3.02%	7470	6.32%	239.55%
东莞凯金	3600	4.94%	6800	5.75%	88.89%
翔丰华	3500	4.81%	6650	5.62%	90.00%
湖州创亚	4800	6.59%	5700	4.82%	18.75%
江西正拓	1950	2.68%	3600	3.04%	84.62%
深圳金润	1300	1.79%	3560	3.01%	173.85%

数据来源：公司公告，西南证券整理

江西紫宸的负极材料定位中高端，以 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为主要客户。在科研能力方面，江西紫宸立足于自主研发，同时与中科院物理所、成都有机化学研究所等国内著名研究机构进行产学研合作、与下游电芯厂家联合研发新产品，充分利用前沿科技资源，不断提升公司锂离子电池负极材料的研发制造水平。自公司成立以来，陆续推出了型号为 8C、G 系列等主要针对高端消费电子和汽

车锂电电子电池市场的新产品，产品具备高容量、高倍率、高压实密度、低膨胀、长循环等优良特性，得到下游锂电池厂商的一致认可。

表 4：公司的负极材料主要客户情况

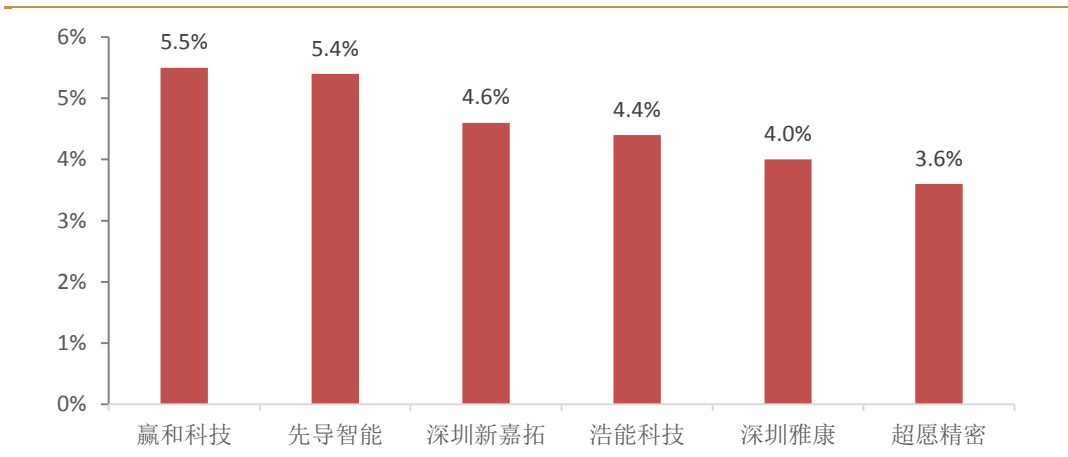
序号	客户	销售额 (万元)	销售占比
1	ATL	48557	55.56%
2	宁德时代	577	0.66%
3	三星 SDI	9577	10.96%
4	珠海光宇	4749	5.43%
5	LG	6479	7.41%
6	天津力神	4793	5.48%
7	比亚迪	3779	4.32%
8	东莞锂威	1801	2.06%
9	中航锂电	4117	4.71%
10	宁波维科	2959	3.39%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 锂电设备产品得到业内认可

全资子公司深圳新嘉拓 2014 年在中国锂离子电池前端设备企业排名中位列第二，市场占有率 11.2%；2015 年中国全部锂电设备产值排名中位列第三，市场占有率 4.62%；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%。一直以来，我国锂电设备行业集中度较低，根据高工锂电研究所统计，我国设计锂电池生产设备企业接近 300 家，2015 年，锂电设备行业前六名市占率之和仅为 27.39%。深圳新嘉拓排名行业第三。从 2016 年开始，不少龙头企业开始了并购，比如科恒股份收购了浩能科技，赢合科技收购深圳雅康，行业整合步伐加快。可以预见，随着行业集中度的不断提高，拥有先进产品和技术的新嘉拓将占据更有利的竞争地位。

图 9：2015 年行业内主要公司市场份额



数据来源：招股说明书，西南证券整理

涂布机是锂离子电池制造的核心前端设备，在锂电池生产线主要设备价值量占比约为18%。涂布机将搅拌后的浆料均匀地涂在金属集流体箔材上并烘干制成正、负极片，涂布厚度精确到2μm以下，该过程称为涂布，是锂离子电池研制和生产中的关键工序之一，影响电池制作的一致性和安全性。2014年-2016年，公司涂布机销售收入由1.7亿增至3.4亿，实现翻倍增长，毛利由5826万增至1.19亿，亦实现翻倍增长；毛利率分别为34.16%、35.83%及34.80%，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，并且产品个性化、定制化程度较高，具有较高的技术含量。

表 5：2014-2016 年新嘉拓营收及毛利情况

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入 (万元)	34359	25513	17054
营业成本 (万元)	22401	16372	11228
销售数量 (台)	171	125	115
销售单价 (万元/台)	200.93	204.1	148.3
单位成本 (万元/台) 131	200.93	130.98	97.64
毛利 (万元)	11957	9141	5826
毛利率	34.80%	35.80%	34.20%

数据来源：公司公告，西南证券整理

新嘉拓主要客户端有：ATL、CATL、宁德时代、珠海光宇、比亚迪、东莞锂威。其中主供 CATL、ATL，两者合计占比达 90%左右，其中行业巨头 ATL，90%以上的涂布机由公司供应，彰显了公司较好的产品质量；后续伴随着 CATL 新产能的招标以及 CATL 同大众合资电池厂的投建，公司该业务将快速增长。在研发能力方面，深圳新嘉拓“新型涂布机关键技术研发项目”入选“2015 年深圳市科技计划”，公司将在现有基础上引进高素质研发人才构筑高水平研发平台，开展顺应涂布机发展趋势的研发项目，巩固公司的竞争地位，掌握未来发展先机。

表 6：2016 年新嘉拓主要客户

序号	客户	销量 (万元)	销售占比
1	ATL	10422	45.97%
2	宁德时代	10075	44.44%
3	珠海光宇	592	2.61%
5	比亚迪	691	3.05%
6	东莞锂威	766	3.38%
7	中航锂电	123	0.54%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 隔膜业务仍有待提升，铝塑膜迎来进口替代潮

东莞卓高前身为东莞市比比克电子科技有限公司，成立于 2011 年，2014 年 7 月，璞泰来为布局涂覆隔膜业务，更好地实现业务间的协同效应，通过增资 1000 万方式收购东莞卓高 65% 股权。2015 年 9 月 11 日，璞泰来收购东莞卓高剩下 35% 的股权，对价 1200 万，达到 100% 控股。东莞卓高坚持自主开发，开创了在 PP/PE 隔膜上进行 Alpha 氧化铝纳米陶瓷

涂层的技术，可以批量、稳定完成基材 7 微米的隔膜涂覆工艺，涂层最小厚度可达 1 微米，缩小了国内基膜与国外的差距；针对不同厂家隔膜特性差异较大的问题，研发了隔膜原料分析表征技术，可快速准确判定原材料配方构建有效模型。2014-2016 年公司涂覆隔膜销售收入由 1974 万增至 2 亿元，涨幅达 10 倍，毛利由 643 万增至 6700 万，涨幅亦达 10 倍。然而，公司涂覆隔膜产品毛利率与同行业相比仍较低，原因是公司并非原膜生产企业，主要业务是提供涂覆加工或者外购原膜涂覆后再销售，业务模式不同导致毛利率存在差异。因此，公司于 2016 年收购上海电能源布局基膜业务，未来有望凭借客户及技术优势实现弯道超车。

表 7：近年来公司隔膜销售情况

项目		2016 年	2015 年	2014 年
隔膜销售	营业收入 (万元)	13843	4803	1032
	营业成本 (万元)	10091	3233	779
	销售数量 (万平方米)	2434	709	144
	销售单价 (元/平方米)	5.69	6.78	7.17
	单位成本 (元/平方米)	4.15	4.56	5.42
	毛利 (万元)	3752	1571	253
	毛利率	27.10%	32.70%	24.50%
涂覆加工	营业收入 (万元)	6174	2852	942
	营业成本 (万元)	3220	1580	552
	销售数量 (万平方米)	3862	1100	210
	销售单价 (元/平方米)	1.6	2.59	4.48
	单位成本 (元/平方米)	0.83	1.44	2.62
	毛利 (万元)	2955	1273	390
	毛利率	47.90%	44.60%	41.40%
合计	营业收入 (万元)	20018	7656	1974
	营业成本 (万元)	13311	4812	1331
	销售数量 (万平方米)	6296	1808	354
	销售单价 (元/平方米)	3.18	4.23	5.57
	单位成本 (元/平方米)	2.11	2.66	3.76
	毛利 (万元)	6707	2843	643
	毛利率	33.50%	37.10%	32.60%

数据来源：公司公告，西南证券整理

东莞卓越成立 2015 年 4 月，主要业务为铝塑膜，璞泰来持股 65% 股权。2015 年 8 月 5 日璞泰来收购东莞卓越剩下 35% 的股权，从而达到 100% 控股。铝塑包装膜是软包锂离子电池的外包装材料。由于终端设备的轻薄化，特别是对于乘用车和商用车都需要搭载重量更轻，能量更高的锂离子动力电池，铝塑膜的软包装为其提供了相对较好的重量能量密度。当前，我国铝塑包装膜市场基本被日企垄断，DNP 及昭和电工联手垄断占据了我国 80% 的市场份额。东莞卓越采用自主研发的热复合工艺和二次复合工艺，成功解决了铝塑包装膜的 CPP 层与铝金属箔层粘结力的问题，突破制约国内多数厂家的技术瓶颈。目前，公司铝塑膜主要产品包括 91 μm 黑色哑光、152 μm 铝塑包装膜 113 μm 、88 μm 消费电子铝塑包装膜，其产品性能与 DNP、昭和电工的产品接近。此外，东莞卓越自主开发了耐电解液腐蚀的特种 CPP

材料和以不锈钢箔为主体的钢塑膜产品，大大改善了电动汽车软包装电池的强度。随着国内企业不断取得技术突破，在未来两三年内，国内有望凭借本土化以及成本优势逐步实现进口替代，突破日企的垄断地位。

表 8：公司锂离子电池铝塑膜产品

	产品名称	应用领域
锂离子电池铝塑膜	152 μm 铝塑包装膜	用动力电池
	91 μm 黑色哑光铝塑包装膜	用于消费电子电池
	113 μm 铝塑包装膜	用于消费电子电池
	88 μm 铝塑包装膜	用于消费电子电池
	73 μm 铝塑包装膜	用于消费电子电池

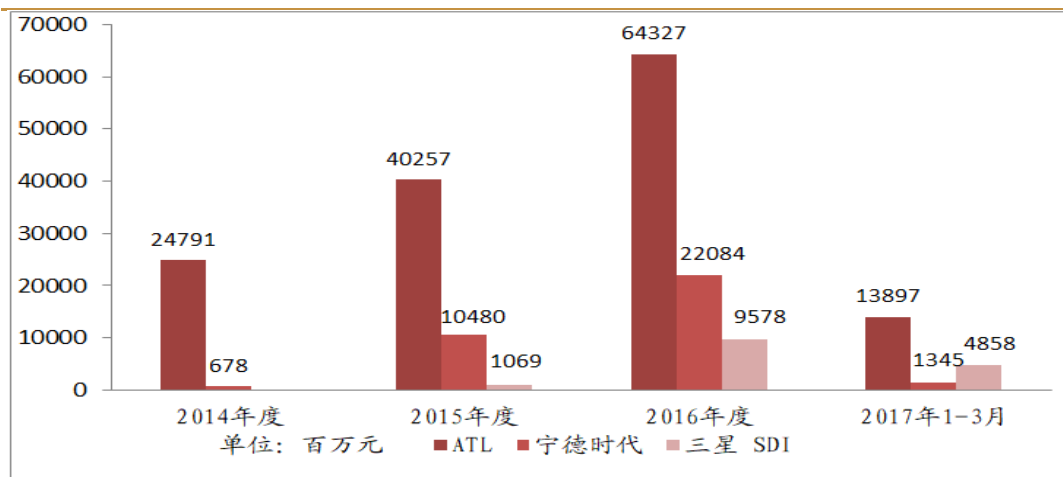
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 在手订单充实，募集资金提升产能

当前我国的新能源汽车产业由于政策的大力扶持，正处于飞速发展阶段。受益于新能源汽车发展，锂电企业发展迅猛。根据前瞻产业研究院发布的《动力锂电池行业投资分析报告》统计，2016 年，主要动力锂电池厂商合计产能为 69.35Gwh，2017 年有望达到 142.2Gwh，到 2020 年将有望升至 360.55Gwh，期间增速高达 51%。

公司作为锂电行业上游的优质设备及材料厂商，目前与 ATL、宁德时代、三星 SDI、中航锂电、天津力神等多家行业知名企业建立了密切的业务合作关系，自 2014 年以来，公司对其主要客户 ATL、宁德时代、三星 SDI 的销售额涨幅巨大。随着锂电行业飞速发展，预计未来公司订单量将进一步激增。

图 10：2014-2017 年第一季度公司前三大客户销售收入情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

当前，公司在手订单充实，主要系在近几年终端 3C 数码消费、新能源汽车快速增长的背景下，消费、动力等锂电池厂商客户发展迅猛，公司负极材料、涂布机、涂覆隔膜等各类产品订单增长迅速。2015 年末、2016 年末公司存货净额分别较上年末增加 2.1 亿元、2.6 亿元，增幅分别为 120.5%及 67.7%，在产品、发出商品、委托加工物资等存货均出现大幅增长。

表 9：2014-2017 年 3 月存货规模及变动情况

项目	2017 年 1-3 月	2016 年度		2015 年度		2014 年度
	金额	金额	涨幅	金额	涨幅	金额
存货净额 (万元)	74200.85	63717.99	67.66%	38004.47	120.50%	17235.31
营业成本 (万元)	25649.46	109799.59	83.96%	59687.90	65.58%	36047.89
存货占营业成本比例	-	58.03%	-	63.67%	-	47.81%
营业收入 (万元)	40416.47	167731.99	81.77%	92275.15	83.26%	50350.88
存货占营业收入比例	-	37.99%	-	41.19%	-	34.23%
存货占总资产比例	35.74%	32.73%	-	33.76%	-	33.42%
产品 (万元)	22958.95	19351.97	74.99%	11058.77	110.99%	5241.41
发出商品 (万元)	32007.93	29986.85	77.78%	16867.51	138.54%	7071.10
委托加工物资 (万元)	12452.68	9570.40	40.76%	6799.09	232.69%	2043.66

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司公开发行股票 6370.29 万股，募集资金净额约为 9.99 亿元，全部用于主业相关的项目，发行后公司总股本约 4.33 亿股。

截止至 2016 年，公司有负极材料产能 1.3 万吨，涂布机产能 300 台，涂覆隔膜 8418 万平米。而公司的对应销售量分别是负极材料 1.6 万吨，涂布机 171 台，涂覆隔膜 6296 万平米。随着对应下游行业的快速增长和公司市占率的不断提升，产能已出现瓶颈，亟需扩产。

表 10：公司募投项目规划

募投项目	单位	产能预测		
		T+1	T+2	T+3
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项目	吨	8000	14000	20000
涂布设备生产基地及研发中心建设项目	台/套	69	138	230
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	万平方米	7200	14400	24000

数据来源：招股说明书，西南证券整理

若项目按照公司产能预测规划顺利实施，公司测算 2016 年至 2019 年的营收复合约为 26%，年均新增销售收入达 21 亿元，新增净利润约 2.8 亿元。

4 盈利预测与投资建议

公司招股说明书中给出了负极材料、锂电设备和隔膜的对应产能投放时间进度，以此为依据进行假设：

假设 1：公司的负极材料业务因为提价和规模化生产等原因，毛利率提升至 38%；

假设 2：锂电设备行业的降价幅度历来极小，因工艺成熟等影响，毛利率提升至 36%；

假设 3：公司的隔膜前期因产能限制，造成成本较高。随着产线的陆续达产，规模化效应体现，17 年毛利率有望达到 35%，18-19 年可达 40%。

根据以上假设，得到公司分业务收入情况如下：

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
负极材料	收入	1051.89	1493.69	2121.03	2630.08
	增速	100.87%	42.00%	42.00%	24.00%
	毛利率	36.38%	38.00%	38.00%	38.00%
锂电设备	收入	343.59	628.76	710.50	781.55
	增速	34.67%	83.00%	13.00%	10.00%
	毛利率	34.80%	36.00%	36.00%	36.00%
涂覆隔膜	收入	200.18	314.28	483.98	808.25
	增速	161.48%	57.00%	54.00%	67.00%
	毛利率	33.51%	35.00%	40.00%	40.00%
铝塑膜	收入	75.04	90.04	108.05	129.66
	增速	15.14%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	11.23%	12.00%	12.00%	12.00%
其他	收入	6.63	7.30	8.03	8.83
	增速	198.06%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	23.38%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1677.32	2534.06	3431.59	4358.37
	增速	81.77%	51.08%	35.42%	27.01%
	毛利率	34.54%	36.18%	37.03%	37.22%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别约为 25.3 亿元、34.3 亿元和 43.6 亿元, 对应 EPS 为 1.05 元、1.49 元和 1.95 元。在新能源汽车动力电池领域中公司布局优良, 生产设备及原材料均处于国际前列, 未来将随行业共同成长。

我们参考可比上市公司对应估值情况, 负极材料参考杉杉股份 (600884) 2017 一致预测 PE32 倍, 锂电设备参考先导智能 (300450) 2017 年一致预测 PE60 倍, 隔膜业务对比创新股份 2017 年一致预测 PE66 倍。给与公司负极材料业务 32 倍 PE, 锂电设备 60 倍估值, 隔膜因未进入国内市占率前三厂商故保守给予 60 倍 PE, 因此计算公司合理市值约 210 亿, 考虑到公司上市初始, 股价波动较大, 暂不给予评级。

5 风险提示

新能源汽车产业发展或不及预期的风险、募投项目进展或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1677.32	2534.06	3431.59	4358.37	净利润	353.70	533.44	728.31	944.91
营业成本	1098.00	1617.12	2160.85	2736.08	折旧与摊销	16.69	34.06	54.01	72.44
营业税金及附加	10.71	10.14	20.59	21.79	财务费用	-1.25	3.34	5.91	7.74
销售费用	76.65	111.50	161.28	183.05	资产减值损失	12.08	12.00	12.00	12.00
管理费用	127.41	190.05	257.37	326.88	经营营运资本变动	-58.13	-256.14	-201.75	-235.92
财务费用	-1.25	3.34	5.91	7.74	其他	-109.89	-12.00	-12.00	-12.00
资产减值损失	12.08	12.00	12.00	12.00	经营活动现金流净额	213.19	314.69	586.48	789.17
投资收益	1.80	0.00	0.00	0.00	资本支出	-161.39	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.23	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-167.62	-240.00	-240.00	-240.00
营业利润	355.53	589.91	813.59	1070.84	短期借款	5.32	28.53	10.00	10.00
其他非经营损益	55.46	49.32	49.25	49.20	长期借款	28.05	50.00	60.00	70.00
利润总额	410.99	639.23	862.84	1120.04	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	57.29	105.80	134.52	175.12	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	353.70	533.44	728.31	944.91	其他	-19.49	-3.77	-5.91	-7.74
少数股东损益	0.00	80.65	85.48	103.07	筹资活动现金流净额	13.88	74.75	64.09	72.26
归属母公司股东净利润	353.70	452.79	642.83	841.84	现金流量净额	61.10	149.44	410.57	621.43
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	272.56	422.01	832.58	1454.01	成长能力				
应收和预付款项	628.19	964.18	1293.66	1656.28	销售收入增长率	81.77%	51.08%	35.42%	27.01%
存货	637.18	941.30	1276.20	1603.47	营业利润增长率	132.82%	65.93%	37.92%	31.62%
其他流动资产	11.37	17.18	23.26	29.55	净利润增长率	166.92%	50.82%	36.53%	29.74%
长期股权投资	48.98	48.98	48.98	48.98	EBITDA 增长率	121.46%	69.10%	39.25%	31.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	270.05	400.53	519.62	628.82	毛利率	34.54%	36.18%	37.03%	37.22%
无形资产和开发支出	55.37	131.46	199.00	257.99	三费率	12.09%	12.03%	12.37%	11.88%
其他非流动资产	23.16	22.53	21.90	21.27	净利率	21.09%	21.05%	21.22%	21.68%
资产总计	1946.87	2948.17	4215.20	5700.37	ROE	35.46%	34.85%	32.24%	29.49%
短期借款	21.47	50.00	60.00	70.00	ROA	18.17%	18.09%	17.28%	16.58%
应付和预收款项	886.67	1273.74	1739.64	2196.90	ROIC	42.93%	43.03%	41.58%	42.30%
长期借款	28.05	78.05	138.05	208.05	EBITDA/销售收入	22.12%	24.76%	25.45%	26.41%
其他负债	13.21	15.90	18.73	21.72	营运能力				
负债合计	949.40	1417.69	1956.41	2496.66	总资产周转率	1.09	1.04	0.96	0.88
股本	369.00	432.70	432.70	432.70	固定资产周转率	12.12	9.29	8.03	7.96
资本公积	120.73	57.02	57.02	57.02	应收账款周转率	4.17	4.02	3.79	3.70
留存收益	507.31	960.10	1602.93	2444.77	存货周转率	2.16	2.05	1.95	1.90
归属母公司股东权益	997.47	1449.83	2092.66	2934.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	62.27%	—	—	—
少数股东权益	0.00	80.65	166.13	269.21	资本结构				
股东权益合计	997.47	1530.48	2258.79	3203.71	资产负债率	48.77%	48.09%	46.41%	43.80%
负债和股东权益合计	1946.87	2948.17	4215.20	5700.37	带息债务/总负债	5.22%	9.03%	10.12%	11.14%
					流动比率	1.70	1.76	1.89	2.08
					速动比率	1.00	1.05	1.19	1.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.82	1.05	1.49	1.95
					每股净资产	2.31	3.54	5.22	7.40
					每股经营现金	0.49	0.73	1.36	1.82
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	370.97	627.31	873.50	1151.01					
PE	35.23	27.52	19.39	14.80					
PB	12.49	8.14	5.52	3.89					
PS	7.43	4.92	3.63	2.86					
EV/EBITDA	28.00	19.37	13.52	9.79					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn