



## 业绩稳健增长，产业协同效应逐渐突显

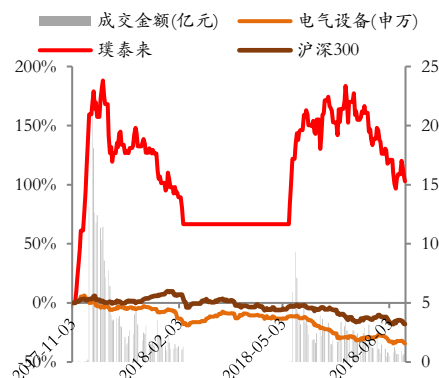
2018.08.16

## 谨慎推荐 (首次)

现价: 48.04

电气设备与新能源行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
璞泰来	-17.12	-17.04	21.75
电气设备 (申万)	-7.03	-24.82	-20.97
沪深300	-5.63	-15.20	-16.74

### 基本资料

总市值 (亿元)	207.87
总股本 (亿股)	4.33
流通股比例	15%
资产负债率	45%
大股东	梁丰
大股东持股比例	30%

### 相关报告

潘永乐(分析师) 徐超(研究助理)  
电话: 020-88832354 020-88836115  
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn xu.chao1@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310518070002 A1310518060001

### 事件:

2018年8月15日公司公布2018年半年度报告,公司实现营业总收入13.78亿元,同比增长44.43%;实现营业利润2.98亿元,同比增长37.82%;归母净利润2.57亿元,同比增长31.29%;毛利率与净利率分别为35.52%和18.79%,同比分别下降1.53pct和1.29pct。整体来看,符合我们的业绩预期。

### 点评:

● **供给端价格上涨,需求端成本传导,上半年盈利边际略有下滑**  
分季度来看,二季度收入8.04亿元,同比增长46.2%,净利润1.29亿元,同比增长11.48%。上游原材料针状焦等价格上涨,下游新能源汽车补贴政策退坡和技术门槛提升,整车厂商向产业上游电芯、材料和设备厂商传导成本,行业竞争压力加剧,导致二季度毛利率降至34.78%,同比降低2.65pct,环比一季度下降1.77pct。二季度净利润增速不及收入,主要因为计提江苏智航等应收账款坏账准备0.175亿元,使得公司二季度净利润率16.08%,同比下滑5.01pct,环比下滑6.52pct。

● **负极产能将逐步释放,坚持高端路线,未来业绩可期**  
上半年负极材料业务实现销售收入8.44亿元,同比增长33.81%,根据高工锂电数据,公司上半年人造负极出货量1.3万吨,市场占比超过20%。负极产能不足,2017年产能利用率147%,目前积极推进产能建设,2018年底达到3万吨,江西/溧阳募投项目于2019年逐步投产,产能将逐渐达到5万吨;公司主要客户包括ATL、CATL、三星、LG和比亚迪等,通过和供应商签订长期合作协议,并购外协石墨化加工企业,增加高端客户供应比例,在上半年针状焦价格上涨超40%情况下,有效避免了毛利率大幅降低。

● **涂覆业务协同性逐渐显现,铝塑膜有望获得突破**  
锂电设备业务实现销售收入2.63亿元,同比增长12.65%,新能源汽车补贴政策退坡,短期下游中小客户信用违约风险加大,公司主动放弃小客户订单规避风险。隔膜涂覆及加工业务实现收入0.859亿元,同比增长32.67%,7月3日完成溧阳月泉股权收购,持有100%股权,后续将逐步实现湿法隔膜基膜认证和量产,公司已实现基膜、涂覆材料、涂布设备和隔膜涂覆业务协同的良好布局。铝塑包装膜业务收入0.25亿元,同比增长29.18%,目前公司着重提高工艺、设备的稳定性,提升产品生产制造的良率,推动与客户合作研发与认证。

● **三项费用控制合理,发挥协同效应,打造锂电池中游综合竞争优势**  
研发投入达到0.56亿元,同比增长39.60%,占收入比例4.02%。三项费用控制合理,分别占收入的3.97%、8.41%和1.23%,合计占13.61%。公司通过不断整合产业链优质资源,目前已具备锂电池中游的负极材料、石墨化加工、锂电设备、隔膜和铝塑包装膜生产工艺,积累了大量配方、专利、生产工艺与经验。公司为构建产业协同效应,不断将产业链上优质标的企业纳入上市公司体内,致力于打造锂电池中游综合竞争优势,产业协同将增强公司抗风险能力,获得持续盈利。



### 盈利预测与估值:

根据公司现有业务,我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 1.38、1.71、2.01 元,对应 35.58、28.85、24.48 倍 PE,首次覆盖,给予公司“谨慎推荐”评级。

### 风险提示:

资源整合后内部协同效应不及预期风险;国家政策变化风险;锂电市场竞争加剧。

主要财务指标(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2249.36	3093.66	3874.69	4658.79
同比(%)	34.10%	37.53%	25.25%	20.24%
归属母公司净利润	450.87	599.28	738.91	870.90
同比(%)	27.47%	32.92%	23.30%	17.86%
毛利率(%)	36.96%	36.05%	35.29%	35.02%
ROE(%)	25.40%	21.47%	21.88%	21.07%
每股收益(元)	1.04	1.38	1.71	2.01
P/E	47.29	35.58	28.85	24.48
P/B	8.71	7.32	5.91	4.83
EV/EBITDA	5.66	26.69	21.53	17.86

数据来源:公司公告、广证恒生



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3513	4054	5132	6363	<b>营业收入</b>	2249	3094	3875	4659
现金	1219	1378	1730	2083	营业成本	1418	1978	2507	3027
应收账款	764	1008	1229	1526	营业税金及附加	13	9	11	11
其它应收款	16	17	20	28	营业费用	99	142	175	210
预付账款	38	35	54	67	管理费用	184	244	311	371
存货	1189	1356	1759	2246	财务费用	19	-10	-11	-13
其他	286	260	340	413	资产减值损失	29	40	45	50
<b>非流动资产</b>	826	902	1106	1296	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	96	48	65	70	投资净收益	3	2	2	3
固定资产	519	690	870	1054	<b>营业利润</b>	516	693	838	1005
无形资产	54	67	85	95	营业外收入	17	26	33	26
其他	157	96	87	77	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	4339	4956	6239	7659	<b>利润总额</b>	532	718	871	1030
<b>流动负债</b>	1428	1655	2149	2644	所得税	80	108	128	154
短期借款	10	16	16	14	<b>净利润</b>	452	611	743	876
应付账款	713	1033	1298	1556	少数股东损益	1	11	4	5
其他	705	606	836	1074	<b>归属母公司净利润</b>	451	599	739	871
<b>非流动负债</b>	358	273	363	472	EBITDA	558	760	929	1105
长期借款	150	201	267	347	EPS (摊薄)	1.04	1.38	1.71	2.01
其他	207	72	96	125					
<b>负债合计</b>	1786	1928	2513	3116					
少数股东权益	106	117	121	127	<b>主要财务比率</b>				
股本	433	433	433	433	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	1056	1056	1056	1056	<b>成长能力</b>				
留存收益	958	1422	2116	2926	营业收入增长率	34.1%	37.5%	25.2%	20.2%
归属母公司股东权益	2447	2911	3605	4415	营业利润增长率	45.1%	34.3%	21.0%	19.9%
<b>负债和股东权益</b>	4339	4956	6239	7659	归母净利润增长率	27.5%	32.9%	23.3%	17.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	37.0%	36.1%	35.3%	35.0%
					净利率	14.5%	20.1%	19.7%	19.2%
					ROE	25.4%	21.5%	21.9%	21.1%
					ROIC	17.0%	19.2%	18.9%	18.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	41.2%	38.9%	40.3%	40.7%
					净负债比率	9.13%	11.28%	11.32%	11.64%
					流动比率	2.46	2.45	2.39	2.41
					速动比率	1.63	1.63	1.57	1.56
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.72	0.67	0.69	0.67
					应收账款周转率	3.62	3.49	3.46	3.38
					应付账款周转率	2.19	2.27	2.15	2.12
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.04	1.38	1.71	2.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	1.18	1.31	1.31
					每股净资产(最新摊薄)	5.66	6.73	8.33	10.20
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.29	35.58	28.85	24.48
					P/B	8.71	7.32	5.91	4.83
					EV/EBITDA	5.66	26.69	21.53	17.86

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



**广证恒生：**

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼  
电 话：020-88836132，020-88836133  
邮 编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。