

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 璞泰来 (603659.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.10.30

程远 行业分析师

执业编号: S1500519100002

联系电话: (010) 83326755

邮箱: chengyuan1@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话: +86 10 83326713

邮箱: chenleia@cindasc.com

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

## 负极毛利率触底回升, 定增募资加速一体化布局

2020年3月27日

**事件:** 公司发布2019年年度报告。2019年公司实现营收47.99亿元, 同比增长44.93%; 归母净利润6.51亿元, 同比增长9.56%, 扣非归母净利润6.06亿元, 同比增长22.43%。其中, 四季度单季实现营收12.97亿元, 同比增长27.22%, 环比下降2.05%; 归母净利润1.93亿元, 同比增长16.67%, 环比下降1.02%; 扣非归母净利润1.85亿元, 同比增长15.95%, 环比下降2.13%。公司拟每股派发现金红利0.45元(含税)。

### 点评:

- **负极材料一体化布局逐步形成, 毛利率触底回升。** 2019年溧阳紫宸及江西紫宸IPO项目部分竣工投产, 叠加内蒙兴丰投产, 公司形成6万吨负极材料及配套石墨化、及3万吨炭化产能。负极材料业务2019年实现营收30.5亿元, 同比增长54.1%, 销量4.58万吨, 同比增长56.2%, 毛利率26.9%, 同比下降7.03个百分点。毛利率下降主要受上半年进口原材料及外协成本高等影响, 随着下半年原材料价格企稳及公司自建石墨化、炭化产能投产, 同时参股振兴炭材保障针状焦供应, 2019H2负极材料毛利率环比增长7.1ppt至30.1%。2019年, 江西紫宸实现净利润4.63亿元, 同比增长10.36%。
- **涂覆隔膜出货量持续增长, 降本增效对冲降价压力。** 受益下游动力电池厂商产能加速释放, 公司涂覆隔膜出货5.7亿平, 同比增长173%, 实现营收6.95亿元, 同比增长117.8%。在隔膜较大降价压力背景下, 公司通过降本增效, 降低单位直接材料成本, 实现毛利率同比增长1.7ppt至47.07%。2019年, 溧阳月泉隔膜基膜已通过客户认证, 实现部分销售及盈亏平衡, 未来协同效应有望进一步显现。
- **非公开发行募资进一步完善公司负极材料一体化及隔膜一体化布局。** 公司拟非公开发行募资49.6亿元, 建设5万吨负极材料及石墨化项目、收购山东兴丰49%股权、2.49亿平隔膜及5亿平涂覆隔膜项目、隔膜高速线研发项目(一体化隔膜涂覆高速生产工艺, 实现基膜的在线涂覆)等。进一步提升公司在负极材料产业链及隔膜产业链的一体化布局实力, 提升规模优势的同时进一步降低生产成本。
- **加强锂电设备业务集中有效管理, 启动二次创业及业务拓展。** 2019年公司锂电设备业务实现营收6.9亿元, 同比增长24.8%, 销量285台, 同比增长43.2%, 但受下游客户经营状况恶化等影响, 锂电设备业务毛利率同比下降5.4ppt至27.35%。为进一步提升公司竞争力, 2019年公司将锂电设备业务子公司整合至溧阳嘉拓, 同时积极充实团队, 加强研发, 培育新的业务增长点。

- **盈利预测与投资评级:** 暂不考虑公司非公开发行影响, 我们预计公司 2019-2021 年实现营收 67.7、82.2 和 100.7 亿元, 同比增长 41.1%、21.5%和 22.4%, 归母净利润 9.8、12.1 和 15.2 亿元, 同比增长 50.5%、23.9%和 25.2%, 对应 3 月 26 日收盘价的市盈率为 28.6、23.1 和 18.4 倍, 给予公司“增持”评级。
- **风险因素:** 新能源汽车销量不及预期风险; 原材料价格波动风险; 公司产能建设不及预期风险; 国际贸易风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,311.03	4,798.53	6,768.10	8,222.51	10,067.48
增长率 YoY %	47.20%	44.93%	41.05%	21.49%	22.44%
归属母公司净利润(百万元)	594.26	651.07	979.82	1,213.98	1,519.51
增长率 YoY%	31.80%	9.56%	50.49%	23.90%	25.17%
毛利率%	31.91%	29.49%	31.48%	31.58%	31.85%
净资产收益率 ROE%	22.19%	20.61%	25.16%	24.37%	23.96%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.50	2.25	2.79	3.49
市盈率 P/E(倍)	47	43	28.6	23.1	18.4
市净率 P/B(倍)	9.62	8.21	6.39	5.01	3.94

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 03 月 26 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4,717.76	4,969.89	6,279.69	7,138.14	8,479.46
货币资金	1,334.27	862.30	796.09	589.00	591.12
应收票据	205.64	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	977.80	1,260.67	1,880.03	2,284.03	2,796.52
预付账款	148.91	81.02	111.03	134.71	164.29
存货	1,906.79	2,265.13	2,991.75	3,629.62	4,426.75
其他	144.35	500.78	500.78	500.78	500.78
<b>非流动资产</b>	1,942.70	3,161.03	4,227.68	5,393.69	6,467.80
长期股权投资	1.00	232.42	232.42	232.42	232.42
固定资产(合计)	680.34	1,476.40	2,068.17	2,693.75	3,237.16
无形资产	220.00	222.80	225.80	228.54	230.76
其他	1,041.37	1,229.41	1,701.29	2,238.98	2,767.46
<b>资产总计</b>	6,660.46	8,130.92	10,507.37	12,531.83	14,947.26
<b>流动负债</b>	2,915.74	4,174.52	5,539.45	6,206.16	7,043.61
短期借款	417.50	1,227.53	1,727.53	1,727.53	1,727.53
应付票据	364.97	478.88	656.30	796.22	971.09
应付账款	909.86	1,024.73	1,404.35	1,703.78	2,077.95
其他	1,223.41	1,443.38	1,751.27	1,978.63	2,267.04
<b>非流动负债</b>	623.52	311.81	311.81	411.81	411.81
长期借款	280.07	148.60	148.60	248.60	248.60
其他	343.45	163.21	163.21	163.21	163.21
<b>负债合计</b>	3,539.26	4,486.33	5,851.25	6,617.96	7,455.42
少数股东权益	212.87	235.18	277.35	329.60	395.00
归属母公司股东权益	2,908.33	3,409.42	4,378.76	5,584.26	7,096.84
<b>负债和股东权益</b>	6,660.46	8,130.92	10,507.37	12,531.83	14,947.26

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,311.03	4,798.53	6,768.10	8,222.51	10,067.48
同比(%)	47.20%	44.93%	41.05%	21.49%	22.44%
归属母公司净利润	594.26	651.07	979.82	1,213.98	1,519.51
同比(%)	31.80%	9.56%	50.49%	23.90%	25.17%
毛利率(%)	31.91%	29.49%	31.48%	31.58%	31.85%
ROE%	22.19%	20.61%	25.16%	24.37%	23.96%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.50	2.25	2.79	3.49
P/E	47	43	28.6	23.1	18.4
P/B	9.62	8.21	6.39	5.01	3.94
EV/EBITDA	36.40	29.31	19.24	15.58	12.63

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	3,311.03	4,798.53	6,768.10	8,222.51	10,067.48
营业成本	2,254.42	3,383.68	4,637.22	5,625.91	6,861.46
营业税金及附加	13.93	21.69	30.60	37.17	45.51
销售费用	113.42	177.81	247.04	296.01	357.40
管理费用	122.57	161.47	223.35	271.34	332.23
研发费用	144.85	211.86	298.82	353.57	432.90
财务费用	47.77	99.89	190.67	213.72	230.12
减值损失合计	52.70	-35.24	18.91	18.44	18.89
投资净收益	56.26	8.70	26.59	30.52	21.94
其他	52.24	-21.40	51.81	51.39	51.60
<b>营业利润</b>	669.87	764.66	1,199.89	1,488.25	1,862.51
营业外收支	-2.33	4.14	2.45	1.44	2.08
<b>利润总额</b>	667.54	768.81	1,202.34	1,489.68	1,864.59
所得税	66.82	89.71	180.35	223.45	279.69
<b>净利润</b>	600.72	679.10	1,021.99	1,266.23	1,584.90
少数股东损益	6.46	28.02	42.17	52.25	65.40
<b>归属母公司净利润</b>	594.26	651.07	979.82	1,213.98	1,519.51
EBITDA	797.76	1,014.85	1,571.98	1,947.90	2,402.91
EPS(当年)(元)	1.37	1.50	2.25	2.79	3.49

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	326.32	490.43	842.30	1,285.27	1,590.89
净利润	600.72	679.10	1,021.99	1,266.23	1,584.90
折旧摊销	70.94	124.16	175.27	239.95	308.26
财务费用	59.28	121.88	194.36	218.26	230.06
投资损失	-56.26	-8.70	-26.59	-30.52	-21.94
营运资金变动	-359.78	-483.99	-529.48	-416.95	-520.41
其它	11.41	57.99	6.74	8.28	10.01
<b>投资活动现金流</b>	-928.95	-1,546.93	-1,214.15	-1,374.09	-1,358.70
资本支出	-792.08	-1,048.86	-1,240.73	-1,404.61	-1,380.64
长期投资	-143.97	11.79	26.59	30.52	21.94
其他	7.10	-509.85	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	670.09	336.29	305.64	-118.26	-230.06
吸收投资	143.01	14.24	0.00	0.00	0.00
借款	589.75	614.34	500.00	100.00	0.00
支付利息或股息	187.28	302.37	194.36	218.26	230.06
<b>现金流净增加额</b>	69.72	-719.10	-66.21	-207.09	2.12

## 研究团队简介

陈 磊，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@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。