

## Q3 业绩符合预期，股权激励彰显信心

买入（维持）

2018年10月21日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002  
13915521100  
zhouersh@dwzq.com.cn

**事件 1:** 公司发布 2018 年三季报，Q1-Q3 实现营收 22.9 亿，同比+47.8%；实现归母净利润 4.3 亿，同比+32.5%；扣非归母净利润 3.4 亿，同比+9.8%。

**事件 2:** 公司发布激励计划草案，拟授予 176 人限制性股票 300 万股（占目前总股本的 0.69%）；其中首次授予 244 万股，价格为每股 22.59 元；预留 56 万股。

### 投资要点

#### ■ 受下游行业影响，业绩增速放缓

2018 年以来，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，整体增速放缓。Q1-Q3 归母净利润增速低于收入增速，主要系盈利水平有所下降；扣非归母净利的增速显著低于归母净利润增速，主要系 Q3 单季确认收购溧阳月泉股权的投资收益 4449 万，贡献了一部分非经常性收益。

#### ■ 盈利能力下降，期间费用率维持稳定

**Q1-Q3 综合毛利率 33.2%，同比-4.6pct；净利率为 18.8%，同比-2.1pct；加权平均 ROE 为 16.5%，同比-11.4pct。**我们认为，盈利能力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 13.17%，同比-0.22pct，基本维持稳定。其中销售费用率 3.73%，同比-0.83pct；管理费用率 3.78%，研发费用率 4.19%，管理+研发费用率同比 2017 年同期管理费用率增加 0.08pct；财务费用率 1.47%，同比+0.53pct，主要系对外借款金额增加导致相应利息支出增加。

#### ■ 经营性现金流大幅改善，后续设备订单可期

**Q1-Q3 合计经营性现金流净额 1.8 亿，同比+556%；**其中 Q3 单季实现经营性现金流净额 2.5 亿，环比 Q2 (-0.9 亿) 实现大幅改善。我们认为原因有以下两点：第一，公司通过提高资产质量管理和运营效率，客户回款增加，应收账款周转天数环比下降 5 天至 99 天，存货周转天数环比下降 16 天至 252 天；第二，公司 Q3 末预收账款 6.3 亿，环比上季度末增加 2.4 亿，我们判断主要系 CATL 招标落地所致。

目前锂电池行业扩产进入拐点，CATL 募投项目预计今年招标 24 条线，璞泰来子公司新嘉拓是 CATL 在前道涂布机环节的主要供应商之一，目前已有部分订单落地；时代上汽 36GW 项目近期启动，预计年末或开启 10 条线招标，19 年上半年招标 10 条线。此外，随着双积分制的推行，我们看好海外电池龙头 LG、三星、松下、特斯拉在国内建厂，对应 2018-2020 年设备投资超 700 亿元，公司后续设备订单可期。

#### ■ 股权激励草案公布，有望充分激发经营活力

根据激励草案，公司层面的业绩考核目标为 2018-2022 年收入分别不低于 27、32、39、47、56 亿，复合增速 20%。其中激励对象为公司中层管理人员及核心岗位人员的，限售期为首次授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月、48 个月、60 个月。激励对象为重要岗位人员的，限售期为首次授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月。本次激励计划覆盖范围较广，限售期相对较长，有利于激发企业的经营活力，同时也充分彰显公司对未来业绩的坚定信心。

**盈利预测与投资评级：**公司作为锂电行业综合解决方案商，绑定一线客户，有望充分受益于新能源汽车的快速增长。我们预计 2018-2020 年净利润为 6/7.3/8.5 亿元，对应 PE 为 31/25/21X，维持“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)	42.13
一年最低/最高价	23.80/69.98
市净率(倍)	6.65
流通 A 股市值(百万元)	2683.80

### 基础数据

每股净资产(元)	6.34
资产负债率(%)	51.07
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 (603659)：中报业绩符合预期，多领域发展实现产业协同》2018-08-16
- 2、《璞泰来：业绩符合预期，设备+材料协同效应持续发酵》2018-04-03
- 3、《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
<b>流动资产</b>	<b>3513</b>	<b>4103</b>	<b>5070</b>	<b>6375</b>	<b>营业收入</b>	<b>2249</b>	<b>3257</b>	<b>3998</b>	<b>4640</b>
现金	1219	1089	1370	2066	减:营业成本	1418	2160	2652	3102
应收账款	957	1338	1643	1907	营业税金及附加	13	10	12	14
存货	1189	1480	1817	2125	营业费用	99	147	180	186
其他流动资产	147	195	240	278	管理费用	186	262	322	373
<b>非流动资产</b>	<b>826</b>	<b>1307</b>	<b>1495</b>	<b>1424</b>	财务费用	19	-10	-12	-27
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	<b>营业利润</b>	<b>516</b>	<b>690</b>	<b>847</b>	<b>994</b>
其他非流动资产	-47	-126	-75	16	加:营业外净收支	16	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>4339</b>	<b>5410</b>	<b>6565</b>	<b>7800</b>	<b>利润总额</b>	<b>532</b>	<b>710</b>	<b>867</b>	<b>1014</b>
<b>流动负债</b>	<b>1428</b>	<b>1905</b>	<b>2334</b>	<b>2719</b>	减:所得税费用	80	106	130	152
短期借款	13	20	20	20	少数股东损益	1	6	7	9
应付账款	861	1243	1526	1785	<b>归属母公司净利润</b>	<b>451</b>	<b>597</b>	<b>729</b>	<b>854</b>
其他流动负债	554	642	788	915	EBIT	535	679	834	967
<b>非流动负债</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	EBITDA	566	755	943	1096
长期借款	150	150	150	150					
其他非流动负债	207	207	207	207	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1786</b>	<b>2263</b>	<b>2692</b>	<b>3077</b>	每股收益(元)	1.04	1.38	1.69	1.97
少数股东权益	106	112	119	128	每股净资产(元)	5.66	7.01	8.67	10.62
					发行在外股份(百万股)	433	433	433	433
归属母公司股东权益	2447	3035	3754	4594	ROIC(%)	23.9%	19.7%	22.7%	25.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4339</b>	<b>5410</b>	<b>6565</b>	<b>7800</b>	ROE(%)	18.4%	19.7%	19.4%	18.6%
					毛利率(%)	36.4%	33.4%	33.4%	32.8%
					销售净利率(%)	20.0%	18.3%	18.2%	18.4%
					资产负债率(%)	41.2%	41.8%	41.0%	39.5%
					收入增长率(%)	34.1%	44.8%	22.8%	16.0%
					净利润增长率(%)	27.5%	32.4%	22.1%	17.0%
					P/E	40.43	30.53	25.00	21.36
					P/B	7.45	6.01	4.86	3.97
					EV/EBITDA	35.36	27.15	22.19	19.43

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>

