

2019年03月13日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

## 业绩略好预期，高端数码负极龙头将发力动力领域

买入 (维持)

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3311	4980	6654	8579
同比 (%)	47%	50%	34%	29%
归母净利润 (百万元)	594	870	1172	1532
同比 (%)	40%	46%	35%	31%
每股收益 (元/股)	1.37	2.00	2.70	3.52
P/E (倍)	39.64	27.07	20.09	15.38

### 投资要点

- **2018年公司净利润5.94亿，同比增31.80%，略好于预期：**2018年公司营收33.11亿元，同比增长47.20%；归母净利润5.94亿元，同比增长31.80%；扣非净利润4.95亿元，同比增长16.08%，其中，非经常性损益近1亿元，主要为政府补助和收购月泉带来的0.5亿投资收益；2018年毛利率为31.91%，同比减少5.05个百分点，主要原因是上游原材料价格上涨，和低毛利率的石墨化业务并表。
- **分季度看，4Q营收环比稳增长，费用控制加强致扣非净利润大幅增长：**四季度公司实现营收10.20亿元，同比增长45.96%，环比增长11.57%；净利润1.65亿元，环比下滑4.04%，同比增长30.08%，4Q净利润率为16.66%，相比3Q下滑2.16个百分点；扣非净利润1.59亿，同比增长32.00%，环比增长39.46%。4Q毛利率为29.06%，同比减少6.12个百分点，环比减少0.60个百分点。由于费用控制加强，公司4季度费用率7.6%，环比下降5个百分点。4季度公司扣非净利率15.6%，同比下降2个百分点，环比提升3个百分点。
- **分业务看，负极材料依然保持较猛势头。**18年公司负极材料营收19.8亿收入，同比增加35%，销量2.9万吨，同比增加24%，净利润4.2亿，同比增加8%。因此负极材料毛利率下滑5个百分点至33.9%。分季度看，上半年公司尚有低价原材料库存，负极材料净利润率仍为24.3%，下半年下滑5-6个百分点至18.6%。
- **月泉处于产能爬坡初期，拖累隔膜业务。**18年公司隔膜业务实现收入3.2亿，同比增长50%。隔膜业务全年净利润0.4亿，同比下滑11%，其中月泉亏损0.3亿。**锂电设备业务稳增长。**公司锂电设备业务18年实现营收5.5亿，同比增16%，实现净利润1亿，同比增27%，其中上半年由于有政府补助净利润0.7亿，下半年为0.3亿。盈利方面，毛利率提升3个百分点达到32.8%。石墨化业务开始放量，盈利水平尚待提高。18年石墨化业务实现3.8亿营收，同比增10倍，净利润0.14亿，同比6.7倍；毛利率11.2%，同比下滑8个百分点，净利率3.7%，预计内蒙古地区石墨化产能投产后，成本有望下降。
- **公司三费整体控制较好，加大研发支出：**2018年公司三费费用率基本与17年持平，三费合计4.29亿元，同比增长42.13%，费用率为13%。其中销售费用1.13亿元，同比增长14.5%，销售费用率3.4%；管理费用2.67亿元，同比增长45.3%，其中研发费用1.44亿，同比增加53%，研发费用率为4.3%；财务费用0.48亿元，同比增长156%。
- **投资建议：**2019-2021年预计归母净利8.7/11.7/15.3亿，同比增长46%/35%/31%，EPS为2.00/2.70/3.52元，对应PE为27x/20x/15x，考虑到公司为人造石墨龙头，产能投产进展顺利，给予2019年36倍PE，目标价72元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车补贴退坡超预期、电池及材料价格波动、竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	54.19
一年最低/最高价	38.00/68.00
市净率(倍)	8.10
流通A股市值(百万元)	10465.13

### 基础数据

每股净资产(元)	6.69
资产负债率(%)	53.14
总股本(百万股)	434.70
流通A股(百万股)	193.12

### 相关研究

- 1、《璞泰来 (603659)：Q3 业绩符合预期，股权激励彰显信心》2018-10-21
- 2、《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
- 3、《璞泰来：业绩符合预期，设备+材料协同效应持续发酵》2018-04-03

璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4,718	6,560	7,837	10,098	<b>营业收入</b>	3,311	4,980	6,654	8,579
现金	1,334	1,494	1,996	2,574	减:营业成本	2,254	3,320	4,467	5,797
应收账款	978	1,471	2,037	2,626	营业税金及附加	14	21	28	36
存货	1,907	2,819	3,037	3,947	营业费用	113	159	206	249
其他流动资产	339	546	462	557	管理费用	267	354	446	549
<b>非流动资产</b>	1,943	2,421	2,938	3,337	财务费用	48	74	78	72
长期股权投资	1	1	1	1	资产减值损失	53	37	42	44
固定资产	680	924	1,099	1,308	加:投资净收益	56	15	15	15
无形资产	220	214	306	297	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,041	1,282	1,531	1,731	<b>营业利润</b>	670	1,091	1,465	1,912
<b>资产总计</b>	6,660	8,981	10,775	13,435	加:营业外净收支	1	1	1	1
<b>流动负债</b>	2,916	4,471	5,522	6,916	<b>利润总额</b>	668	1,087	1,461	1,908
短期借款	580	1,147	1,148	1,328	减:所得税费用	67	130	175	229
应付账款	910	1,340	1,803	2,340	少数股东损益	6	86	113	148
其他流动负债	1,426	1,983	2,571	3,249	<b>归属母公司净利润</b>	594	870	1,172	1,532
<b>非流动负债</b>	624	624	397	397	EBIT				
长期借款	280	280	280	280	EBITDA	789	1,229	1,625	2,086
其他非流动负债	343	343	117	117					
<b>负债合计</b>	3,539	5,094	5,919	7,313	<b>重要财务与估值指</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	213	299	412	560	<b>标</b>				
归属母公司股东权益	2,908	3,588	4,444	5,562	每股收益(元)	1.37	2.00	2.70	3.52
<b>负债和股东权益</b>	6,660	8,981	10,775	13,435	每股净资产(元)	6.69	8.25	10.22	12.79
					发行在外股份(百万				
					股)	435	435	435	435
					ROIC(%)	20.2%	18.5%	21.6%	22.6%
					ROE(%)	20.4%	24.3%	26.4%	27.5%
					毛利率(%)	31.9%	33.3%	32.9%	32.4%
					销售净利率(%)	18.1%	19.2%	19.3%	19.6%
					资产负债率(%)	53.1%	56.7%	54.9%	54.4%
					收入增长率(%)	47.2%	50.4%	33.6%	28.9%
					净利润增长率(%)	39.7%	46.4%	34.7%	30.6%
					P/E	39.64	27.07	20.09	15.38
					P/B	8.10	6.57	5.30	4.24
					EV/EBITDA	32	20	15	12

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>

