



2018年08月15日

增持(首次评级)

当前价: 49.27 元
目标价: 60 元

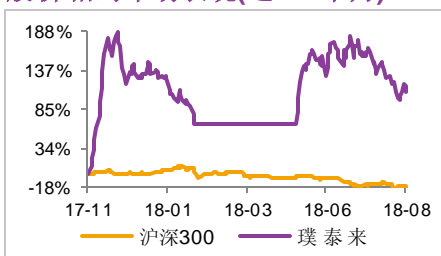
分析师: 韩晨 CFA

执业编号: S0300518070003
电话: 021-51759955
邮箱: hanchen@lxsec.com

分析师: 夏春秋 CFA

执业编号: S0300517050001
电话: 021-51782230
邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,249	2,832	3,583	3,966
(+/-)	34.1	25.9	26.5	10.7
归母净利润	451	603	758	841
(+/-)	24.0	17.1	25.7	11.0
EPS(元)	1.19	1.39	1.75	1.94
P/E	49.2	35.4	28.1	25.4

资料来源: 联讯证券研究院

璞泰来(603659.SH)

【联讯电新公司点评】负极材料实现稳健增长，隔膜、铝塑膜业务继续拓展

投资要点

业绩持续增长，盈利能力稳定

2018年上半年，公司主营业务收入 13.78 亿元，同比增长 44.34%；实现归母净利润 2.57 亿元，同比增长 31.29%。毛利率 35.52%，与上年同期相比下滑 1.5 个百分点，仍处于高位水平，公司很好的应对上游原料上涨和下游客户成本控制压力，业绩持续增长，盈利能力保持稳定。

提升石墨化加工及负极材料产能，实现稳健增长

负极材料作为公司的核心业务，上半年实现营收 8.44 亿元，同比增长 33.81%，占公司营收 61%，实现净利润 2.05 亿元。公司负极子公司江西紫宸在现有生产基地的产能扩建项目逐步投产，2018 年公司负极材料产能有望达到 3 万吨，此外，公司溧阳紫宸正有序推进和落实募投项目建设，预计募投项目将在 2019 年逐渐投产，届时将达到 5 万吨的负极材料生产能力。

成本控制上，公司通过签订长期合作协议以及备货等方式锁定部分关键原材料的来源和价格，有效降低原材料的价格波动。此外，公司收购山东兴丰后拥有 1 万吨的石墨化产能，并且继续扩大石墨化产能，预计在 2018 年底将有部分石墨化产能建成投产。石墨化产能的提升将有效降低公司石墨化成本，提升公司负极盈利能力。

锂电设备加大研发投入，提升自动化水平

2018 年上半年，公司锂电设备业务实现销售收入 2.63 亿元，同比增长 12.65%。报告期内，公司持续加大在锂电设备领域的研发投入，加速推进浆料分散处理、补锂、分切、注液、特种膜涂覆等自动化工艺设备的研发和市场推广认证，致力于提供锂电制造自动化工艺设备整线解决方案。根据年初规划，有序推进和落实溧阳嘉拓募投项目的实施，不断完善和提升锂电涂布机的零部件机加工及整机的组装、集成能力。

涂覆隔膜产能持续扩张，铝塑膜业务开始起步

2018 年上半年，公司隔膜涂覆及加工业务实现销售收入 0.86 亿元，同比增长 32.67%。虽然募投项目逐步达产，产能逐步释放，但由于下游补贴政策退坡、适应客户需要的产品线调整和控制成本的传导，上半年收入规模不如预期，产品的价格和毛利有所下降。公司专注高端涂覆隔膜加工业务，2018 年 7 月 3 日公司并购溧阳月泉后，将逐步实现基膜的量产，最终实现“设备-基膜-涂覆”三大环节全部打通，将有效提升公司隔膜利润率。并且公司新增涂层隔膜年产能将达到 2.4 亿平米，未来会有更大业绩增长空间。

2018 年上半年，公司铝塑包装膜业务实现销售收入 0.25 亿元，同比增长 29.18%，铝塑膜业务继续稳步推进。公司继续加大在铝塑包装膜领域的研发工作，着重提高工艺、设备的稳定性，提升产品生产制造的良率。同时，



继续推进钢塑膜在动力电池领域应用的探索，在完善工艺和良率稳定爬坡的情况下，着手推进溧阳卓越新产线的建设规划。

◇ 投资建议

预计 2018-2020 年营收分别为 28.32 亿元、35.83 亿元和 39.68 亿元；归母净利润分别为 6.03 亿元、7.58 亿元和 8.41 亿元，EPS 分别为为 1.39 元、1.75 元和 1.94 元，对应 PE 为 35X、28X 和 25X，考虑到公司在锂电池行业的领先地位及良好的客户基础，给予目标价 60 元，对应 2018 年动态市盈率 43X，给予“增持”评级。

◇ 风险提示

新能源车补贴进一步下调，产业链承受降价压力；公司产能扩张不及预期



附录：公司财务预测表（百万元）

合并利润表	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,249	2,832	3,583	3,968	货币资金	1,122	1,903	1,697	3,278
营业成本	1,418	1,825	2,298	2,541	银行存款	0	0	0	0
营业毛利	831	1,007	1,285	1,427	应收款项	941	806	1,405	1,044
营业税金及附加	13	16	20	22	存货	1,189	675	1,672	924
营业费用	99	125	158	175	其他流动资产	163	118	180	126
管理费用	184	232	293	324	流动资产	3,416	3,503	4,954	5,372
财务费用	19	6	3	(4)	长期投资	96	96	96	96
资产减值损失	29	19	19	19	固定资产	519	534	717	871
联营公司收益	(3)	0	0	0	其他长期资产	193	380	369	63
其他投资收益	6	40	40	40	总资产	4,225	4,513	6,136	6,402
营业外收入	16	60	60	60	短期借款	10	0	0	0
EBITDA	555	796	1,005	1,121	应付款项	861	761	1,281	977
税前净利	532	711	893	991	预收帐款	363	157	500	227
所得税	80	107	134	149	其他流动负债	93	93	93	93
税后净利	452	604	759	842	流动负债	1,326	1,010	1,874	1,297
归属母公司股东净利	451	603	758	841	长期借款	344	344	344	344
基本 EPS (RMB)	1.19	1.39	1.75	1.94	其他长期负债	2	2	2	2
完全稀释 EPS (RMB)	1.04	1.39	1.75	1.94	总负债	1,672	1,356	2,219	1,643
现金股利 (RMB)	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股本	433	433	433	433
					公积	1,056	1,056	1,056	1,056
年成长率(%)					股东权益	2,553	3,157	3,917	4,759
营业收入	34.1	25.9	26.5	10.7	负债加股东权益	4,225	4,513	6,136	6,402
营业毛利	43.5	21.2	27.6	11.0					
税前净利	29.4	33.7	25.7	11.0	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
税后净利	27.5	33.7	25.7	11.0	税后净利	452	604	759	842
基本 EPS	24.0	17.1	25.7	11.0	折旧与摊提	37	79	109	134
获利能力(%)					营运资金增减	(493)	388	(794)	586
毛利率	37.0	35.6	35.9	36.0	其他	42	(26)	(30)	(36)
税前净利率	23.6	25.1	24.9	25.0	来自营运之现金流量	38	1,046	46	1,525
税后净利率	20.0	21.3	21.1	21.2	资本支出	(285)	(300)	(300)	0
EBITDA 率	24.7	28.1	28.1	28.2	投资收益	6	0	0	0
					其他	(116)	51	51	51
比率分析	2017	2018E	2019E	2020E	来自投资之现金流量	(396)	(249)	(249)	51
ROE (%)	17.7	19.8	19.9	18.1	自由现金流量	(247)	746	(254)	1,525
ROA (%)	12.3	15.9	14.6	15.4	借款增(减)	0	(10)	0	0
ROIC (%)	41.1	23.8	30.8	22.8	现金股利与利息支出	0	(6)	(3)	4
P/E (x)	49.2	35.4	28.1	25.4	现金增资	0	0	0	0
P/S (x)	9.5	7.5	6.0	5.4	其他	1,209	0	0	0
P/B (x)	8.7	7.0	5.6	4.6	来自融资之现金流量	1,209	(16)	(3)	4
EV/EBITDA (x)	38.3	25.9	20.9	17.4	汇率调整	(4)	0	0	0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	本期产生之现金流量	847	781	(206)	1,581

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨：2018年6月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

夏春秋：2016年8月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业分析师，证书编号：S0300517050001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com