

2019年08月29日

负极隔膜销量大增，下半年盈利有望改善

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3311 | 4900 | 6214 | 7578 |
| 同比 (%) | 47% | 48% | 27% | 22% |
| 归母净利润 (百万元) | 594 | 731 | 954 | 1226 |
| 同比 (%) | 40% | 23% | 30% | 29% |
| 每股收益 (元/股) | 1.37 | 1.68 | 2.19 | 2.82 |
| P/E (倍) | 36.74 | 29.87 | 22.89 | 17.81 |

投资要点

- **19H1 净利润 2.64 亿，同比+2.62%，基本符合预期：**公司 1H19 年营收 21.77 亿元，同比增长 58.04%；归母净利润 2.64 亿元，同比+2.62%；其中非经常性损益 0.24 亿，同比下滑 33%；1H 扣非净利润 2.40 亿元，同比增长 8.53%。
- **负极销量高增长，原材料价格高位，盈利下滑但仍高于行业平均：**负极业务 19H1 实现营收 13.9 亿元，同比增长 64.62%；19H1 紫宸净利润为 1.8 亿，同比下降 11%；销量 2.1 万吨，同比增长 70.1%，较 18H2 增长 23.6%，19H1 行业人造石墨 8.8 万吨，公司占比 24%，仅略低于杉杉股份；其中 19Q2 出货预计 1.1 万吨左右，环比增长 10%左右。根据我们测算，负极 19H1 单吨售价 (不含税) 达到 6.63 万元/吨，基本维持稳定；单吨净利润近 0.9 万/吨，净利润环比下滑 25-30%，同比下滑 40%左右，净利率 12.9%，单吨盈利下滑主要由于：一是原材料针状焦价格仍维持在高位，针状焦为高端石墨的主材，占成本比重 40%左右，虽然今年国内针状焦价格下滑，但公司采购进口针状焦，其价格维持 2000 美元/吨+；二是动力负极份额占比提升至 35%以上，公司主要做高端动力负极，产品均价 6 万/吨左右，但其盈利仍低于高端消费类负极。虽盈利下滑，但公司单吨利润仍远高于行业平均 4500 元/吨。
- **下半年负极及石墨化产能投产，布局针状焦，打通产业链，盈利有望提升：**19H1 石墨化子公司实现营收 1.72 亿元，同比增 23%；净利润 0.1 亿，同比增 55%，已初具规模。内蒙兴丰 5 万吨石墨化产能于上半年完成建设，目前盈利能力较弱，三季度开始石墨化产能逐步投产，预计下半年可释放 2 万吨石墨化产能。由于石墨化占成本比重达 40%左右，根据我们测算，石墨化在电价低的内蒙地区自产可降低成本 5000 元，约 15%。其次，公司参股振兴碳材一期 4 万吨针状焦已进入试产状态，后续公司将降低对进口针状焦依赖。因此我们预计下半年公司负极毛利率有望回升。
- **消费市场优势稳固，发力动力及海外市场，增长潜力大：**公司负极材料主要客户为消费电池龙头 ATL，预计占公司销售额的 40%左右。负极产能释放后，公司发力动力市场，CATL、LG、三星均高度认可，我们预计 LG、三星采购 19 年将逐步往上。全年我们预计公司负极出货量将达到 5 万吨，同比增 72%左右。负极产能方面，公司下半年 ipo 募投的 2 万吨将投产，此外公司拟使用可转债资金建设 3 万吨负极产能，预计 19 年负极有效产能可超过 7 万吨。
- **宁德卓高产能释放，涂覆膜盈利好于预期：**隔膜业务 19H1 实现营收 3.39 亿元，同比增长 294.74%。19H1 东莞卓高和宁德卓高合计实现净利润 0.77 亿元，同比增长 992%。上半年出货 2.39 亿平，同比增长 849.5%，国内市占率 28.5%。公司隔膜业务包括涂覆加工及外售隔膜，涂覆加工最大的客户为宁德时代，我们预计 1H 宁德时代产量预计 15gwh 左右，扣除干法隔膜，所需隔膜预计为 1.8 亿平，目前已基本交由公司涂覆。根据我们测算，19H1 单平价格 1.42 元/平 (不含税)，较 18 年全年均价下降 7.2%；涂覆隔膜单平净利润 0.32 元/平，较 18 年全年下降 8%左右，净利率 19.4%，仍维持较高水平。截至 7 月底，公司涂覆膜在手订单 1.65 亿平，我们预计全年出货量 5.5 亿平左右。同时公司还在溧阳建设 8 亿平产能，后续将支撑公司持续增长。
- **价格竞争加剧+收入确认节奏放缓，锂电设备业务下滑明显：**锂电设备业务 19H1 实现营收 2.4 亿元，同比下滑 10.7%，子公司深圳新嘉拓实现营收 2.65 亿元，同比下降 3.7%，净利润 0.26 亿元，同比下降 61.1%，主要是由于：一是涂布机环节竞争压力加大导致价格下滑；二是公司产品升级，新设备调试周期变长，影响收入确认节奏；三是涂布机内销占比提升。但公司预收账款 8.6 亿，较年初提升 22%，主要为设备预收款，预计后续将逐步确认收入；同时新嘉拓也在开发其他锂电设备，如分切机等，后续有望带来增量。
- **投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年预计归母净利润 7.31/9.54/12.26 亿，同比增长 23%/30%/29%，EPS 为 1.68/2.19/2.82 元，对应 PE 为 30x/23x/18x，考虑到公司为人造石墨龙头，产能投产进展顺利，给予 2020 年 28 倍 PE，目标价 61 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**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) | 50.22 |
| 一年最低/最高价 | 37.70/57.54 |
| 市净率 (倍) | 7.27 |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 9698.44 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产 (元) | 6.90 |
| 资产负债率 (%) | 58.36 |
| 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) 公司点评：参股针状焦公司振兴碳材，纵向延伸完善产业链布局》2019-06-14
- 2、《璞泰来 (603659) 深度报告：高端负极龙头产能释放，打造锂电材料航母》2019-04-30
- 3、《璞泰来 (603659) 一季报点评：收入大增，业绩略好于预期》2019-04-25

19H1 净利润 2.64 亿，同比+2.62%，基本符合预期：公司 1H19 年营收 21.77 亿元，同比增长 58.04%；归母净利润 2.64 亿元，同比+2.62%；其中非经常性损益 0.24 亿，同比下滑 33%；1H 扣非净利润 2.40 亿元，同比增长 8.53%。盈利能力看，上半年公司毛利率为 26.92%，同比下降 8.6 个百分点。归母净利率 12.12%，同比下降 6.68 个百分点。

产能投放延迟，19Q2 业绩环比基本持平：Q2 实现营收 11.48 亿元，同比增长 42.74%，环比增长 11.62%；归母净利润 1.35 亿元，同比增长 4.72%，环比增长 4.51%；扣非净利润 1.26 亿元，同比增长 7.42%，环比增长 10.64%。盈利能力看，二季度公司毛利率为 27.26%，同比下滑 7.52 个百分点，环比提升 0.75 个百分点。

图表 1：璞泰来分季度经营情况

| | 2Q2019 | 1Q2019 | 4Q2018 | 3Q2018 | 2Q2018 | 1Q2018 |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 1,148.4 | 1,028.9 | 1,019.5 | 913.8 | 804.6 | 573.1 |
| -同比 | 42.74% | 79.52% | 45.96% | 53.23% | 46.20% | 41.80% |
| 毛利率 | 27.26% | 26.51% | 29.06% | 29.66% | 34.78% | 36.55% |
| 归母净利润(百万) | 134.8 | 129.0 | 165.1 | 172.1 | 128.7 | 128.3 |
| -同比 | 4.72% | 0.51% | 30.08% | 34.29% | 10.89% | 61.00% |
| 净利率 | 11.74% | 12.69% | 16.66% | 18.82% | 16.08% | 22.60% |
| 扣非归母净利润(百万) | 125.89 | 113.78 | 159.47 | 114.35 | 117.19 | 103.65 |
| -同比 | 7.42% | 9.78% | 32.00% | -8.25% | 11.06% | 37.89% |
| 扣非归母净利率 | 10.96% | 11.06% | 15.64% | 12.51% | 14.57% | 18.09% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

负极销量高增长，原材料价格高位，盈利下滑但仍高于行业平均：负极业务 19H1 实现营收 13.9 亿元，同比增长 64.62%；19H1 紫宸净利润为 1.8 亿，同比下降 11%；销量 2.1 万吨，同比增长 70.1%，较 18H2 增长 23.6%，19H1 行业人造石墨 8.8 万吨，公司占比 24%，仅略微低于杉杉股份；其中 19Q2 出货预计 1.1 万吨左右，环比增长 10%左右。

根据我们测算，负极 19H1 单吨售价（不含税）达到 6.63 万元/吨，基本维持稳定；单吨净利润近 0.9 万/吨，净利润环比下滑 25-30%，同比下滑 40%左右，净利率 12.9%，单吨盈利下滑主要由于：一是原材料针状焦价格仍维持在高位，针状焦为高端石墨的主材，占成本比重 40%左右，虽然今年国内针状焦价格下滑，但公司采购进口针状焦，其价格维持 2000 美元/吨+；二是动力负极份额占比提升至 35%以上，公司主要做高端动力负极，产品均价 6 万/吨左右，但其盈利仍低于高端消费类负极。虽盈利下滑，但公司单吨利润仍远高于行业平均 4500 元/吨。

下半年负极及石墨化产能投产，布局针状焦，打通产业链，盈利有望提升：19H1 石墨化子公司实现营收 1.72 亿元，同比增 23%，已初具规模。内蒙兴丰 5 万吨石墨化

产能于上半年完成建设，目前盈利能力较弱，三季度开始石墨化产能逐步投产，预计下半年可释放 2 万吨石墨化产能。由于石墨化占成本比重达 40% 左右，根据我们测算，石墨化在电价低的内蒙地区自产可降低成本 5000 元，约 15%。其次，公司参股振兴碳材一期 4 万吨针状焦已进入试产状态，后续公司将降低对进口针状焦依赖。因此我们预计下半年公司负极毛利率有望回升。

消费市场优势稳固，发力动力及海外市场，增长潜力大：公司负极材料主要客户为消费电池龙头 ATL，ATL 采购额 80% 左右，占公司销售额的 40% 左右。负极产能释放后，公司发力动力市场，CATL、LG、三星均高度认可，我们预计 LG、三星采购 19 年将逐步往上。全年我们预计公司负极出货量将达到 5 万吨，同比增 72% 左右。负极产能方面，公司下半年 ipo 募投的 2 万吨将投产，此外公司拟使用可转债资金建设 3 万吨负极产能，预计 19 年负极有效产能可超过 7 万吨。

图表 2：行业负极单吨净利润（万/吨）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|------|
| 璞泰来 | | | 1.52 | 1.63 | 1.43 |
| 杉杉股份 | 0.49 | 0.38 | 0.43 | 0.32 | 0.32 |
| 贝特瑞 | | | | | |
| 星城石墨 | 0.35 | 0.50 | 0.64 | 0.53 | 0.54 |
| 东莞凯金 | 0.53 | 0.52 | 0.63 | 0.66 | 0.42 |
| 翔丰华 | 0.63 | 0.22 | 0.61 | 0.59 | 0.45 |
| 江西正拓 | | | 0.24 | 0.44 | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宁德卓高产能释放，涂覆膜盈利好于预期：隔膜业务 19H1 实现营收 3.39 亿元，同比增长 294.74%。19H1 东莞卓高和宁德卓高合计实现净利润 0.77 亿元，同比增长 992%。上半年出货 2.39 亿平，同比增长 849.5%，国内市占率 28.5%。其中，19Q2 预计出货 1.3-1.4 亿平。公司隔膜业务包括涂覆加工及外售隔膜，涂覆加工最大的客户为宁德时代，我们预计 1H 宁德电池产量预计 15gwh 左右。根据我们测算，19H1 单平价格 1.42 元/平（不含税），较 18 年全年均价下降 7.2%；涂覆隔膜单平净利润 0.32 元/平，较 18 年全年下降 8% 左右，净利率 19.4%，仍维持较高水平。截至 7 月底，公司涂覆膜在手订单 1.65 亿平，我们预计全年出货量 5.5 亿平左右。

价格竞争加剧+收入确认节奏放缓，锂电设备业务下滑明显：锂电设备业务 19H1 实现营收 2.4 亿元，同比下滑 10.7%，子公司深圳新嘉拓实现营收 2.65 亿元，同比下降 3.7%，净利润 0.26 亿元，同比下降 61.1%，主要是由于：一是涂布机环节竞争压力加大导致价格下滑；二是公司产品升级，新设备调试周期变长，影响收入确认节奏；三是涂

布机内销占比提升。但公司预收账款 8.6 亿，较年初提升 22%，主要为设备预收款，预计后续将逐步确认收入；同时新嘉拓也在开发其他锂电设备，如分切机等，后续有望带来增量。

铝塑膜平稳增长：上半年出货量 254 万 m²，实现主营业务收入 3,227.51 万元，同比增长 28.58%。

图表 3：各子公司经营情况

| 公司名称 | 主要业务 | 2019年H1 | | | | 2018年H2 | | 2018年H1 | |
|-----------|------|---------------|---------|--------------|--------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | | 营业收入 (百万元) | 营收-同比 | 净利润 (百万元) | 净利润-同比 | 营业收入 (百万元) | 净利润 (百万元) | 营业收入 (百万元) | 净利润 (百万元) |
| 江西紫宸 | 负极 | 1390.5 | 64.6% | 181.8 | -11.4% | 1137.9 | 214.4 | 844.6 | 205.1 |
| 深圳新嘉拓 | 锂电设备 | 264.8 | -3.7% | 25.5 | -61.1% | 291.5 | 32.6 | 274.8 | 65.5 |
| 山东兴丰 | 石墨化 | 218.4 | 23.8% | 10.2 | 55.5% | 279.2 | 15.0 | 176.4 | 6.5 |
| 东莞卓高 | 涂覆膜 | 150.7 | 99.5% | 21.7 | -4.3% | 109.8 | 33.3 | 75.5 | 22.7 |
| 宁德卓高 | 涂覆膜 | 245.4 | 1788.9% | 55.2 | 452.7% | 146.7 | 33.4 | 13.0 | -15.6 |
| 东莞卓高+宁德卓高 | | 396.12 | 347.5% | 76.93 | 991.5% | 256.45 | 66.65 | 88.52 | 7.05 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率基本稳定，上半年费用率略微提升：上半年公司三费合计 2.86 亿元，同比增长 52.68%，费用率为 13.15%，同比下降 0.46 个百分点。其中销售费用 0.71 亿元，同比增长 30.45%，销售费用率 3.28%；管理费用(含研发)1.69 亿元，同比增长 46.02%，其中研发费用 0.94 亿，同比提升 68.1%，研发费用/营收为 4.32%；财务费用 0.46 亿元，同比增加 170.11%。

应付账款大增，经营性现金流大幅改善：2019 年上半年公司存货为 23.22 亿，较年初增加 21.79%，其中库存商品 3.39 亿元，较年初增长 72%，发出商品 6.8 亿，较年初增加 32%；应收账款 12.42 亿，较年初增长 27.02%；期末公司预收账款 8.56 亿元，较年初增长 21.85%；应付账款 12.6 亿，较年初增加 38.5%。**经营活动净现金流为 1.97 亿，同比增长 364.45%。**期末账面现金为 11.12 亿，较年初下降 16.66%；**固定资产 11.3 亿元，较年初增长 66%，期末在建工程 7.35 亿元，较年初下降 7.7%。**

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年预计归母净利 7.31/9.54/12.26 亿，同比增长 23%/30%/29%，EPS 为 1.68/2.19/2.82 元，对应 PE 为 30x/23x/18x，考虑到公司为人造石墨龙头，产能投产进展顺利，给予 2020 年 28 倍 PE，目标价 61 元，维持“买入”评级。

风险提示：电池及材料价格波动、竞争加剧。

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 |
| 流动资产 | 4,718 | 6,642 | 7,443 | 9,035 | 营业收入 | 3,311 | 4,900 | 6,214 | 7,578 |
| 现金 | 1,334 | 1,470 | 1,864 | 2,273 | 减:营业成本 | 2,254 | 3,472 | 4,327 | 5,256 |
| 应收账款 | 978 | 1,447 | 1,902 | 2,319 | 营业税金及附加 | 14 | 21 | 26 | 32 |
| 存货 | 1,907 | 2,949 | 2,940 | 3,577 | 销售费用 | 113 | 152 | 193 | 220 |
| 其他流动资产 | 339 | 537 | 440 | 507 | 管理费用 | 267 | 348 | 416 | 485 |
| 非流动资产 | 1,943 | 2,421 | 2,938 | 3,337 | 财务费用 | 48 | 79 | 86 | 80 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值损失 | 53 | 35 | 34 | 31 |
| 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 | 营业利润 | 670 | 870 | 1,210 | 1,555 |
| 资产总计 | 6,660 | 9,063 | 10,381 | 12,372 | 加:营业外净收支 | -2 | -4 | -4 | -4 |
| 流动负债 | 2,916 | 4,718 | 5,495 | 6,498 | 利润总额 | 668 | 866 | 1,206 | 1,551 |
| 短期借款 | 580 | 1,322 | 1,301 | 1,452 | 减:所得税费用 | 67 | 113 | 181 | 233 |
| 应付账款 | 910 | 1,401 | 1,746 | 2,121 | 少数股东损益 | 6 | 23 | 72 | 92 |
| 其他流动负债 | 1,426 | 1,995 | 2,447 | 2,925 | 归属母公司净利润 | 594 | 731 | 954 | 1,226 |
| 非流动负债 | 624 | 624 | 397 | 397 | EBITDA | 789 | 1,013 | 1,379 | 1,736 |
| 长期借款 | 280 | 280 | 280 | 280 | EPS (元) | 1.37 | 1.68 | 2.19 | 2.82 |
| 其他非流动负债 | 343 | 343 | 117 | 117 | | | | | |
| 负债合计 | 3,539 | 5,341 | 5,892 | 6,895 | 重要财务与估值指 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 少数股东权益 | 213 | 235 | 307 | 400 | 标 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2,908 | 3,486 | 4,183 | 5,077 | 每股收益(元) | 1.37 | 1.68 | 2.19 | 2.82 |
| 负债和股东权益 | 6,660 | 9,063 | 10,381 | 12,372 | 每股净资产(元) | 6.69 | 8.02 | 9.62 | 11.68 |
| | | | | | 发行在外股份(百万 | 435 | 435 | 435 | 435 |
| | | | | | 股) | | | | |
| | | | | | ROIC(%) | 20.2% | 14.9% | 18.2% | 19.3% |
| | | | | | ROE(%) | 20.4% | 21.0% | 22.8% | 24.1% |
| | | | | | 毛利率(%) | 31.9% | 29.1% | 30.4% | 30.6% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 18.1% | 15.4% | 16.5% | 17.4% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 53.1% | 58.9% | 56.8% | 55.7% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 47% | 48% | 27% | 22% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 40% | 23% | 30% | 29% |
| | | | | | P/E | 36.74 | 29.87 | 22.89 | 17.81 |
| | | | | | P/B | 7.51 | 6.26 | 5.22 | 4.30 |
| | | | | | EV/EBITDA | 29 | 23 | 17 | 13 |

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>