

璞泰来(603659)/新能源汽车

定增加码负极一体化、涂覆膜,海外客户持续突破

评级: 买入(维持)

市场价格: 64.3

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	435
流通股本(百万股)	194
市价(元)	64.30
市值(百万元)	27985
流通市值(百万元)	12444

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 石墨化产能释放毛利率回升, 盈利拐点向上
- 2 负极+涂覆膜销量大增, 石墨化产能释放盈利望回升
- 3 产能大幅扩张期, 负极+涂覆隔膜望加速放量
- 4 三季度经营性现金流明显改善, 股权激励助力长远发展
- 5 深度: 锂电中游平台新贵再扬帆

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,311.03	4,798.53	6,276.60	7,906.97	9,564.32
增长率 yoy%	47.20%	44.93%	30.80%	25.98%	20.96%
净利润	594.3	651.1	944.7	1,294.3	1,617.1
增长率 yoy%	31.80%	9.56%	45.10%	37.00%	24.94%
每股收益(元)	1.37	1.50	2.17	2.97	3.72
每股现金流量	0.75	1.13	2.46	3.52	5.06
净资产收益率	20.43%	19.10%	18.86%	21.26%	22.40%
P/E	47.1	43.0	30	22	17
PEG	1.6	1.3	1.0	0.7	0.5
P/B	9.6	8.2	5.6	4.6	3.9

备注:

投资要点

■ **事件: ①公司发布 2019 年报: 1) 实现收入 47.99 亿, 同比+44.93%; 归母净利润 6.51 亿, 同比+9.56%; 扣非归母净利润 6.06 亿, 同比+22.43%; 2) 三项费用上: 销售/管理/财务费用分别为 1.78/3.73/1.00 亿, 分别同比 +56.77%/39.61%/109.13%; 费用率分别为: 3.71%/7.78%/2.08%, 分别同比变动+0.28/-0.30/+0.64 个百分点, 三项费用控制良好; 3) 单季度看, 2019Q4 收入 12.97 亿元, Q4 同比+27.22%, 环比-2%, Q4 归母净利润 1.93 亿; Q4 扣非归母净利润为 1.85 亿元, 同比+15.95%, 环比 2.1%; 4) 毛利率方面: 2019 综合毛利率 29.43%, 其中 2019Q1/Q2/Q3/Q4 单季毛利率分别为 26.51%/27.32%/30.83%/32.39%, 毛利率逐季度回升; 5) 经营活动现金流量净额 4.90 亿, ROE 为 20.77%。业绩符合预期。**

■ **拟定增 49.59 亿, 加码负极材料一体化, 扩产涂覆膜, 并拟收购山东兴丰剩余 49% 股权, 夯实业绩: ①收购山东兴丰 49% 股权 (拟募 7.35 亿, 作价 7.4 亿, 业绩承诺 2020-2022 扣非利润分别为 1.5/1.8/2.2 亿元), 夯实公司业绩; ②产能扩建: 负极材料扩建 5 万吨 (募 10.14 亿)、负极石墨化 5 万吨 (募 4.28 亿)、隔膜 2.49 亿平方米项目 (募 7.1 亿)、新型涂覆隔膜项目 (募 3.09 亿, 5 亿平方米); ③锂电池隔膜高速线研发项目 (募 2.78 亿); ④补流动资金 14.85 亿元。截止 19 年底, 公司具备 6 万吨负极及石墨化加工、3 万吨炭化产能, 2020 年将在内蒙推进 2 万吨负极, 并募资在内蒙建设 5 万吨负极及 5 万吨石墨化产能。未来 3 年, 公司计划逐步实现 15 万吨负极及 10 万吨石墨化加工、20 亿平涂覆隔膜、500 台锂电设备产能规模。**

■ **负极+涂覆产销高增, 海外客户持续突破。具体细分业务看:**

- 1) 负极材料一体化布局, 产销高增, 2020 年海外动力客户份额提升:
 - a) 行业上: 人造石墨竞争格局持续集中, 2019 年 CR3/CR5 分别 63%/80%, 分别提升 1.9/2.9 个 pct; 公司人造石墨份额约占 22.4%;
 - b) 2019 年公司负极出货量 45,757 吨 (2019 上/下半年分别为 2.1/2.48 万吨), 同比+56.24%; 其中江西紫宸实现收入 30.55 亿, 同比+54.1%, 单吨均价 6.67 万/吨 (同比-1.5%); 净利润约 4.63 亿, 同比+10.36%; 毛利率 27% (同比-7 个 PCT); 负极业务利润增速低于收入增速, 主要系 19 上半年

成本由于原材料针状焦价格上涨，石墨化委外比例提升，单吨平均成本 4.88 万/吨（2018 年 4.47 万.吨），同比大幅提升；随着下半年材料价格回落，且石墨化、炭化产能逐步投产，毛利率季度企稳回升。C) **石墨化加工**：业务收入 2.58 亿元，同比-32.2%。其中山东兴丰石墨化收入 5.27 亿，同比+16.2%，净利润 0.59 亿，同比+322%；毛利率 19%（同比+8.01 个 PCT），主要系内蒙石墨化产能释放，规模化、设备高效化带来成本下降，石墨化毛利率回升；d) **公司负极竞争优势**：公司人造石墨产品定位高端，从高端 3C 消费、动力电池领域，客户结构优异，以国内 CATL、ATL，为主，海外以 LG 化学、三星等为主。通过负极材料一体化（上游参股针状焦企业振兴炭材+山东/内蒙兴丰石墨化加工自供降本）构建成本优势，受益全球电动化，公司海外动力客户份额大幅提升，贡献业绩弹性。

3) 基膜及涂覆膜：19 年收入 6.95 亿，同比+117.8%，毛利率 47%（同比+1.7PCT），2019 年上半年均价分别为 1.42/1.07 元/平米（2018 年均价 1.53 元/平）；其中，东莞+宁德+江苏卓高合计收入 9.41 亿，利润合计 1.6 亿。隔膜业务高增主要系下游大客户放量，并通过提高自动化水平改善效率和稳定性，实现成本下降，毛利率稳定略有提升；隔膜业务公司已搭建从基膜+涂覆膜+涂覆浆料全产业链布局，目前公司已初步形成了“基膜+涂覆加工+涂覆设备+涂覆原料生产”涂覆隔膜全产业链布局，具备 6.5 亿平涂覆隔膜产能，其中湿法基膜产线已通过部分客户认证，并实现扭亏为盈，其中涂覆材料出口境外市场，涂覆膜客户主要为 CATL、ATL，正逐步导入三星等海外高端客户，放量可期。

4) 锂电设备：19 年收入 6.9 亿，同比+24.79%；销售 285 台（18 年 238 台），其中深圳新嘉拓+宁德嘉拓+江西嘉拓合计收入 8.66 亿，净利润合计 0.59 亿，同比-32%；利润下滑，主要系设备价格下降带来毛利率下降；并对部分客户计提坏账准备。公司涂布设备进入大连松下、美国特斯来供应体系，海外客户持续突破。

5) 铝塑膜业务：出货量 616 万 m²，同比增长 36%；已实现在软包锂电，电动自行车市场开拓；

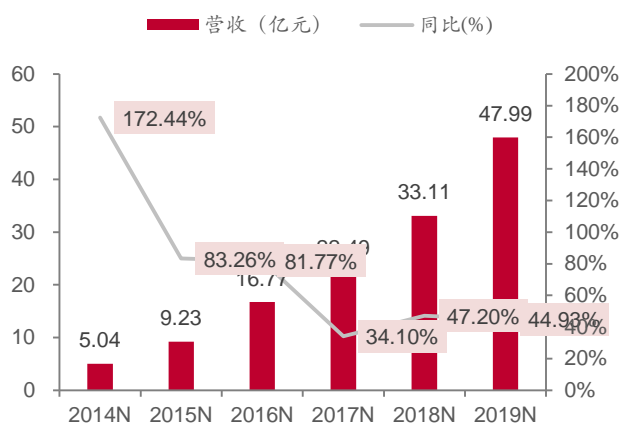
- **投资建议**：公司是 CATL、LG 化学核心供应商，看好其在“负极+锂电设备+隔膜涂覆+铝塑膜”等打造锂电领域龙头，并持续开拓国内外高端客户，显著受益全球电动化。考虑公司拟收购山东兴丰剩余股权，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 9.45/12.94/16.17 亿元，对应 PE 分别为 30/22/17 倍，维持买入评级。
- **风险提示**：市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、下游需求不及预期

附录：重要经营数据摘要

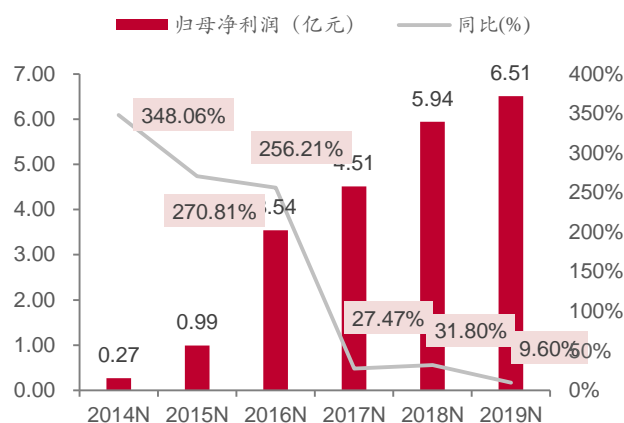
图表 1：拟募投不超 49.59 亿扩产负极、隔膜、收购山东兴丰剩余股权（单位：亿元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金	实施地点	产能	投资额/产能 (亿元/万吨) (亿元/亿平米)	建设期 (月)	预期年均 营收	预期年均 净利润	IRR	总回收期 (含建设期)
1	收购山东兴丰49%股权	7.35	7.35	-	-	-	-	-	-	-	-
2	年产5万吨高性能锂离子电池负极材料建设项目	12.81	10.14	内蒙卓资县	5万吨	2.028	24	17.84	2.46	29.24%	4.48年
3	年产5万吨锂离子电池负极材料石墨化项目	5.98	4.28	内蒙卓资县	5万吨	1.196	24	4.72	1.48	0.3275	4.67年
4	年产锂离子电池隔膜24,900万平方米项目	7.82	7.1	江苏溧阳	2.5亿平米	3.128	24	1.72	0.59	10.17%	0.1017
5	锂电池隔膜高速线研发项目	2.79	2.78	江苏溧阳	-	-	24	-	-	-	-
6	年产高安全性动力电池用新型涂覆隔膜50,000万平方米项目	3.6	3.09	宁德	5亿平米	0.72	24	2.39	0.48	19.16%	5.99年
7	补充流动资金	14.85	14.85	-	-	-	-	-	-	-	-
	合计	55.19	49.59	-	-	-	-	-	-	-	-

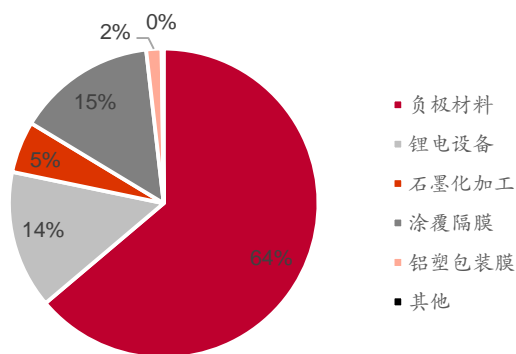
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：2014-2019 营业收入及同比增速（亿元）


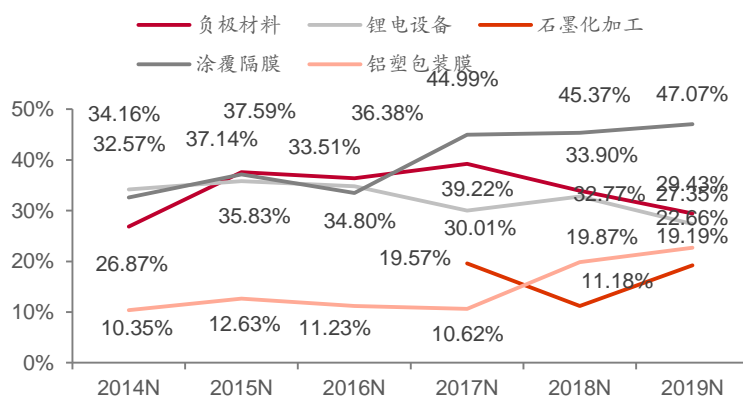
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：2014-2019 归母净利润及同比增速（亿元）


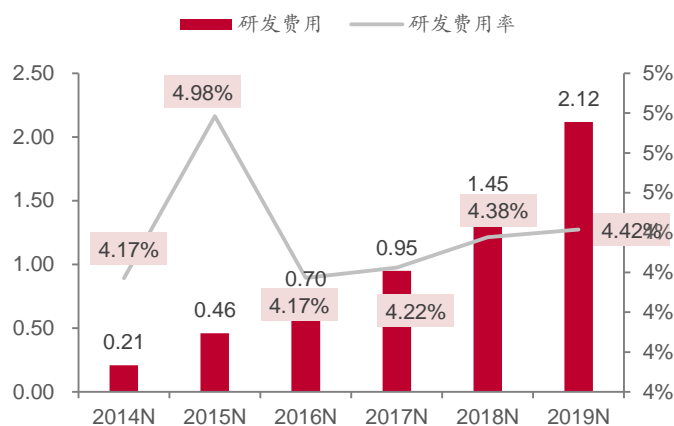
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：2019 主营构成


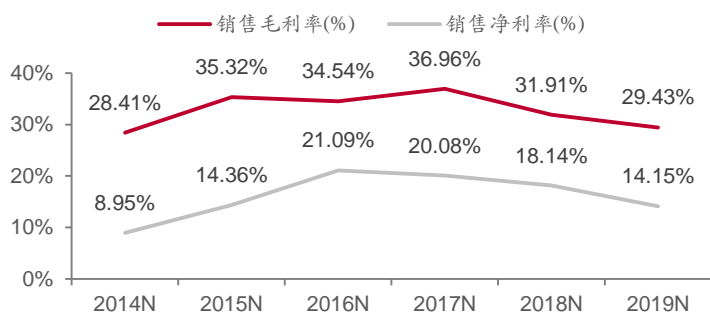
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司分业务毛利率变化


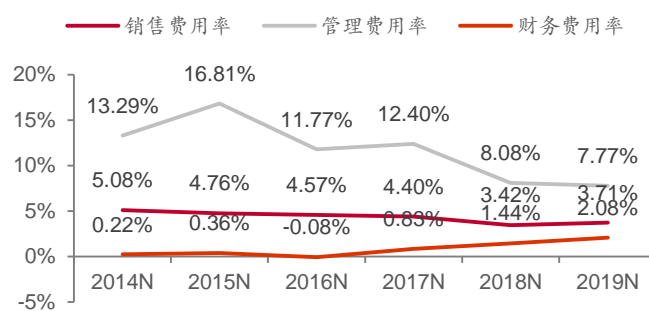
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 2014-2019 研发投入、研发/营收 (亿元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 2016-2019 毛利率与净利率水平


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 2014-2019 三项费用率变化趋势 (%)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 各细分业务销量及价格数据

产品分类	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 H1	2019 年	2019 同比
负极收入 (百万元)	1,051.89	1,468.22	1,981.45	1390.14	3052.65	54.06%
销量 (吨)	16080	23554	29286	20963	45757	56.24%
价格 (万元/吨)	6.54	6.23	6.77	6.63	6.67	-1.46%
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 H1	2019 年	2019 同比
锂电设备 (百万元)	343.59	477.67	553	235.29	690.11	24.79%
涂布机 (台)	171	238	199		285	43.22%
单台价格 (万元/台)	200.93	200.7	277.89		242.14	-12.86%
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 H1	2019 年	2019 同比
涂覆隔膜	200.18	213.35	319.05	339.15	694.76	117.76%
涂覆隔膜 (万平米)	6421	9553	20920	23947	57143	173.15%
价格 (元/平米)	3.12	2.23	1.53	1.42	1.22	-20.53%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 璞泰来负极单吨成本/价格 (万元/吨)

负极材料单吨成本	2017 年	2018 年	2019 年
直接材料	1.21	1.83	2.07
加工费	2.25	2.29	2.42
制造费用	0.25	0.27	0.31
直接人工	0.08	0.09	0.08
合计	3.79	4.47	4.88
单吨售价			6.67

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 涂覆隔膜单位成本及售价 (元/平米)

涂覆隔膜单平米成本构成	2019 年
直接材料	0.40
直接人工	0.08
制造费用	0.16
单位平米成本	0.64
单位平米售价	1.22

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 控股及参控股公司业绩 (亿元)

公司名称	主营业务	持股比例	2017 年			2018 年			2019 年			2019 年同比	
			营收	净利润	净利率	营收	净利润	净利率	营收	净利润	净利率	营收	净利润
江西紫宸	负极材料	100%	14.74	3.84	26.07%	19.82	4.20	21.16%	30.55	4.63	15.16%	54%	10%
山东兴丰	石墨化	51%	0.44	0.02	4.18%	4.53	0.14	3.09%	5.27	0.59	11.23%	16%	322%
深圳新嘉拓	锂电设备	100%	5.30	0.76	14.33%	5.66	0.98	17.33%	7.26	0.35	4.84%	28%	-64%
宁德卓高	涂覆隔膜	100%	0.75	0.13	17.10%	1.60	0.18	11.10%	5.40	1.08	20.02%	238%	509%
东莞卓高	涂覆隔膜	100%	0.37	(0.10)	-27.49%	1.85	0.56	30.20%	2.91	0.41	14.14%	57%	-26%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表：公司财务预测（单位：百万元）

2020年3月27日											
利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,311.0	4,798.5	6,276.6	7,907.0	9,564.3	成长性					
减：营业成本	2,254.4	3,383.7	4,346.2	5,361.7	6,443.5	营业收入增长率	47.2%	44.9%	30.8%	26.0%	21.0%
营业税费	13.9	21.7	28.2	34.9	42.8	营业利润增长率	29.9%	14.2%	44.3%	34.6%	25.0%
销售费用	113.4	177.8	226.6	288.7	357.0	净利润增长率	31.8%	9.6%	45.1%	37.0%	24.9%
管理费用	122.6	161.5	207.1	273.2	322.7	EBITDA增长率	61.9%	36.3%	41.2%	36.2%	24.0%
财务费用	47.8	99.9	90.1	128.3	150.4	EBIT增长率	59.2%	32.7%	36.1%	32.4%	23.3%
资产减值损失	52.7	-12.7	10.0	15.0	15.0	NOPLAT增长率	42.3%	18.3%	37.5%	35.2%	23.7%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	65.8%	47.5%	40.7%	23.0%	3.3%
投资和汇兑收益	56.3	8.7	5.0	4.0	5.9	净资产增长率	22.2%	16.8%	44.7%	20.7%	17.9%
营业利润	669.9	764.7	1,103.5	1,484.9	1,856.3	利润率					
加：营业外净收支	-2.3	4.1	1.0	0.7	1.1	毛利率	31.9%	29.5%	30.8%	32.2%	32.6%
利润总额	667.5	768.8	1,104.5	1,485.6	1,857.4	营业利润率	20.2%	15.9%	17.6%	18.8%	19.4%
减：所得税	66.8	89.7	132.5	178.3	232.2	EBITDA/营业收入	17.9%	13.6%	15.1%	16.4%	16.9%
净利润	594.3	651.1	944.7	1,294.3	1,617.1	EBITDA/营业收入	26.4%	24.8%	26.8%	29.0%	29.7%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	24.5%	22.4%	23.3%	24.5%	25.0%
货币资金	1,334.3	862.3	1,605.0	1,976.7	2,391.1	运营效率					
交易性金融资产	-	302.5	302.5	302.5	302.5	固定资产周转天数	65	81	120	147	151
应收账款	988.6	1,272.5	1,342.8	1,644.3	1,543.8	流动营业资本周转天数	105	84	74	70	63
应收票据	205.6	-	104.6	5.2	127.6	流动资产周转天数	447	363	325	317	300
预付账款	148.9	81.0	281.2	106.1	377.2	应收账款周转天数	96	85	75	68	60
存货	1,906.8	2,265.1	2,563.9	3,333.9	3,467.5	存货周转天数	168	156	138	134	128
其他流动资产	133.6	186.4	175.0	180.7	178.1	总资产周转天数	598	555	547	549	515
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	237	252	276	286	265
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.0	232.4	282.4	282.4	282.4	ROE	20.4%	19.1%	18.9%	21.3%	22.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	8.4%	8.9%	9.9%	11.4%
固定资产	680.3	1,476.4	2,711.8	3,748.7	4,300.0	ROIC	39.4%	28.1%	26.2%	25.2%	25.3%
在建工程	784.1	901.0	1,092.7	1,100.2	770.1	费用率					
无形资产	220.0	222.8	217.3	209.6	202.8	销售费用率	3.4%	3.7%	3.6%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	257.2	328.4	278.4	276.3	277.6	管理费用率	3.7%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%
资产总额	6,660.5	8,130.9	10,957.6	13,166.8	14,220.8	财务费用率	1.4%	2.1%	1.4%	1.6%	1.6%
短期债务	417.5	1,227.5	1,200.0	2,327.0	1,794.9	三费/营业收入	12.9%	13.6%	12.6%	12.8%	12.7%
应付账款	1,151.1	1,281.1	1,568.0	1,827.7	2,163.7	偿债能力					
应付票据	365.0	478.9	486.9	645.0	572.1	资产负债率	53.1%	55.2%	51.9%	51.7%	47.2%
其他流动负债	982.2	1,187.0	1,217.6	1,410.1	1,524.4	负债权益比	113.4%	123.1%	107.8%	106.9%	89.5%
长期借款	280.1	148.6	224.9	236.4	350.0	流动比率	1.62	1.19	1.43	1.22	1.39
其他非流动负债	343.4	163.2	988.0	357.8	312.9	速动比率	0.96	0.65	0.85	0.68	0.81
负债总额	3,539.3	4,486.3	5,685.5	6,803.9	6,717.9	利息保障倍数	16.96	10.76	16.24	15.10	15.88
少数股东权益	212.9	235.2	262.4	275.5	283.6	分红指标					
股本	434.7	435.2	435.2	435.2	435.2	DPS(元)	0.42	-	0.65	0.89	1.11
留存收益	2,518.1	3,022.8	4,574.5	5,652.1	6,784.1	分红比率	30.7%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,121.2	3,644.6	5,272.1	6,362.8	7,502.9	股息收益率	0.7%	0.0%	1.0%	1.4%	1.7%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	600.7	679.1	944.7	1,294.3	1,617.1	EPS(元)	1.37	1.50	2.17	2.97	3.72
加：折旧和摊销	70.9	124.2	217.8	352.5	449.3	BVPS(元)	6.68	7.83	11.51	13.99	16.59
资产减值准备	50.6	35.2	-	-	-	PE(X)	47.1	43.0	29.6	21.6	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.6	8.2	5.6	4.6	3.9
财务费用	59.3	121.9	90.1	128.3	150.4	P/FCF	113.2	749.9	501.9	49.1	31.4
投资收益	-56.3	-8.7	-5.0	-4.0	-5.9	P/S	8.5	5.8	4.5	3.5	2.9
少数股东损益	6.5	28.0	27.2	13.1	8.1	EV/EBITDA	23.4	31.6	17.0	12.6	9.8
营运资金的变动	-379.3	-599.9	-202.4	-252.0	-14.8	CAGR(X)	29.6%	33.8%	29.1%	29.6%	33.6%
经营活动产生现金	326.3	490.4	1,072.4	1,532.1	2,204.3	PEG	1.6	1.3	1.0	0.7	0.5
投资活动产生现金	-928.9	-1,546.9	-1,637.6	-1,389.2	-658.2	ROIC/WACC	3.9	2.8	2.6	2.5	2.5
融资活动产生现金	670.1	336.3	1,307.9	228.9	-1,131.7	REP	1.9	3.4	2.0	1.7	1.6

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。