

投资评级 优于大市 维持

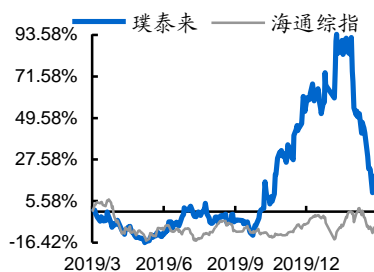
负极利润稳增长，涂覆隔膜利润高增

股票数据

03月26日收盘价(元)	64.30
52周股价波动(元)	44.02-107.50
总股本/流通A股(百万股)	435/194
总市值/流通市值(百万元)	27985/12444

相关研究

- 《收入同比大幅增长，毛利率有所上升》
2019.10.29
- 《负极材料销量高增，石墨化产能投放》
2019.08.29
- 《高端负极供应商，动力市场实现放量》
2019.03.12

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-31.2	-28.1	-23.7
相对涨幅(%)	-22.0	-20.5	-15.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

证书:S0850517080006

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

分析师:陈佳彬

Tel:(021)23154513

Email:cjb11782@htsec.com

证书:S0850519090004

投资要点:

- **19年扣非归母净利润稳增长。**3月27日璞泰来发布19年年报，19年公司营业收入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%；扣非后的归母净利润6.06亿元，同比增长22.43%。公司4季度单季收入12.97亿元，环比下降2.04%，同比增长27.16%；单季度归母净利润1.93亿元，环比下滑1.21%，同比增长16.75%；单季扣非净利润1.85亿元，环比增长2.13%；4季度公司整体毛利率水平环比略有提升，从30.8%提升至32.4%，扣非净利率水平环比略有提升，为14.26%。
- **19年负极材料贡献多数利润、涂覆隔膜贡献利润增量。**几大主要子公司来看，19年负极企业江西紫宸净利润4.63亿元，同比增长10.36%，是公司利润的主要来源；设备企业深圳新嘉拓净利润0.35亿元，同比下滑64.25%，下滑较大；涂覆隔膜企业东莞卓高19年净利润0.41亿元，同比下滑26.44%；涂覆隔膜企业宁德卓高净利润1.08亿元，同比509%的增长，为公司利润增量的主要贡献源；控股公司(51%)山东兴丰净利润0.25亿元，同比增长17.11%。
- **负极出货量大增，19年H2毛利率触底回升。**19年公司负极出货量4.58万吨，同比增长56.24%；年末负极库存0.72万吨，同比增长15.69%；19年负极收入30.53亿元，同比增长54.06%；平均单吨售价在6.67万元/吨。19年负极板块毛利率26.87%，同比减少7.03个百分点，主要受较高的进口原材料及外协加工成本、动力类负极材料产品特征和电池厂商成本传导等因素影响；随着下半年上游原材料价格企稳，公司自建石墨化、炭化产能逐步投产，公司负极材料产业链布局得到完善，负极材料整体毛利率触底回升。
- **涂覆隔膜及加工出货量大增。**19年公司涂覆隔膜及加工出货量5.71亿平，同比增长173.14%，19年公司涂覆隔膜加工量占国内湿法隔膜出货量的28.72%。19年公司隔膜及涂覆加工业务实现收入6.95亿元，同比增长117.76%；铝塑包装膜实现营业收入0.77亿元，同比增长29.28%；纳米氧化铝实现营业收入719.72万元，同比增长89.65%。
- **投资策略与评级。**璞泰来为负极及涂覆隔膜核心企业，受益于新能源汽车的快速发展，公司收入及利润有望实现稳健增长。我们预计公司20-22年EPS分别为2.15元、2.69元、3.40元，根据可比公司估值，按照20年30倍-35倍PE，对应合理价值区间64.50元-75.25元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策转变，市场推广不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3311	4799	6209	7784	9568
(+/-)YoY(%)	47.2%	44.9%	29.4%	25.4%	22.9%
净利润(百万元)	594	651	934	1171	1479
(+/-)YoY(%)	31.8%	9.6%	43.4%	25.5%	26.2%
全面摊薄EPS(元)	1.37	1.50	2.15	2.69	3.40
毛利率(%)	31.9%	29.5%	31.1%	29.7%	29.7%
净资产收益率(%)	20.4%	19.1%	21.5%	21.2%	21.1%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比上市公司估值对比

代码	公司	Last price (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (x)		
		3月26日	3月26日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300487.SZ	蓝晓科技	31.35	64.79	0.69	1.25	1.69	45.23	25.08	18.60
300750.SZ	宁德时代	119.63	2641.91	0.67	1.99	2.56	178.55	60.12	46.73
300568.SZ	星源材质	28.38	69.67	0.90	0.65	1.11	31.36	43.66	25.54
300450.SZ	先导智能	39.24	345.88	0.84	0.86	1.44	46.59	45.84	27.21
行业平均							75.43	43.67	29.52

资料来源：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，海通证券研究所

表 2 璞泰来主要业务预测

万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2021E
负极材料						
销量 (万吨)	2.36	2.93	4.58	7.00	10.00	13.00
价格 (万元/吨)	6.23	6.76	6.67	6.00	5.60	5.50
单吨成本 (万元/吨)	3.79	4.47	4.87	4.20	4.00	3.90
吨毛利 (万元/吨)	2.44	2.29	1.79	1.80	1.60	1.60
收入 (百万元)	1468.00	1981.45	3052.65	4200.00	5600.00	7150.00
成本 (百万元)	892.25	1309.67	2232.52	2940.00	4000.00	5070.00
毛利率 (%)	39.2%	33.9%	26.9%	30.0%	28.6%	29.1%
收入增长率 (%)	39.54%	34.98%	54.06%	37.59%	33.33%	27.68%
涂布机						
销量 (台)	238	199	285	300	300	300
价格 (万元/台)	201	278	242	240	240	240
单台成本 (万元/台)	140.57	187.00	175.92	175.00	175.00	175.00
单台毛利 (万元/台)	60.27	91.00	66.23	65.00	65.00	65.00
收入 (百万元)	478.00	553.00	690.11	720.00	720.00	720.00
成本 (百万元)	334.55	371.80	501.36	525.00	525.00	525.00
毛利率 (%)	30.0%	32.8%	27.4%	27.1%	27.1%	27.1%
收入增长率 (%)	39.03%	15.69%	24.79%	4.33%	0.00%	0.00%
涂覆隔膜						
销量 (万平)	9553.00	20900	57143	80000	100000	130000
价格 (元/平米)	2.23	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
收入 (百万元)	213.00	319.05	694.76	880.00	1000.00	1170.00
成本 (百万元)	117.17	174.29	367.76	489.12	580.83	717.32
毛利率 (%)	45.0%	45.4%	47.1%	44.4%	41.9%	38.7%
收入增长率 (%)	6.58%	49.79%	117.76%	26.66%	13.64%	17.00%
铝塑包装膜						
收入 (百万元)	36.36	59.25	76.60	95.75	119.69	149.61
成本 (百万元)	32.50	47.48	59.24	76.60	95.75	119.69
毛利率 (%)	10.62%	15.00%	22.66%	20%	20%	20%
收入增长率 (%)	-51.54%	45.00%	29.28%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务:						
收入 (百万元)	54.00	398.28	284.41	312.85	344.14	378.55
成本 (百万元)	41.58	351.18	222.80	247.15	271.87	299.05
毛利率 (%)	23.01%	11.83%	21.66%	21.00%	21.00%	21.00%
合计:						
收入 (百万元)	2249.36	3311.03	4798.53	6208.60	7783.82	9568.16
成本 (百万元)	1418.05	2254.42	3383.68	4277.87	5473.45	6731.06
毛利率 (%)	36.96%	31.91%	29.49%	31.10%	29.68%	29.65%
收入增长率 (%)	34.10%	47.20%	44.93%	29.39%	25.37%	22.92%

资料来源: 公司年报 (2017-2019 年), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	4799	6209	7784	9568
每股收益	1.50	2.15	2.69	3.40	营业成本	3384	4278	5473	6731
每股净资产	7.83	9.98	12.67	16.07	毛利率%	29.5%	31.1%	29.7%	29.7%
每股经营现金流	1.13	2.39	2.15	2.89	营业税金及附加	22	27	35	42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	178	224	265	306
P/E	42.98	29.97	23.89	18.93	营业费用率%	3.7%	3.6%	3.4%	3.2%
P/B	8.21	6.44	5.08	4.00	管理费用	161	205	241	287
P/S	5.83	4.51	3.60	2.92	管理费用率%	3.4%	3.3%	3.1%	3.0%
EV/EBITDA	39.29	21.76	18.07	14.25	EBIT	842	1208	1458	1838
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	100	45	45	41
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	0.7%	0.6%	0.4%
毛利率	29.5%	31.1%	29.7%	29.7%	资产减值损失	-13	32	-2	7
净利润率	13.6%	15.0%	15.0%	15.5%	投资收益	9	10	10	10
净资产收益率	19.1%	21.5%	21.2%	21.1%	营业利润	765	1141	1425	1800
资产回报率	8.0%	9.8%	10.3%	10.8%	营业外收支	4	3	3	3
投资回报率	17.5%	19.6%	19.8%	21.5%	利润总额	769	1144	1428	1803
盈利增长 (%)					EBITDA	966	1328	1589	1979
营业收入增长率	44.9%	29.4%	25.4%	22.9%	所得税	90	172	214	270
EBIT 增长率	27.2%	43.5%	20.7%	26.0%	有效所得税率%	11.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	9.6%	43.4%	25.5%	26.2%	少数股东损益	28	39	42	54
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	651	934	1171	1479
资产负债率	55.2%	51.6%	48.9%	46.2%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	货币资金	862	734	868	1328
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	应收账款及应收票据	1261	1582	1983	2438
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	存货	2265	2578	3299	4057
经营效率指标					其它流动资产	582	603	640	680
应收帐款周转天数	93.0	93.0	93.0	93.0	流动资产合计	4970	5497	6790	8503
存货周转天数	225.0	220.0	220.0	220.0	长期股权投资	232	232	232	232
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	固定资产	1476	1856	2026	2185
固定资产周转率	4.4	3.7	4.0	4.5	在建工程	905	1405	1805	2205
					无形资产	223	223	223	223
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	3161	4041	4610	5169
净利润	651	934	1171	1479	资产总计	8131	9538	11401	13673
少数股东损益	28	39	42	54	短期借款	1228	1128	1078	1028
非现金支出	159	152	129	148	应付票据及应付账款	1504	1758	2249	2766
非经营收益	98	54	51	49	预收账款	717	931	1012	1148
营运资金变动	-446	-136	-458	-470	其它流动负债	727	808	935	1072
经营活动现金流	490	1042	936	1259	流动负债合计	4175	4625	5274	6014
资产	-1049	-997	-697	-697	长期借款	149	199	199	199
投资	-507	0	0	0	其它长期负债	163	98	98	98
其他	9	10	10	10	非流动负债合计	312	296	296	296
投资活动现金流	-1547	-987	-687	-687	负债总计	4486	4922	5570	6310
债权募资	614	-166	-50	-50	实收资本	435	435	435	435
股权募资	14	1	0	0	普通股股东权益	3409	4343	5514	6993
其他	-292	-19	-64	-62	少数股东权益	235	274	317	370
融资活动现金流	336	-183	-114	-112	负债和所有者权益合计	8131	9538	11401	13673
现金净流量	-720	-128	134	460					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 26 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张一弛 电力设备及新能源行业
曾彪 电力设备及新能源行业
徐柏乔 电力设备及新能源行业
陈佳彬 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 卧龙电驱,许继电气,公牛集团,恩捷股份,当升科技,宁德时代,信捷电气,天顺风能,南都电源,阳光电源,良信电器,林洋能源,金风科技,东方电缆,炬华科技,正泰电器,亿纬锂能,红相股份,汇川技术,中科电气,璞泰来,科士达,嘉元科技,容百科技,东方电气,明阳智能,国电南瑞,国网信通,天奈科技,麦格米特

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。