

证券研究报告

公司研究——年报点评

璞泰来 (603659.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018. 01.16

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

马步芳 研究助理

联系电话: +86 10 83326842

邮箱: mabufang@cindasc.com

相关研究

《深耕锂电和新能源汽车的高端制造平台型企业》

2018.1.16

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

核心业务稳定增长, 产业协同带来良好发展态势

2018年05月10日

事件 1: 公司发布 2017 年年报, 报告期内实现营业收入 22.49 亿元, 比上年同期增加 34.10%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.51 亿元, 同比增长 27.47%; 实现扣非后净利润 4.26 亿元, 同比增长 36.99%; 基本每股收益 1.19 元, 同比增长 23.96%。

2017 年年度利润分配方案: 以 2017 年末公司总股本 432,702,900 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金 3.13 元 (含税), 本次利润分配 135,436,007.70 元, 利润分配后, 剩余未分配利润转入下一年度。

事件 2: 公司发布 2018 年第一季度报告, 报告期内实现营业收入 5.73 亿元, 比上年同期增加 41.80%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.28 亿元, 同比增长 61.00%; 实现扣非后净利润 1.04 亿元, 同比增长 37.89%; 基本每股收益 0.30 元, 同比增长 36.36%。

点评:

- **行业地位突出, 锂电产业链业绩稳定增长。** 2017 年公司主营业务收入为 22.42 亿元, 主营业务成本 14.12 亿元, 主营业务收入占营业收入的比重均超过 99.68%, 主营业务突出。2017 年, 公司负极材料实现销量 23,554 吨, 同比增长 46.48%, 营业收入 146,822 万元, 同比增长 39.58%; 公司锂电设备仍以涂布机业务为主, 营业收入 47,767 万元, 同比增长 39.03%, 全年销量 238 台, 同比增长 39.18%; 公司涂覆隔膜实现营业收入 21,335 万元, 同比增长 6.58%, 全年销量 9553 万平方米, 同比增长 51.73%。2017 年公司进行业务调整, 逐渐停止了铝塑包装膜贸易业务, 加快发展铝塑包装膜自产业务, 公司自产铝塑包装膜实现销量 246 万平方米, 营业收入 3,425 万元, 同比增长 99.12%。公司陶瓷涂层材料营业收入 520.25 万元, 同比增长 86.53%, 实现该业务板块扭亏为盈。2017 年的业绩稳定增长使得公司行业地位更加突出。
- **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。2017 年公司在负极材料生产线、涂布设备、涂覆隔膜产品等方面都完成了相关产能扩建项目: (1) 子公司宁德卓高以自筹资金对募投项目“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--涂层隔膜生产基地建设子项目”进行预先投入, 并在 2017 年下半年基本完成项目建设并逐步释放产能, 有效缓解了公司涂覆隔膜产能不足的情形。(2) 子公司江西嘉拓以自筹资金对募投项目“涂布设备生产基地及研发中心建设项目”零部件机加工部分进行预先投入, 提升了公司涂布机零部件配套加工能力。(3) 子公司江西紫宸在现有生产基地开展“年产 2 万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建建设项目”, 部分生产工序和车间已经建设完毕并开始试生产, 进一步提升

了公司负极材料的产能。(4)子公司宁德嘉拓开展“新型锂电池生产自动化设备产业化一期项目”建设，开始布局新型锂电设备的研发生产和销售。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。

- **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。公司一直以来高度重视产品研发和技术革新，在立足自主研发的基础上，同时与中科院物理所、成都有机所等科研机构进行产学研合作，与下游电芯厂家进行广泛而深入的技术交流和联合研发，新产品在负极材料、涂布设备、隔膜涂覆、陶瓷涂覆材料及铝塑包装膜等领域均进行了相关产品及技术的研发。2017年，公司申请专利116项，专利授权52项；截止2017年年底，公司授权发明专利12项，授权实用新型专利141项，软件著作权8项。
- **规划产业集聚和产业链延伸，提升产业协同效应。**公司已布局锂离子电池负极材料、自动化涂布机、涂覆隔膜、铝塑包装膜、纳米氧化铝等多个业务，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。江苏省是国内动力锂离子电池产业的重要聚集地之一，2017年公司在江苏省投资新设江苏卓高新材料、溧阳紫宸新材料、溧阳嘉拓智能设备、溧阳卓越新材料等全资子公司，一方面可就近服务周边华东、华北以及日韩客户市场，快速响应客户需求，另一方面可更好地获得华北地区的负极材料原料及外协加工、华东地区设备零部件供应商的配套资源。锂离子电池负极材料目前在公司营业收入中居主导地位，石墨化工序系人造石墨负极材料生产的关键工艺之一，石墨化加工逐步成为公司负极材料产能扩张的瓶颈，为完善公司负极材料产业链，公司增资并控股石墨化加工企业山东兴丰新能源科技有限公司。同时，公司向联营企业溧阳月泉增加注册资本5,000万元，进一步增强公司在涂覆隔膜领域的产业协同效应。2017年，公司对外投资金额为77,200万元。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。
- **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。公司位于锂离子电池行业上游产业链，中下游是以锂离子电池、新能源汽车及储能为代表的新能源制造业。公司在锂电产业链深度布局了负极材料、锂电设备等有壁垒的核心环节，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。2017年中国负极材料出货量TOP10中，子公司江西紫宸2017年出货量位居国内前三，稳居一线梯队；子公司深圳新嘉拓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%；子公司东莞卓高是最早从事隔膜涂覆及其加工的业务的企业，具有深厚的产品和工艺积累，在行业内处于领先地位。随着锂离子电池市场的高速增长，公司有望在上游产业链进一步发展。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。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司2018年、2019年、2020年营业收入分别为31.35亿元、43.73亿元、58.32亿元，归

母净利润分别为 5.86 亿元、8.20 亿元、10.93 亿元，EPS 分别为 1.35、1.90、2.53 元，对应 5 月 9 日收盘价（43.65 元）的市盈率分别为 32、23 和 17 倍。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经验，未来业绩增长态势可期，鉴于此，我们维持公司“买入”评级。

- **股价刺激因素：**1、公司产能释放和产品销售超预期；2、新能源汽车行业超预期发展。
- **风险因素：**1、产能扩张低于预期；2、单一客户风险；3、新能源汽车行业发展的波动。

公司报告首页财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,677.32	2,249.36	3,134.84	4,372.58	5,831.93
增长率 YoY %	81.77%	34.10%	39.37%	39.48%	33.37%
归属母公司净利润(百万元)	353.70	450.87	585.60	820.25	1,092.58
增长率 YoY%	256.21%	27.47%	29.88%	40.07%	33.20%
毛利率%	34.54%	36.96%	35.62%	35.83%	35.90%
净资产收益率 ROE%	43.11%	26.18%	21.91%	24.80%	25.62%
摊薄每股收益 (元)	0.82	1.04	1.35	1.90	2.53
市盈率 P/E(倍)	53	42	32	23	17
市净率 P/B(倍)	18.94	7.72	6.52	5.08	3.93

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 5 月 9 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,549.31	3,512.98	4,037.42	5,265.95	7,084.07
货币资金	272.56	1,219.13	1,163.21	1,312.44	1,855.78
应收票据	121.15	177.85	247.86	345.73	461.12
应收账款	480.08	763.55	1,064.12	1,484.28	1,979.66
预付账款	22.23	38.38	54.62	75.95	101.17
存货	637.18	1,189.38	1,382.91	1,922.86	2,561.65
其他	16.10	124.69	124.69	124.69	124.69
非流动资产	397.56	825.89	1,274.79	1,566.98	1,669.49
长期投资	48.98	96.26	96.26	96.26	96.26
固定资产	182.54	518.82	661.75	1,095.48	1,377.69
无形资产	53.57	54.20	52.33	50.46	48.57
其他	112.47	156.62	464.45	324.79	146.98
资产总计	1,946.87	4,338.88	5,312.21	6,832.93	8,753.56
流动负债	913.85	1,427.85	1,949.85	2,648.69	3,474.57
短期借款	21.47	9.95	9.95	9.95	9.95
应付账款	579.37	713.25	1,015.05	1,411.37	1,880.24
其他	313.01	704.65	924.85	1,227.37	1,584.38
非流动负债	35.55	357.86	357.86	357.86	357.86
长期借款	28.05	150.45	150.45	150.45	150.45
其他	7.50	207.40	207.40	207.40	207.40
负债合计	949.40	1,785.70	2,307.71	3,006.55	3,832.43
少数股东权益	0.00	105.97	107.13	108.76	110.93
归属母公司股东权益	997.47	2,447.21	2,897.37	3,717.62	4,810.20
负债和股东权益	1946.87	4338.88	5312.21	6832.93	8753.56

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,677.32	2,249.36	3,134.84	4,372.58	5,831.93
同比	81.77%	34.10%	39.37%	39.48%	33.37%
归属母公司净利润	353.70	450.87	585.60	820.25	1,092.58
同比	256.21%	27.47%	29.88%	40.07%	33.20%
毛利率	34.54%	36.96%	35.62%	35.83%	35.90%
ROE	43.11%	26.18%	21.91%	24.80%	25.62%
每股收益(摊薄, 元)	0.82	1.04	1.35	1.90	2.53
P/E	53	42	32	23	17
P/B	18.94	7.72	6.52	5.08	3.93
EV/EBITDA	37.62	32.98	25.45	18.21	13.66

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,677.32	2,249.36	3,134.84	4,372.58	5,831.93
营业成本	1,098.00	1,418.05	2,018.08	2,806.03	3,738.22
营业税金及附加	10.71	12.92	17.17	23.96	31.95
营业费用	76.65	99.03	138.02	192.51	256.76
管理费用	127.41	183.88	247.20	344.80	459.88
财务费用	-1.25	18.64	13.26	12.96	13.11
资产减值损失	12.08	29.38	39.82	56.24	74.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.80	2.99	3.51	5.29	4.84
营业利润	355.53	515.80	664.79	941.37	1,262.39
营业外收入	56.94	16.95	26.45	26.45	26.45
营业外支出	1.48	0.93	0.93	0.89	0.90
利润总额	410.99	531.82	690.31	966.92	1,287.94
所得税	57.29	80.06	103.55	145.04	193.19
净利润	353.70	451.76	586.76	821.88	1,094.75
少数股东损益	0.00	0.90	1.16	1.63	2.17
归属母公司净利润	353.70	450.87	585.60	820.25	1,092.58
EBITDA	429.47	583.49	756.05	1,056.56	1,408.68
EPS	0.82	1.04	1.35	1.90	2.53

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	213.19	30.50	584.74	517.35	750.60
净利润	353.70	451.76	586.76	821.88	1,094.75
折旧摊销	16.69	36.75	49.70	73.59	104.69
财务费用	1.79	14.92	16.04	16.04	16.04
投资损失	2.57	-2.99	-3.51	-5.29	-4.84
营运资金变动	-132.64	-492.90	-98.17	-436.70	-523.36
其它	-28.92	22.95	33.91	47.83	63.31
投资活动现金流	-167.62	-395.72	-489.18	-352.08	-191.22
资本支出	-171.66	-286.88	-492.69	-357.37	-196.06
长期投资	22.59	5.72	3.51	5.29	4.84
其他	-18.55	-114.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	13.88	1,208.98	-151.48	-16.04	-16.04
吸收投资	0.00	1,122.41	0.00	0.00	0.00
借款	33.37	60.88	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.98	7.03	151.48	16.04	16.04
现金净增加额	61.10	839.41	-55.92	149.23	543.34

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。

本报告中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。