

璞泰来（603659）：锂电综合服务商，从轻资产运营走向一体化发展

2020年11月18日

推荐/维持

璞泰来

公司报告

锂电池整体解决方案供应商。公司围绕锂离子电池在多领域布局，是国内人造石墨市场出货量第一的企业，技术路线受益行业发展趋势；在涂覆隔膜领域，公司产品受到宁德时代认可；涂布机业务发挥纽带作用，带动各业务之间协同发展，公司形成了提供锂电池生产综合解决方案的能力。

差异化产品与综合化服务共同提高客户粘性。1) 产品差异化属性在提供价格与利润空间的同时拉长了客户的认证周期。不同人造石墨产品制造过程与其物化属性的不同为产品定价提供了差异化的可能，公司产品定位高端，价格和毛利率均高于友商，差异化属性拉长了客户的认证周期，提升更换供应商门槛。2) 公司同时经营负极材料、涂布机、涂覆隔膜等业务，具有提供锂电池部分生产环节综合解决方案的能力，为锂电池生产者提供了极大的便利，便捷化的细致服务也提升了客户的重置成本，增加了客户粘性。

从轻资产运营走向一体化发展，全面塑造成本优势。1) 积极布局石墨化与焦炭类原材料，降低成本的同时平抑采购端原材料与出售端产品价格的波动。石墨化环节，因内蒙古低电价原因，我们测算公司石墨化成本中电费成本将从2019年的0.57万元/吨降至0.44万元/吨。2) 公司加大基膜领域投入，或带来涂覆隔膜成本优势。公司拟新建的基膜产能经济性较好，公司或将实现基膜、涂覆材料、涂布机所有环节一体化，成本优势将十分显著。

一体化效果逐渐凸显，公司盈利能力重回上升通道。公司石墨化内部采购比率持续提升，毛利率已经出现拐点，看好公司一体化程度提升对盈利能力的持续改善作用。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为7.22亿元、10.20亿元和14.40亿元，对应当前股本EPS分别为1.66、2.34和3.31元。对应2020.11.17收盘价66.44、47.03和33.32倍P/E。维持“推荐”评级。

风险提示：行业和客户需求或不及预期、产能投产进度或不及预期、成本下降幅度不及预期、行业竞争加剧导致产品价格下跌超出预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,311.03	4,798.53	5,018.95	6,522.00	8,390.50
增长率(%)	47.20%	44.93%	4.59%	29.95%	28.65%
归母净利润(百万元)	594.26	651.07	722.24	1,020.28	1,439.96
增长率(%)	31.80%	9.56%	10.93%	41.27%	41.13%
净资产收益率(%)	20.43%	19.10%	17.88%	21.11%	24.11%
每股收益(元)	1.37	1.50	1.66	2.34	3.31
PE	80.74	73.70	66.44	47.03	33.32
PB	16.50	14.07	11.88	9.93	8.03

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

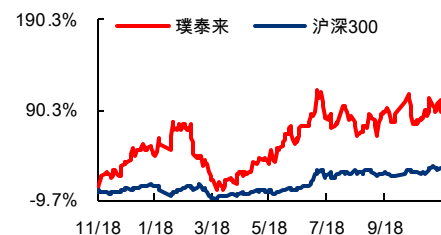
公司简介：

公司主营锂电池负极材料、涂覆隔膜、涂布机等业务

交易数据

52周股价区间(元)	123.25-58.28
总市值(亿元)	482.43
流通市值(亿元)	480.11
总股本/流通A股(万股)	43,757/43,547
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.16

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14801190700043

研究助理：吴昊（电子组）

010-66554130

wuhao_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119040019

目 录

1. 多业务协同发展, 定位于锂电池整体解决方案供应商	4
1.1 人造石墨龙头, 充分享受增长空间	4
1.2 涂覆隔膜份额高, 盈利能力逐渐提升	6
1.3 涂布机业务为纽带, 带动其他业务发挥协同效应	6
2. 差异化产品与综合化服务共同塑造高客户粘性	7
2.1 产品差异化属性奠定价格与利润空间, 长认证周期提升更换门槛	7
2.2 综合化服务, 提供便捷的同时提升客户重置成本	9
3. 从轻资产运营转向一体化布局, 全面塑造成本优势	10
3.1 负极材料业务深度布局上游	10
3.2 加大基膜投入, 隔膜业务竞争力进一步增加	12
4. 一体化布局效果凸显, 盈利能力重回上升通道	14
5. 收入与成本预测	14
6. 投资建议	15
7. 风险提示	15
相关报告汇总	17

插图目录

图 1: 2019 年公司营收结构	4
图 2: 2019 年公司不同业务毛利率情况	4
图 3: 公司各项业务对应子公司和组织架构	4
图 4: 锂离子电池负极材料分类	5
图 5: 国内负极材料市场需求结构	5
图 6: 2018 年全球负极材料行业竞争格局	6
图 7: 2018 年国内人造石墨市场竞争格局	6
图 8: 公司涂覆加工膜加工及出货情况	6
图 9: 公司涂覆隔膜业务毛利率与上海恩杰、星源材质对比	6
图 10: 公司涂布机 (从左向右分别是挤压式涂布机、立板式涂布机、微凹板隔膜陶瓷涂布机)	7
图 11: 公司各项业务在产业链中的位置	7
图 12: 针状焦石墨化机制	8
图 13: 江西紫宸人造石墨生产工序	8
图 14: 公司与友商相关产品售价情况	8
图 15: 公司与友商相关业务毛利率情况	8
图 16: 公司对 CATL 销售种类与金额 (亿元)	9
图 17: 公司对 ATL 销售种类与金额 (亿元)	9
图 18: 公司在积极向石墨化、原材料等环节渗透	10
图 19: 2020 年 Q1 公司负极材料成本结构	12
图 20: 公司负极产品原材料单价变动率	12

图 21： 公司涂覆隔膜生产一体化布局情况	13
图 22： 兴丰石墨化销量结构情况	14
图 23： 公司石墨化采购结构情况	14
图 24： 公司毛利率情况	14

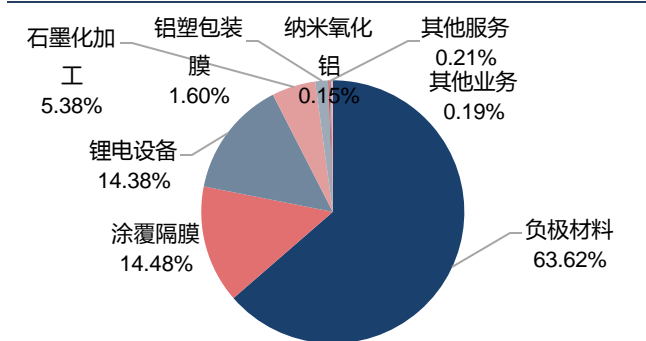
表格目录

表 1： 人造石墨与天然石墨的对比.....	5
表 2： 2019 年公司石墨化成本及其中耗电情况.....	11
表 3： 公司石墨化加工中电费成本将不断下降	11
表 4： 公司与友商产线投资额情况统计	12
表 5： 公司基膜产品成本大致测算.....	13
表 6： 公司分项业务收入与成本预测（至 2022 年）	15

1. 多业务协同发展, 定位于锂电池整体解决方案供应商

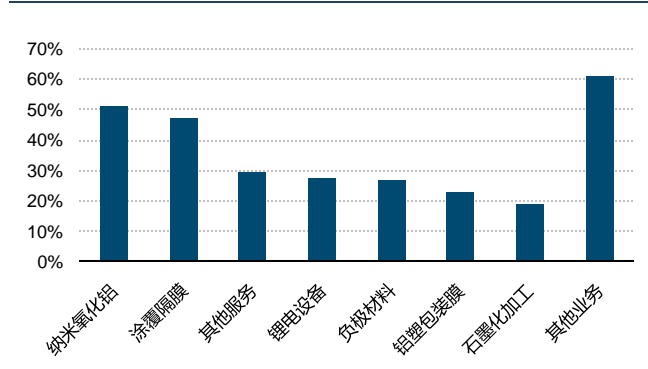
公司业务围绕锂离子电池开展, 主要产品为锂离子电池负极材料、锂离子电池涂覆隔膜、涂布机等锂电设备, 此外公司还有少部分锂电隔膜基膜、铝塑膜产品, 2019 年公司营收结构如图 1 所示, 2019 年不同业务毛利率如图 2 所示。公司各业务由不同子公司负责, 负极材料类业务主要由紫宸系子公司负责, 锂电隔膜类公司主要由月泉系子公司负责, 锂电设备业务主要由嘉拓系子公司负责, 公司组织架构如图 3 所示。

图1: 2019 年公司营收结构



资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所引用

图2: 2019 年公司不同业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所引用

图3: 公司各项业务对应子公司和组织架构



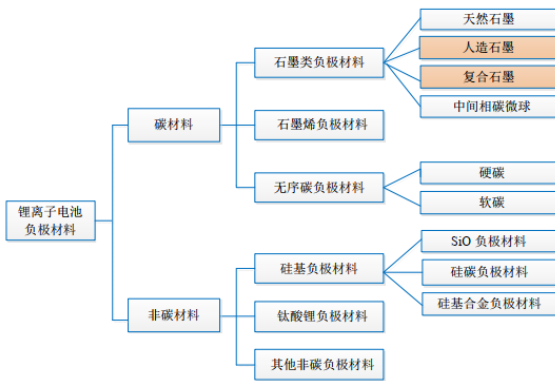
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所引用

1.1 人造石墨龙头, 充分享受增长空间

人造石墨是当前锂电负极材料主流。锂离子电池负极材料分为碳材料和非碳材料, 如图 4 所示。碳类材料中天然石墨和人造石墨是目前主流技术路线, 人造石墨因为在满足一定能量密度要求的同时兼具较好的循

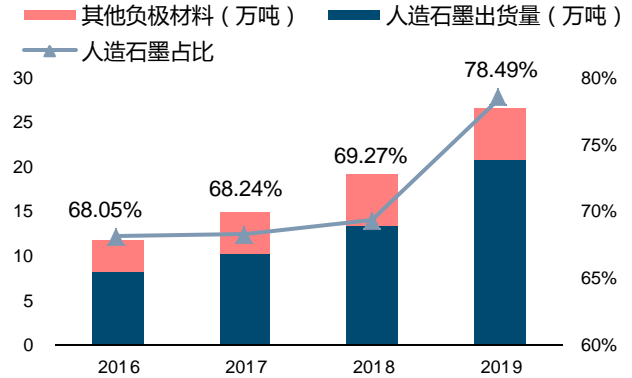
环性能, 因此成为动力电池和高端消费电子电池的选择。新产业智库统计数据表明, 2019 年国内锂电负极材料出货量 26.5 万吨, 同比增长 38%。其中人造石墨出货量 20.8 万吨, 占比负极材料总出货量 78.5%, 相比 2018 年占比提升 9.2 个百分点, 如图 5 所示。

图4: 锂离子电池负极材料分类



资料来源: 凯金能源招股说明书, 东兴证券研究所引用

图5: 国内负极材料市场需求结构



资料来源: 新产业智库, 东兴证券研究所

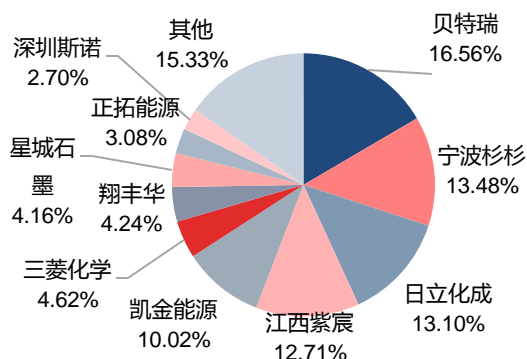
表1: 人造石墨与天然石墨的对比

指标	人造石墨	天然石墨
原材料	石油焦、针状焦、沥青焦等	天然鳞片晶质石墨
制造过程	粉碎、造粒、分级、石墨化等	粉碎、球化、分级、纯化、表面处理等
克容量	310-360mAh/g	340-370mAh/g
循环性能	较好	相对较差
制造成本	因工艺差异, 成本相对较高	相对较低
售价	相对较高	相对较低
主要适用范围	动力电池领域; 高端消费电池领域	消费电池领域

资料来源: 凯金能源招股说明书、东兴证券研究所

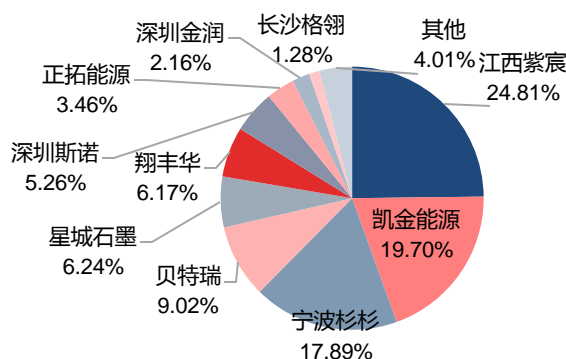
公司是**人造石墨负极领域龙头, 充分受益下游需求带动**。据凯金能源招股说明书引用高工锂电统计数据, 公司负责负极材料业务的子公司江西紫宸 2018 年以 12.71% 的市占率位居全球负极材料市场第四, 以 17.19% 的市占率位居国内负极材料市场第三, 以 24.81% 的市占率位居国内人造石墨市场第一。分别如图 5 和图 6 所示。近年来, 随着新能源汽车和动力电池需求的高速增长, 更适用于动力电池领域的人造石墨得到广泛应用, 人造石墨在负极材料中的占比不断提升, 公司作为人造石墨行业龙头, 将长期受益汽车电动化浪潮。

图6: 2018 年全球负极材料行业竞争格局



资料来源: 高工锂电, 凯金能源招股说明书, 东兴证券研究所

图7: 2018 年国内人造石墨市场竞争格局

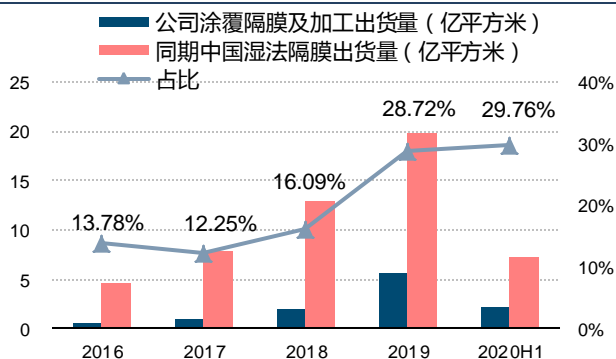


资料来源: 高工锂电, 凯金能源招股说明书, 东兴证券研究所

1.2 涂覆隔膜份额高, 盈利能力逐渐提升

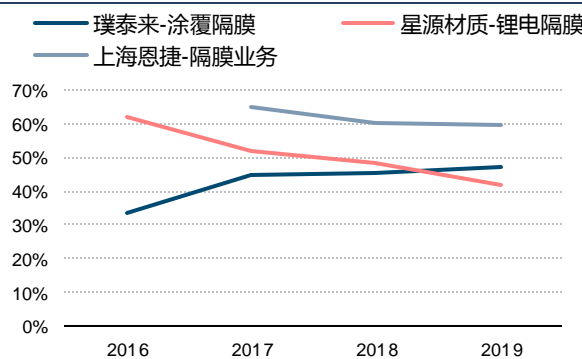
公司的隔膜业务模式为来料加工模式, 近年来逐渐向基膜领域渗透, 盈利能力不断提升。公司涂覆隔膜出货份额在国内位居前列, 据公司公告, 2019 年与 2020 年上半年公司涂覆隔膜加工出货量占到了当期国内湿法隔膜出货量的 3 成左右, 如图 8 所示。公司涂隔膜主要客户为宁德时代, 双方合作模式为: 宁德时代采购基膜后发货给璞泰来子公司东莞卓高, 东莞卓高进行涂覆加工, 收取加工费。近年来, 公司积极布局基膜产能, 上海月泉与溧阳月泉基膜产能逐渐增加, 截至 2020 年 7 月 10 日公告日, 公司已经通过溧阳月泉形成 1 亿平方米基膜产能, 而且拟募资新建 2.49 亿平方米基膜产能, 随着公司基膜自给率提升, 公司涂覆隔膜业务盈利能力或将持续提升。

图8: 公司涂覆加工膜加工及出货情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图9: 公司涂覆隔膜业务毛利率与上海恩杰、星源材质对比



资料来源: 各公司公告, 东兴证券研究所

1.3 涂布机业务为纽带, 带动其他业务发挥协同效应

涂布机市占率处于行业前列。公司涂布机主要包括极片涂布机和隔膜涂布机, 极片涂布机主要作用是正负极材料涂覆到铜箔和铝箔金属片上, 隔膜涂布机主要作用是将绝缘材料涂覆到隔膜上, 公司涂布机产品如图 10 所示。公司招股说明书显示, 全资子公司深圳新嘉拓 2014 年在中国锂离子电池前端设备企业排名

中位列第二, 市场占有率 11.2%; 2015 年中国全部锂电设备产值排名中位列第三, 市场占有率 4.62%; 2016 年在中国锂电池设备竞争格局中排名第三位, 市场份额为 5.2%。

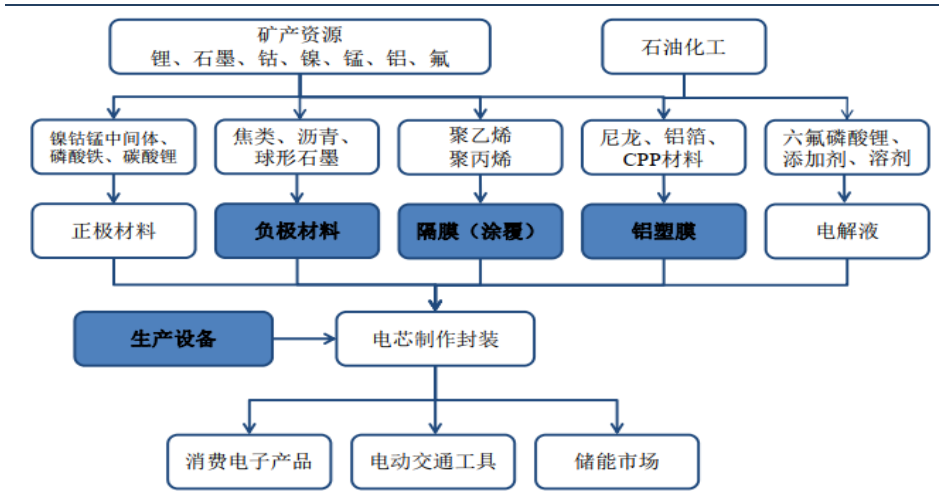
图10: 公司涂布机(从左向右分别是挤压式涂布机、立板式涂布机、微凹板隔膜陶瓷涂布机)



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所引用

涂布机为纽带, 各业务之间具备协同效应。因为涂布机的作用对象就是正负极材料和隔膜, 所以涂布机可以检验负极材料和涂布隔膜是否符合电池厂加工要求, 而负极材料和隔膜业务可以为涂布机的设计及制造提供经验。公司在不同业务上积累的经验可以对各项业务起到正向促进作用。公司业务在产业链中的位置关系如图 11 所示。

图11: 公司各项业务在产业链中的位置



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所引用

2. 差异化产品与综合化服务共同塑造高客户粘性

2.1 产品差异化属性奠定价格与利润空间, 长认证周期提升更换门槛

人造石墨负极材料差异化属性明显。人造石墨负极产品生产原理和基本工艺已经较为成熟, 包括前端的粉碎造粒、中间的石墨化以及后端球磨筛分等三部分主要工艺。其中石墨化主要工作是将结构无序的碳系原

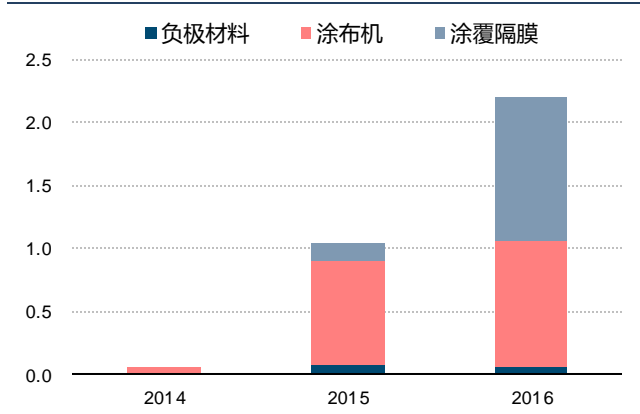
时少则半年、长则 3 至 5 年。出于对产品性能的稳定性和一致性要求, 动力电池的正极材料、负极材料和电解液的体系匹配确定后则不能随意更换, 如需更换某一主要材料, 需从小试开始重复上述的产品测试程序。按照行业 IATF16949 要求, 材料一旦通过电池生产制造商进入汽车厂商的供应体系后, 未经汽车厂商的同意, 材料不得更换。”

我们认为, 人造石墨负极材料是一个较为优质的赛道, 产品有定价和利润空间, 客户粘性高, 公司人造石墨产品定位高端, 与友商错位竞争, 将充分享受到负极赛道中附加值较高的市场。

2.2 综合化服务, 提供便捷的同时提升客户重置成本

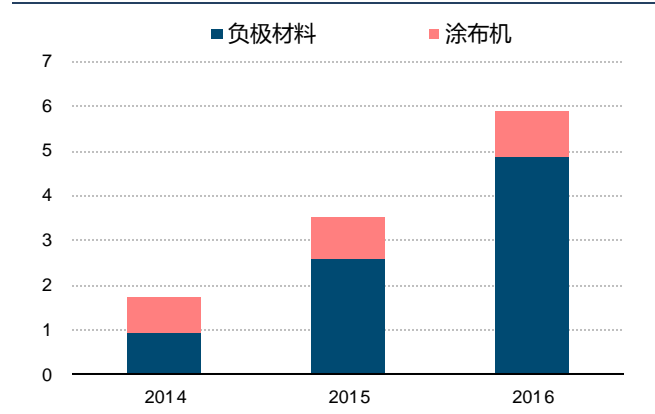
公司同时经营负极材料、涂布机、涂覆隔膜等业务, 具有提供锂电池部分生产环节综合解决方案的能力, 为锂电池生产者提供了极大的便利, 我们认为这是公司最核心的竞争力之一。动力电池生产中正负极材料的涂布对电池安全性、一致性影响较大, 隔膜也是影响电池安全的关键部分, 对于电池企业而言, 公司提供负极材料的同时还提供涂布设备及技术, 缩短设备与材料之间的匹配与调试时间, 可以有效提升生产效率。以公司重要客户 CATL 为例, 2014 年仅从公司购买涂布机, 在 2015 年加大涂布机需求的同时尝试公司的负极材料与涂覆隔膜, 在 2016 年又大规模采购涂覆隔膜。CATL 逐步从涂布机客户成为综合服务采购者。ATL 也是公司负极材料及涂布机客户, 且逐年加大从公司采购的额度。如图 16 和图 17 所示。

图 16: 公司对 CATL 销售种类与金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 17: 公司对 ATL 销售种类与金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

便捷化的细致服务也提升了客户的重置成本。客户从公司采购多种互相配合使用的材料及设备, 如果将其中一部分更换为其他厂商产品, 至少需要新增加调试时间, 从而导致生产不连续、降低相关环节产能利用率, 带来利益的损失。因此我们认为, 公司综合性的细致服务提升了客户重置成本, 增加了客户粘性。

表2: 2019 年公司石墨化成本及其中耗电情况

项目	山东兴丰	内蒙古兴丰
2019 年销量 (吨)	12040	13741
电价 (元/ kWh)	0.58	0.28
石墨化单位产出耗电 (kWh/ 吨)	A	
2019 年合并口径石墨化成本 (万元/吨)	0.93	
2019 年合并口径石墨化成本中电费占比	61.01%	
2019 年石墨化成本中电费 (万元/吨)	0.57	
推导得出	A=13505.96	

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表3: 公司石墨化加工中电费成本将不断下降

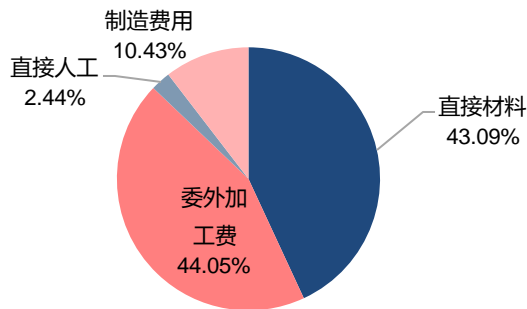
项目	2018 年	2019 年	2022 年	中长期
石墨化产能	山东 1 万吨	山东 1 万吨+内蒙古 5 万吨 (部分投产)	山东 1 万吨 (技改后) + 内蒙古 5 万吨 (全投产)	山东 1 万吨 (技改后) + 内蒙古 10 万吨 (全投产)
山东销量 (吨)	9398.98	12040.38	18216*	18216*
内蒙古销量 (吨)	0	13740.96	55000*	105000*
合计销量 (吨)	9398.98	25781.34	73216	123216
山东电价 (元/ kWh) *	0.58	0.58	0.58	0.58
内蒙古电价 (元/ kWh) *	0.28	0.28	0.28	0.28
石墨化单位产出耗电 (kWh/ 吨)	13505.96	13505.96	13505.96	13505.96
电费成本 (元/吨)	7833.46	5673.93	4789.75	4380.68
电费成本较前一阶段降幅	-	-27.57%	-15.58%	-8.54%

*2022 年山东和内蒙古销量为公司公告预测值, 中长期销量为东兴证券预测值, 山东与内蒙古电价为公司公告值

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所预测

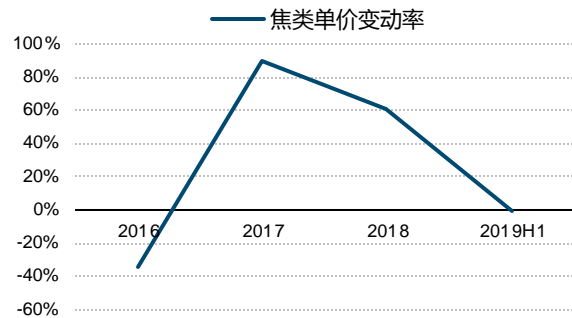
布局原材料有助于平抑采购端和出售端价格波动。直接材料在公司负极产品成本中占比在 40%左右, 2020 年第一季度公司负极材料成本中直接材料占比 43.09%, 原料价格波动对公司产品成本、售价温定性影响重大。而公司重要原材料焦类价格波动剧烈, 不同年份之间均价波动幅度高达 123.09%。公司通过振兴炭材布局焦类原材料对于平抑成本端采购价格波动、促进产品出售端价格稳定有重要作用。同时, 布局原材料环节有助于公司降成本。

图19: 2020年Q1公司负极材料成本结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图20: 公司负极产品原材料单价变动率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为, 公司通过在焦类原材料和石墨化环节的布局, 能够有效降低原材料采购成本和石墨化加工成本, 较友商获得成本上的优势, 公司可以拥有更高的毛利率或者以更低的价格与友商竞争从而获得更多市场份额。

3.2 加大基膜投入, 隔膜业务竞争力进一步增加

基膜产能扩张, 具备一定竞争力。截至2020年7月10日公告, 公司通过溧阳月泉形成1亿平方米的基膜产能, 同时拟募资投建2.49亿平方米基膜。经过测算, 公司新投建的2.49亿平方米基膜产能具备成本优势, 单位产能投资额与隔膜行业头部企业恩捷股份、星源材质较为接近, 如表4所示。公司产能较小, 产能利用率容易维持在合理水平, 基膜将在成本方面具备竞争力。

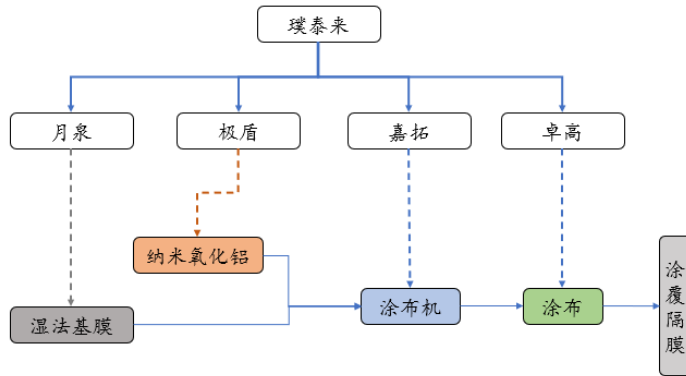
表4: 公司与友商产线投资额情况统计

企业	项目名称	设计年产能 (亿平方米)	投资额 (亿元)	单位产能投资额 (元/平方米)
星源材质	年产3.6亿平方米锂电池湿法隔膜项目	3.6	19.96	5.54
沧州明珠	年产1.05亿平方米锂电池湿法隔膜项目	1.05	5.92	5.64
金冠股份	湖州金冠锂电池隔膜生产基地建设项目	2.7	12.17	4.51
恩捷股份	恩捷珠海二期湿法隔膜项目	3.6*	11	3.06
星源材质	年产2亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目	2	5	2.50
璞泰来	溧阳月泉年产锂离子电池隔膜2.49亿平方米项目	2.49	7.82	3.14

*恩捷股份珠海二期项目未披露产能, 3.6亿平方米是根据其披露单线产能和产线数量推算而来, 或与实际情况有一定差异

资料来源: 各公司公告, 东兴证券研究所

涂覆隔膜生产或走向高度一体化, 带来成本优势。在基膜具备成本竞争力的背景下, 公司使用自己的基膜加工涂覆隔膜出售对客户而言将具备吸引力。相比于友商而言, 公司掌握涂布机生产、涂覆材料生产、基膜生产, 而竞争者中几乎没有同时掌握这三项业务的, 因此如果公司涂覆隔膜使用自己的基膜产品, 将获得较大的成本优势。

图21: 公司涂覆隔膜生产一体化布局情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们测算, 如按照 2019 年公司的良品率生产, 2.49 亿平方米湿法基膜完全投产后, 成本约在 0.81 元/平方米左右, 较市场 9 微米湿法基膜销售均价 1.2 元/平方米低 30%左右。如公司生产良品率提升, 公司产品成本仍将有所下降空间。如果使用自产隔膜生产涂覆隔膜, 产品附加值将大幅提升。具体测算过程如表 5 所示。

表5: 公司基膜产品成本大致测算

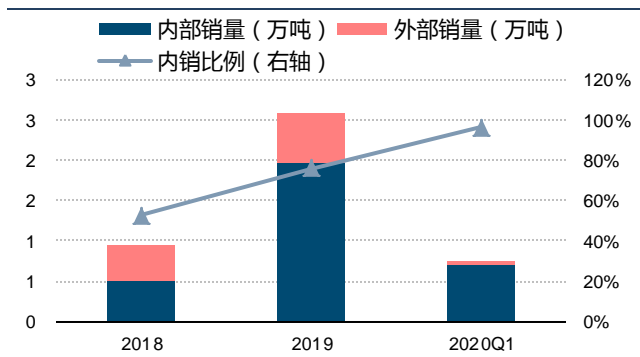
项目	金额
PE (万元)	150.24
2019H1 原材料采购金额	
石蜡油 (万元)	86.38
二氯甲烷 (万元)	98.97
2019 年基膜产量 (万平方米)	1602
单位产出原材料成本 (元/平方米)	0.42
单位产出投资额 (元/平方米)	3.14
折旧年限假设	10
单位产出折旧成本 (元/平方米)	0.314
单位产出人工成本假设 (元/平方米) *	0.08
单位产出成本合计 (元/平方米) (不包含水电等能源成本)	0.81
市场 9 微米湿法基膜平均售价 (元/平方米, 2020 年 11 月 12 日)	1.2

*假设基膜生产的人工成本与 2019 年所有隔膜业务平均人工成本保持一致, 假设 2019 年上半年采购原料全部用于生产, 全年原材料消耗量为上半年的 2 倍
 资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所测算

4. 一体化布局效果凸显, 盈利能力重回上升通道

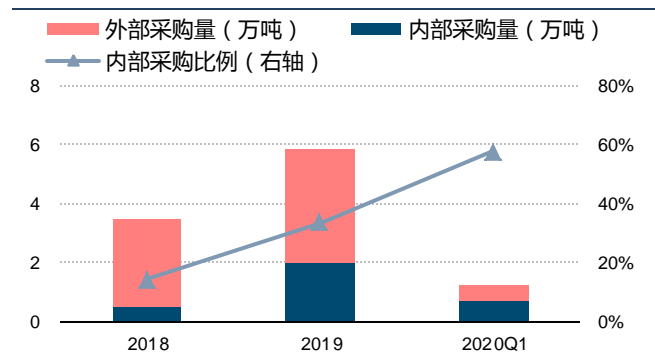
此前随着焦类原材料价格剧烈波动、负极材料售价的波动, 公司负极产品盈利能力逐年下滑, 至 2019 年公司负极材料毛利率已经降至 26.87%, 公司整体毛利率降至 29.49%。但公司持续加大一体化力度, 以负极材料石墨化环节为例, 兴丰石墨化产能对内销量比例已经于 2020 年 Q1 升至 96.4%, 而公司石墨化采购来源内部占比也也已经升至 57.59%。如图 22、23 所示。

图22: 兴丰石墨化销量结构情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

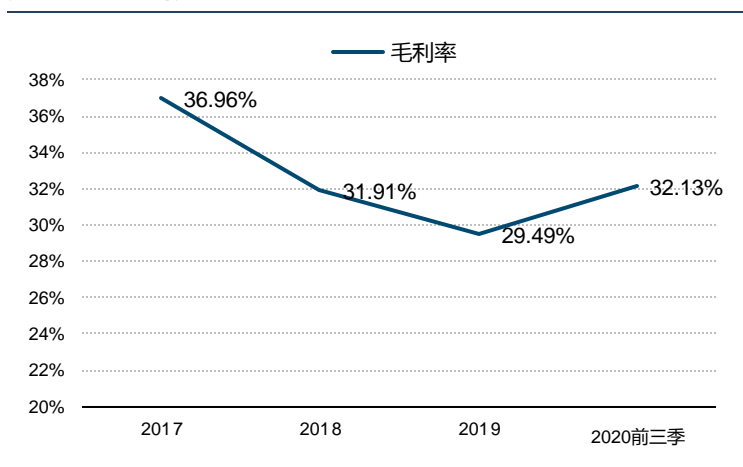
图23: 公司石墨化采购结构情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

反映在财务数据上, 公司毛利率已经走过低点, 逐渐提升。公司毛利率已经走过低点, 正在逐渐提升, 我们认为随着公司石墨化自供比例提升、将山东兴丰剩余 49% 股权收购以及基膜产能投产释放, 公司成本将进一步下降, 毛利率有望持续提升。

图24: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 收入与成本预测

我们预测公司营业收入与成本情况如表 6 所示。

表6: 公司分项业务收入与成本预测 (至 2022 年)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	47.99	50.19	65.22	83.91
年增速		4.59%	29.95%	28.65%
综合毛利率	29.49%	32.46%	34.14%	36.17%
负极材料				
营业收入 (亿元)	30.53	38.30	51.75	68.63
年增速		25.45%	35.13%	32.61%
毛利率	26.87%	29.67%	31.57%	34.60%
涂覆隔膜				
营业收入 (亿元)	6.95	6.50	7.70	9.28
年增速		-6.44%	18.46%	20.48%
毛利率	47.07%	54.28%	56.63%	53.48%
锂电设备				
营业收入 (亿元)	6.90	3.6	4.32	4.32
年增速		-47.83%	20.00%	0.00%
毛利率	27.35%	26.70%	26.70%	26.70%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所预测 (仅列示总体情况和负极材料、涂覆隔膜、锂电设备三项业务, 其他业务未列示)

6. 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.22 亿元、10.20 亿元和 14.40 亿元, 对应当前股本 EPS 分别为 1.66、2.34 和 3.31 元。对应 2020.11.17 收盘价 66.44、47.03 和 33.32 倍 P/E。维持“推荐”评级。

7. 风险提示

行业 and 客户需求或不及预期、产能投产进度或不及预期、成本下降幅度不及预期、行业竞争加剧导致产品价格下跌超出预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4,717.76	4,969.89	5,386.27	6,400.86	8,300.91	营业收入	3,311.	4,798.53	5,018.95	6,522.00	8,390.50
货币资金	1,334.27	862.30	1,462.22	1,536.06	2,210.31	营业成本	2,254.	3,383.68	3,389.80	4,295.70	5,355.59
应收账款	977.80	1,260.67	1,318.58	1,608.16	2,068.89	营业税金及附加	13.93	21.69	21.90	28.97	36.95
其他应收款	10.80	11.80	12.34	16.04	20.63	营业费用	113.42	177.81	200.76	251.28	329.44
预付款项	148.91	81.02	130.11	118.12	103.17	管理费用	122.57	161.47	200.76	240.17	322.30
存货	1,906.79	2,265.13	2,269.22	2,875.66	3,585.17	财务费用	47.77	99.89	150.00	194.92	250.76
其他流动资产	133.55	186.02	193.80	246.82	312.73	研发费用	144.85	211.86	221.60	287.96	370.46
非流动资产合计	1,942.70	3,161.03	2,894.58	3,440.25	3,258.02	资产及信用减值损*	52.70	35.24	36.86	47.90	61.62
长期股权投资	1.00	232.42	232.42	232.42	232.42	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	680.34	1,476.40	1,358.29	1,912.18	1,738.07	投资净收益	56.26	8.70	3.05	3.05	3.05
无形资产	220.00	222.80	209.43	196.87	185.05	加: 其他收益	52.64	50.98	43.67	20.00	20.00
其他非流动资产	88.15	135.77	0.00	0.00	0.00	营业利润	669.87	764.66	843.97	1,198.15	1,686.43
资产总计	6,660.46	8,130.92	8,280.85	9,841.11	11,558.9	营业外收入	1.24	4.84	1.92	2.00	2.92
流动负债合计	2,915.74	4,174.52	3,793.14	4,514.95	5,031.51	营业外支出	3.58	0.70	0.98	1.00	0.89
短期借款	417.50	1,227.53	615.74	757.11	573.42	利润总额	667.54	768.81	844.91	1,199.15	1,688.46
应付账款	909.86	1,024.73	1,012.52	1,283.11	1,599.69	所得税	66.82	89.71	91.58	134.95	186.52
预收款项	702.67	716.58	981.59	1,163.22	1,396.90	净利润	600.72	679.10	753.33	1,064.19	1,501.94
一年内到期的非流动负债	162.36	320.75	320.75	320.75	320.75	少数股东损益	6.46	28.02	31.08	43.91	61.97
非流动负债合计	623.52	311.81	182.30	182.30	182.30	归属母公司净利润	594.26	651.07	722.24	1,020.28	1,439.96
长期借款	280.07	148.60	148.60	148.60	148.60	主要财务比率					
应付债券	226.51	65.63	0.00	0.00	0.00	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计	3,539.26	4,486.33	3,975.44	4,697.24	5,213.81	成长能力					
少数股东权益	212.87	235.18	266.27	310.18	372.15	营业收入增长	47.20%	44.93%	4.59%	29.95%	28.65%
实收资本(或股本)	434.70	435.22	435.22	435.22	435.22	营业利润增长	29.87%	14.15%	10.37%	41.97%	40.75%
资本公积	1,101.14	1,137.27	1,137.27	1,137.27	1,137.27	归属于母公司净利润增长	31.80%	9.56%	10.93%	41.27%	41.13%
未分配利润	1,395.16	1,829.90	2,384.27	3,133.86	4,215.46	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2,908.33	3,409.42	4,039.15	4,833.69	5,972.97	毛利率(%)	31.91%	29.49%	32.46%	34.14%	36.17%
负债和所有者权益	6,660.46	8,130.92	8,280.85	9,841.11	11,558.9	净利率(%)	18.14%	14.15%	15.01%	16.32%	17.90%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)					
经营活动现金流	326.32	490.43	1,158.12	1,104.98	1,474.96	偿债能力					
净利润	600.72	679.10	753.33	1,064.19	1,501.94	资产负债率(%)	53.14%	55.18%	48.01%	47.73%	45.11%
折旧摊销	277.25	328.08	0.00	146.11	174.11	流动比率	1.62	1.19	1.42	1.42	1.65
财务费用	47.77	99.89	150.00	194.92	250.76	速动比率	0.96	0.65	0.82	0.78	0.94
应收账款减少	-214.26	-282.86	-57.91	-289.59	-460.73	营运能力					
预收账款增加	340.05	13.91	265.00	181.64	233.67	总资产周转率	0.60	0.65	0.61	0.72	0.78
投资活动现金流	-928.95	-1,546.9	402.37	-751.71	-65.43	应收账款周转率	3.80	4.29	3.89	4.46	4.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.08	4.96	4.93	5.68	5.82
长期投资减少	87.28	-235.53	0.41	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	56.26	8.70	3.05	3.05	3.05	每股收益(最新摊薄)	1.37	1.50	1.66	2.34	3.31
筹资活动现金流	670.09	336.29	-960.57	-279.43	-735.28	每股净现金流(最新摊薄)	0.16	-1.65	1.38	0.17	1.55
应付债券增加	33.40	-160.87	-65.63	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	6.68	7.83	9.28	11.11	13.72
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	1.99	0.52	0.00	0.00	0.00	P/E	80.74	73.70	66.44	47.03	33.32
资本公积增加	44.92	36.13	0.00	0.00	0.00	P/B	16.50	14.07	11.88	9.93	8.03
现金净增加额	67.46	-720.21	599.92	73.84	674.25	EV/EBITDA	59.97	48.69	42.30	30.72	22.05

*资产及信用减值损失记为正值

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	特斯拉造电池更重要的意义在于对产业的推动作用——新能源汽车系列报告 16	2020-09-28
行业报告	新能源汽车系列报告 15: 7 月欧洲新能源汽车销量增速或超 200%, 全年 130 万销量可期	2020-08-06
行业报告	新能源汽车行业系列报告 14: Northvolt 获宝马订单, 中国供应商有望受益	2020-07-22
行业报告	官方加强电网规划投资管理, 上半年新能源车市表现分化——电力设备与新能源行业月报 (2020 年 7 月)	2020-07-14
行业报告	电力设备与新能源行业报告: 国内新能源汽车市场出现分化, 福特与大众牵手合作	2020-06-16
行业报告	电力设备与新能源行业报告: 光伏系列报告 1: 行业规范提标, 加速新技术产业化	2020-06-14
行业报告	新能源汽车系列报告 13: 欧洲新能源汽车推广超预期逻辑逐步获验	2020-06-02
行业报告	电力设备与新能源行业报告: 未来已来, 特斯拉产业链系列报告 (三): 新能源, “芯”战场	2020-06-02
行业报告	汽车&电新行业: 大众投资江淮、国轩, 加码在华新能源布局——暨新能源汽车系列报告 12	2020-06-01
行业报告	新能源汽车系列报告 11: 无惧疫情, 欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期	2020-05-24
行业报告	新能源汽车系列报告 10: 官方提高对新能源整车和动力电池的安全技术要求	2020-05-17
行业报告	电力设备与新能源行业报告: 欧洲新能源汽车和国内风电行业颇具韧性	2020-05-13
行业报告	风电: 奔向“平价”的清洁能源	2020-05-13
公司报告	孚能科技 (688567): 软包动力电池强者, 掘金新能源汽车市场	2020-11-11
公司报告	星源材质 (300568): 湿法隔膜成出货主力, 三大变化助推份额提升	2020-10-29
公司报告	贝特瑞 (835185): 具备成本优势与先发优势的正负极材料供应商	2020-09-23
公司报告	星源材质 (300568): 全球化供应加速, 成本优势有望建立	2020-06-30
公司报告	福莱特: 长坡厚雪, 无惧波动	2020-04-24
公司报告	福莱特 (601865): 光伏玻璃赛道优质, 公司持续盈利能力出色	2019-12-02
公司报告	金风科技 (002202): 低谷已过, 有望迎来业绩拐点	2020-04-07
公司报告	恩捷股份 (002812): 如何在锂电隔膜行业实现后来者居上?	2020-04-21
公司报告	恩捷股份 (002812): 锂电隔膜行业龙头, 竞争优势明显	2020-03-18
公司报告	宁德时代 (300750): 客户粘性为盾, 纵向一体化为矛	2020-05-07
公司报告	特锐德 (300001): 大浪淘沙, 沉者为金	2020-05-15
公司报告	中环股份 (002129): 半导体持续突破, 光伏大硅片引领行业进步	2020-03-30
公司报告	中环股份 (002129): 半导体硅片国产化龙头, 12 英寸即将放量	2020-03-15
公司报告	卧龙电驱 (600580): 19 年预盈幅度略低预期, 长期看好与 ZF 的合作	2020-01-21
公司报告	卧龙电驱 (600580): 拥抱欧洲新能源汽车市场	2020-01-03

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA (金融方向), 2019 年 5 月加入东兴证券研究所, 任电力设备与新能源行业首席分析师, 此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜, 如: 金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师 (电气设备行业) 评选, 今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师 (电气设备行业) 评选, 《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师 (电气设备行业) 评选, 第一财经 2016 最佳卖方分析师 (电气设备行业) 评选, 以及中国证券业 2013 年金牛分析师 (高端装备行业) 评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版; 受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士, 2019 年加入东兴证券, 从事电力设备与新能源行业研究, 主要负责新能源汽车产业链方向。

吴昊

北京航空航天大学材料工程硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事电子行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526