

# 业绩基本符合预期，产能扩张力度持续加大

## 事件

公司发布 2018 半年度报告，报告期内公司实现营业收入 13.78 亿元，同比增长 44.34%；实现归属上市公司股东净利润为 2.57 亿元，同比增长 31.29%。

## 简评

### 主营业务发展方向清晰，公司业绩稳健增长

公司业绩增长主要归因于：（1）公司通过与原材料达成长期合作，降低原材料价格波动风险，同时不断优化内部管理减少费用，持续降低生产成本。报告期内负极材料业务实现收入 8.44 亿元，同比增长 33.81%；（2）锂电设备业务实现面向中高端客户精准销售，维持价格和毛利率的相对稳定。锂电设备业务实现销售收入 2.63 亿元，同比增长 12.65%；（3）公司同时发展隔膜业务的市场广度、技术深度，坚持技术革新并推动油性 PVDF 涂覆隔膜产品的市场认证，同时收购溧阳月泉 66.67% 股权补全隔膜产业链，补全隔膜产业链，大幅提升产品单位价值量。报告期内隔膜业务营收 0.86 亿元，同比增长 32.67%；（4）公司积极推进溧阳卓越新产线的建设，推动铝塑膜制造工艺的改善，提高生产率。铝塑包装膜业务营收 0.25 亿元，同比增长 29.18%。

### 负极材料扩产增效初见成效，下游客户支撑公司业绩向好

公司不断扩建产能，降低成本：（1）随着江西紫宸产能扩建项目和募投项目的实施和投产，2018 年公司负极材料产能有望达到 3 万吨，预计在 2019 年达到年产 5 万吨负极材料；（2）新设全资子公司内蒙紫宸、增资山东兴丰，提升公司在负极材料领域配套的石墨化加工能力，助力负极材料产能提升并降低制造成本。公司海内外份额不断提升，终端客户包括 ATL、CATL、三星 SDI、LG 化学、比亚迪等高端锂电厂商，产品广泛应用于消费类电池、动力电池和储能电池。随着锂电池行业高速发展，公司有望享受行业增长红利，保证业绩增长。

**盈利预测：** 预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 34.63 亿元、45.0 亿元、58.39 亿元，归母净利润分别为 6.06 亿元、8.16 亿元、10.46 亿元，EPS 分别为 1.40 元、1.89 元及 2.42 元，对应的 PE 分别为 35.2 倍、26.1 倍及 20.4 倍，维持“买入”评级，目标股价 74 元。

**风险提示：** 中游行业产能过剩；市场竞争加剧风险

## 璞泰来 (603659)

维持

买入

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-85130418

执业证书编号：S1440516090001

发布日期：2018 年 08 月 20 日

当前股价：47.2 元

目标价格 6 个月：74.00 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月        | 12 个月         |
|----------------|-------------|---------------|
| -14.57/-5.92   | -19.03/2.67 | 187.14/208.41 |
| 12 月最高/最低价 (元) |             | 69.98/23.8    |
| 总股本 (万股)       |             | 43,270.29     |
| 流通 A 股 (万股)    |             | 6,370.29      |
| 总市值 (亿元)       |             | 204.24        |
| 流通市值 (亿元)      |             | 30.07         |
| 近 3 月日均成交量 (万) |             | 332.95        |
| 主要股东           |             |               |
| 梁丰             |             | 30.25%        |

### 股价表现



### 相关研究报告

|          |                                     |
|----------|-------------------------------------|
| 18.05.16 | 璞泰来 (603659)：设立内蒙紫宸，补齐石墨化短板，加大成本优势  |
| 18.05.11 | 【中信建投电新】璞泰来：高端负极龙头复牌，设备材料协同彰显实力     |
| 18.04.04 | 璞泰来 (603659)：业务竞争力稳步增强，员工持股助力公司齐心发展 |

## 指标分析

|                    | 2016   | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>业绩表现</b>        |        |       |       |       |       |
| 收入增长率              | 81.8%  | 34.1% | 54.0% | 30.0% | 29.7% |
| 净利增长率              | 256.2% | 27.5% | 34.4% | 34.7% | 28.2% |
| EBITDA 增长率         | 122.8% | 47.0% | 45.5% | 25.2% | 29.5% |
| EBIT 增长率           | 127.0% | 43.7% | 50.9% | 25.7% | 30.0% |
| 营业利润率              | 132.8% | 45.1% | 47.9% | 27.6% | 30.0% |
| EBITDA Margin (%)  | 21.9%  | 24.0% | 22.7% | 21.8% | 21.8% |
| ROE                | 35.5%  | 18.4% | 21.1% | 23.2% | 24.4% |
| ROIC               | 68.0%  | 60.4% | 39.9% | 43.3% | 48.5% |
| ROIC - WACC        | 6.5    | 5.7   | 3.8   | 4.1   | 4.6   |
| <b>价值评估</b>        |        |       |       |       |       |
| P / E              | 60.3   | 47.3  | 35.2  | 26.1  | 20.4  |
| EV / 收入            | 10.7   | 9.1   | 5.9   | 4.4   | 3.4   |
| EV / EBITDA        | 48.9   | 38.0  | 25.9  | 20.3  | 15.5  |
| EV / EBIT          | 50.6   | 40.3  | 26.5  | 20.7  | 15.7  |
| EV / NOPLAT        | 58.8   | 45.2  | 31.2  | 24.4  | 18.5  |
| EV / IC            | 23.8   | 12.5  | 10.7  | 9.1   | 7.4   |
| P / B              | 21.4   | 8.7   | 7.4   | 6.1   | 5.0   |
| Dividend Yield (%) | 0.0%   | 0.6%  | 0.9%  | 0.8%  | 1.3%  |
| <b>每股指标</b>        |        |       |       |       |       |
| 报表 EPS             | 0.82   | 1.04  | 1.40  | 1.89  | 2.42  |
| 经常性 EPS            | 2.31   | 5.66  | 6.63  | 8.14  | 9.92  |
| 每股红利               | 60.3   | 47.3  | 35.2  | 26.1  | 20.4  |
| 每股经营现金流            | 21.4   | 8.7   | 7.4   | 6.1   | 5.0   |
| 每股净资产              | 12.7   | 9.5   | 6.2   | 4.7   | 3.7   |
| <b>流动性</b>         |        |       |       |       |       |
| 净负债 / 权益           | 95.2%  | 69.9% | 71.1% | 68.0% | 77.8% |
| 总负债 / 总资产          | 48.8%  | 41.2% | 41.5% | 40.5% | 43.7% |
| 流动比率               | 1.70   | 2.46  | 2.12  | 2.25  | 2.15  |
| 速动比率               | 1.00   | 1.63  | 1.31  | 1.39  | 1.32  |

## 报表预测

|                   | 2017    | 2018E   | 增长率     | 2019E   | 增长率     | 2020E   | 增长率   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| <b>利润表（百万元）</b>   |         |         |         |         |         |         |       |
| 营业收入              | 2,249.4 | 3,463.0 | 54.0%   | 4,501.1 | 30.0%   | 5,839.1 | 29.7% |
| 营业成本              | 1,418.0 | 2,223.3 | 56.8%   | 2,925.7 | 31.6%   | 3,795.4 | 29.7% |
| 营业税金及附加           | 12.9    | 19.9    | 54.0%   | 25.9    | 30.0%   | 33.5    | 29.7% |
| 营业费用              | 99.0    | 152.5   | 54.0%   | 198.2   | 30.0%   | 257.1   | 29.7% |
| 管理费用              | 183.9   | 283.1   | 54.0%   | 368.0   | 30.0%   | 477.3   | 29.7% |
| 财务费用              | 18.6    | 5.6     | -69.9%  | -6.7    | -219.9% | -8.6    | 27.8% |
| 资产减值损失            | 29.4    | 18.9    | -35.8%  | 20.1    | 6.6%    | 22.8    | 13.3% |
| 公允价值变动收益          | -       | -       |         | -       |         | -       |       |
| 投资净收益             | 3.0     | 3.0     | 0.0%    | 3.0     | 0.0%    | 3.0     | 0.0%  |
| 营业利润              | 515.8   | 762.8   | 47.9%   | 973.0   | 27.6%   | 1,264.5 | 30.0% |
| 营业外收入             | 17.0    | 17.0    | 0.0%    | 17.0    | 0.0%    | 17.0    | 0.0%  |
| 营业外支出             | 0.9     | 0.9     | 0.0%    | 0.9     | 0.0%    | 0.9     | 0.0%  |
| 利润总额              | 531.8   | 778.9   | 46.4%   | 989.0   | 27.0%   | 1,280.5 | 29.5% |
| 所得税               | 80.1    | 117.3   | 46.4%   | 148.9   | 27.0%   | 192.8   | 29.5% |
| 净利润               | 451.8   | 661.6   | 46.4%   | 840.1   | 27.0%   | 1,087.8 | 29.5% |
| 少数股东损益            | 0.9     | 55.7    | 6113.8% | 24.1    | -56.7%  | 41.7    | 72.6% |
| 归属母公司净利润          | 450.9   | 605.9   | 34.4%   | 816.0   | 34.7%   | 1,046.1 | 28.2% |
| EBITDA            | 539.6   | 785.3   | 45.5%   | 983.1   | 25.2%   | 1,272.8 | 29.5% |
| EPS（摊薄）           | 1.04    | 1.40    | 34.4%   | 1.89    | 34.7%   | 2.42    | 28.2% |
| <b>资产负债表（百万元）</b> |         |         |         |         |         |         |       |
| 流动资产              | 3,513.0 | 4,406.4 | 25.4%   | 5,466.9 | 24.1%   | 7,278.9 | 33.1% |
| 现金                | 1,219.1 | 1,175.5 | -3.6%   | 1,568.6 | 33.4%   | 1,938.9 | 23.6% |
| 应收账款              | 779.6   | 1,167.0 | 49.7%   | 1,363.1 | 16.8%   | 1,919.2 | 40.8% |
| 其它应收款             | 177.9   | 282.5   | 58.8%   | 315.8   | 11.8%   | 460.3   | 45.8% |
| 预付账款              | 38.4    | 56.7    | 47.6%   | 68.4    | 20.7%   | 93.8    | 37.2% |
| 存货                | 1,189.4 | 1,674.4 | 40.8%   | 2,094.2 | 25.1%   | 2,794.7 | 33.4% |
| 其他                | 108.6   | 50.3    | -53.7%  | 56.8    | 12.9%   | 71.9    | 26.7% |
| 非流动资产             | 825.9   | 781.4   | -5.4%   | 766.1   | -2.0%   | 752.8   | -1.7% |
| 长期投资              | 96.3    | 96.3    | 0.0%    | 96.3    | 0.0%    | 96.3    | 0.0%  |
| 固定资产              | 518.8   | 504.0   | -2.9%   | 489.1   | -2.9%   | 474.2   | -3.0% |
| 无形资产              | 54.2    | 52.2    | -3.7%   | 50.2    | -3.8%   | 48.2    | -3.9% |
| 其他                | 156.6   | 129.0   | -17.6%  | 130.5   | 1.2%    | 134.1   | 2.7%  |
| 资产总计              | 4,338.9 | 5,187.8 | 19.6%   | 6,233.0 | 20.1%   | 8,031.6 | 28.9% |
| 流动负债              | 1,427.8 | 2,083.0 | 45.9%   | 2,428.0 | 16.6%   | 3,388.7 | 39.6% |
| 短期借款              | 10.0    | -       | -100.0% | -       |         | -       |       |
| 应付账款              | 713.2   | 1,313.4 | 84.1%   | 1,353.5 | 3.1%    | 2,106.2 | 55.6% |
| 其他                | 704.7   | 769.6   | 9.2%    | 1,074.4 | 39.6%   | 1,282.6 | 19.4% |
| 非流动负债             | 357.9   | 72.1    | -79.8%  | 95.7    | 32.6%   | 125.1   | 30.7% |
| 长期借款              | 150.5   | -       | -100.0% | -       |         | -       |       |

|           | 2017    | 2018E   | 增长率    | 2019E   | 增长率   | 2020E   | 增长率   |
|-----------|---------|---------|--------|---------|-------|---------|-------|
| 其他        | 207.4   | 72.1    | -65.2% | 95.7    | 32.6% | 125.1   | 30.7% |
| 负债合计      | 1,785.7 | 2,155.1 | 20.7%  | 2,523.6 | 17.1% | 3,513.8 | 39.2% |
| 少数股东权益    | 106.0   | 161.7   | 52.6%  | 185.8   | 14.9% | 227.5   | 22.4% |
| 归属母公司股东权益 | 2,553.2 | 3,032.7 | 18.8%  | 3,709.4 | 22.3% | 4,517.8 | 21.8% |
| 负债和股东权益   | 4,338.9 | 5,187.8 | 19.6%  | 6,233.0 | 20.1% | 8,031.6 | 28.9% |

**现金流量表（百万元）**

|         |         |        |         |        |          |         |       |
|---------|---------|--------|---------|--------|----------|---------|-------|
| 经营活动现金流 | 30.5    | 432.2  | 1317.1% | 524.9  | 21.5%    | 609.1   | 16.0% |
| 净利润     | 451.8   | 605.9  | 34.1%   | 816.0  | 34.7%    | 1,046.1 | 28.2% |
| 折旧摊销    | 36.7    | 16.8   | -54.2%  | 16.8   | 0.0%     | 16.8    | 0.0%  |
| 财务费用    | 14.9    | 5.6    | -62.4%  | -6.7   | -219.9%  | -8.6    | 27.8% |
| 投资损失    | -3.0    | -3.0   | 0.0%    | -3.0   | 0.0%     | -3.0    | 0.0%  |
| 营运资金变动  | -577.8  | -248.9 | -56.9%  | -322.3 | 29.5%    | -483.9  | 50.1% |
| 其它      | 107.8   | 55.7   | -48.3%  | 24.1   | -56.7%   | 41.7    | 72.6% |
| 投资活动现金流 | -395.7  | 2.9    | -100.7% | 3.1    | 7.0%     | 3.0     | -3.0% |
| 资本支出    | -       | -      |         | -      |          | -       |       |
| 长期投资    | -47.3   | -0.0   | -100.0% | -0.0   | 0.0%     | -0.0    | 0.0%  |
| 其他      | -348.4  | 2.9    | -100.8% | 3.1    | 7.0%     | 3.0     | -3.0% |
| 筹资活动现金流 | 1,209.0 | -478.6 | -139.6% | -134.9 | -71.8%   | -241.7  | 79.1% |
| 短期借款    | -11.5   | -10.0  | -13.7%  | -      | -100.0%  | -       |       |
| 长期借款    | 122.4   | -150.5 | -222.9% | -      | -100.0%  | -       |       |
| 其他      | 1,098.1 | -318.2 | -129.0% | -134.9 | -57.6%   | -241.7  | 79.1% |
| 现金净增加额  | 843.8   | -43.6  | -105.2% | 393.1  | -1001.2% | 370.3   | -5.8% |

资料来源：公司公告，中信建投证券

## 分析师介绍

## 报告贡献人

## 研究服务

**黎韬扬**：北京大学硕士，军工行业首席分析师。2015-2017 年新财富军工行业第一名团队核心成员。

**王革**：中科院电气工程硕士，国内第一批单晶 HIT 电池产业化团队核心成员，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2 年证券行业研究经验。2018 年加入中信建投证券研究发展部。wanggezgs@csc.com.cn

**赵越**：清华大学工学博士，电力设备与新能源行业研究员，2017 年加入中信建投证券研究部。zhaoyuezgs@csc.com.cn

**张鹏**：清华大学工学博士，电力设备与新能源行业研究员，2018 年加入中信建投证券研究部。zhangpengyf@csc.com.cn

### 社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859