

2020年08月18日

璞泰来 (603659.SH)

## 产业优势显著，业绩符合预期

■事件：璞泰来公布2020年中报，上半年公司实现营收18.88亿元，同比减少13.3%；实现归母净利润1.97亿元，同比增长减少25.44%；实现扣非归母净利润1.75亿元，同比减少26.84%。

■加快生产基地建设，进一步完善产业链。负极材料业务方面，公司通过对产业链上游的整合，实现了从原料焦、石墨化加工、炭化等关键原材料和工序的覆盖，已具备负极材料一体化的生产加工能力，一体化的不断完善和扩产，有利于提升产品品质，降低生产成本，提高产品毛利率，提升市场竞争力，巩固公司负极材料行业地位。公司公布了非公开发行股份募集资金不超过45.92亿元的预案，其中募投项目“年产5万吨高性能锂离子电池负极材料建设项目”和“年产5万吨锂离子电池负极材料石墨化项目”同步实施。有效增厚公司盈利，提高上市公司竞争力。公司拟投入的“年产24,900万平方米锂离子电池隔膜项目”、“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”、“锂电池隔膜高速线研发项目”项目，在针对客户的产能扩张计划作出相应产能规划的同时，进一步布局基膜产能，稳固公司在隔膜领域的竞争能力。涂覆隔膜方面，公司是国内锂离子电池隔膜领域的领先企业，近年来逐渐提升隔膜基膜的自供能力，并与公司自身涂布机业务形成协同效应，自供核心涂布设备，可以自主调控和改进核心工艺环节，并有效控制成本。

■与行业主流企业深度绑定，不断提升国际市场影响力。锂离子电池材料与设备类企业，客户粘性较强。经过多年的培育与深耕，公司负极材料凭借优异的性能一直占据国内外高端消费电子市场的优势地位，近年来持续进入了全球主流动力电池客户市场；公司涂覆隔膜产品通过与客户合作开发的方式，实现与国内电池厂商的深度绑定，并逐步获海外客户的认可；公司涂布设备产品进入大连松下、美国特斯拉供应体系，并获得欧洲电芯及主流汽车企业的认可。公司主要客户覆盖ATL、宁德时代、LG化学、三星SDI、中航锂电、珠海冠宇、欣旺达、比亚迪、天津力神、国轩高科等国内外著名厂商，并积极开拓SK、松下等大型知名锂离子电池厂商的业务合作关系和推动产品认证工作，同时通过参加国际性行业展会、学术交流会及与国外先进企业开展咨询和互访等方式，不断提升公司在国际市场的影响力。

■重视新产品和新技术的技术研发，以差异化、高性价比的产品在细分市场技术优势突出。公司拥有一批具有丰富专业理论知识和实践经验的技术人才，满足终端客户对消费电子产品负极材料、新能源汽车动力电池等方面的需求，并实现石墨化加工的规模化生产，有效控制加工成本。成功开发涂覆隔膜及加工领域多项技术，有效提高产品性能。通过标准化及优化设计的方法，使得模块化程度提高。持续加大对涂布工艺的研发投入，双腔涂布、双面同时涂布等一批拥有自主知识产权技术产品开始投向市场。公司系较早从事铝塑膜国产化的企业之一，长期致力于电池铝塑包装膜PP材料、AI箔钝化工艺配方、胶粘剂的研究，解决了PP-AL层间粘结力、极限冲坑深度、

## 公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 买入-A

维持评级

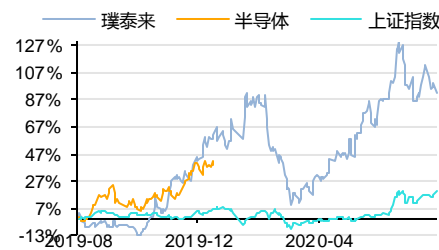
6个月目标价：135元

股价(2020-08-17) 102.95元

### 交易数据

总市值(百万元)	44,806.22
流通市值(百万元)	19,924.36
总股本(百万股)	435.22
流通股本(百万股)	193.53
12个月价格区间	46.91/123.25元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.05	10.19	73.15
绝对收益	-3.06	30.07	94.92

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005  
dengyk@essence.com.cn

彭广春

报告联系人

penggc@essence.com.cn

### 相关报告

璞泰来：石墨化有效降本，定增布局全产业链/邓永康	2020-03-27
璞泰来：石墨化成本改善显著，Q3 毛利率大幅提升/邓永康	2019-10-30
璞泰来：打造负极全产业链闭环，石墨化投产改善盈利能力/邓永康	2019-08-28

PET 与 PA 粘接性等系列产品难题，已经实现了原材料和工艺设备的全面国产化替代，成本优势显著。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 135.00 元。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入分别为 62.93/81.08/106.71 亿元，净利润分别为 7.86/12.51/14.83 亿元，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 135.00 元。

■**风险提示：**国内销量不及预期，政策不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,311.0	4,798.5	6,093.4	8,108.2	10,671.2
净利润	594.3	651.1	785.8	1,251.4	1,482.7
每股收益(元)	1.37	1.50	1.81	2.88	3.41
每股净资产(元)	6.68	7.83	9.75	12.63	16.03

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	75.4	68.8	57.0	35.8	30.2
市净率(倍)	15.4	13.1	10.6	8.2	6.4
净利润率	17.9%	13.6%	12.9%	15.4%	13.9%
净资产收益率	20.4%	19.1%	18.5%	22.8%	21.2%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	39.4%	28.1%	21.8%	31.6%	32.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

### 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3,311.0	4,798.5	6,093.4	8,108.2	10,671.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,254.4	3,383.7	4,297.6	5,729.1	7,828.2	营业收入增长率	47.2%	44.9%	27.0%	33.1%	31.6%
营业税费	13.9	21.7	25.6	34.1	44.8	营业利润增长率	29.9%	14.2%	19.3%	59.8%	18.6%
销售费用	113.4	177.8	198.0	259.5	336.1	净利润增长率	31.8%	9.6%	20.7%	59.2%	18.5%
管理费用	122.6	161.5	199.9	263.5	346.8	EBITDA 增长率	35.1%	34.3%	8.0%	44.4%	16.8%
研发费用	144.9	211.9	255.9	340.5	437.5	EBIT 增长率	30.7%	29.8%	13.6%	47.9%	17.7%
财务费用	47.8	99.9	68.9	-7.1	-21.4	NOPLAT 增长率	42.3%	18.3%	14.3%	47.9%	17.7%
资产减值损失	52.7	-12.7	23.1	21.1	10.5	投资资本增长率	65.8%	47.5%	2.1%	12.9%	7.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-152.5	-50.0	-	净资产增长率	22.2%	16.8%	23.8%	28.9%	26.6%
投资和汇兑收益	56.3	8.7	40.0	40.0	40.0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	669.9	764.7	911.9	1,457.5	1,728.6	毛利率	31.9%	29.5%	29.5%	29.3%	26.6%
加:营业外净收支	-2.3	4.1	9.0	9.0	9.0	营业利润率	20.2%	15.9%	15.0%	18.0%	16.2%
<b>利润总额</b>	667.5	768.8	920.9	1,466.5	1,737.6	净利润率	17.9%	13.6%	12.9%	15.4%	13.9%
减:所得税	66.8	89.7	101.3	161.3	191.1	EBITDA/营业收入	22.0%	20.4%	17.4%	18.8%	16.7%
<b>净利润</b>	594.3	651.1	785.8	1,251.4	1,482.7	EBIT/营业收入	20.1%	18.0%	16.1%	17.9%	16.0%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	65	81	85	61	44
						流动营业资本周转天数	105	84	74	73	73
						流动资产周转天数	447	363	322	310	332
						应收帐款周转天数	96	85	78	76	75
						存货周转天数	168	156	165	166	169
						总资产周转天数	598	555	506	445	432
						投资资本周转天数	237	252	239	193	162
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	20.4%	19.1%	18.5%	22.8%	21.2%
						ROA	9.0%	8.4%	9.1%	11.8%	10.6%
						ROIC	39.4%	28.1%	21.8%	31.6%	32.9%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	3.4%	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%
						管理费用率	3.7%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
						研发费用率	4.4%	4.4%	4.2%	4.2%	4.1%
						财务费用率	1.4%	2.1%	1.1%	-0.1%	-0.2%
						四费/营业收入	12.9%	13.6%	11.9%	10.6%	10.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53.1%	55.2%	49.9%	47.3%	49.4%
						负债权益比	113.4%	123.1%	99.7%	89.7%	97.6%
						流动比率	1.62	1.19	1.37	1.59	1.66
						速动比率	0.96	0.65	0.61	0.77	0.82
						利息保障倍数	13.93	8.64	14.24	-203.75	-79.73
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.42	0.45	-	-	-
						分红比率	30.7%	30.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	600.7	679.1	785.8	1,251.4	1,482.7	EPS(元)	1.37	1.50	1.81	2.88	3.41
加:折旧和摊销	70.9	124.2	76.7	76.7	76.7	BVPS(元)	6.68	7.83	9.75	12.63	16.03
资产减值准备	50.6	35.2	-	-	-	PE(X)	75.4	68.8	57.0	35.8	30.2
公允价值变动损失	-	-	-152.5	-50.0	-	PB(X)	15.4	13.1	10.6	8.2	6.4
财务费用	59.3	121.9	68.9	-7.1	-21.4	P/FCF	181.2	1,200.7	-72.3	67.1	40.1
投资损失	-56.3	-8.7	-40.0	-40.0	-40.0	P/S	13.5	9.3	7.4	5.5	4.2
少数股东损益	6.5	28.0	33.8	53.9	63.8	EV/EBITDA	28.0	38.5	42.2	28.8	24.0
营运资金的变动	-379.3	-599.9	-152.2	-601.3	-441.6	CAGR(%)	29.5%	31.6%	22.0%	29.5%	31.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	326.3	490.4	620.4	683.5	1,120.2	PEG	2.6	2.2	2.6	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-928.9	-1,546.9	345.4	140.0	39.9	ROIC/WACC	3.8	2.7	2.1	3.0	3.1
融资活动产生现金流量	670.1	336.3	-1,340.6	-48.7	21.4	REP	2.0	3.5	5.3	3.2	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邓永康声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034