

2018年08月16日

中报业绩符合预期，多领域发展实现产业协同

买入 (首次)

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,249	3,256	3,998	4,640
同比 (%)	34.1%	44.8%	22.8%	16.0%
归母净利润 (百万元)	451	639	778	859
同比 (%)	27.5%	41.7%	21.7%	10.5%
每股收益 (元/股)	1.04	1.48	1.80	1.99
P/E (倍)	47.29	33.36	27.41	24.81

事件: 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营收 13.8 亿, 同比+44.3%; 实现归母净利润 2.6 亿, 同比+31.3%; 扣非归母净利 2.2 亿, 同比+22%。

投资要点

■ 受下游行业影响, 各业务增速放缓

2018 年上半年, 随着新能源车补贴退坡和技术门槛的提高, 下游整车厂商逐渐向上游传导成本, 行业经营存在较大压力, 公司业绩也受此影响, 各项业务增速放缓。

分业务看: **负极材料收入 8.4 亿**, 占比 61%, 同比+33.8%, 在上游原材料价格上涨及下游客户的成本控制压力下基本维持稳健增长。**锂电设备收入 2.6 亿**, 占比 19%, 同比+12.7%, 主要系上半年下游电池厂招标进度缓慢。**涂覆隔膜业务收入 8592 万**, 同比+32.7%, 随着募投项目的逐步完工, 产能逐步释放, 但受行业因素影响, 上半年收入规模不如预期。**铝塑包装膜收入 2510 万**, 同比+29.1%; 铝塑包装膜是唯一未充分国产化的主要锂电池材料, 目前国内厂商仅占约 10% 市场份额; 公司正在继续加大研发投入和国产替代的认证推广工作, 依托自身的技术和工艺积累迅速扩大销售。

■ 盈利能力小幅下降, 期间费用率维持稳定

2018 年 H1 综合毛利率 35.5%, 同比-1.5pct; **净利率为 18.8%**, 同比-1.7pct。我们认为, 盈利能力小幅下降主要受原材料涨价和客户成本控制的传导。**期间费用率为 13.61%**, 同比+0.13pct; 其中销售费用率 4%, 管理费用率 8.4%, 财务费用率 1.2%, 分别同比-0.69pct, +0.38pct, +0.44pct, 基本维持稳定。研发费用为 5596 万, 占总营收的比例维持在 4%。

■ CATL 招标加速, 下半年现金流有望改善

H1 经营性现金流-7432 万, 同比-532%。原因有以下几点: 1、随着销售规模的增加, 存货和应收账款相应增加, 客户回款速度有所放缓; 2、公司为满足业务发展增加部分关键原材料采购和备货; 3、设备业务的发出商品确认时间较长, 占用较大现金。CATL 已于 6 月成功上市融资, 并且招标加速, 璞泰来子公司新嘉拓是其在前期涂布机环节的主要供应商之一, 订单有望在 Q3、Q4 加速落地, 届时将一定程度上缓解现金流情况。

■ 石墨化加工业务开展顺利, 增资扩产有望进一步提升协同效应

负责石墨加工业务的控股子公司——山东兴丰上半年实现收入 1.8 亿 (2017 年 1-10 月收入为 7635 万), 可见公司该业务拓展顺利; 石墨化加工作为负极材料制造的关键环节, 产生了显著的协同效应。2018 年 4 月公司通过山东兴丰向内蒙兴丰增资 1.9 亿, 用于完成 5 万吨/年的产能规划 (原产能 1 万吨), 预计 2018 年 Q4 将部分投产。我们认为随着产能的扩张, 这部分业务的收入规模有望进一步提升, 缓解负极材料的产能瓶颈。

盈利预测与投资评级: 我们预计 2018-2020 年净利润 6.4/7.8/8.6 亿, EPS 分别为 1.48/1.80/1.99 元, 对应 PE 为 33/27/25X, 给予“买入”评级。

风险提示: 下游锂电池行业发展不及预期; 行业竞争加剧, 产品毛利降低; 新产能扩产计划不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.27
一年最低/最高价	23.67/69.59
市净率(倍)	8.30
流通 A 股市值(百万元)	3138.64

基础数据

每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	45.10
总股本(百万股)	432.70
流通 A 股(百万股)	63.70

相关研究

- 1、《璞泰来: 业绩符合预期, 设备+材料协同效应持续发酵》2018-04-03
- 2、《璞泰来: 核心材料+关键设备, 协同效应领跑锂电行业上游》2017-11-03

璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3513	4094	5114	6467	营业收入	2249	3256	3998	4640
现金	1219	1126	1452	2161	减:营业成本	1418	2095	2596	3097
应收账款	957	1338	1643	1907	营业税金及附加	13	10	12	14
存货	1189	1435	1778	2122	营业费用	99	163	180	186
其他流动资产	147	195	240	278	管理费用	186	262	322	373
非流动资产	826	1307	1495	1424	财务费用	19	-11	-14	-30
长期股权投资	96	96	96	96	资产减值损失	29	0	0	0
固定资产	621	1104	1294	1225	加:投资净收益	3	0	0	0
在建工程	101	181	129	39	其他收益	27	2	2	2
无形资产	54	52	51	49	营业利润	516	739	904	1001
其他非流动资产	-47	-126	-75	16	加:营业外净收支	16	20	20	20
资产总计	4339	5402	6609	7892	利润总额	532	759	924	1021
流动负债	1428	1855	2288	2716	减:所得税费用	80	114	139	153
短期借款	13	20	20	20	少数股东损益	1	6	8	9
应付账款	861	1205	1494	1782	归属母公司净利润	451	639	778	859
其他流动负债	554	630	774	914	EBIT	535	729	890	971
非流动负债	358	358	358	358	EBITDA	566	804	999	1101
长期借款	150	150	150	150					
其他非流动负债	207	207	207	207	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1786	2213	2646	3074	每股收益(元)	1.04	1.48	1.80	1.99
少数股东权益	106	112	120	129	每股净资产(元)	5.66	7.11	8.88	10.84
归属母公司股东权益	2447	3077	3843	4689	发行在外股份(百万股)	433	433	433	433
负债和股东权益	4339	5402	6609	7892	ROIC(%)	23.9%	21.1%	24.2%	25.8%
					ROE(%)	18.4%	20.8%	20.2%	18.3%
					毛利率(%)	36.4%	35.4%	34.8%	32.9%
					销售净利率(%)	20.0%	19.6%	19.5%	18.5%
					资产负债率(%)	41.2%	41.0%	40.0%	38.9%
					收入增长率(%)	34.1%	44.8%	22.8%	16.0%
					净利润增长率(%)	27.5%	41.7%	21.7%	10.5%
					P/E	47.29	33.36	27.41	24.81
					P/B	8.71	6.93	5.55	4.55
					EV/EBITDA	40.82	29.27	24.00	22.16

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

