



Research and
Development Center

深耕锂电和新能源汽车的高端制造平台型企业

——璞泰来（603659.sz）深度报告

2018年1月16日

郭荆璞 首席分析师
刘 强 分析师

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

璞泰来 (603659.sh)



首次评级

璞泰来相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.1.15)

收盘价(元)	50.39
52周内股价波动区间(元)	69.98/23.80
最近一月涨跌幅(%)	-3.82
总股本(亿股)	4.33
流通A股比例(%)	14.72
总市值(亿元)	233.23

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

郭荆璞 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 83326707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

深耕锂电和新能源汽车的高端制造平台型企业

深度报告

2018年1月16日

本期内容提要：

- ◆ **深度布局锂电产业链，大格局快速切入，抓住壁垒高的锂电产业核心环节。**公司 2012 年成立，业务覆盖锂电负极材料、锂电设备、隔膜、铝塑膜等锂电产业链核心环节，这些环节均具有较高的壁垒，这些环节的布局带来了公司的高成长性：目前公司各业务已经走在行业前列，并实现在新能源锂离子电池材料及自动化工艺技术领域关键业务价值链的产业协同，增强了公司的盈利能力及未来的业务发展空间。
- ◆ **行业红利期来临，龙头企业业绩爆发可期。**我们认为新能源汽车处于最好的成长期，下游空间大，动力电池对锂电产业链的带动作用强。公司在锂电产业链深度布局了负极材料、锂电设备等核心环节，业务布局范围广、格局大，主要客户包括 ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学、珠海光宇等国内外优质龙头锂电企业。作为负极材料及锂电设备领域的行业龙头，我们认为公司将充分借新能源汽车行业红利期之大势，持续实现业绩爆发。
- ◆ **有大格局的核心产业链龙头，技术、团队优势明显。**公司产品质量突出，研发实力强大。公司在负极材料与锂电设备领域竞争力均处于国内前列，公司负极材料产品定位高端，性能优越、盈利能力强；涂布机方面掌握核心技术，产品适用多种独特的涂布工艺；隔膜、铝塑膜为高技术壁垒环节，铝塑膜代表着行业未来发展方向。公司主要管理团队拥有丰富的行业经验，格局大，主要技术团队拥有深厚的产业链积淀，管理、技术人才打造公司核心竞争力，有望引领公司持续成长。
- ◆ **募投项目助力突破产能瓶颈，自动化程度提升拉升产品性能及盈利水平。**公司近年业绩持续爆发，但是负极材料、涂布设备、涂覆隔膜产品产量均受制于产能。目前负极材料生产线正进行技术改造，涂布设备、涂覆隔膜产品也计划扩充部分产能。随着产能的释放和募投项目的建设，未来公司负极材料、涂布设备、涂覆隔膜的全球市场占有率有望进一步提高，业绩有望进一步攀升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司在锂电负极及锂电设备领域为龙头型企业，拥有如 ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学等国内外优质锂电企业客户，产品质量突出、拥有较强的研发实力，管理团队拥有深厚的行业与资本市场经验，未来业绩增长态势可期，我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 1.09、1.65、2.31 元。我们选择上市公司中涉及锂电材料业务的企业沧州明珠、杉杉股份、格林美以及锂电设备业务的企业星云股份、金银河、盛虹股份进行对比分析，以上企业对应 2018 年平均 PEG 是 0.86。我们预计公司 2018 年归母净利润增长率为 52.39%，PEG 为 0.58 小于 1。考虑到公司业绩增速高，成长性好，PEG 小于行业平均值，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**新能源汽车行业超预期发展；新业务拓展顺利。
- ◆ **风险因素：**1、产能、技术等因素导致行业竞争加剧；2、下游客户变化风险；3、新能源汽车行业发展的波动。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	922.75	1,677.32	2,269.85	3,443.34	4,804.95
增长率 YoY%	83.26%	81.77%	35.33%	51.70%	39.54%
归属母公司净利润(百万元)	99.29	353.70	469.79	715.91	998.19
增长率 YoY%	270.81%	256.21%	32.82%	52.39%	39.43%
毛利率%	35.32%	34.54%	34.89%	35.23%	35.38%
净资产收益率 ROE%	24.54%	43.11%	27.12%	25.35%	27.11%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.82	1.09	1.65	2.31
市盈率 P/E(倍)	220	62	46	30	22
市净率 P/B(倍)	28.89	18.64	8.84	6.85	5.22

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2018 年 1 月 15 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
大格局快速切入，抓住锂电产业核心环节	3
快速切入锂电产业，深度布局后来居上	3
业绩爆发式发展，龙头地位迅速提升。	5
营运能力与现金流情况表现优异	6
行业红利期来临，龙头业绩将持续爆发	7
新能源汽车处于最好的成长期，下游空间大、动力强	7
锂电池产业链：动力电池拉动作用明显，已成大产业	7
公司业务协同带来良好发展态势	8
募投项目解决产能瓶颈，增资石墨化环节把控成本能力提升，龙头规模、成本优势助力业绩攀升。	11
核心产业链龙头，技术、团队优势明显	13
核心产业链的核心标的，下游客户优质锁定需求	13
产品质量突出，研发实力打造发展强大支撑力。	14
管理团队积淀深厚，技术人才助力发展	15
盈利预测、估值与投资评级	17
主要假设与经营预测	17
估值与投资评级	18
风险因素	18

表 目 录

表 1: 主要子公司情况一览	4
表 2: 部分国内锂电池厂商产能及扩产计划	7
表 3: 中国负极材料主要生产企业产量及市占率情况	9
表 4: 公司负极材料产销情况一览	12
表 5: 公司募投项目	12
表 6: 2016 年全球动力电池企业销量排行榜	13
表 7: 2016 年公司前五大客户销售占比超过 65%	14
表 8: 公司主要技术人员简介	16
表 9: 公司主要业务收入和毛利率预测 (单位: 万元)	17
表 10: A 股可比上市公司估值	18

图 目 录

图 1: 璞泰来发展历程	3
图 2: 璞泰来子公司架构	3
图 3: 公司营业收入情况	5
图 4: 公司利润情况	5
图 5: 应收账款周转率	6
图 6: 应付账款周转率	6
图 7: 公司现金流情况: 经营性现金净流量/营业总收入	6
图 8: 国内新能源汽车销量 (单位: 辆)	7
图 9: 中国新能源汽车销量及渗透率	7
图 10: 公司锂电产业链业务布局	8
图 11: 公司主营收入构成	11
图 12: 宁德时代年化产能扩张图	14

投资聚焦

主要内容

公司是国内锂电材料和设备领域的平台型企业，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，在负极材料、涂布机及涂覆隔膜三个领域具备行业领先的技术和产品，且拥有较大的市场份额和竞争优势，规模效应和协同效应突出。公司产品质量突出，研发实力领先，核心团队功力深厚，核心竞争力优势凸显。

投资逻辑

产业链核心环节的核心标的，行业红利期来临，下游客户支撑力强大。公司深度布局锂电产业链，大格局快速切入，业务覆盖锂电负极材料、锂电设备、隔膜、铝塑膜等锂电产业链环节，在负极材料、涂布机及涂覆隔膜三个领域具备行业领先的技术和产品。公司主要业务的客户都是锂电池厂商，各业务之间协同效应明显。我们认为新能源汽车未来 3-5 年仍是最好的成长期，下游空间大，动力电池对锂电产业链的带动作用强。公司业务布局范围广、格局大，主要客户包括 ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学、珠海光宇等国内外优质龙头锂电企业。作为负极材料及锂电设备领域的行业龙头，我们认为公司将充分借新能源汽车行业红利期之大势，持续实现业绩爆发。

产品质量突出，研发实力领先，核心团队功力深厚，深耕产业链打造最核心实力。公司产品质量突出，研发实力强大，得以快速发展的根源在于团队和产品优势。公司在负极材料与锂电设备领域竞争力均处于国内前列，产品定位高端，盈利能力强。公司主要管理团队拥有丰富的行业经验，主要技术团队拥有深厚的产业链积淀，管理、技术人才打造公司核心竞争力。

募投项目解决产能瓶颈，龙头规模优势助力业绩攀升。公司近年业绩持续爆发，但是负极材料、涂布设备、涂覆隔膜产品产量均受制于产能。公司此次上市募集资金将用于负极材料/隔膜/涂布设备生产基地及研发中心的建设项目，其中高性能锂离子电池负极材料产能扩建达 2 万吨，另有在建产能 2 万吨，公司将在两年内达到 5 万吨的负极材料产能，利于公司突破瓶颈，扩大销售，龙头的规模优势提升，助力业绩攀升。同时募投项目将通过改善公司生产场所条件、引进自动化生产设备及检测试验设备，提高产品的品质一致性和可靠性，进一步夯实大规模进入高端市场的基础，实现进口替代。

有别于大众的认识

1.公司战略清晰，打造平台型企业。公司自成立以来，先后通过新设与合资、并购等模式不断内部深化、向外拓延业务，规模迅速扩张，协同效应逐步显现。未来随着募投项目逐步落地，产能瓶颈突破，公司的龙头的规模优势将进一步提升，助力业绩攀升。2.公司业绩爆发、未来持续增长的根源在于团队、技术优势。公司主要管理团队拥有丰富的行业经验，主要技术团队拥有深厚的产业链积淀，管理、技术人才打造公司核心竞争力，研发实力将进一步提升产品质量的竞争优势，更紧密地联系、更快速地拓展下游客户。3.公司各业务之间协同效应突出，主要表现在工艺与下游客户协同，未来更多业务有望纳入协同平台

将带来持续增长。公司在涂覆工艺与涂覆设备领域可以实现业务协同合作，同时公司能够为下游客户提供高端锂电材料+高端设备的一体化解决方案，打造平台型综合服务企业。

关键假设、盈利预测及投资评级

考虑到公司在锂电负极及锂电设备领域为龙头型企业，拥有如 ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学等国内外优质锂电企业客户，产品质量突出、拥有较强的研发实力，管理团队拥有深厚的行业与资本市场经验，未来业绩增长态势可期，我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 1.09、1.65、2.31 元。我们选择上市公司中涉及锂电材料业务的企业沧州明珠、杉杉股份、格林美以及锂电设备业务的企业星云股份、金银河、盛虹股份进行对比分析，以上企业对应 2018 年平均 PEG 是 0.86。我们预计公司 2018 年归母净利润增长率为 52.39%，PEG 为 0.58 小于 1。考虑到公司业绩增速高，成长性好，PEG 小于行业平均值，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

股价催化剂：新能源汽车行业超预期发展；新业务拓展顺利。

主要风险： 1、产能、技术等因素导致行业竞争加剧； 2、下游客户变化风险； 3、新能源汽车行业发展的波动。

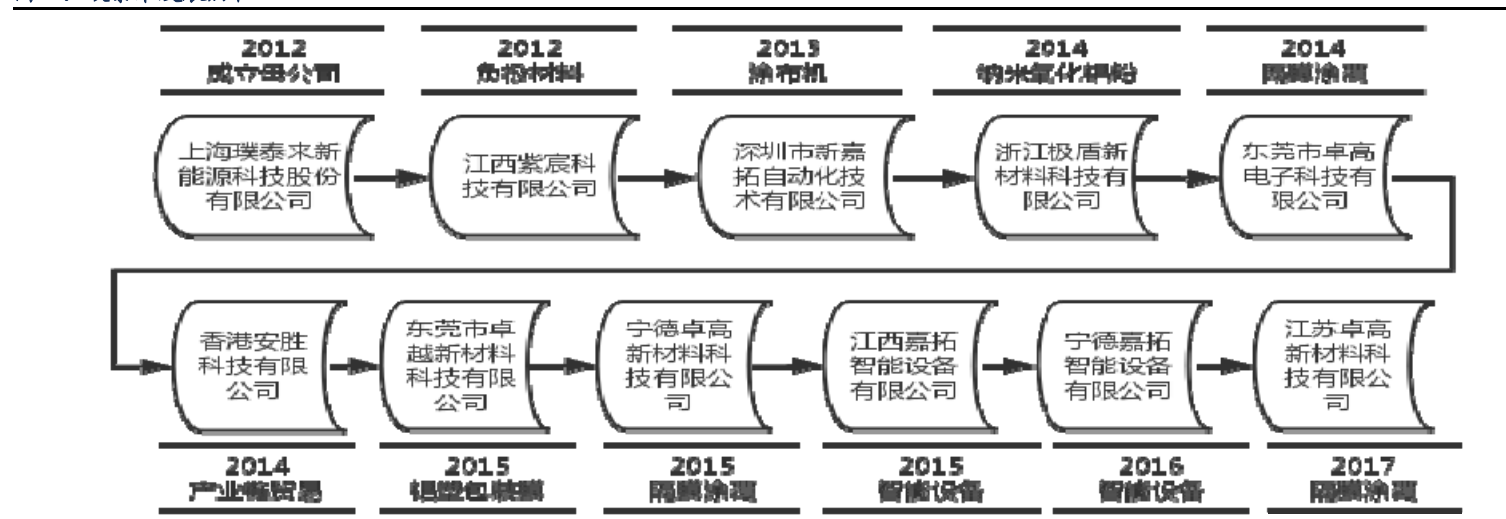
大格局快速切入，抓住锂电产业核心环节

快速切入锂电产业，深度布局后来居上

公司是国内锂电材料和设备领域的先进制造商，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，在负极材料、涂布机及涂覆隔膜三个领域具备行业领先的技术和产品，且拥有较大的市场份额和竞争优势，规模效应和协同效应突出。

公司 2012 年 11 月成立，自成立以来，先后通过新设与合资、并购等模式不断内部深化、向外拓延业务，目前拥有 11 家全资子公司，业务涵盖锂离子电池负极材料、自动化涂布机、隔膜涂覆加工、铝塑包装膜、纳米氧化铝等锂电产业链环节，打造了良好的业务协同效应。

图 1：璞泰来发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 2：璞泰来子公司架构

负极事业部	锂电设备事业部	膜材料事业部	贸易
<ul style="list-style-type: none"> • 负极材料：江西紫宸 	<ul style="list-style-type: none"> • 涂布设备：深圳新嘉拓、江西嘉拓 • 锂电设备：宁德拓嘉、溧阳嘉拓 	<ul style="list-style-type: none"> • 隔膜涂覆加工：东莞卓高、宁德卓高、江苏卓高 • 涂覆材料：浙江极盾 • 铝塑膜：东莞卓越 • 湿法隔膜：上海月泉、溧阳月泉 	<ul style="list-style-type: none"> • 贸易：香港安胜

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

规模迅速扩张，协同效应逐步显现，外延内扩成就大格局

公司资产规模在不到 3 年的时间内扩大四倍。业务由最初的负极材料、涂布设备扩充到负极材料、隔膜、铝塑膜等锂电池核心部件以及涂布设备等锂电设备，已实现在新能源锂离子电池材料及自动化工艺技术领域关键业务价值链的产业协同，可以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。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。

表 1：主要子公司情况一览

名称	法定代表人	主营业务	成立时间	主要财务数据 (万元)	2016 年 12 月 31 日	2017 年 3 月 31 日
					/2016 年度	/2017 年 1-3 月
江西紫宸科技有限公司	陈卫	负极材料	2012 年 12 月	净资产	49347.09	51003.31
				总资产	92944.42	99169.31
				营业收入	105190.72	29949.06
				净利润	24510	8273.91
深圳市新嘉拓自动化技术有限公司	陈卫	自动化涂布机成套设备	2013 年 3 月	净资产	14125.13	13135.07
				总资产	50161.28	58050.38
				营业收入	35254.37	9569.18
				净利润	6625.4	798.8
东莞市卓高电子科技有限公司	陈卫	锂离子电池隔膜	2011 年 3 月	净资产	7,431.01	6,553.94
				总资产	14,838.37	13,852.97
				营业收入	20,056.99	1,237.05
				净利润		

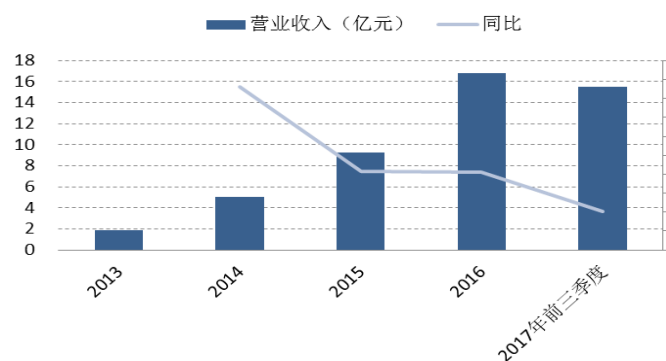
				净利润	3,326.39	21.06
东莞市卓越新材料科技有限公司	陈卫	锂离子电池软包装材料	2015年4月	净资产	1297.37	1195.82
				总资产	3740.71	4250.15
				营业收入	1753.63	758.58
				净利润	-504.71	-101.55
浙江极盾新材料科技有限公司	梁丰	纳米陶瓷材料	2014年7月	净资产	928.44	929.4
				总资产	981.34	979.81
				营业收入	504.51	135.72
				净利润	-54.42	0.96
香港安胜科技有限公司	梁丰	铝塑包装膜的贸易业务	2014年9月	净资产	3834.11	3819.27
				总资产	5327.98	3988.39
				营业收入	5689.22	156.74
				净利润	3303.28	-12.58

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业绩爆发式发展，龙头地位迅速提升。

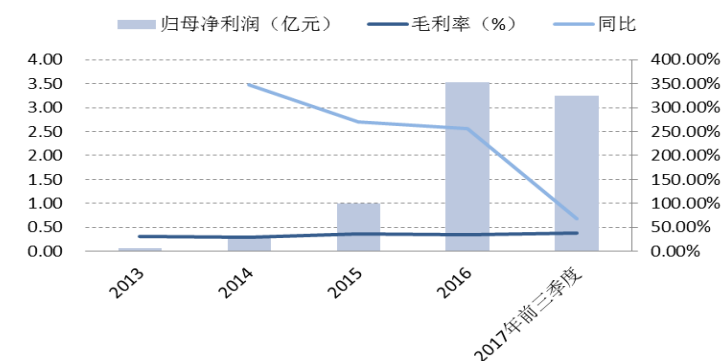
公司自成立以来，迅速通过外延内扩打开发展局面，业绩实现爆发式增长。2013年-2016年营业收入复合增长率超过100%，归母净利润复合增长率达到280%以上，局面迅速打开。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司利润情况

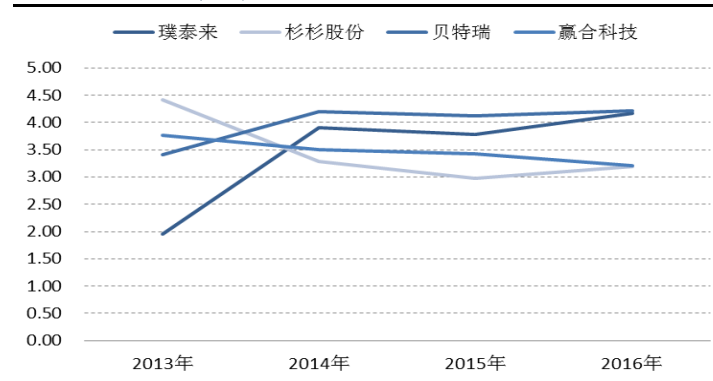


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

营运能力与现金流情况表现优异

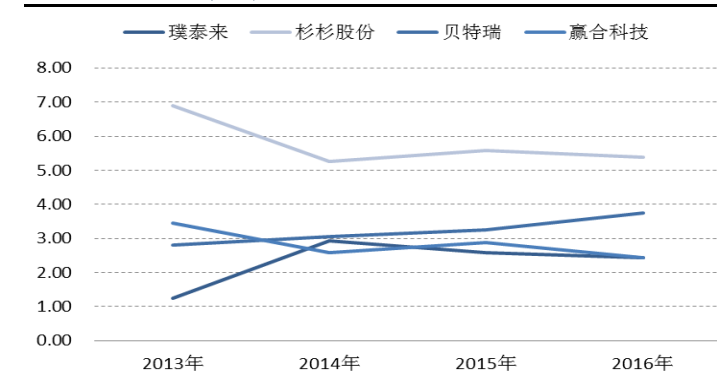
公司是新能源汽车产业链核心标的，在负极材料等领域处于行业龙头地位，现金流情况、营运能力等表现突出，上下游把控能力强。2016年，公司应收账款周转率为4.17，高于杉杉股份、贝特瑞、赢合科技三家公司平均周转率3.54；应付账款周转率为2.44，低于杉杉股份、贝特瑞、赢合科技平均周转率3.85；经营性现金净流量/营业总收入为12.71，高于杉杉股份、贝特瑞、赢合科技平均比率1.78。

图 5: 应收账款周转率



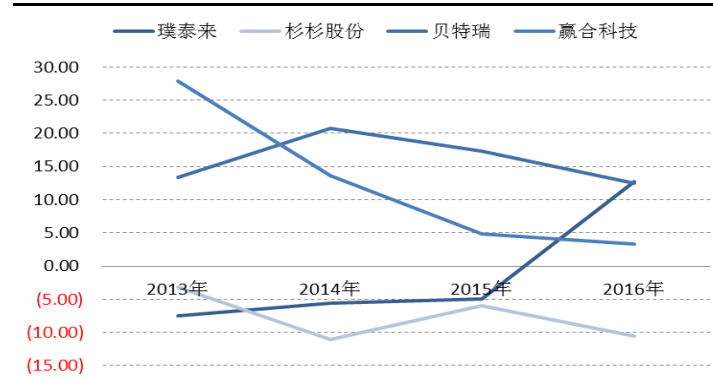
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6: 应付账款周转率



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7: 公司现金流情况: 经营性现金净流量/营业总收入



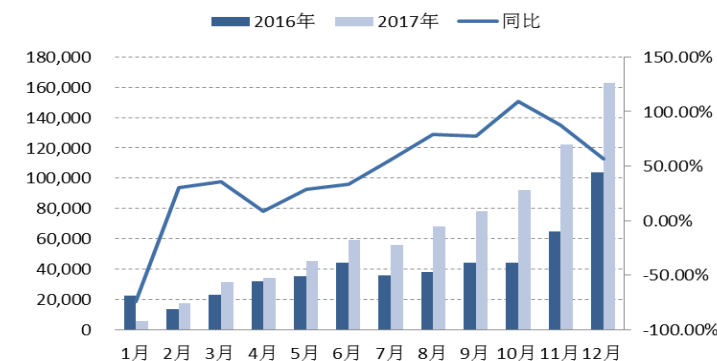
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

行业红利期来临，龙头业绩将持续爆发

新能源汽车处于最好的成长期，下游空间大、动力强

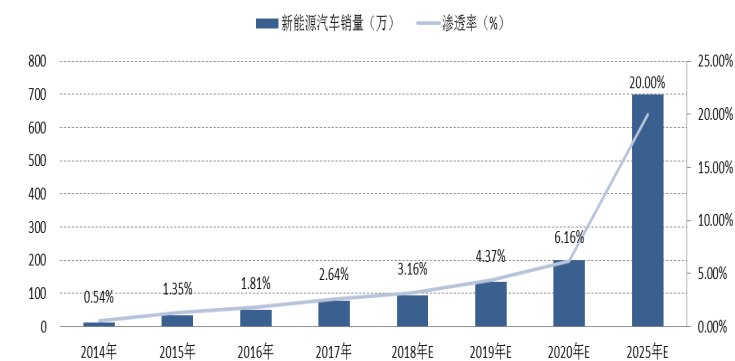
新能源汽车行业处于最好的成长期。在政策和市场双重推动下，2016 年新能源汽车渗透率已经达到1.81%；据中汽协数据显示，2017年全年新能源汽车累计销售77.7万辆，同比增长53.3%；行业已经迈入最好的成长期。我们认为在政策利好以及行业发展的背景下，未来几年新能源汽车渗透率会不断提升，至2020 年预计达到6.16%，2025 年预计达到20%。我们认为未来3-5 年仍是行业最好的成长期和最好的投资时期。

图 8:国内新能源汽车销量(单位:辆)



资料来源:中汽协,信达证券研发中心

图 9:中国新能源汽车销量及渗透率



资料来源:中汽协,信达证券研发中心

锂电池产业链:动力电池拉动作用明显,已成大产业

受到新能源汽车行业大发展的影响,动力电池需求量不断攀升。根据GGII数据显示,2017年,中国国内锂动力电池装机量合计约达到36.4GWh,同比2016年增长29%。我们预计2018年国内动力电池需求接近55GWh,2020年需求保守估计将达到110GWh。我们认为在锂电需求的强劲带动作用,锂电产业链整体将持续上扬。

表 2:部分国内锂电池厂商产能及扩产计划

锂电池厂商	2016 年底产能 (GWh)	规划
比亚迪	10	2017 年产能达 16GWh, 其中 6Gwh 的三元电池, 10Gwh 的磷酸铁锂电池。2018 年将青海扩充 10Gwh 的三元电池的产能。
CATL	7.6	宁德时代湖西锂离子动力电池生产基地项目将新增动力电池产品年产能 24GWh。
力神	3	2017 年形成 35 亿 AH 的产能, 到 2020 年形成 20GWh/年的动力电池生产能力
沃特玛	12	规划山西 3Gwh 项目、荆州 3Gwh 项目

中航锂电	5	2018 年约有 10GWh 规模
比克电池	2.5	2020 年: 15GWh
亿纬锂能	3.5	2017 年底 9GWh 产能
孚能科技		2017 年 5GWh 产能
猛狮科技		公司在福建诏安、湖北宜城分别规划建设总产能 6GWh 的圆柱形锂电池和 6GWh 的方形锂电池项目，诏安一期 1GWh 三元 18650 锂离子电池已于 2017 年 3 月实现量产，一期另外 1GWh 三元 18650 锂离子电池和二期 2GWh 三元 21700 锂离子电池正在建设中

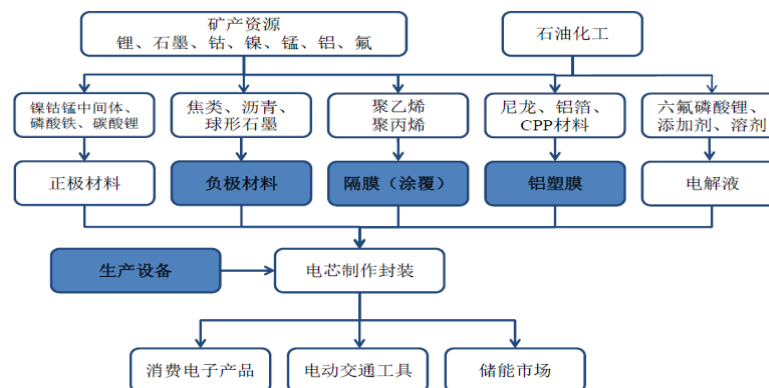
资料来源:信达证券研发中心整理

公司业务协同带来良好发展态势

公司锂电产业链业务布局包括锂电负极、锂电设备、隔膜、铝塑膜等环节，均为具有较高壁垒的核心环节。其中负极、隔膜属于锂电池核心材料，铝塑膜作为软包电池的必需部件更是拥有相当高的技术壁垒，也代表着行业未来的重要的方向。公司已实现在新能源锂离子电池材料及自动化工艺技术领域关键业务价值链的产业协同。

核心材料与关键设备为一体的产业链支撑，为公司未来实现跨越式发展奠定了良好的产业链竞争优势。以涂覆隔膜为例，关键设备涂布机的内部配套，有利于保证产品的优良品质，确保产品符合市场需求；原材料纳米氧化铝的配套有利于降低成本及降低部分原材料供求波动的风险，提升整体盈利能力。

图 10: 公司锂电产业链业务布局



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

负极竞争格局好, 公司龙头地位带来极大优势

负极材料产品技术、市场已经十分成熟，龙头的规模、资本实力优势愈发凸显。高工产研锂电研究所(GGII)调研显示，2016 年全年国内负极材料产量 11.83 万吨，同比增长 62.5%，2015 年中国负极材料产量 7.28 万吨，同比增长 42.7%。其中，动力电池带动人造石墨需求增长迅猛。从产品角度看，石墨碳类负极材料容量已做到 360mAh/g，已经接近 372mAh/g 的理论克容量，产品技术已经十分成熟。

负极产量前三企业市占率过半，龙头规模优势凸显。从竞争格局来看，排名国内负极材料的前三位置的企业分别为贝特瑞、上海杉杉和江西紫宸（公司全资子公司），2016 年，此三家公司国内市场市占率超过 55%，规模、客户优势突出。

表 3：中国负极材料主要生产企业产量及市占率情况

企业名称	2016 年产量 (吨)	2016 年中国 市场占有率	2015 年产量 (吨)	2015 年中国 市场占有率
贝特瑞	24580	20.78%	20300	27.88%
上海杉杉	23000	19.45%	14400	19.78%
江西紫宸	18228	14.80%	8625	12.64%
深圳斯诺	8850	7.48%	5700	7.83%
湖南星城	7470	6.32%	2200	3.02%
东莞凯金	6300	5.75%	3600	4.94%
翔丰华	6650	5.62%	3500	4.81%
湖州创亚	5700	4.82%	4800	6.59%
江西正拓	3600	3.04%	1950	2.68%
深圳金润	3560	3.01%	1300	1.79%

资料来源:公司招股意向书, 信达证券研发中心

公司全资子公司江西紫宸处于行业龙头地位，拥有优质产品质量与规模优势。2015 年、2016 年在中国负极材料市场，公司占有率分别为 12.64%、14.80%，居中国第三。2016 年全球市场占有率 10.50%，位列全球第四。规模优势带来更好地资本、下游优势，我们认为公司负极材料有望继续腾飞。更重要的是，江西紫宸如此快速发展的根源在于团队和产品优势，其高端负极产品性能优越、销售占比高，达到 80%以上，不断更新优质产品将使得公司在未来行业的大发展中更上一层楼。

锂电设备：分散格局有望集中，高端设备厂商需求将提升

目前锂电设备行业仍处于高端低端并存、格局较为分散的阶段，未来对设备要求的提升将利于积淀深厚企业发展。2015 年国内产值排名前三的锂电设备企业仅占国内全部产值的 15%左右。按照锂离子电池的生产流程，锂电专业设备主要可以分为前端设备、中端设备和后端设备，其中涂布机作为前端设备是电池制造的核心设备之一。涂布工艺要求将搅拌后的浆料均匀地涂在金属极片上，厚度精确到 2 μ m 以下，否则会对后续工艺产生很大影响。随着动力电池技术的不断进步，对设备的效率、

精细度、稳定性、自动化等要求逐步提高，特别是动力电池对电芯的品质要求较高，因此全自动化设备市场需求逐步加大，大企业整线改造升级加速。由于国内产品拥有更高的性价比，高端设备产品领域国内外价差能达到 1000 万/台，随着国产锂电设备质量的提升以及替代速度加快，未来几年锂电生产设备环节仍将处于快速发展期。

公司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%。随着锂电企业对设备自动化程度、效率及精细化程度要求的不断提升，以及新能源汽车行业对锂电设备需求的日益增加，公司有望依托现有的产品及研发优势，进一步扩大销售、抢占行业龙头地位。

隔膜、铝塑膜：技术壁垒高，国内进口替代进程加快，技术研发优势突出企业有望借势腾飞

隔膜行业竞争激烈，格局凸显，我国隔膜产能处于结构性调整过程。隔膜具有较高技术壁垒，作为锂电核心部件，其质量直接影响电池容量、循环和安全性能，占锂电池成本的 10-20%，仅次于正极材料。隔膜技术壁垒主要来源于：进入壁垒：初期投入资金链需求大，尤以湿法隔膜为甚；规模壁垒高，规模效应带来其单位成本显著降低的原因两方面，一是规模效应直接带来产品单位成本的下降，二是随着产量的提升，对工艺的把控能力提高，降低产品不良率；技术壁垒高，生产工艺复杂，设备建设及运行调试时间长；资金壁垒高，设备初始资本投入需求大；客户壁垒：认证周期长，一旦进入供应链不轻易更换。高初期资金投入+高技术壁垒+规模效应明显+认证期长带来的客户黏性导致了较高的行业壁垒，产品品质过硬、工艺积淀深厚、得到下游客户充分认可而且具备扩产速度优势的企业将脱颖而出。

高技术壁垒导致我国高端膜 70%以上仍依靠进口，未来国内隔膜进口替代进程加快，完全替代可期。一方面，随着国内隔膜厂商经验逐渐积淀、技术逐步进步，以及产业投入和规模的扩大，与国外隔膜的品质差距将逐步缩小，能够起到替代进口使用的效果。另一方面，由于隔膜成本约占锂离子电池成本的 10%-20%，同样规格和技术参数的国外产品价格显著高于国内产品，偏高的进口隔膜价格对国内锂离子电池厂商构成一定的压力，促使其在选择供应商时向性价比更为合理的国产替代隔膜倾斜。基于国内厂商对于高端湿法隔膜技术壁垒的逐步跨越，受益于我国原材料成本以及人力成本相比国外均处于优势，在高端湿法隔膜领域，随着部分高端产品厂商积极扩产，未来湿法隔膜进口替代可期。

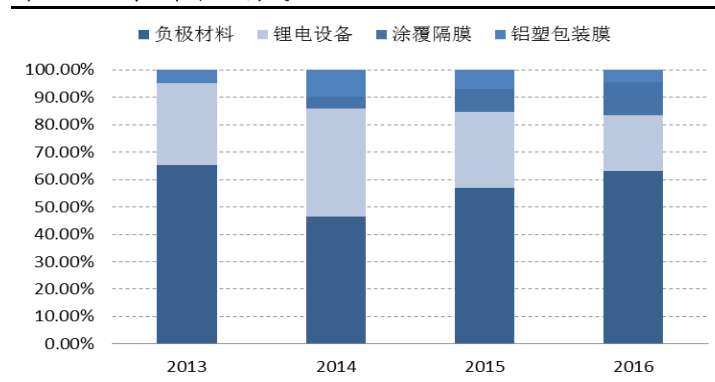
未来湿法隔膜占比提高，性能要求带动涂覆隔膜空间巨大。沧州明珠曾测算，1GWh 的动力电池约需 2000 万平方米隔膜，则按照我们预计 2020 年 110GWh 的动力电池出货量估算，2020 年约需动力电池隔膜 20 亿平方米以上。目前国内湿法隔膜产量占比低于全球占比，未来随着对动力电池能量密度需求的增加以及对隔膜性能要求的提升，湿法隔膜行业占比将不断提高。涂覆隔膜被认为是一种比较好的降低电池内部事故的重要措施之一，对动力电池性能及安全性要求的提升将带来巨大的涂覆隔膜市场。

铝塑膜技术壁垒高，是锂电产业链上最后一个实现国产化的部件。铝塑膜是软包电池核心材料，高技术壁垒国内外差距大。铝塑膜是通过精密涂布技术制成的三层膜，层间通过粘结剂连接。其两种制备工艺中，干法拥有更好的冲深成型性能、防短路性能和裁切性能，优于热法。铝塑膜由于替代金属壳封装，因而需要具备更高的耐穿刺、抗腐蚀等性能，技术壁垒高。

铝塑膜性能指标要求苛刻、供应大多由日韩寡头垄断，国内企业加速进口替代进程。铝塑膜市场呈寡头垄断格局，大日本印刷和昭和电工合计占据全球 70% 以上的市场份额，国内 90% 以上市场被四家日韩企业垄断，少量国产膜只能满足 3C 电池要求。我们认为，国内动力电池出货量的增加需要电池核心材料国产化，以保证稳定供应；同时，电池企业受上游涨价、下游降成本影响，迫切需要降低采购成本，两方面因素都将加速铝塑膜进口替代进程。

公司涂覆隔膜、铝塑膜已成一定规模，外部巨大市场+内部客户、研发优势将打造业绩上行空间。公司全资子公司东莞卓高 2016 年在前十名隔膜厂商产量排名中位列第九，占比 4.8%，客户包括宁德时代、珠海光宇、天津力神、东莞锂威等优质锂电企业，铝塑包装膜则绑定了全球锂电龙头 ATL。我们认为在隔膜与铝塑膜领域，公司未来有望借行业快速发展东风，随着产能的扩大与技术、研发水平的持续提升而逐步贡献更多业绩。

图 11: 公司主营收入构成



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

募投项目解决产能瓶颈，增资石墨化环节把控成本能力提升，龙头规模、成本优势助力业绩攀升。

公司近年业绩持续爆发，但是负极材料、涂布设备、涂覆隔膜产品产量均受制于产能。2016 年，公司负极材料产能利用率超过 140%，涂布机产能利用率也在 90% 以上，已经达到较高的水平。目前负极材料生产线正进行技术改造，涂布设备、涂覆隔膜产品也计划扩充部分产能。随着产能的释放和募投项目的建设，未来公司负极材料、涂布设备、涂覆隔膜的全球市场占有率有望进一步提高，业绩有望进一步攀升。

募投项目助力自动化程度提升，加快产品升级、进口替代步伐。目前国内锂电池厂商与国际龙头厂商主要差距在于自动化程度与生产良率。募投项目将通过改善公司生产场所条件、引进自动化生产设备及检测试验设备，提高产品的品质一致性和可靠性，进一步夯实大规模进入高端市场的基础，实现进口替代。

表 4: 公司负极材料产销情况一览

产品类别	指标	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
负极材料	产能 (吨)	3750	13000	10000	3500
	产量 (吨)	4535	18228	8625	3573
	销量 (吨)	4630	16080	7385	2896
	产能利用率	120.93%	140.21%	86.25%	102.09%
	产销率	102.08%	88.22%	85.62%	81.05%
涂布机	产能 (台)	85	300	180	130
	产量 (台)	59	284	180	126
	销量 (台)	40	171	125	115
	产能利用率	69.41%	94.67%	100.00%	96.92%
	产销率 (注)	88.89%	62.18%	71.43%	93.50%
涂覆隔膜	产能 (万平方米)	2123	8418	2500	570
	产量 (万平方米)	1002.31	6421	2031	434
	销量 (万平方米)	405.08	6296	1808	354
	产能利用率	47.21%	76.28%	81.24%	76.14%
	产销率	40.41%	98.00%	89.02%	81.57%

注: 涂布机产销率=销量/(产量-内部购销)

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

公司此次上市募集资金将用于负极材料/隔膜/涂布设备生产基地及研发中心的建设项目,其中高性能锂离子电池负极材料产能扩建达 2 万吨, 另有在建产能 2 万吨, 公司将在两年内达到 5 万吨的负极材料产能, 利于公司突破产能瓶颈, 扩大销售, 龙头的规模优势将进一步稳固, 助力业绩攀升。

表 5: 公司募投项目

项目名称	实施主体	项目总投资额 (万元)	项目设计年产能
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	江西紫宸	59,492.25	2 万吨高性能锂离子电池负极材料

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	宁德卓高	20,440.62	功能涂层隔膜 24000 万平方米
涂布设备生产基地及研发中心建设项目	江西嘉拓	19,985.76	涂布设备 230 台/套
合计		99,918.63	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

核心产业链龙头，技术、团队优势明显

核心产业链的核心标的，下游客户优质锁定需求

未来锂电行业集中度将进一步提升，市场将愈发集中于优质龙头锂电企业，公司已拥有一批质量优异的锂电龙头客户，锁定下游需求。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合作关系，前几大客户均处于领先地位，未来随着客户产能扩张以及锂电产业集中度上升，公司将充分受益。

表 6：2016 年全球动力电池企业销量排行榜

排名	企业	销量 (GWh)	国家	是否公司客户
1	松下	7.2	日本	送样
2	比亚迪	7.1	中国	✓
3	宁德时代	6.8	中国	✓
4	沃特玛	3.2	中国	
5	LG 化学	2.53	韩国	✓
6	国轩高科	2.4	中国	
7	天津力神	1.8	中国	✓
8	比克	1.3	中国	
9	三星 SDI	1.07	韩国	✓
10	中航锂电	0.7	中国	✓

资料来源：宁德时代招股说明书，信达证券研发中心

下游需求强劲，提供强大业绩支撑

公司是全球锂电龙头宁德时代锂电设备核心供应商、ATL 锂电负极的核心供应商。其中 ATL 是全球消费类锂电池龙头，拥有强大的产销规模与技术优势；宁德时代于 2017 年 11 月 10 日公布创业板招股说明书（申报稿），公告称募集资金将投资于“宁德时代湖西锂离子动力电池生产基地项目”与“宁德时代动力及储能电池研发项目”，其中“宁德时代湖西锂离子动力电池生

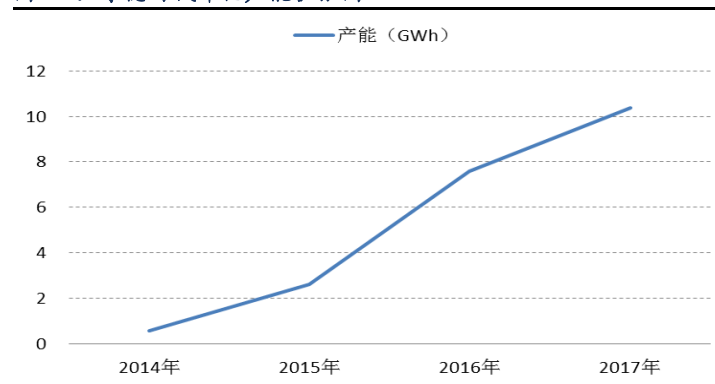
产基地项目”达产后，宁德时代将新增产能 24GWh。作为 ATL 和宁德时代的核心供应商，我们认为公司将充分受益于客户产能的扩大，销量将稳定上扬。

表 7: 2016 年公司前五大客户销售占比超过 65%

客户名称	负极材料	涂布机	涂覆隔膜	纳米氧化铝	铝塑包装膜	合计	销售占比
ATL	48,557.24	10,421.80	-	3.59	5,344.17	64,326.80	38.35%
宁德时代	577.24	10,075.33	11,416.57	-	15.18	22,084.32	13.17%
三星 SDI	9,577.18	-	1.28	-	-	9,578.46	5.71%
珠海光宇	4,748.97	591.65	1,411.45	-	-	6,752.07	4.03%
LG 化学	6,479.12	-	-	-	-	6,479.12	3.86%
合计	69,939.75	21,088.78	12,829.30	3.59	5,359.35	109,220.77	65.12%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 宁德时代年化产能扩张图



资料来源: 宁德时代招股说明书, 信达证券研发中心

产品质量突出，研发实力打造发展强大支撑力。

公司研发实力强，技术储备丰富，高端产品高端定位，产品品质处于国际领先水准，也相应得到较高毛利率，未来公司计划在前期研发的基础上加大投入，进一步提高产品研发创新能力，打造盈利能力强的高端产品。目前公司在负极材料、涂布机、涂覆隔膜等领域均拥有较多的技术储备，我们认为随着公司锂电产业的逐步深化、细化发展，公司的研发实力将进一步提升产品质量的竞争优势，更紧密地联系、更快速地拓展下游客户。

公司子公司江西紫宸拥有一批具有丰富碳素材料专业理论知识和实践经验的技术人才，技术实力雄厚，产品定位于高端负极市场，拥有低膨胀、低内阻、高能量密度、长寿命的优质性能，打造差异化的竞争策略。公司拥有独特的原材料甄选技术、粉体材料各向同性化处理、表面改性及高温热处理等核心技术，产品差异化明显，生产处具有国际领先水平的高端负极材料产品。江西紫宸主流产品的首次放电容量达 360mAh/g 以上，配向性小于 10，压实密度达 1.7g/cm³ 以上，循环寿命 1000 次容量保持在 80% 以上。公司 2013 年推出 G 系列产品，拥有克容量高、膨胀极小、长循环、首次效率高等优良品质，同时该产品持续更新换代，性能指标每半年度一般均有提升。G 系列产品目前销售占比已经达到 82.40%，2015、2016 年毛利率稳定在 40% 左右，盈利能力维持高位。

研发方面，子公司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提升公司锂离子电池负极材料研发制造水平。公司确保了在常规、新型负极材料上均拥有较强的技术优势，连续开发出多款技术含量高、符合市场需求的负极材料新产品。江西紫宸自成立以来，陆续推出型号为 8C、G 系列等主要针对高端消费电子和汽车锂电市场的新产品，得到了下游锂电池厂商的一致认可。

深圳新嘉拓是涂布机领域的技术创新先锋，率先开发出双闭环张力系统，将张力精度提高到 100g 以内，国内首家实现涂抹精度 COV<0.2%。深圳新嘉拓掌握了涂布机生产的主要核心技术，在涂布机张力控制、流体特性分析、红外干燥等技术方面拥有丰富的技术积累。深圳新嘉拓的涂布机采用了挤压涂、微凹版、红外干燥烘箱、一次双面涂布等国际先进的锂电涂布技术，解决了锂离子电池安全涂层技术难题。其产品适用多种独特的涂布工艺，尤其在挤压涂布领域技术优势突出。

在软件方面，深圳新嘉拓注重产品结构的研发设计与软件控制的紧密结合，截至 2017 年 3 月 31 日已取得 8 项软件著作权，其中包括立板式涂布机控制软件、挤压涂布机控制软件、调刀机架涂布机控制软件、隔膜涂布机控制软件、多功能实验室涂布机控制软件等多个步骤复杂的设备控制软件。其产品实现了机械结构的最优化以及程序步骤的简化，设备工作效率高，实现了安全、人性化、维护方便以及生产数据储存运用。

隔膜方面，东莞卓高隔膜陶瓷涂层技术水平处于国内领先地位。东莞卓高是国内较早从事隔膜陶瓷涂层研究和产业化的公司之一，成功开了在 PP/PE 隔膜上进行 Alpha 氧化铝纳米陶瓷涂层的技术，目前可以批量、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，技术水平处于国内领先位置。

管理团队积淀深厚，技术人才助力发展

管理团队深耕行业与资本市场、持股比例高激励强

公司管理团队拥有行业内与资本市场上丰富的经验，持股比例高，激励强。至 2017 年 11 月 3 日，公司董事长、控股股东梁丰先生持股 130914010 股，占公司股份总数的 30.25%。梁丰先生曾先后任职于东莞新科磁电制品有限公司、中信集团深圳

中大投资管理有限公司、中信基金管理有限公司、友邦华泰基金管理有限公司、上海毅扬投资管理有限公司，拥有丰富的资本市场经验。公司董事、总经理陈卫先生曾先后就职于东莞新科磁电制品、东莞新能源科技有限公司、东莞市凯欣电池材料有限公司，是ATL联合创始人之一，数十年深耕行业，拥有深厚的行业积淀。

技术人才深耕行业，产业积淀打造竞争优势。

公司实施“技术领先”的竞争策略，主要管理团队均具有丰富的锂离子电池行业经验，对行业市场趋势、产品技术发展方向的了解具有较高的敏感性和前瞻性。主要业务和开发人员均具有多年的锂离子电池材料或设备细分行业研究开发和业务管理经验，对锂电池行业有着深刻的认知。公司十分注重人才的储备和结构的优化，通过培养和引进，公司拥有一批资深技术专家和管理人才，掌握丰富的锂离子电池材料、设备细分领域的研发生产与管理经验。各子公司研发部人员结构合理、队伍稳定，形成了以博士、硕士为核心的强大的技术团队，并通过与行业内知名专家、客户合作的方式，开展新产品、新工艺的实验研究和技术攻关创新工作，为公司的持续发展奠定了坚实的技术基础，并在业内形成了独到的竞争优势。

表 8: 公司主要技术人员简介

姓名	职位	主要经历	姓名	职位	主要经历
陈卫	董事兼总经理	东莞新科磁电制品有限公司--工艺部高级经理	张志清	子公司江西紫宸副总经理	上海工业设备安装公司--技术员
		东莞新能源科技有限公司--副总裁			上海杉杉科技有限公司--工程部兼生产部部长
		东莞市凯欣电池材料有限公司--董事			上海杉杉硕能复合材料有限公司--副总经理
冯苏宁	副总经理、子公司江西紫宸总经理	鞍山热能研究院--工程师	李辉	子公司江西紫宸副总工程师	鞍山热能研究院--高级工程师
		上海杉杉科技有限公司&宁波杉杉新材料有限公司--部长、总经理助理、副总经理、总经理			上海杉杉科技有限公司--研发副总监
		上海杉杉硕能复合材料有限公司--总经理			
齐晓东	副总经理、子公司深圳新嘉拓、江西嘉拓、宁德嘉拓和溧阳嘉拓总经理	沈阳第一机床厂--工程师	古立虎	子公司江西紫宸总经理助理	鞍山热能研究院--技术员
		沈阳新松机器人自动化技术有限公司--高级工程师			上海杉杉科技有限公司--研发工程师
		深圳市嘉拓自动化技术有限公司--总经理			上海杉杉硕能复合材料有限公司--生产部部长
王晓明	监事、子公司东莞卓越和江苏卓高总经理	宁夏马家滩炼油厂--技术员	张忠涛	子公司深圳新嘉拓锂电事业部部长	哈尔滨工大集星电子有限公司--工程师
		东莞新科电子厂--高级工程师			深圳市新松机器人自动化科技有限公司--电气经理
		长安新万电子厂--部门经理			
		东莞新能源科技有限公司--部门经理			深圳市嘉拓自动化技术有限公司--技术总监
		曙鹏科技(深圳)有限公司--副总经理			

		湖北黄石自来水公司--助理工程师			
方祺	监事、公司研发 总监、子公司江 西紫宸副总经理	东莞新能源电子科技有限公司--研发高级工程师 杉杉科技有限公司--技术支持中心主任 东莞东标能源技术有限公司--总经理	施伟	子公司深圳新嘉 拓膜事业部部长	山东福田雷沃重工股份有限公司--工程师 深圳市嘉拓自动化技术有限公司--技术总监

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

主要假设与经营预测

公司深耕锂电产业链，是国内锂电材料和设备领域的先进制造商，在负极材料、锂电设备等领域处于行业龙头地位。以此为基础，我们对公司经营的主要假设和预测为：

1、收入：随着公司募投项目逐步落地以及新能源汽车产业良好的发展态势，我们认为锂电负极和锂电设备等新能源业务将实现快速增长，我们预计公司 2017~2019 年的营业收入增速分别为 35.33%、51.70%、39.54%。

2、毛利率：由于公司技术优势突出，龙头地位稳固，我们认为与同行业相较可以获得相对较高毛利率水平，我们预计未来几年毛利率将持续提升，2017~2019 年公司毛利率分别为 34.89%、35.23%、35.38%。

表 9：公司主要业务收入和毛利率预测（单位：万元）

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
负极材料	收入	52,367.15	105,189.14	128793.44	189773.19	232961.57
	增速	158.58%	100.87%	22.44%	47.35%	22.76%
	毛利率(%)	37.59	36.38	36.00	36.00	36.00
锂电设备	收入	25,513.07	34,358.59	50333.85	68731.74	96224.44
	增速	49.60%	34.67%	46.50%	36.55%	40.00%
	毛利率(%)	35.83	34.80	34.80	34.80	34.00
涂覆隔膜	收入	7,655.56	20,017.53	36241.26	68884.02	125050.81
	增速	287.78%	161.48%	81.05%	90.07%	81.54%
	毛利率(%)	37.14	33.51	38.00	38.00	38.00
铝塑包装膜	收入	6,516.86	7,503.51	12675.73	17746.02	19520.62
	增速	55.89%	15.14%	30.97%	40.00%	10.00%
	毛利率(%)	12.63	11.23	11.23	15.00	18.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值与投资评级

考虑到公司在锂电负极及锂电设备领域为龙头型企业，拥有如 ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学等国内外优质锂电企业客户，产品质量突出、拥有较强的研发实力，管理团队拥有深厚的行业与资本市场经验，未来业绩增长态势可期，我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 1.09、1.65、2.31 元。我们选择上市公司中涉及锂电材料业务的企业沧州明珠、杉杉股份、格林美以及锂电设备业务的企业星云股份、金银河、盛虹股份进行对比分析，以上企业对应 2018 年平均 PEG 是 0.86。我们预计公司 2018 年归母净利润增长率为 52.39%，PEG 为 0.58 小于 1。考虑到公司业绩增速高，成长性好，PEG 小于行业平均值，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 10: A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			EPS (元)			PB (倍)	PEG (倍) 2018E
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E		
002108.SZ	沧州明珠	11.37	124.01	25.45	20.81	17.48	0.79	0.55	0.65	4.57	0.92
600884.SH	杉杉股份	17.70	198.73	60.19	26.89	21.34	0.40	0.66	0.83	2.44	0.82
002340.SZ	格林美	6.84	261.01	98.97	41.33	28.81	0.09	0.17	0.24	3.79	0.66
300648.SZ	星云股份	60.20	40.76	80.27	48.54	33.11	1.00	1.24	1.82	18.32	0.71
300619.SZ	金银河	40.50	30.25	70.15	46.03	31.84	0.77	0.88	1.27	14.76	0.71
300693.SZ	盛弘股份	35.83	32.69	51.19	42.31	33.83	0.93	0.85	1.06	12.97	1.35
平均	—	—	—	64.37	37.65	27.73	—	—	—	9.48	0.86
603659.SH	璞泰来	50.39	218.04	61.65	46	30	0.96	1.09	1.65	21.86	0.58

资料来源：万得、信达证券研发中心 注：股价、市值以 2018 年 1 月 15 日收盘价为基准，璞泰来 PE、PEG、EPS 为信达预测值，PEG 计算采用万得计算方法，其余为万得一致预期。

风险因素

1、产能、技术等因素导致行业竞争加剧； 2、下游客户变化风险； 3、新能源汽车行业发展的波动。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	992.59	1,549.31	2,585.60	3,635.89	5,227.60
货币资金	198.94	272.56	868.24	1,046.06	1,624.58
应收票据	48.12	121.15	163.95	248.70	347.05
应收账款	324.79	480.08	649.68	985.55	1,375.28
预付账款	3.40	22.23	29.93	45.16	62.87
存货	380.04	637.18	857.71	1,294.31	1,801.72
其他	37.30	16.10	16.10	16.10	16.10
非流动资产	133.26	397.56	1,125.81	1,376.64	1,462.93
长期投资	0.00	48.98	48.98	48.98	48.98
固定资产	94.34	182.54	313.75	1,007.62	1,269.62
无形资产	10.27	53.57	51.88	50.19	48.49
其他	28.64	112.47	711.19	269.85	95.83
资产总计	1,125.85	1,946.87	3,711.41	5,012.53	6,690.52
流动负债	480.84	913.85	1,209.41	1,794.62	2,474.42
短期借款	16.15	21.47	21.47	21.47	21.47
应付账款	319.40	579.37	779.89	1,176.88	1,638.25
其他	145.28	313.01	408.05	596.27	814.70
非流动负债	1.50	35.55	35.55	35.55	35.55
长期借款	0.00	28.05	28.05	28.05	28.05
其他	1.50	7.50	7.50	7.50	7.50
负债合计	482.34	949.40	1,244.96	1,830.16	2,509.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	643.51	997.47	2,466.45	3,182.36	4,180.56
负债和股东权益	1125.85	1946.87	3711.41	5012.53	6690.52

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	922.75	1,677.32	2,269.85	3,443.34	4,804.95
同比	83.26%	81.77%	35.33%	51.70%	39.54%
归属母公司净利润	99.29	353.70	469.79	715.91	998.19
同比	270.81%	256.21%	32.82%	52.39%	39.43%
毛利率	35.32%	34.54%	34.89%	35.23%	35.38%
ROE	24.54%	43.11%	27.12%	25.35%	27.11%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.82	1.09	1.65	2.31
P/E	220	62	46	30	22
P/B	28.89	18.64	8.84	6.85	5.22
EV/EBITDA	108.80	43.41	37.41	24.06	17.04

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	922.75	1,677.32	2,269.85	3,443.34	4,804.95
营业成本	596.88	1,098.00	1,478.01	2,230.36	3,104.74
营业税金及附加	3.97	10.71	9.44	14.33	19.99
营业费用	43.91	76.65	90.79	137.73	192.20
管理费用	109.05	127.41	136.19	206.60	288.30
财务费用	3.34	-1.25	3.81	3.03	3.43
资产减值损失	15.10	12.08	14.43	22.86	32.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.21	1.80	1.80	3.55	4.00
营业利润	152.71	355.53	538.97	831.99	1,168.00
营业外收入	5.45	56.94	21.04	21.04	21.04
营业外支出	0.38	1.48	0.73	0.75	0.71
利润总额	157.78	410.99	559.28	852.28	1,188.32
所得税	25.27	57.29	89.48	136.36	190.13
净利润	132.51	353.70	469.79	715.91	998.19
少数股东损益	33.21	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	99.29	353.70	469.79	715.91	998.19
EBITDA	171.04	429.47	584.19	908.39	1,282.80
EPS (摊薄)	0.23	0.82	1.09	1.65	2.31

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-45.58	213.19	345.59	477.62	750.16
净利润	132.51	353.70	469.79	715.91	998.19
折旧摊销	11.46	16.69	21.94	53.14	91.50
财务费用	1.81	1.79	2.97	2.97	2.97
投资损失	-2.21	2.57	-1.80	-3.55	-4.00
营运资金变动	-230.07	-132.64	-159.49	-310.12	-365.68
其它	40.92	-28.92	12.18	19.27	27.17
投资活动现金流	-126.32	-167.62	-746.13	-296.83	-168.66
资本支出	-23.07	-171.66	-747.93	-300.38	-172.66
长期投资	20.54	22.59	1.80	3.55	4.00
其他	-123.79	-18.55	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	353.88	13.88	996.22	-2.97	-2.97
吸收投资	354.73	0.00	999.19	0.00	0.00
借款	-3.80	33.37	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1.74	0.98	2.97	2.97	2.97
现金净增加额	182.36	61.10	595.68	177.82	578.52

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。