



## 锂电材料及设备领头羊，巨型航母扬帆起航

### ——璞泰来（603659）调研简报

2017年12月09日

推荐/首次

璞泰来

调研简报

#### 报告摘要：

公司是锂电负极、锂电设备、锂电涂覆隔膜龙头企业，技术实力雄厚，现有技术及储备技术丰富，客户优质，几乎覆盖全球除松下以外的顶级锂电厂商。公司产品技术及生产壁垒高，同时公司走设备自主化路线，独特价值凸显。

- ◆ **负极及设备保持高市占率，新增产能提升实力。** 负极业务，2016年公司在国内市占率第三，达14.8%，在世界第四，达10.5%，2017年将持续保持高份额。锂电设备业务，2016年公司在国内市占率第三，达5.2%。未来公司新增年产2万吨负极材料、2.4亿平米涂覆隔膜和230台涂布设备产能的投放，将在2018和2019年完成，整体实力将进一步增强。
- ◆ **深耕技术打造巨型航母，储备项目迎产业升级。** 公司在负极、涂布机涂布、涂布机张力、涂布机干燥、隔膜涂覆、铝塑膜分别具备核心技术4项、6项、3项、3项、4项、3项，同时公司在负极、自动化设备、涂覆隔膜、铝塑膜、钢塑膜的储备技术项目分别有7项、12项、11项、7项、2项。拥有强大的技术研发体系，在政策及市场驱动的产业升级浪潮中，公司有望持续保持优势地位。
- ◆ **客户覆盖全球顶级锂电企业，动力锂电产业持续驱动公司发展。** 公司客户包括ATL、CATL、三星SDI、珠海光宇、LG化学、天津力神、比亚迪等国际国内锂电龙头。在消费类锂电市场增速放缓的情况下，公司的动力锂电客户将持续拉动公司产值及业绩增长。

**公司盈利预测及投资评级。** 我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.23/1.63/2.11元，对应PE分别为44/33/26倍，给予公司“推荐”评级。

**风险提示：** 新能源车销量不及预期，动力锂电企业投产速度不及预期，设备及材料价格下跌超预期。

#### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	922.75	1,677.32	2,561.30	3,463.04	4,501.09
增长率(%)	83.26%	81.77%	52.70%	35.21%	29.98%
净利润(百万元)	132.51	353.70	531.26	703.96	910.92
增长率(%)	194.02%	166.92%	50.20%	32.51%	29.40%
净资产收益率(%)	15.43%	35.46%	21.52%	22.20%	22.33%
每股收益(元)	0.27	0.96	1.23	1.63	2.11
PE	199.85	56.21	43.95	33.17	25.63
PB	30.94	19.96	9.46	7.36	5.72

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

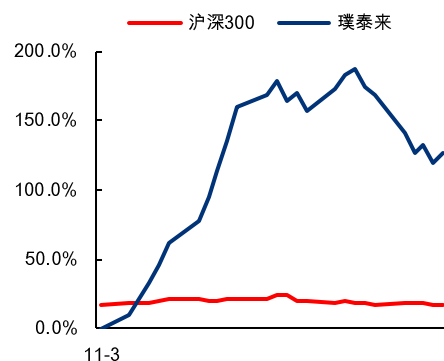
执业证书编号：

S1480510120014

#### 交易数据

52周股价区间(元)	53.96-23.8
总市值(亿元)	233.49
流通市值(亿元)	34.37
总股本/流通A股(万股)	43270/6370
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	15.85

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 材料及设备协同发展，业绩持续高增长 .....	3
2. 新能源车行业快速发展，锂电市场空间巨大 .....	4
3. 公司材料及设备产品丰富，客户覆盖海内外龙头 .....	5
4. 盈利预测及估值 .....	8
5. 风险提示 .....	8

## 表格目录

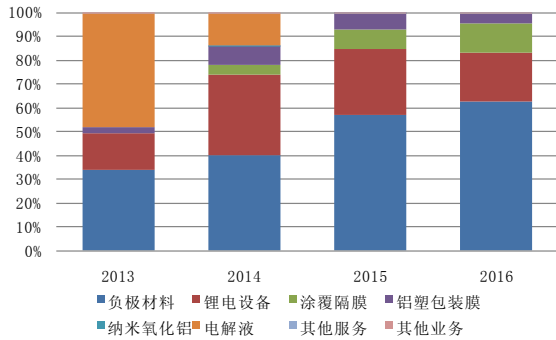
表 1: 公司盈利预测表 .....	9
--------------------	---

## 插图目录

图 1: 公司业务分类 .....	3
图 2: 公司产业链布局 .....	3
图 3: 公司 2013-2017 年营收及增速 .....	3
图 4: 公司 2013-2017 年扣非归母净利润及增速 .....	3
图 5: 公司 2013-2016 年营收构成 .....	4
图 6: 公司 2013-2017 年期间费用率 .....	4
图 7: 中国及全球锂电产值（亿元） .....	5
图 8: 全球动力类、消费类及储能类锂电需求（GWh） .....	5
图 9: 中国新能源车销量预测（万辆） .....	5
图 10: 中国动力电池需求量预测（GWh） .....	5
图 11: 中国负极企业 2015-2016 年产量 .....	5
图 12: 负极企业 2016 年市占率 .....	5
图 13: 公司产品种类丰富 .....	7
图 14: 公司客户优质 .....	7

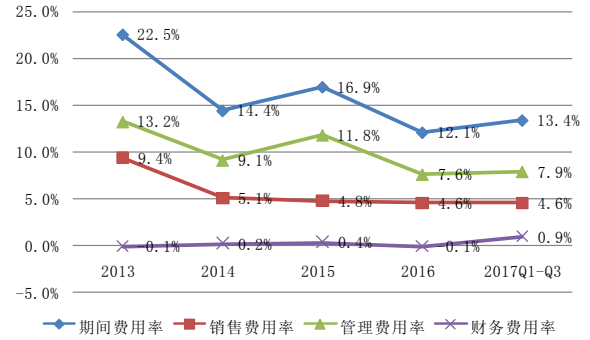


图 5: 公司 2013-2016 年营收构成



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司 2013-2017 年期间费用率

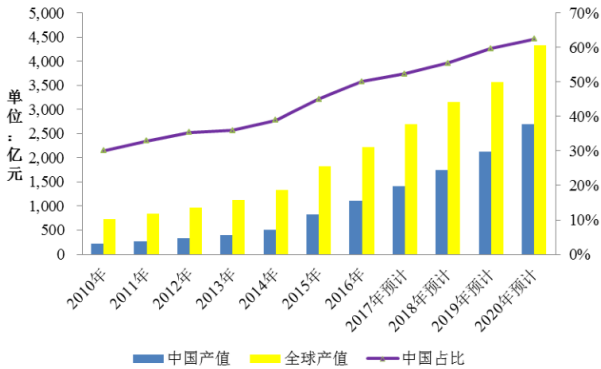


资料来源: wind, 东兴证券研究所

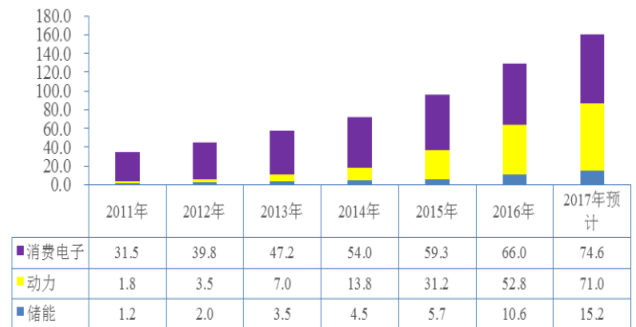
## 2. 新能源车行业快速发展, 锂电市场空间巨大

**国内新能源车行业高速增长。**从 2011 年到 2016 年, 中国新能源汽车销量从 0.8 万辆激增至 50.7 万辆, 复合增长率达到 129.3%, 2016 年销量同比增长 53.1%。2017 年上半年新能源汽车销量 19.5 万辆, 同比增长 14.4%。《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出到 2020 年, 实现纯电动汽车和插电式混合动力汽车年生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆的目标, 新能源车行业将持续快速增长。

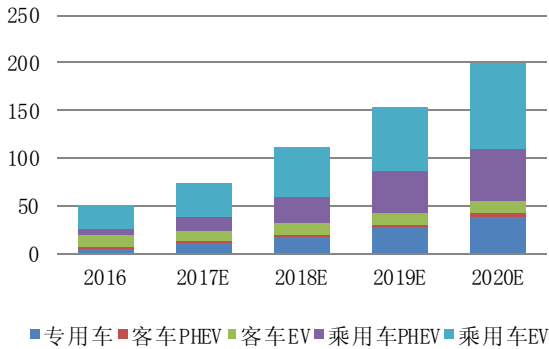
**双积分政策接力补贴退坡。**2017 年 6 月 13 日, 工信部发布了《乘用车企业燃料与新能源积分并行管理办法(征求意见稿)》, 面向社会公众公开征求意见; 7 月 25 日工信部通过发布会公开表示将于近期正式发布管理办法, 双积分制度将正式落地。9 月 28 日, 工业和信息化部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》。按照规定, 对传统能源乘用车年度生产量或者进口量不满 3 万辆的乘用车企业, 不设定新能源汽车积分比例要求; 达到 3 万辆以上的, 从 2019 年度开始设定新能源汽车积分比例要求。2019 年度、2020 年度, 新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%。2021 年度及以后年度的新能源汽车积分比例要求, 由工业和信息化部另行公布。双积分对车企来说是变相的刺激政策, 其根本作用是为了激励车企推出新能源车型, 包括传统车企和合资车企。从今年的数据看, 17 年有 31 家车企自主推出新能源车, 7 家合资车企推出新能源车, 可以看出过去合资车企在推出新能源车上明显落于下风。所以双积分对合资车企的激励作用更加明显。

**图 7: 中国及全球锂电产值 (亿元)**


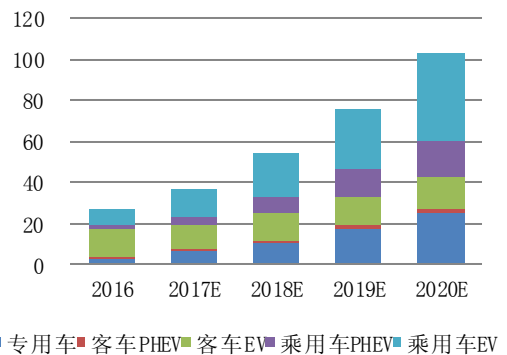
资料来源: 高工锂电, 公司招股说明书, 东兴证券研究所

**图 8: 全球动力类、消费类及储能类锂电需求 (GWh)**


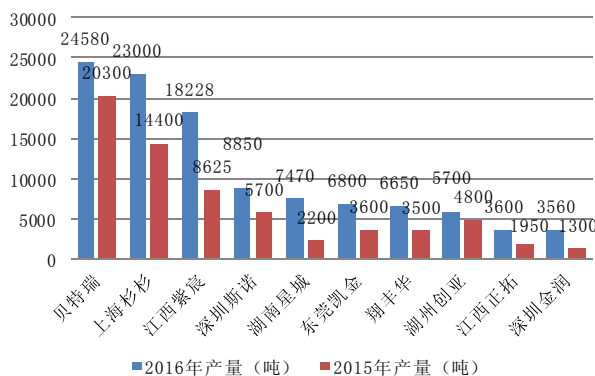
资料来源: 高工锂电, 公司招股说明书, 东兴证券研究所

**图 9: 中国新能源车销量预测 (万辆)**


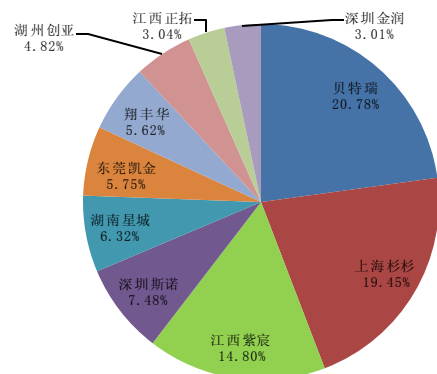
资料来源: 乘联会, 网络资料, 东兴证券研究所

**图 10: 中国动力电池需求量预测 (GWh)**


资料来源: 乘联会, 网络资料, 东兴证券研究所

**图 11: 中国负极企业 2015-2016 年产量**


资料来源: 高工锂电, 公司招股说明书, 东兴证券研究所

**图 12: 负极企业 2016 年市占率**


资料来源: 高工锂电, 公司招股说明书, 东兴证券研究所

### 3. 公司材料及设备产品丰富, 客户覆盖海内外龙头

公司负极产能形成及增长过程: 2013年, 江西紫宸成立, 预处理、造粒、混料、筛分等工序设备完成安装并生产, 产能1800吨; 2014年, 技术及设备升级实现连续大

批量生产, 产能 3500 吨; 2015 年, 年产 10000 吨负极产能完全投产; 2016 年, 原有场地建设新厂房, 新增加热辊道窑炉、混料线、立式反应釜等产线, 产能达到 13000 吨。

公司涂布机产能形成及增长过程: 2014 年, 涂布机产能 130 台; 2015 年, 产能 180 台, 同时设立江西嘉拓; 2016 年, 产能 300 台。

公司涂布隔膜产能形成及增长过程: 2014 年, 8 月东莞卓高并表, 产能 110 万平米/月; 2015 年, 6 月产能提升到 280 万平米/月; 2016 年, 宁德卓高成立, 东莞卓高扩产, 全年新增产能 5918 万平米。

公司在各个业务方向的现有核心技术如下:

- ◆ **负极材料:** (1) 原材料甄选技术; (2) 各项同性化技术; (3) 超细粉体表面微胶囊化改性技术; (4) 人造与天然石墨复合技术;
- ◆ **涂布机涂布技术:** (1) 锂电池转移式涂布技术; (2) 挤压式涂布技术; (3) 高速间断涂布技术; (4) 微凹版涂布技术; (5) 凹版涂布技术; (6) 多功能可替换涂布技术;
- ◆ **涂布机张力技术:** (1) 摆辊张力控制技术; (2) 真空吸附辊张力隔断技术; (3) 维度张力控制系统;
- ◆ **涂布机干燥技术:** (1) 飘浮干燥技术; (2) 红外干燥技术; (3) 全闭环温度控制技术;
- ◆ **隔膜涂覆:** (1) 水含量控制技术; (2) 降低涂层后隔膜透气增加率的技术; (3) 低收缩率技术; (4) PVDF 涂覆隔膜技术;
- ◆ **铝塑膜:** (1) 热封层聚丙烯 CPP 的设计; (2) 粘合剂树脂的设计; (3) 金属与 CPP 复合技术;

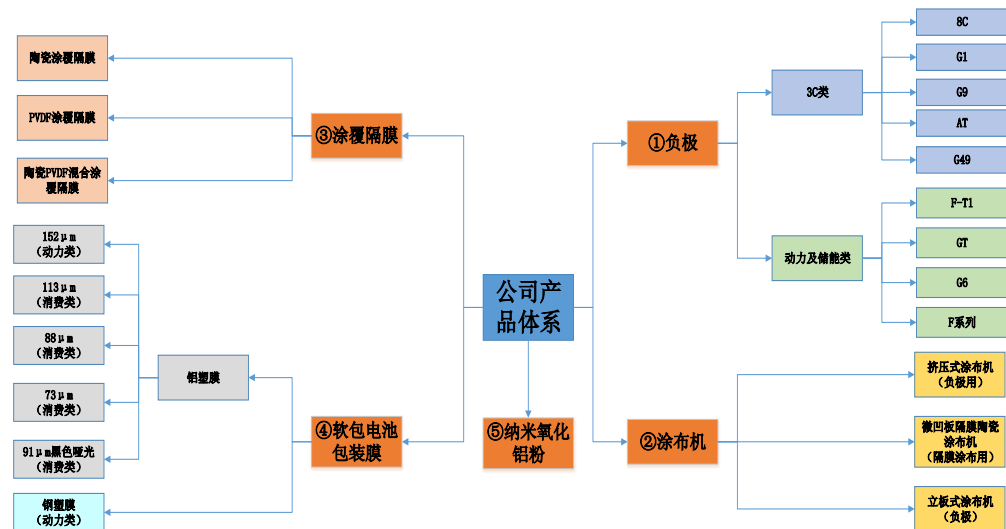
同时公司储备技术丰富:

- ◆ **负极材料:** (1) 纳米硅碳复合材料 (SiC 复合负极材料开发); (2) 新型电子设备负极材料; (3) EV/HEV/PHEV/ESS 负极材料; (4) 与硅混用负极材料制备; (5) 高性价比负极材料项目; (6) 高首次效率硅氧碳负极材料制备; (7) 高能量密度快充锂离子电池负极材料制备;
- ◆ **自动化装备:** (1) 高速浆料分散系统; (2) 绿色生产、安全型溶剂回收设备; (3) 特种膜涂覆工艺和设备; (4) 电池生产设备自动化; (5) 高速分散机; (6) 高速分散机及后段处理供料线; (7) 恒湿操作间; (8) 补锂设备; (9) 动力电池高速宽幅挤压涂布机研发; (10) 自动调节模头研发; (11) 有机溶剂陶瓷涂布机; (12) 高速分切机;
- ◆ **涂覆隔膜:** (1) 粘结性隔膜; (2) 超薄涂层涂覆; (3) 非氧化铝陶瓷涂覆隔膜; (4) 浸润涂层膜; (5) 负极集流体铜箔处理; (6) 正极集流体铝箔处理; (7) 涂覆材料

氧化铝自产研发;(8)超薄涂覆涂层隔膜开发;(9)超薄隔膜 5 $\mu$ m 的涂覆开发;(10)高硬度锂离子电池水性涂覆隔膜表面处理;(11)动力汽车锂离子电池涂覆隔膜开发;

- ◆ **铝塑膜:** (1) 61 $\mu$ m 铝塑包装膜; (2) 铜塑膜; (3) 彩色铝塑包装膜; (4) PA 与 PET 共挤铝塑包装膜技术; (5) POK 铝塑膜包装膜; (6) 动力锂离子电池包装用 152 $\mu$ m 铝塑膜的设计与生产; (7) 锂离子电池包装用 63 $\mu$ m 铝塑膜的设计与生产;
- ◆ **钢塑膜:** (1) 50 $\mu$  钢塑膜; (2) 锂离子电池包装用 50 $\mu$ m 钢塑膜的设计与生产。

图 13: 公司产品种类丰富



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图 14: 公司客户优质

序号	客户名称	2016 年度							合计	销售占比
		负极材料	涂布机	涂覆隔膜	纳米氧化铝	铝塑包装膜	其他			
1	ATL	48,557.24	10,421.80	-	3.59	5,344.17	-	64,326.80	38.35%	
2	宁德时代	577.24	10,075.33	11,416.57	-	15.18	-	22,084.32	13.17%	
3	三星 SDI	9,577.18	-	1.28	-	-	-	9,578.46	5.71%	
4	珠海光宇	4,748.97	591.65	1,411.45	-	-	-	6,752.07	4.03%	
5	LG 化学	6,479.12	-	-	-	-	-	6,479.12	3.86%	
6	天津力神	4,792.57	0.90	1,206.03	-	-	-	5,999.50	3.58%	
7	比亚迪	3,778.79	691.28	34.32	-	-	-	4,504.39	2.69%	
8	东莞锂威	1,801.05	766.03	1,737.24	-	-	-	4,304.32	2.57%	
9	中航锂电	4,116.70	123.08	1.28	-	-	-	4,241.06	2.53%	
10	宁波维科	2,958.90	-	1,093.23	-	-	-	4,052.13	2.42%	
	合计	87,387.76	22,670.07	16,901.40	3.59	5,359.35	-	132,322.17	78.89%	

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

公司是锂电负极、锂电设备、锂电涂覆隔膜龙头企业, 技术实力雄厚, 现有技术及储备技术丰富, 客户优质, 几乎覆盖全球除松下以外的顶级锂电厂商。从锂电材料技术和生产门槛看, 公司所覆盖产品壁垒很高, 尤其是随着锂电质量能量密度标准的提升, 负极未来还有很强的技术升级动力。涂覆隔膜、铝塑膜等膜类产品本身的技术壁垒非常高, 同时公司正在走设备自主化路线, 其独特价值凸显。公司新增年产 2 万吨负极材料、2.4 亿平米涂覆隔膜和 230 台涂布设备产能的投放, 将在 2018 和 2019 年完成。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.23/1.63/2.11 元, 对应 PE 分别为 44/33/26 倍, 给予公司“推荐”评级。

## 5. 风险提示

- (1) 新能源车销量低于预期;
- (2) 动力锂电企业投产速度低于预期;
- (3) 设备及材料价格下跌超预期。

**表 1: 公司盈利预测表**

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>流动资产合计</b>	993	1549	3329	4311	5582	<b>营业收入</b>	923	1677	2561	3463	4501		
货币资金	199	273	1301	1577	2044	<b>营业成本</b>	597	1098	1667	2259	2928		
应收账款	325	480	842	1139	1480	营业税金及附加	4	11	16	22	29		
其他应收款	6	5	7	10	13	营业费用	44	77	117	158	206		
预付款项	3	22	22	22	22	管理费用	109	127	195	263	342		
存货	380	637	1005	1362	1765	财务费用	3	-1	-7	-14	-18		
其他流动资产	31	11	11	11	11	资产减值损失	15.10	12.08	12.00	12.00	12.00		
<b>非流动资产合计</b>	133	398	367	410	412	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	49	49	49	49	投资净收益	2.21	1.80	0.00	0.00	0.00		
固定资产	94.34	182.54	245.75	294.24	300.94	<b>营业利润</b>	153	356	561	762	1002		
无形资产	10	54	48	43	39	营业外收入	5.45	56.94	56.00	56.00	56.00		
其他非流动资产	3	6	6	6	6	营业外支出	0.38	1.48	0.00	0.00	0.00		
<b>资产总计</b>	1126	1947	3696	4721	5994	<b>利润总额</b>	158	411	617	818	1058		
<b>流动负债合计</b>	481	914	1192	1515	1879	所得税	25	57	86	114	148		
短期借款	16	21	0	0	0	<b>净利润</b>	133	354	531	704	911		
应付账款	319	579	868	1176	1524	少数股东损益	33	0	0	0	0		
预收款项	78	206	206	206	206	归属母公司净利润	99	354	531	704	911		
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	174	419	584	785	1023		
<b>非流动负债合计</b>	2	36	36	36	36	<b>BPS (元)</b>	0.27	0.96	1.23	1.63	2.11		
长期借款	0	28	28	28	28	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>负债合计</b>	482	949	1227	1550	1915	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	83.26%	81.77%	52.70%	35.21%	29.98%		
实收资本(或股	369	369	433	433	433	营业利润增长	154.28%	132.82%	57.88%	35.75%	31.56%		
资本公积	121	121	999	999	999	归属于母公司净利润	50.20%	32.51%	50.20%	32.51%	29.40%		
未分配利润	153	504	1029	1724	2624	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东	644	997	2468	3170	4079	毛利率(%)	35.32%	34.54%	34.93%	34.76%	34.95%		
<b>负债和所有者权</b>	1126	1947	3696	4721	5994	净利率(%)	14.36%	21.09%	20.74%	20.33%	20.24%		
<b>现金流量表</b>		单位:百万元					总资产净利润(%)	8.82%	18.17%	14.37%	14.91%	15.20%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.43%	35.46%	21.52%	22.20%	22.33%		
<b>经营活动现金流</b>	-46	213	115	357	504	<b>偿债能力</b>							
净利润	133	354	531	704	911	资产负债率(%)	43%	49%	33%	33%	32%		
折旧摊销	18.26	64.92	0.00	31.50	33.30	流动比率	2.06	1.70	2.79	2.85	2.97		
财务费用	3	-1	-7	-14	-18	速动比率	1.27	1.00	1.95	1.95	2.03		
应收账款减少	0	0	-362	-296	-341	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.12	1.09	0.91	0.82	0.84		
<b>投资活动现金流</b>	-126	-168	-12	-92	-52	应收账款周转率	4	4	4	3	3		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.99	3.73	3.54	3.39	3.33		
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	2	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.96	1.23	1.63	2.11		
<b>筹资活动现金流</b>	354	14	925	12	15	每股净现金流(最新	0.49	0.16	2.38	0.64	1.08		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.74	2.70	5.70	7.33	9.43		
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	244	0	64	0	0	P/E	199.85	56.21	43.95	33.17	25.63		
资本公积增加	113	0	878	0	0	P/B	30.94	19.96	9.46	7.36	5.72		
<b>现金净增加额</b>	182	59	1028	276	467	EV/EBITDA	113.18	46.97	37.78	27.79	20.86		

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。