



Research and  
Development Center

# 锂电平台型龙头业绩释放，动力市场发力可期

—— 璞泰来（603659.SH）跟踪报告

2019年3月19日

刘 强 分析师  
陈 磊 研究助理

# 锂电平台型龙头业绩释放，动力市场发力可期

2019年3月19日

## 本期内容提要：

- ◆ **产能释放推动公司业绩增长，负极材料成本上升致盈利能力承压。**2018年，紫宸负极扩产项目、宁德卓高隔膜募投项目投产，产能释放推动产销量增长；公司优化锂电设备产品及客户结构，叠加山东兴丰全年并表，推动公司实现营收 33.11 亿元，同比增长 47.20%；受负极材料成本增加影响，毛利率同比下降 5.05ppt 至 31.91%，期间费用率同比下降 0.46ppt，最终实现归母净利 5.94 亿元，同比增长 31.80%；其中四季度单季营收环比增长 11.57%；毛利率环比下降 0.6ppt；归母净利环比下降 4.04%。
- ◆ **现金管理能力提升，产能建设充实资产负债表。**公司以减少向回款能力差的客户销售及让渡部分利润等方式提升回款能力，单季应收账款周转天数呈下降趋势；下半年公司客户为保障原材料供应，公司预收账款规模扩大；得益产能释放带来的利润增长，以及对应收应付的管控，公司现金流水平明显改善；随着 IPO 募投项目及扩产项目建设，公司资产负债表得到进一步充实。
- ◆ **负极材料：石墨化产能释放缓解成本压力，静待动力电池市场放量。**2018年，江西紫宸负极材料扩建项目投产，负极材料产能由 1.8 万吨提升至 3 万吨。推动销量同比增长 24%至 2.93 万吨。2019 年我们预计原材料国产针状焦受供需变化，价格下行；进口针状焦价格上行，但尚在负极企业接受范围；随着负极企业内蒙石墨化工序投产，将为成本带来 0.8 万元/吨左右的下行空间，可抵御 15-20%的售价降幅。我们认为，随着 2019 公司 IPO 募投项目投产，公司产能提升至 5 万吨，将重点发力宁德时代、三星、LG 等动力电池龙头，进一步提升市场份额。
- ◆ **锂电设备：产品结构、客户结构双升级。**在锂电池市场集中度进一步提升背景下，公司一方面减少低端产品产销、减少向回款能力差客户供货；一方面提高高端产品销量，2018 年锂电设备业务量减价增，整体营收同比增长 16%，毛利率同比增长 2.76ppt；公司将持续推出锂电设备高端产品，并已成功进入大连松下及特斯拉供应链，随着锂电设备 IPO 募投项目 2019 达产，公司规划未来三年形成 500 台锂电设备规模。
- ◆ **隔膜：IPO 募投项目投产释放产能，静待产业链协同优势显现。**2018 年，宁德卓高募投项目投产，新增产能 2.4 亿 m<sup>2</sup>，整体产能达 4.2 亿 m<sup>2</sup>，隔膜销量增长 119%至 2 亿 m<sup>2</sup>，实现营收 3.2 亿元，同比增长 50%，毛利率 45%，同比增长 0.38ppt。公司通过对溧阳月泉的完全控股，保证了基膜的供应，初步形成隔膜基膜、涂覆加工、涂覆材料和涂覆设备的高效业务协同。目前基膜生产一线已逐步投产，二线处于批量出货前的验证阶段，静待产业链协同优势显现。
- ◆ **盈利预测与估值。**我们预计公司 2019-2021 年营收 47.4、62.2 和 71.2 亿元，归母净利 7.7、9.1 和 10.4 亿元，摊薄每股收益 1.76、2.10 和 2.38 元/股，以 2019 年 3 月 18 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32、27 和 24 倍。随着募投项目逐步投产，公司主要产品销量持续增长，推动

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 证券研究报告

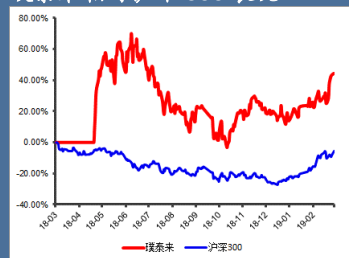
## 公司研究——跟踪报告

### 璞泰来 (603659.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.11.07

#### 璞泰来相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2019.03.18)

收盘价(元)	56.97
52周内股价波动区间(元)	38.00-68.00
最近一月涨跌幅(%)	17.37
总股本(亿股)	4.35
流通 A 股比例(%)	44.43
总市值(亿元)	247.65

资料来源：信达证券研发中心

 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

**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

《璞泰来 (603659)：深耕锂电和新能源汽车的高端制造平台型企业》2018.01

《璞泰来 (603659)：核心业务稳定增长，产业协同带来良好发展态势》2018.05

《璞泰来 (603659)：由行业龙头到平台，周期调整中加大布局》2018.08

《璞泰来 (603659)：现金流水平明显改善，股权激励计划彰显未来发展信心》2018.11

业绩释放；负极石墨化与隔膜基膜产业链协同优势将逐步凸显，强化成本优势；公司在巩固高端 3C 电池市场优势地位基础上，未来将发力动力电池市场，成长空间大。维持对公司“买入”评级。

◆ **风险因素：**政策支持不及预期风险；产能建设不及预期风险；原材料价格波动风险；动力电池市场开拓不及预期风险等。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,249.36	3,311.03	4,737.81	6,224.35	7,124.06
增长率 YoY %	34.10%	47.20%	43.09%	31.38%	14.45%
归属母公司净利润(百万元)	450.87	594.26	765.58	914.10	1,036.56
增长率 YoY%	27.47%	31.80%	28.83%	19.40%	13.40%
毛利率%	36.96%	31.91%	32.52%	30.64%	30.45%
净资产收益率 ROE%	26.18%	22.19%	23.93%	23.15%	21.05%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.37	1.76	2.10	2.38
市盈率 P/E(倍)	55	41.7	32.3	27.1	23.9
市净率 P/B(倍)	10.12	8.52	7.09	5.62	4.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 03 月 18 日收盘价

## 目录

一、锂电平台型龙头业绩释放，动力市场发力可期	1
1.1 产能释放推动公司业绩持续增长	1
1.2 负极材料：成本上升盈利能力承压，石墨化产能释放缓解成本压力	4
1.3 锂电设备：产品结构、客户结构双升级	5
1.4 隔膜：IPO 募投项目投产释放产能，静待产业链协同优势显现	6
二、报表分析：现金管理能力提升，资产负债表得到充实	8
2.1 提升现金管理能力，现金流量明显改善	8
2.2 产能建设加速，资产及负债类科目余额相应提升	10
三、负极材料降本仍有空间，公司静待动力电池市场放量	12
3.1 国产针状焦价格回落，进口焦价格坚挺	13
3.2 自建石墨化工序为负极材料降价提供空间	14
3.3 第一梯队地位巩固，静待动力电池需求放量	16
四、盈利预测及估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值	19
五、风险因素	19

## 图目录

图 1：公司组织架构	1
图 2：公司历年营收及同比变化	2
图 3：公司历年归母净利润及同比变化	2
图 4：公司历年毛利率、净利率及同比变化	2
图 5：公司历年期间费用率及同比变化	2
图 6：公司分季度营收及同比变化情况	3
图 7：公司分季度归母净利润及同比变化情况	3
图 8：公司分季度毛利率变化情况	3
图 9：公司历年分业务营收占比情况	4
图 10：公司历年分业务毛利率变化情况	4
图 11：公司负极材料销量及同比变化	4
图 12：公司负极材料单价及同比变化	4

图 13：公司负极单位成本构成变化情况（单位：万元/吨）	5
图 14：公司历年涂布机销量及同比变化情况	6
图 15：公司历年锂电设备单价变化情况	6
图 16：公司历年涂覆隔膜销量及同比变化	7
图 17：公司历年涂覆隔膜单价变化情况	7
图 18：公司历年涂覆隔膜成本变化情况（单位：元/m <sup>2</sup> ）	7
图 19：公司历年涂覆隔膜业务毛利率变化情况（单位：%）	7
图 20：公司应收账款周转天数变化情况	8
图 21：公司存货周转天数变化情况	8
图 22：公司预收账款变化情况	9
图 23：公司应付账款及票据变化情况	9
图 24：公司分季度经营活动现金流变化情况	9
图 25：公司货币资金变化情况	9
图 26：公司销售商品提供劳务收到的现金/收入变化情况（单位：%）	10
图 27：公司分季度固定资产变化情况	10
图 28：公司分季度在建工程变化情况	10
图 29：公司短期借款及同比变化情况	11
图 30：公司长期借款及同比变化情况	11
图 31：公司商誉及同比变化情况	11
图 32：公司流动比率变化情况	12
图 33：公司流动资产/总资产变化情况	12
图 34：公司资产负债率变化情况	12
图 35：负极材料价格变化情况（单位：万元/吨）	13
图 36：国产针状焦价格变化情况（单位：元/吨）	14
图 37：进口针状焦价格变化情况（单位：美元/吨）	14
图 38：负极材料生产流程	14
图 39：加工费占公司负极材料成本比例	14
图 40：负极材料石墨化加工价格变化（单位：元/吨）	15
图 41：自建石墨化降本基础上，毛利率与负极单价降幅变化关系	16
图 42：2018 年负极材料厂商市占率	17

## 表目录

表 1：负极材料业务盈利预测	17
表 2：隔膜业务盈利预测	18
表 3：锂电设备业务盈利预测	18

## 一、锂电平台型龙头业绩释放，动力市场发力可期

公司成立于 2012 年 11 月，2017 年 11 月上市，深耕锂电池上游关键材料及自动化工艺设备领域，产品涉及负极材料（紫宸）、负极石墨化（兴丰）、隔膜涂覆（卓高）、隔膜基膜（月泉）、铝塑膜（卓越）及锂电生产设备（新嘉拓）等业务。

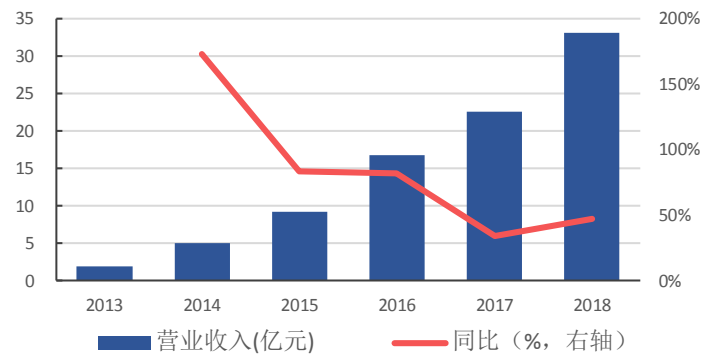
图 1：公司组织架构



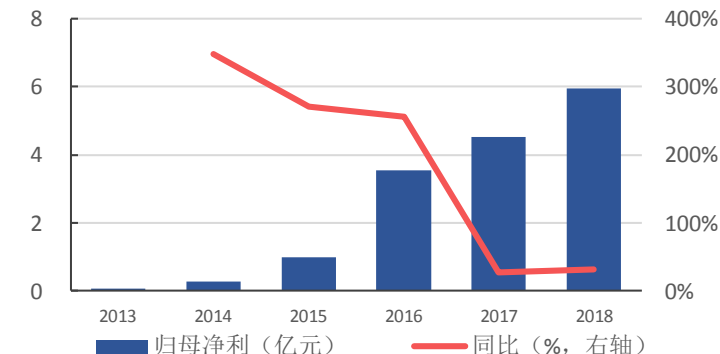
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 1.1 产能释放推动公司业绩持续增长

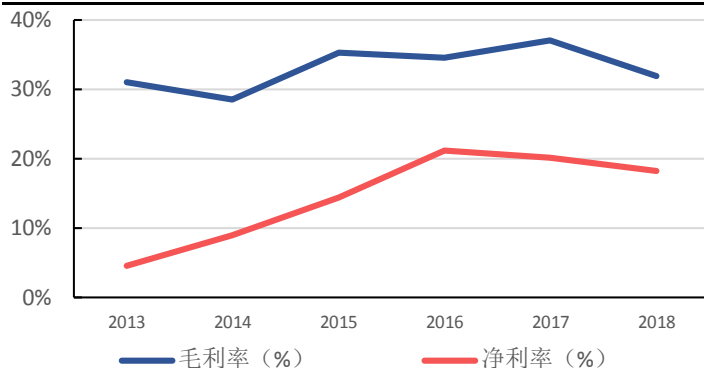
2018 年，江西紫宸负极材料扩产项目、宁德卓高涂覆隔膜募投项目投产，产能释放推动相关产品产销量增长；公司优化锂电设备产品结构及客户结构，叠加山东兴丰 2018 年全年并表，推动公司营收规模持续增长。2018 年公司整体实现营业收入 33.11 亿元，同比增长 47.20%。受负极材料成本增加等因素影响，实现毛利率 31.91%，同比下降 5.05ppt。公司期间费用率整体同比下降 0.46ppt，实现归母净利 5.94 亿元，同比增长 31.80%，净利率 18.14%，同比下降 1.94ppt。

**图 2：公司历年营收及同比变化**


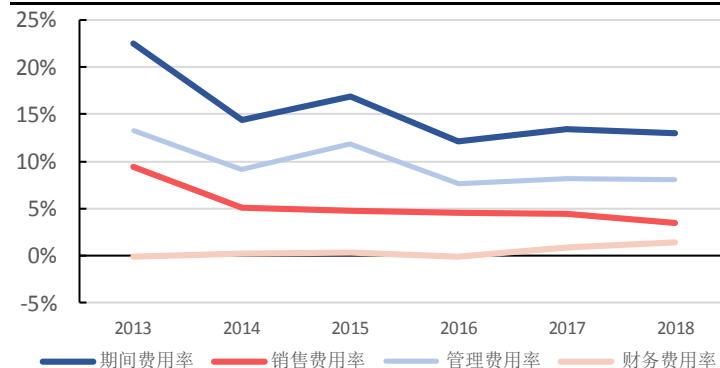
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 3：公司历年归母净利润及同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

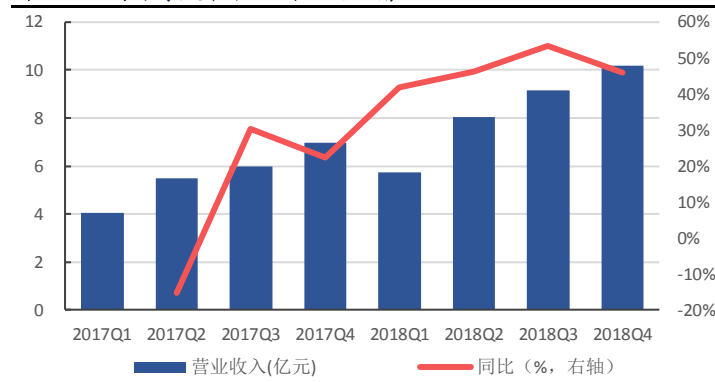
**图 4：公司历年毛利率、净利率及同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

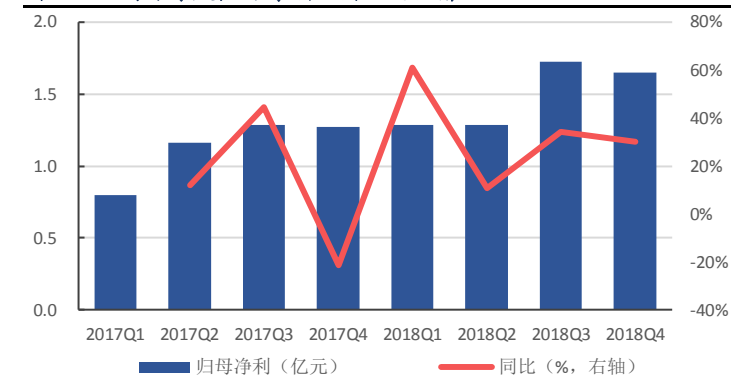
**图 5：公司历年期间费用率及同比变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

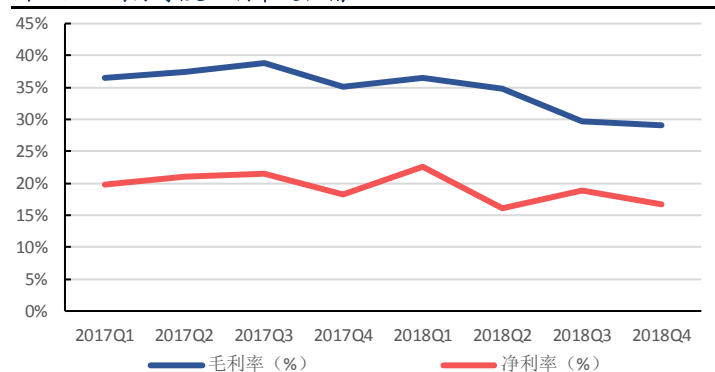
分季度来看，随着产能逐步投放，公司营收规模逐季扩大，2018年4季度实现营收10.20亿元，同比增长45.96%，环比增长11.57%。但针状焦价格持续上涨及石墨化加工产能供给不足在2018H2凸显，导致公司2018Q3-Q4毛利率出现一定幅度下滑，Q4实现毛利率29.06%，同比下降6.12ppt，环比下降0.6ppt。公司Q4单季实现归母净利润1.65亿元，同比增长30.08%，环比下降4.04%。

**图 6: 公司分季度营收及同比变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

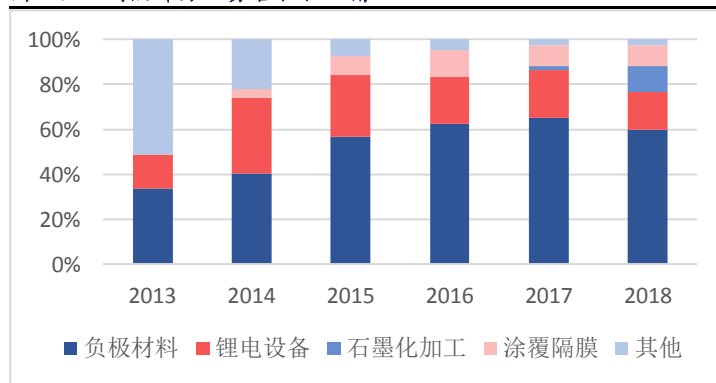
**图 7: 公司分季度归母净利润及同比变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

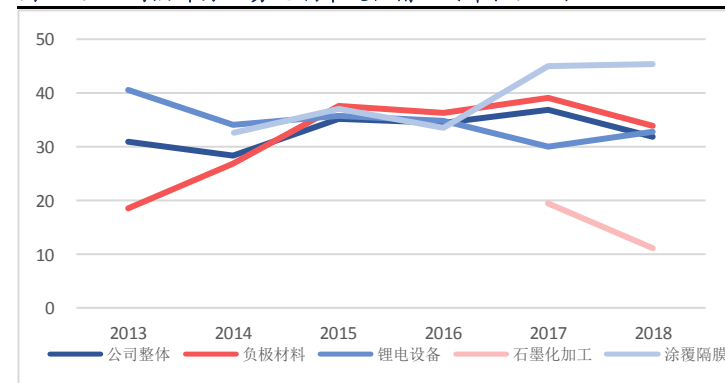
**图 8: 公司分季度毛利率变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分业务来看，负极材料 2018 年实现营收 19.81 亿元，同比增长 35%，受成本增加影响，毛利率同比下降 5.05ppt，导致公司整体毛利率下滑；锂电设备业务实现营收 5.53 亿元，同比增长 16%，毛利率 32.77%，同比提升 2.76ppt；涂覆隔膜业务实现营收 3.19 亿元，同比增长 50%，毛利率 45.37%，同比增长 0.38ppt；山东兴丰 2018 年全年并表，石墨化加工业务贡献收入 3.81 亿元，占公司整体营收的 12%，2018 年毛利率为 11.18%。

**图 9: 公司历年分业务营收占比情况**


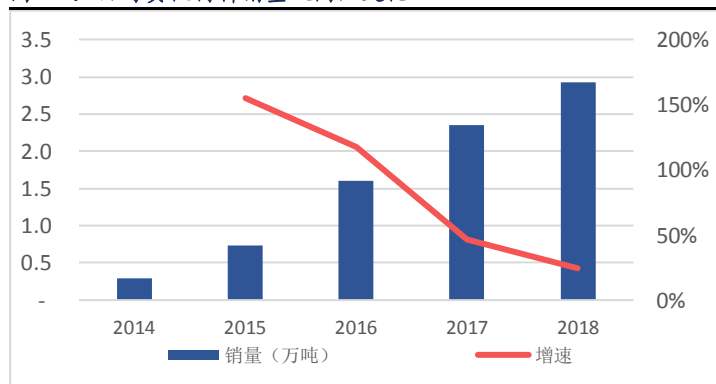
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 10: 公司历年分业务毛利率变化情况 (单位: %)**


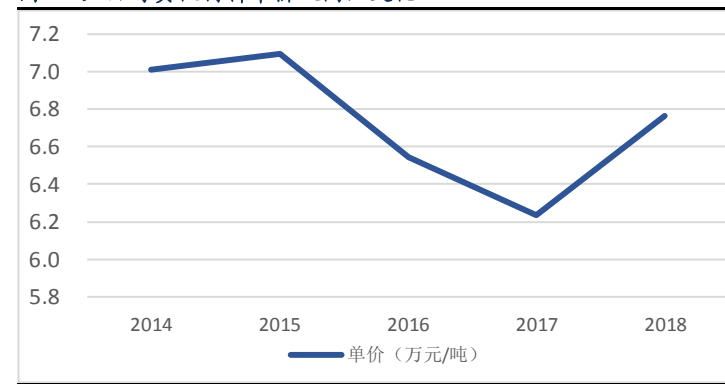
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 负极材料: 成本上升盈利能力承压, 石墨化产能释放缓解成本压力

**量价齐升推动负极材料业务营收增长。**2018年,江西紫宸负极材料扩建项目逐步投产,公司负极材料产能由1.8万吨提升至3万吨,产能瓶颈压力得到一定程度释放。2018年公司负极材料分别实现产销3.32和2.93万吨,同比增长25.10%和24.34%。对行业大客户,如ATL、宁德时代、三星、LG、珠海光宇、比亚迪、欣旺达等销售额不断提升。2019年,江西紫宸、溧阳紫宸IPO募投项目2万吨/年负极材料项目将逐步投产,产能压力将进一步释放。

**图 11: 公司负极材料销量及同比变化**


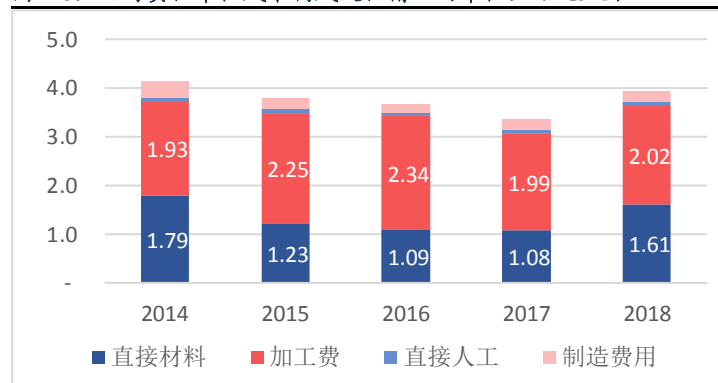
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 12: 公司负极材料单价及同比变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**成本上升导致毛利率承压。**成本来看，原材料针状焦价格持续上涨导致公司直接材料成本同比上涨 49.9%至 1.61 万元/吨；石墨化加工受环保减产等因素影响供应不足，公司自身石墨化加工产能虽逐步投产，但加工费仍有所提升，同比上涨 1.4%至 2.02 万元/吨；直接人工和制造费用基本维持相对稳定，2018 年分别为 0.08 和 0.23 万元/吨。

图 13: 公司负极单位成本构成变化情况 (单位: 万元/吨)

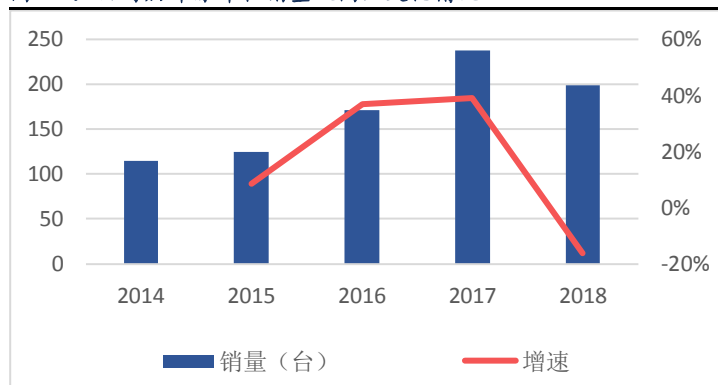


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

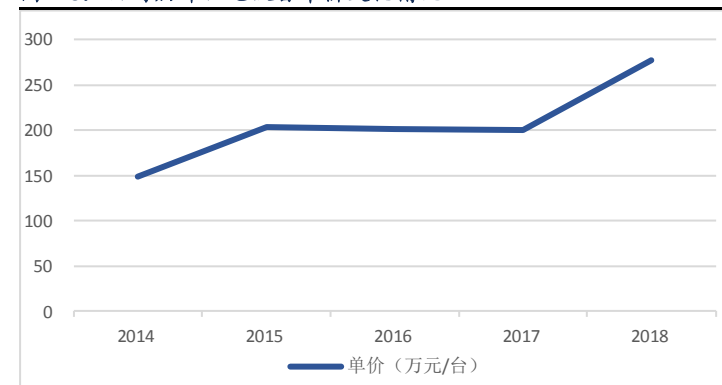
**石墨化加工产能逐步投放, 石墨化配套能力提升。**山东兴丰 2018 年全年纳入合并报表, 为公司负极材料项目配套石墨化产能, 2018 年山东兴丰实现营收 4.56 亿元, 净利润 2157.83 万元。内蒙兴丰部分厂房完成建设, 其规划 5 万吨/年石墨化产能将于 2019Q2 逐步投产, 为负极材料的稳定供应及成本控制提供有效保障。

### 1.3 锂电设备: 产品结构、客户结构双升级

受新能源车补贴退坡及 3C 电池需求偏弱影响, 公司锂电设备下游锂电池行业市场集中度进一步提升, 公司一方面减少向回款能力差的客户供货, 一方面大幅减少低端涂布机产销量, 增加高复杂度涂布机产销量, 导致涂布机销量出现一定下滑, 但单价有所提升, 综合来看, 公司 2018 年实现锂电设备收入 5.53 亿元, 同比增长 15.77%, 毛利率 32.77%, 同比增长 2.76ppt。

**图 14: 公司历年涂布机销量及同比变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

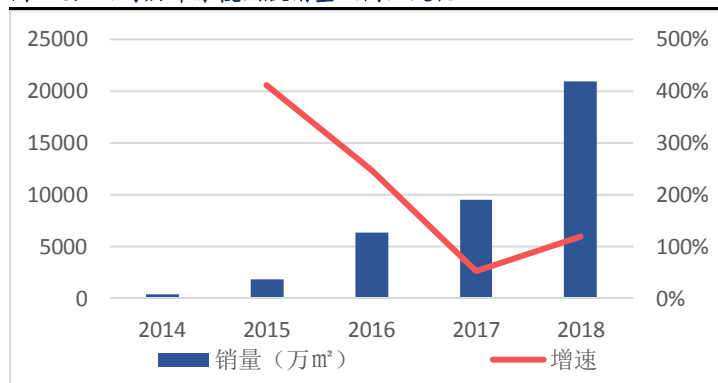
**图 15: 公司历年锂电设备单价变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

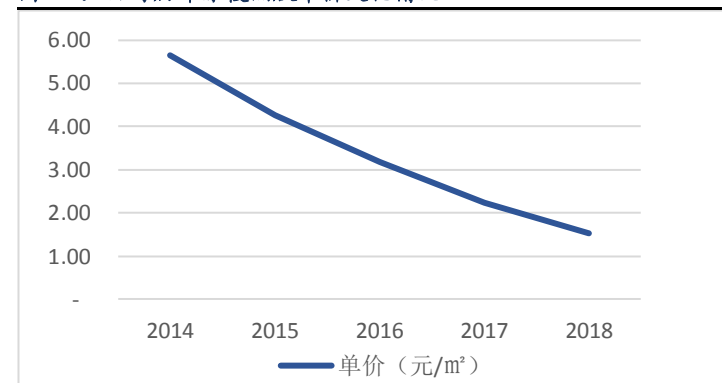
**开发新产品、拓展大客户成效显著。**公司在完成双面极片涂布设备、浆料处理设备、高速分散设备研发的基础上积极进行市场认证和推广，部分新型设备已实现批量销售，极片涂布设备收入实现较快增长，公司未来将进一步推出锂离子电池生产设备新产品，如高速叠片机、卷绕机、激光制片机、浆料线等，同时着眼燃料电池涂布的前瞻性开发。客户方面，新嘉拓部分设备产品进入大连松下及特斯拉供应体系，实现与国际尖端电池厂商和新能源汽车企业的产品供应。**江西嘉拓、溧阳嘉拓募投项目在 2019 年将逐步建成投产，公司规划未来三年达 500 台涂布机等锂电设备规模。**

#### 1.4 隔膜：IPO 募投项目投产释放产能，静待产业链协同优势显现

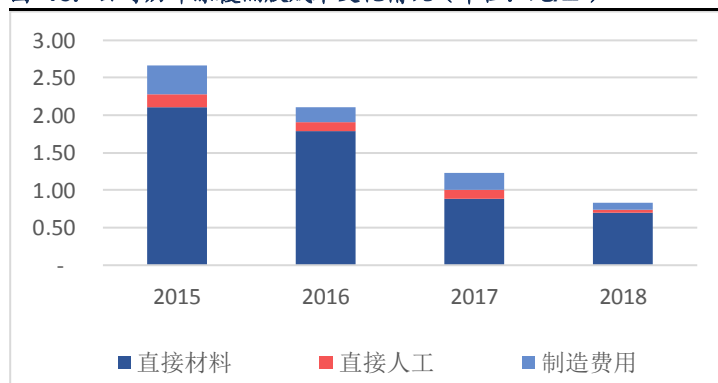
2018 年，公司宁德卓高涂覆隔膜募投项目投产，新增隔膜产能 2.4 亿 m<sup>2</sup>，公司涂覆隔膜产能达 4.2 亿 m<sup>2</sup>，同时公司公告拟公开发行可转债募资建设江苏卓高涂覆隔膜项目，进一步提升涂覆隔膜产能。2018 年公司涂覆隔膜实现销量 2.09 亿 m<sup>2</sup>，同比增长 118.99%。近年来，随着隔膜产能投放，基膜价格下跌以及隔膜企业规模化优势显现，公司涂覆隔膜单价呈下降趋势。从成本来看，得益原材料基膜价格下降以及综合利用率和效率提升，公司各项成本均成下降趋势。2018 年公司涂覆隔膜业务实现毛利率 45.37%，同比增长 0.38ppt。

**图 16: 公司历年涂覆隔膜销量及同比变化**


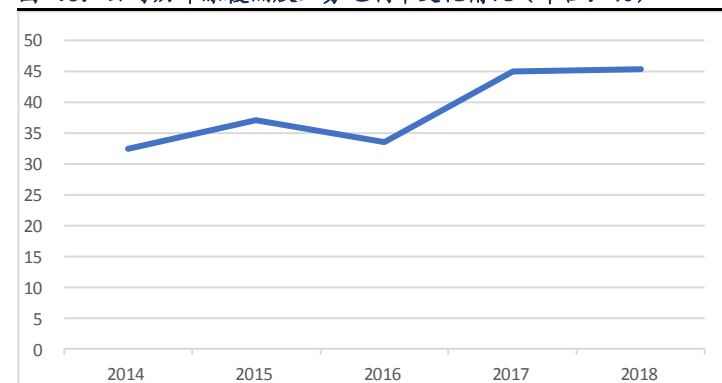
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17: 公司历年涂覆隔膜单价变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 18: 公司历年涂覆隔膜成本变化情况 (单位: 元/m<sup>2</sup>)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 19: 公司历年涂覆隔膜业务毛利率变化情况 (单位: %)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

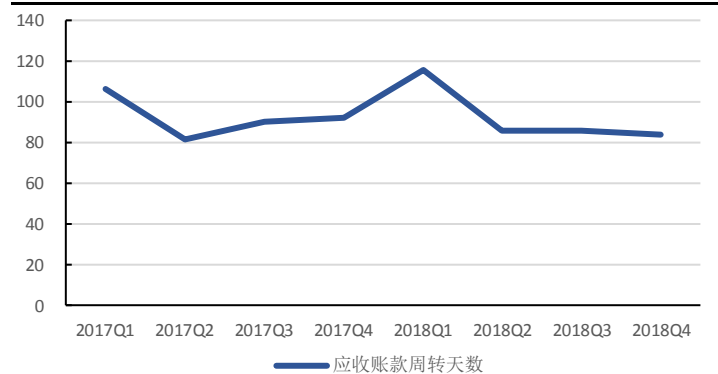
**收购溧阳月泉打造隔膜完整产业链，静待产能释放。**2018年，公司完成收购溧阳月泉剩余66.67%股权，通过对溧阳月泉的完全控股，公司实现了隔膜基膜的供应保障，已初步形成隔膜基膜、涂覆加工、涂覆材料和涂覆设备的高效业务协同。截至目前，溧阳月泉隔膜基膜首条生产线已经逐步投产，实现基膜供应268万m<sup>2</sup>，生产二线的产品也处在批量出货前的验证阶段，2018年溧阳月泉实现营收577.49万元，净利润-3028万元，未来随着二线产能放量及协同效应显现，业绩可期。

## 二、报表分析：现金管理能力提升，资产负债表得到充实

### 2.1 提升现金管理能力，现金流量明显改善

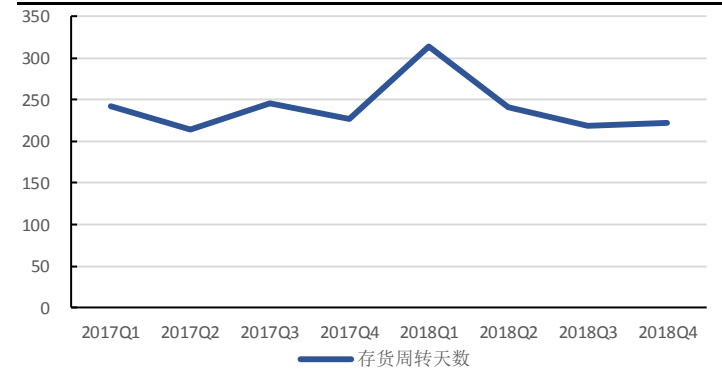
公司通过减少向回款能力较差的中小客户销售及让渡部分利润等方式提升回款能力，单季应收账款周转天数呈下降趋势。在下半年高端负极材料供应紧张情况下，公司客户为保障原材料供应，提前支付部分货款，公司预收账款规模扩大；随着业务增长，下半年应付账款规模扩大。存货方面，在原材料价格上涨趋势下，公司提前备货，锁定原材料价格，存货周转天数稍有增长。综合来看，得益产能释放带来的利润增长，以及对应收应付账款的管控，公司现金流水平明显改善，2018年实现经营活动现金流净额 3.26 亿元，去年同期为 0.30 亿元。

图 20：公司应收账款周转天数变化情况

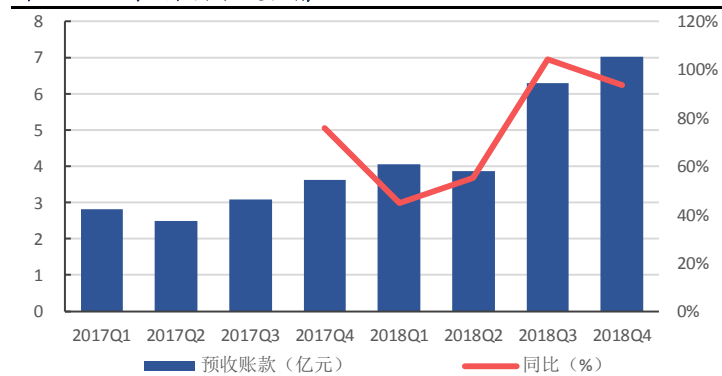


资料来源：Wind，信达证券研发中心

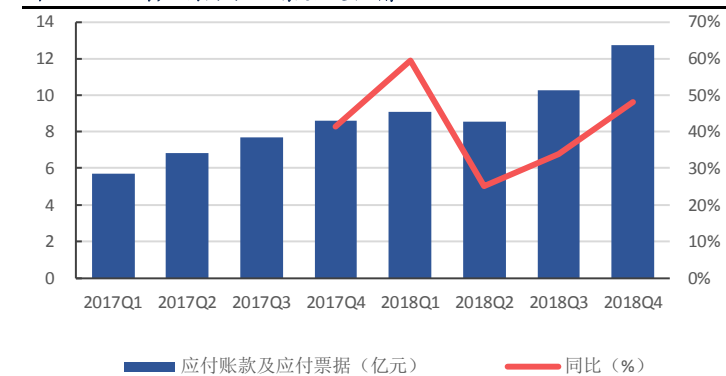
图 21：公司存货周转天数变化情况



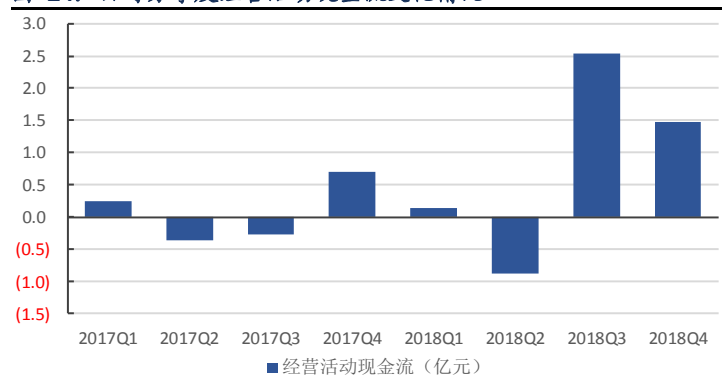
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 22: 公司预收账款变化情况**


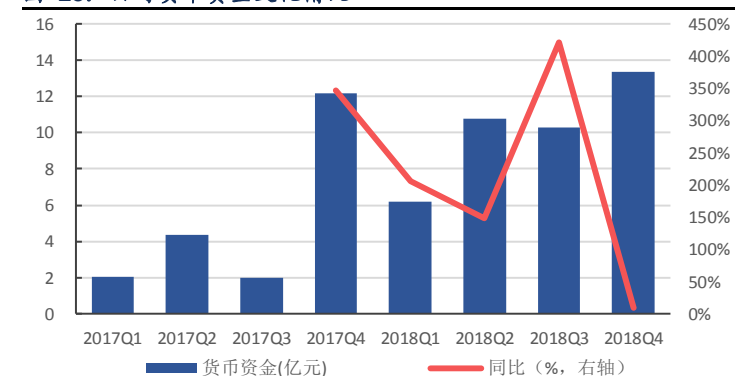
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 23: 公司应付账款及票据变化情况**


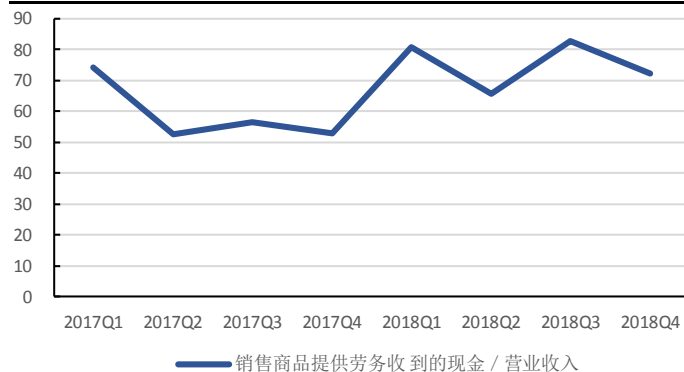
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 24: 公司分季度经营活动现金流变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 25: 公司货币资金变化情况**


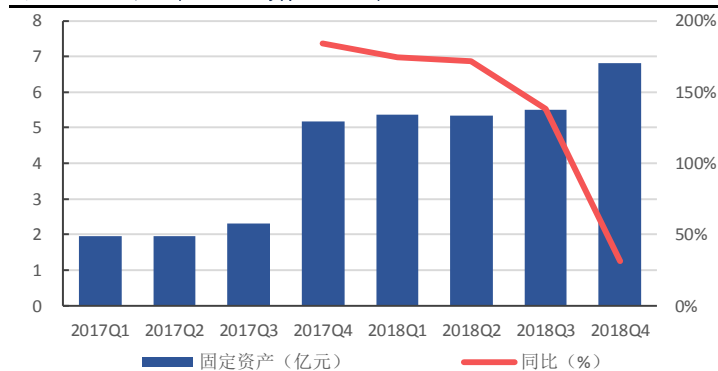
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 26: 公司销售商品提供劳务收到的现金/收入变化情况(单位: %)**


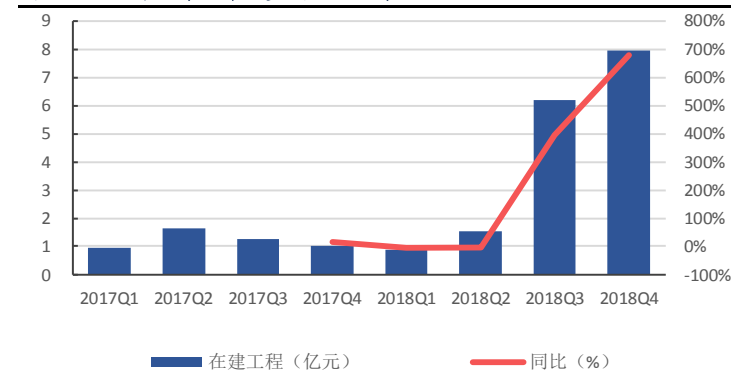
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2.2 产能建设加速, 资产及负债类科目余额相应提升

随着公司 IPO 募投项目及扩产项目的建设及逐步投产, 公司固定资产及在建工程科目余额明显增长。截至 2018 年, 公司在建工程(合计)余额 7.96 亿元, 2018H2 出现较大幅度上涨。主要由于待安装机器设备 2018 年新增 5.07 亿元, 且集中在发生在下半年所致。公司 2018Q4 固定资产余额出现一定幅度增长, 主要由于购置机器设备增长所致。

**图 27: 公司分季度固定资产变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

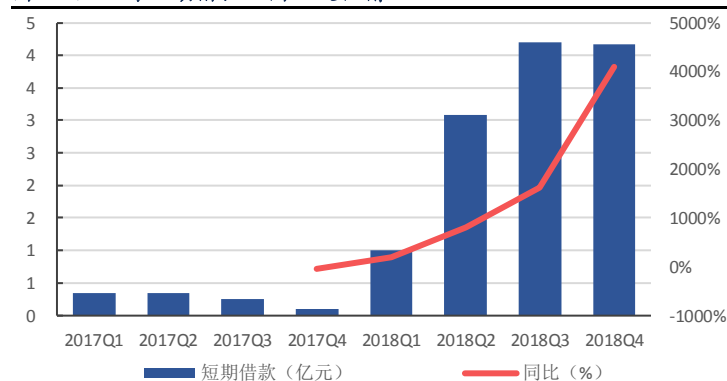
**图 28: 公司分季度在建工程变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

为支持公司产能建设及业务扩大, 公司增加短期借款规模保障资金供应, 同时, 2018 年 7 月公司将持有溧阳月泉股权质押,

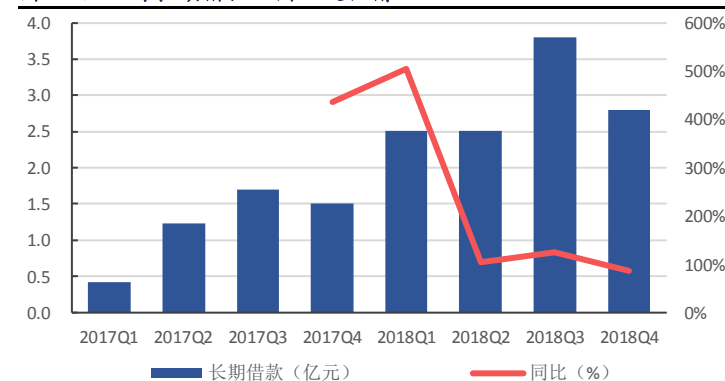
获得长期借款 1.57 亿元，长期借款规模有所提升。

图 29: 公司短期借款及同比变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

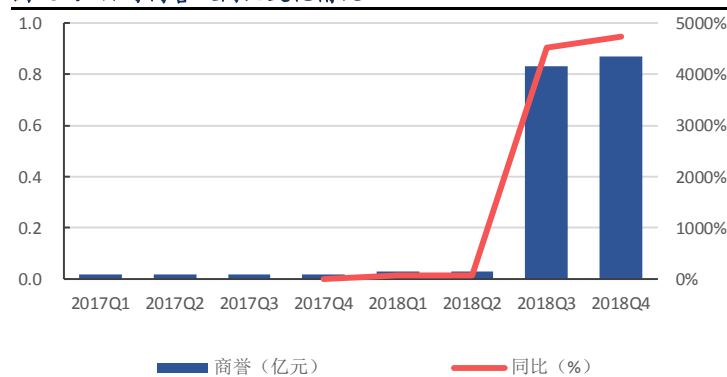
图 30: 公司长期借款及同比变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

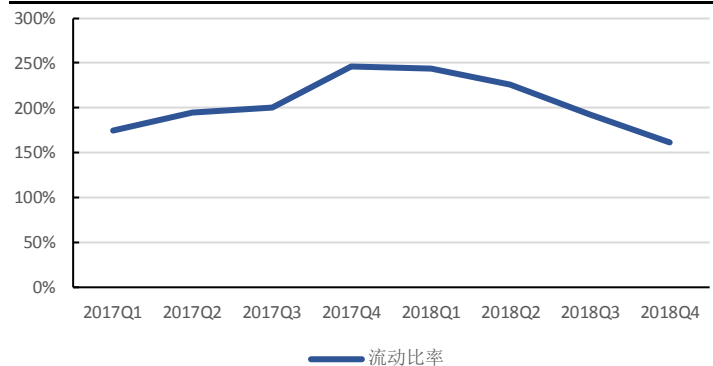
2018 年由于收购溧阳月泉剩余 66.67% 股权形成商誉 0.84 亿元，商誉规模整体可控。

图 31: 公司商誉及同比变化情况

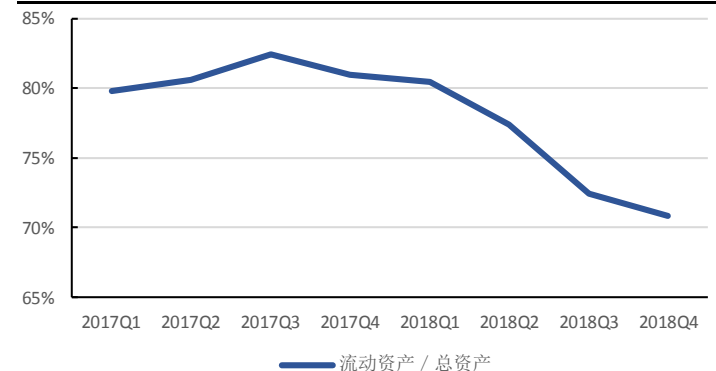


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

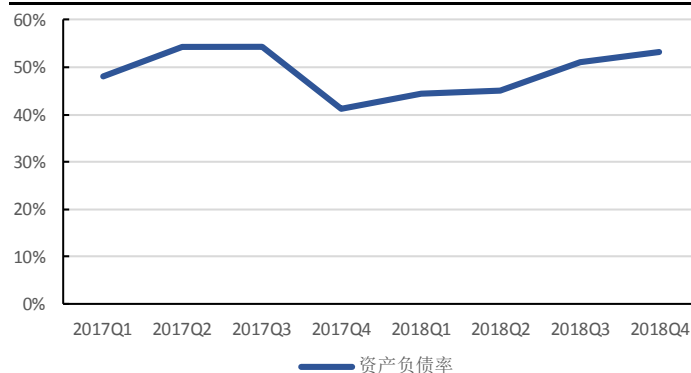
从比率看，受预收/应付科目规模扩大，借款规模扩大、及产能建设加速导致非流动资产规模扩大等因素影响，公司流动比率和流动资产/总资产比率有所下滑，截至 2018 年底分别为 1.62 和 70.83。资产负债率规模有所提升，但整体维持 50% 左右，2018 年为 53.14%。

**图 32: 公司流动比率变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 33: 公司流动资产/总资产变化情况**


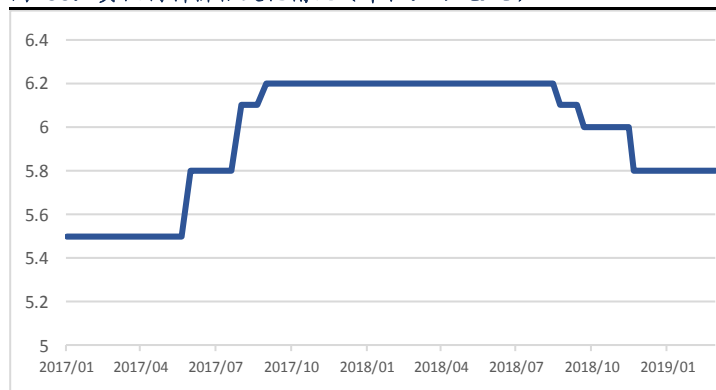
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 34: 公司资产负债率变化情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、负极材料降本仍有空间，公司静待动力电池市场放量

2018 年底以来，受石墨化代工成本下降、针状焦价格持稳等因素影响，负极材料价格有所下滑。根据鑫椏资讯数据，目前中端负极材料主流价在 5.8 万元/吨。由于目前负极厂商所用原材料仍为前期高价针状焦原料，利润有限，导致负极材料价格相对稳定。我们认为，随着未来补贴政策落地、以及负极厂商配套石墨化产能逐步投放，下半年负极材料价格仍将有所下滑，但下滑幅度整体可控，对负极材料企业盈利能力影响有限。

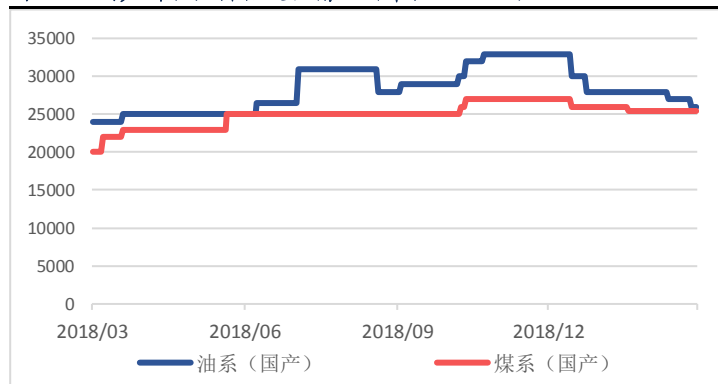
**图 35: 负极材料价格变化情况 (单位: 万元/吨)**


资料来源: 鑫椏资讯, 信达证券研发中心

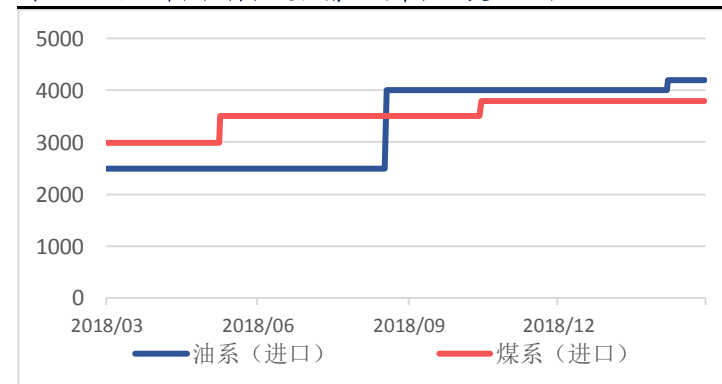
### 3.1 国产针状焦价格回落, 进口焦价格坚挺

**受供需影响, 国产针状焦价格回落。**中高端负极材料原材料主要为针状焦。据百川资讯统计, 2019 年国内针状焦新增产能在 48 万吨左右, 预计 2019 年全年针状焦产量将增长约 30%。需求侧, 受春节前后电炉钢开工率下滑影响, 石墨电极价格下降, 对针状焦价格支撑力度减弱, 近期国产针状焦价格回落, 受供需变化影响, 我们预计未来国产针状焦价格仍有一定下降空间。

**关注进口针状焦价格及供应变化。**2019 年上半年, 进口菲利普 66 针状焦价格调涨, 其中负极材料用针状焦部分调涨 16.67%, 但该涨幅尚在负极材料企业接受范围内。据百川资讯数据, 目前进口针状焦供应仍偏紧, 且部分进口油系针状焦企业在华经营策略或有改变, 存减少供应量风险, 建议关注后续进口焦价格及供应量变化。

**图 36: 国产针状焦价格变化情况 (单位: 元/吨)**


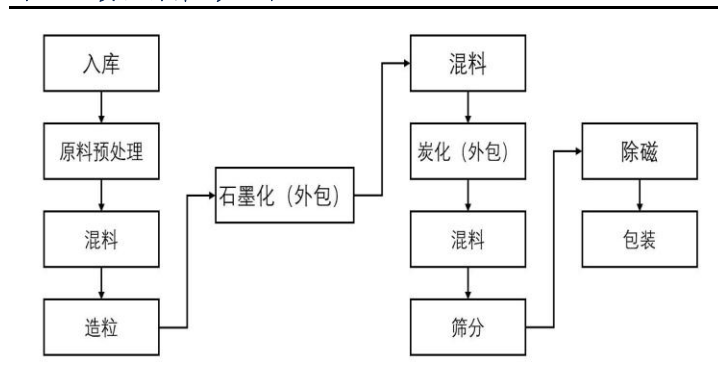
资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

**图 37: 进口针状焦价格变化情况 (单位: 美元/吨)**


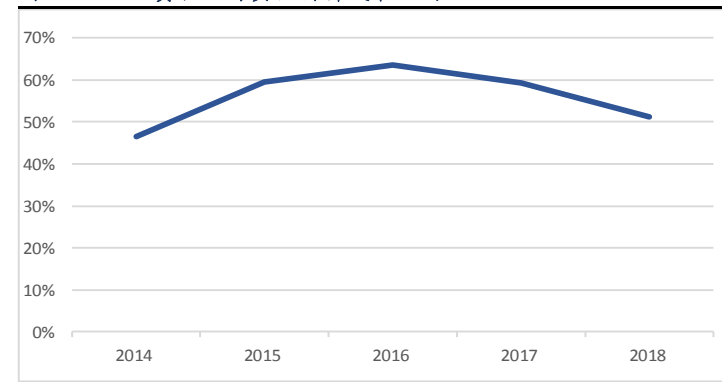
资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

### 3.2 自建石墨化工序为负极材料降价提供空间

**委外加工费占负极材料成本一半左右。**传统负极材料厂商生产时, 首先对原材料进行粉碎、改性及整形处理, 之后委外, 将初步加工后的原材料送至石墨化工厂进行石墨化工序, 之后再回到公司进行混批、筛分除磁、包装等工序。委外加工费 (主要为石墨化, 还包括部分造粒、炭化工艺等) 占负极材料生产成本的 50%-60%。

**图 38: 负极材料生产流程**


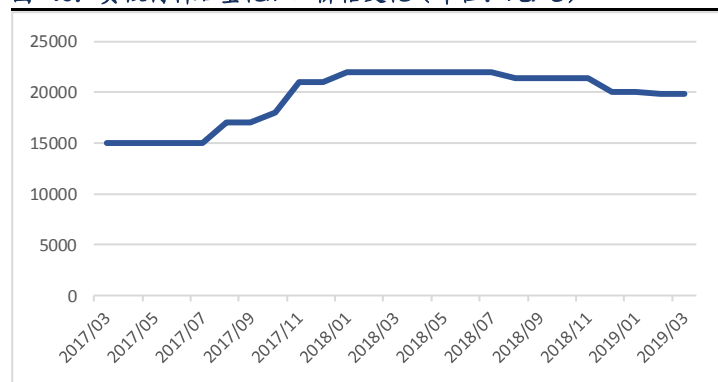
资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

**图 39: 加工费占公司负极材料成本比例**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

通过自建石墨化工序，可降低负极约 0.8 万元/吨成本。2018 年底以来，受石墨化产能扩张，石墨化加工费有所下降，同时一二线负极材料生产企业随着规模扩大，为实现成本可控，开始将石墨化工序自有化。石墨化成本中电费成本占 60%，通过自建石墨化工序，一方面享受石墨化环节的加工利润，一方面通过在低电价的西北、西南等地布局，享受电价优势。通过自建石墨化工序，负极企业可降低约 0.8 万元/吨左右加工成本。

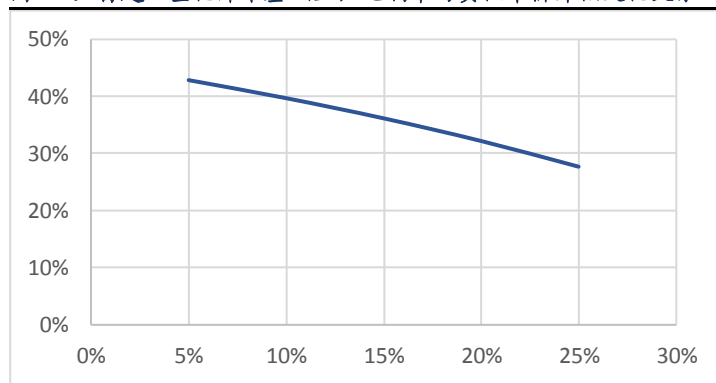
图 40: 负极材料石墨化加工价格变化 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

内蒙兴丰投产，为负极材料降价提供空间。我们假定在 2018 年公司负极材料成本结构基础上，通过自建石墨化工序降低 0.8 万元/吨成本，测算不同售价情况下的负极材料业务毛利率变化情况，结果表明，当负极材料价格降幅在 15%-20% 以下时，龙头企业可通过自建石墨化工序消化价格下降对盈利能力影响。公司内蒙兴丰石墨化项目将于 2019Q2 逐步投产，为公司负极材料的稳定供应提供有效保障。

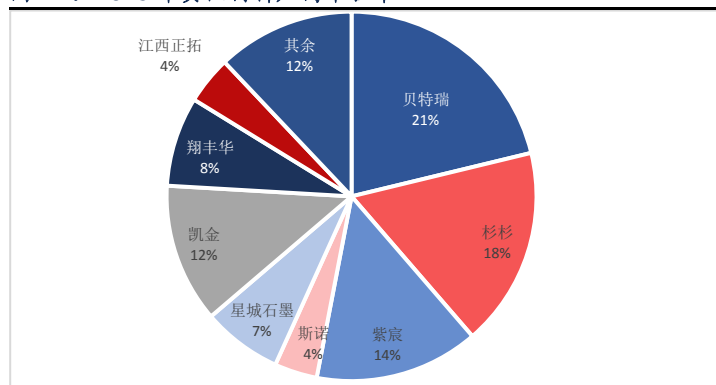
图 41: 自建石墨化降本基础上, 毛利率与负极单价降幅变化关系



资料来源: 信达证券研发中心; 纵轴为毛利率, 横轴为售价降幅

### 3.3 第一梯队地位巩固, 静待动力电池需求放量

目前负极材料行业已形成“三大五小”格局。其中, 深圳贝特瑞、上海杉杉和江西紫宸为第一梯队, 其 2018 年合计市占率达 53%; 凯金能源、翔丰华、湖南星城、正拓能源、深圳斯诺等为第二梯队, 一二梯队合计市占率达 88%, 市场格局较为稳定。早期, 公司受产能限制, 重点发力盈利能力较好的高端消费电池市场, 开拓了 ATL、LG 化学和三星 SDI 等行业优质客户。2019 年随着公司 IPO 募投负极材料项目投产, 公司负极材料产能将达 5 万吨。公司在稳定提升 3C 电池市场市占率基础上, 将重点面向 LG 化学、宁德时代、三星 SDI 等全球动力电池领先厂商, 积极提升市场份额。未来三年, 公司将逐步形成具有超过 10 万吨负极材料及其配套石墨化加工的负极材料生产规模, 第一梯队地位得到进一步巩固。

**图 42: 2018 年负极材料厂商市占率**


资料来源: 鑫椏资讯, 信达证券研发中心

## 四、盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

#### 负极材料

公司近年来负极材料材料产能持续释放, 截至 2018 年底已达 3 万吨, 2019 年 IPO 募投项目将逐步投产, 同时规划发行可转债建设 3 万吨负极材料(炭化等主要工序)项目, 公司规划未来 3 年形成超过 10 万吨负极材料及配套石墨化加工规模。随着产能释放, 我们认为公司在稳固高端 3C 电池市场基础上, 将进一步扩大动力电池市场份额。成本方面, 随着内蒙兴丰石墨化产能自 2019 年逐步释放, 加工费仍有下降空间。我们预计公司 2019-2021 年负极材料营收分别为 27.69、37.30 和 42.25 亿元, 毛利率为 29.7%、27.7%和 27.7%。

**表 1: 负极材料业务盈利预测**

项目	单位	2018A	2019E	2020E	2021E
营收	亿元	19.81	27.69	37.30	42.25
销量	万吨	2.93	4.65	6.96	8.30
单价	万元/吨	6.77	5.95	5.36	5.09
单位成本	万元/吨	4.47	4.19	3.88	3.68



## 4.2 估值

我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 47.38、62.24 和 71.24 亿元，归母净利润 7.66、9.14 和 10.37 亿元，摊薄每股收益 1.76、2.10 和 2.38 元/股。以 2019 年 3 月 18 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32、27 和 24 倍。随着募投项目逐步投产，公司主要产品销量持续增长，推动业绩释放；负极石墨化与隔膜基膜产业链协同优势将逐步凸显，强化成本优势；公司在巩固高端 3C 电池市场优势地位基础上，未来将发力动力电池市场，成长空间大，维持对公司“买入”评级。

## 五、风险因素

政策支持不及预期风险；产能建设不及预期风险；原材料价格波动风险；动力电池市场开拓不及预期风险等。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,512.98	4,717.76	5,720.49	7,048.04	8,417.63
货币资金	1,219.13	1,334.27	967.53	742.27	1,208.90
应收票据	177.85	205.64	294.25	386.57	442.45
应收账款	763.55	977.80	1,399.16	1,838.16	2,103.86
预付账款	38.38	148.91	211.17	285.16	327.27
存货	1,189.38	1,906.79	2,704.04	3,651.53	4,190.80
其他	124.69	144.35	144.35	144.35	144.35
<b>非流动资产</b>	825.89	1,942.70	2,378.58	2,935.96	3,172.91
长期股权投资	96.26	1.00	1.00	1.00	1.00
固定资产(合计)	518.82	680.34	1,346.25	1,731.59	2,000.15
无形资产	54.20	220.00	296.34	369.19	438.54
其他	156.62	1,041.37	734.99	834.18	733.22
<b>资产总计</b>	4,338.88	6,660.46	8,099.08	9,984.00	11,590.54
<b>流动负债</b>	1,427.85	2,915.74	3,763.03	4,723.92	5,282.64
短期借款	9.95	417.50	417.50	417.50	417.50
应付票据	147.65	364.97	517.57	698.93	802.15
应付账款	713.25	909.86	1,290.28	1,742.40	1,999.72
其他	557.00	1,223.41	1,537.68	1,865.10	2,063.27
<b>非流动负债</b>	357.86	623.52	623.52	623.52	623.52
长期借款	150.45	280.07	280.07	280.07	280.07
其他	207.40	343.45	343.45	343.45	343.45
<b>负债合计</b>	1,785.70	3,539.26	4,386.55	5,347.44	5,906.16
少数股东权益	105.97	212.87	221.19	231.12	242.39
归属母公司股东权益	2,447.21	2,908.33	3,491.34	4,405.44	5,442.00
<b>负债和股东权益</b>	4,338.88	6,660.46	8,099.08	9,984.00	11,590.54

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,249.36	3,311.03	4,737.81	6,224.35	7,124.06
同比(%)	34.10%	47.20%	43.09%	31.38%	14.45%
归属母公司净利润	450.87	594.26	765.58	914.10	1,036.56
同比(%)	27.47%	31.80%	28.83%	19.40%	13.40%
毛利率(%)	36.96%	31.91%	32.52%	30.64%	30.45%
ROE%	26.18%	22.19%	23.93%	23.15%	21.05%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.37	1.76	2.10	2.38
P/E	55	41.7	32.3	27.1	23.9
P/B	10.12	8.52	7.09	5.62	4.55
EV/EBITDA	42.86	32.40	23.58	19.17	16.46

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	2,249.36	3,311.03	4,737.81	6,224.35	7,124.06
营业成本	1,418.05	2,254.42	3,197.02	4,317.25	4,954.84
营业税金及附加	12.92	13.93	19.94	26.19	29.98
销售费用	99.03	113.42	162.30	213.22	244.04
管理费用	183.88	122.57	175.38	230.41	263.72
研发费用	0.00	144.85	207.27	272.30	311.66
财务费用	18.64	47.77	92.22	93.85	97.78
减值损失合计	29.38	52.70	56.62	73.43	86.16
投资净收益	2.99	56.26	20.35	26.53	34.38
其他	25.36	52.24	40.00	40.00	40.00
<b>营业利润</b>	515.80	669.87	887.42	1,064.22	1,210.27
营业外收支	16.02	-2.33	23.05	22.88	22.47
<b>利润总额</b>	531.82	667.54	910.47	1,087.10	1,232.74
所得税	80.06	66.82	136.57	163.06	184.91
<b>净利润</b>	451.76	600.72	773.90	924.03	1,047.83
少数股东损益	0.90	6.46	8.32	9.93	11.26
<b>归属母公司净利润</b>	450.87	594.26	765.58	914.10	1,036.56
EBITDA	583.49	797.76	1,096.16	1,348.74	1,570.39
EPS(当年)(元)	1.04	1.37	1.76	2.10	2.38

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	30.50	326.32	408.65	556.35	994.11
净利润	451.76	600.72	773.90	924.03	1,047.83
折旧摊销	36.75	70.94	89.76	167.66	242.70
财务费用	14.92	59.28	95.93	93.99	94.96
投资损失	-2.99	-56.26	-20.35	-26.53	-34.38
营运资金变动	-492.90	-359.78	-578.81	-665.34	-430.40
其它	22.95	11.41	48.22	62.55	73.41
<b>投资活动现金流</b>	-395.72	-928.95	-496.89	-687.63	-432.52
资本支出	-286.88	-792.08	-517.24	-714.16	-466.90
长期投资	5.72	-143.97	20.35	26.53	34.38
其他	-114.56	7.10	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,208.98	670.09	-278.50	-93.99	-94.96
吸收投资	1,122.41	143.01	0.00	0.00	0.00
借款	60.88	589.75	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	7.03	187.28	278.50	93.99	94.96
<b>现金流净增加额</b>	839.41	69.72	-366.74	-225.26	466.63

## 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。  
**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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。