

证券研究报告

公司研究——中报点评

璞泰来 (603659.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018. 05. 10

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

陈磊 研究助理

联系电话: +86 10 83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

相关研究

《核心业务稳定增长, 产业协同带来良好发展态势》
2018.05.10《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

由行业龙头到平台, 周期调整中加大布局

2018年08月21日

事件: 公司发布2018年半年度报告。2018年上半年, 公司实现营业收入13.78亿元, 同比增长44.34%; 归属于母公司股东净利润2.57亿元, 同比增长31.29%; 扣除非经常性损益的归母净利润2.21亿元, 同比增长22.22%; 基本每股收益0.59元/股, 同比增长11.32%。

点评:

- **成长中的平台型企业, 下行周期值得布局。** 公司业务由负极材料拓展到隔膜、铝塑膜、涂覆设备等产业链核心产品, 各业务均定位高端, 有很强的壁垒和很好的协同性。未来有望随着我国锂电和新能源汽车行业的发展而真正成长为平台型企业。平台型企业的关键在于人才与产品定位, 公司的格局和人才、研发已经具备一定基础, 我们认为未来一年行业仍处于调整期和沉淀期, 该时期正是布局此类平台型龙头企业的好时机。
- **负极材料业务支撑公司业绩增长, 隔膜产能逐步释放。** 公司负极材料业务定位中高端路线, 上半年公司持续扩大产能, 实现营业收入8.44亿元, 同比增长33.81%; 锂电设备业务在新能源汽车补贴退坡背景下, 公司减少向部分风险较高、回款较差的中小客户供货, 更加注重资产质量, 实现营业收入2.63亿元, 同比增长12.65%; 涂覆隔膜上半年产能逐步释放, 但受适应客户需要的产品线调整和下游成本控制的传导, 产品价格有所下降, 实现营业收入0.86亿元, 同比增长32.67%; 铝塑膜业务推进与客户合作研发及认证, 实现收入0.25亿元, 同比增长29.18%。整体来看, 受上游原材料涨价及下游补贴退坡、控制成本压力向上游传导等因素影响, 公司实现毛利率35.52%, 同比下降1.53个百分点。
- **负极材料产能持续提升, 2019年有望达到5万吨/年。** 公司负极材料业务依托子公司江西紫宸开展, 上半年江西紫宸通过在现有生产基地推进产能扩建设项目并逐步投产, 年内产能有望达到3万吨; 同时, 公司江西/溧阳紫宸2万吨产能扩建项目预计将在2019年逐步投产, 产能将进一步扩大至5万吨/年。根据化学与物理电源协会数据, 上半年江西紫宸负极材料产量约1.29万吨, 占2017年全年销量的约55%。我们预计公司在产能提升的背景下, 2018年全年销量将有较大幅度增长。
- **收购溧阳月泉突破湿法隔膜业务, 持续加大对新技术和新工艺的研发投入。** 7月, 公司以现金出资2.62亿元收购溧阳月泉66.67%股权, 收购完成后公司与全资子公司香港安胜合计持股比例上升至100%。溧阳月泉湿法隔膜团队是国内最早从事该业务的团队之一, 工艺技术积累深厚。公司布局湿法隔膜基膜业务将进一步增强公司在涂覆隔膜领域的产业协同效应, 为客户提供更完善解决方案。同时, 公司在现有水性PVDF、陶瓷涂覆的基础上开发芳纶、油性PVDF等新型涂

覆工艺，并推动油性 PVDF 涂覆隔膜产品的市场推广和认证，持续加大对涂覆隔膜的研发投入。

- **着力提升石墨化配套加工能力，保证产品质量。**4月，公司与其余股东联合向控股子公司山东兴丰增资2亿元，之后，山东兴丰向其全资子公司内蒙兴丰增资1.9亿元。内蒙兴丰前期规划建设5万吨/年石墨化加工产能，预计2018年底将部分投产，进一步提升公司负极材料原材料配套能力，保证产品质量。
- **原材料和库存压力有待释放，市场集中度有望进一步提高。**上半年国内高端负极材料主流价格在7-10万元/吨，中端产品4-7万元/吨，低端产品2-4万元/吨，虽同比有一定幅度上涨，但自2017年6月以来主要原材料针状焦、低硫石油焦等原材料价格维持高位，供应紧张，导致负极材料企业盈利能力下滑。近日，石墨电极价格下跌，市场低硫焦库存上升，价格存在一定下降空间，但针状焦供应有限，价格仍较为坚挺，预计原材料价格仍将维持历史相对高位。从公司来看，上半年公司存货/营收在1.06，去年同期在0.94，表明库存仍有下降空间。同时，下半年补贴过渡期结束后，高能量密度、长续航里程销量增长将进一步提升对高品质负极材料需求。我们认为，拥有较强成本控制能力和较高产品质量的行业龙头企业有望在本轮竞争中获益。
- **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8月21日收盘价（48.69元）的市盈率分别为36、26和19倍。公司在锂电负极及锂电设备领域为龙头型企业，拥有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。
- **风险因素：**产能扩张低于预期风险；产品价格下降风险；新能源汽车行业政策风险。

公司财务数据

	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)	60	47	36	26	19
市净率 P/B(倍)	21.12	8.61	7.27	5.67	4.38

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2018年8月21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	60	47	36	26	19
P/B	21.12	8.61	7.27	5.67	4.38
EV/EBITDA	41.95	36.72	28.34	20.28	15.21

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	0.96	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。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。