

2020年08月18日

## 计提影响业绩，石墨化放量强化负极优势 买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,799	5,755	7,524	9,834
同比（%）	45%	20%	31%	31%
归母净利润（百万元）	651	745	1,085	1,484
同比（%）	10%	14%	46%	37%
每股收益（元/股）	1.50	1.71	2.49	3.41
P/E（倍）	68.82	60.14	41.31	30.20

### 投资要点

- **充分计提减值，20H1 净利润 1.97 亿，同比-25.4%，略低于预期：**2020 年 H1 公司营收 18.88 亿元，同比下降 13.3%；归母净利润 1.97 亿元，同比下降 25.4%，略低于预期；扣非净利润 1.75 亿元，同比下降 26.8%。20H1 公司充分计提信用减值损失 0.37 亿。盈利能力方面，20H1 毛利率为 30.62%，同比增加 3.69pct；净利率为 11.26%，同比下降 0.89pct。
- **20Q2 经营环比改善，大幅计提拉低利润：**20Q2 公司实现营收 10.69 亿元，同比减少 6.92%，环比增长 30.57%；归母净利润 1.04 亿元，同比下降 22.99%，环比增长 11.77%，扣非归母净利润 0.93 亿元，同比下降 26.49%，环比增长 11.76%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 30.78%，同比增长 3.47pct，环比增长 0.37pct；净利率 11.02%，同比下降 0.64pct，环比下降 1.46pct；Q2 扣非净利率 8.66%，同比提升下降 2.3pct，环比下降 1.46pct。20Q2 计提信用减值损失 0.38 亿，拉低表现利润。
- **业务拆分看，隔膜、负极利润下滑，锂电设备维持稳定，石墨化大幅增长：**20H1 负极收入 13.67 亿，同环比-1.7%/-18%，负极净利润预计 1.5 亿左右，下滑 13%左右；石墨化子公司内蒙兴丰利润 0.33 亿，为公司贡献 0.17 亿利润；涂覆膜 20H1 收入 2.82 亿，同比-17%，毛利率预计下滑至 40-45%，利润约 0.5 亿，同比下滑 32%；锂电设备收入 2.43 亿，同环比-11%/-47%，预计净利润 0.26 亿，同比持平。
- **负极 Q2 出货环比明显增加，动力负极占比提升影响毛利率。**20 上半年负极收入 13.67 亿元，同比下降 1.65%。上半年负极出货 2.22 万吨，同比增长 6.0%，国内市占率 20%。我们预计 20Q2 出货 1.3 万吨，同比增长 20%，环比增长 45%。从价格看，公司 20H1 负极单价 7 万元/吨（含税），环比 19H2 下降 8.2%，同比下降 7.1%，主要由于动力负极占比提升及原材料价格回落导致的部分产品降价，其中预计 20H1 公司动力负极销量约 1 万吨，占比 45%以上，较去年提升 15pct，主要由于 1g 和中航锂电增量明显。
- **延伸布局中后道环节，打造一体化锂电设备。锂电设备 20H1 实现收入 1.27 亿元**（扣除内部销售），同比下降 46.0%；若考虑对内销售部分，锂电设备收入 2.43 亿元，同比下降 11.3%。公司目前已通过吸收整合技术团队开始开发卷绕机、叠片机、注液机、化成等设备，希望逐步渗透中后段设备，打造一体化锂电设备。Q1 锂电设备毛利率 31.7%，较 19 年明显提升 4pct。
- **保持良好的经营性现金流，Q2 预付电费大幅增长：**2020 年 H1 公司存货为 24.22 亿，较年初增加 6.94%；期末公司应收账款 10.51 亿元，较年初减少 16.66%，较一季度末减少 2.14%；期末预付款 1.27 亿，较一季度末增长 43%，主要为预付电费。20 年 H1 公司经营活动净现金流为 2.24 亿，同比上升 14.13%；20Q2 单季度经营净现金流 0.68 亿，环比下降 56.4%，同比下降 79%，主要由于存货及预付款增加。1H 资本开支 4.1 亿，同比减少 27%。期末固定资产 19.08 亿，较年初增加 29%；在建工程 7.77 亿，较年初减少 14%，主要为内蒙、溧阳紫宸的设备和车间转固。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利润 7.45/10.85/14.84 亿，同比增长 14%/46%/37%，对应 PE 为 60x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 125 元，维持“买入”评级
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	102.95
一年最低/最高价	46.06/127.45
市净率(倍)	12.73
流通 A 股市值(百万元)	19924.36

### 基础数据

每股净资产(元)	8.09
资产负债率(%)	59.26
总股本(百万股)	435.22
流通 A 股(百万股)	193.53

### 相关研究

- 1、《璞泰来 (603659)：全球负极王者，研发+客户驱动锂电一体化》2020-07-07
- 2、《璞泰来 (603659) 一季报点评：海外放量，业绩好于行业增速》2020-05-03
- 3、《璞泰来 (603659) 年报点评：打造锂电材料综合供应商，一体化带动盈利水平回升》2020-03-27

**充分计提减值，20H1 净利润 1.97 亿，同比-25.4%，略低于预期：**2020 年 H1 公司营收 18.88 亿元，同比下降 13.3%；归母净利润 1.97 亿元，同比下降 25.4%，略低于预期；扣非净利润 1.75 亿元，同比下降 26.8%。20H1 公司充分计提信用减值损失 0.37 亿。盈利能力方面，20H1 毛利率为 30.62%，同比增加 3.69pct；净利率为 11.26%，同比下降 0.89pct。

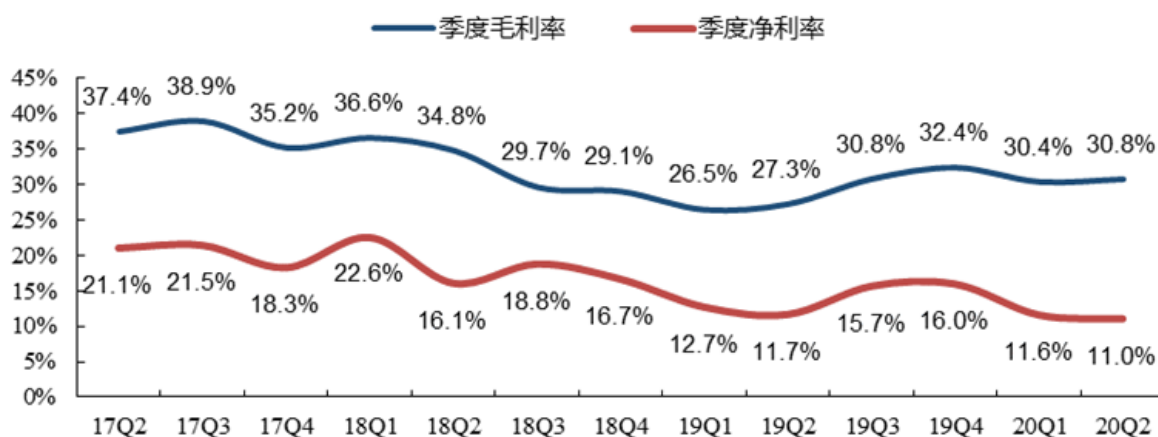
**20Q2 经营环比改善，大幅计提拉低利润：**20Q2 公司实现营收 10.69 亿元，同比减少 6.92%，环比增长 30.57%；归母净利润 1.04 亿元，同比下降 22.99%，环比增长 11.77%，扣非归母净利润 0.93 亿元，同比下降 26.49%，环比增长 11.76%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 30.78%，同比增长 3.47pct，环比增长 0.37pct；净利率 11.02%，同比下降 0.64pct，环比下降 1.46pct；Q2 扣非净利率 8.66%，同比提升下降 2.3pct，环比下降 1.46pct。20Q2 计提信用减值损失 0.38 亿，拉低表观利润。

图 1：璞泰来分季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	1,068.9	818.7	1,297.1	1,324.2	1,148.4	1,028.9
-同比	-6.92%	-20.43%	27.22%	44.91%	42.74%	79.52%
毛利率	30.78%	30.41%	32.39%	30.83%	27.32%	26.51%
归母净利润(百万)	103.8	92.9	192.6	194.6	134.8	129.0
-同比	-22.99%	-27.99%	16.67%	13.11%	4.72%	0.51%
净利率	11.02%	11.57%	15.97%	15.67%	11.66%	12.69%
扣非归母净利润(百万)	92.55	82.81	184.91	181.05	125.89	113.78
-同比	-26.49%	-27.22%	15.95%	58.33%	7.42%	9.78%
扣非归母净利率	8.66%	10.11%	14.26%	13.67%	10.96%	11.06%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 璞泰来分季度盈利能力



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

业务拆分看, 隔膜、负极利润下滑, 锂电设备维持稳定, 石墨化大幅增长: 20H1 负极收入 13.67 亿, 同环比-1.7%/-18%, 负极净利润预计 1.5 亿左右, 下滑 13%左右; 石墨化子公司内蒙兴丰利润 0.33 亿, 为公司贡献 0.17 亿利润; 涂覆膜 20H1 收入 2.82 亿, 同比-17%, 毛利率预计下滑至 40-45%, 利润约 0.5 亿, 同比下滑 32%; 锂电设备收入 2.43 亿, 同环比-11%/-47%, 预计净利润 0.26 亿, 同比持平。

图 3: 子公司经营情况

公司名称	主要业务	2020H1					19H2		19H1	
		营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利润-同比	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
江西紫宸	负极	13.69	-1.6%	1.55	-14.8%	11.3%	16.64	2.81	13.91	1.82
内蒙兴丰	石墨化加工	2.18		0.33		15.1%				
深圳新嘉拓	锂电设备	2.05	-22.6%	0.26	0.0%	12.7%	4.60	0.10	2.65	0.26
宁德卓高	涂覆隔膜	2.15	-12.2%	0.34	-38.2%	15.8%	2.90	0.50	2.45	0.55
东莞卓高	涂覆隔膜	1.53		0.21		13.7%	1.40	0.20	1.51	0.22
江苏卓高	涂覆隔膜	0.40		-0.03		-8.3%				

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

负极 Q2 出货环比明显增加, 动力负极占比提升影响毛利率。20 上半年负极收入 13.67 亿元, 同比下降 1.65%。上半年负极出货 2.22 万吨, 同比增长 6.0%, 国内市占率 20%。我们预计 20Q2 出货 1.3 万吨, 同比增长 20%, 环比增长 45%。从价格看, 公司 20H1

负极单价 7 万元/吨（含税），环比 19H2 下降 8.2%，同比下降 7.1%，主要由于动力负极占比提升及原材料价格回落导致的部分产品降价，其中预计 20H1 公司动力负极销量约 1 万吨，占比 45%以上，较去年提升 15pct，主要由于 1g 和中航锂电增量明显。

**石墨化自供提升，Q2 毛利率预计环比维持。**20Q1 公司负极毛利率 28.35%，二季度石墨化自供率提升抵消产品降价的影响，负极 20Q2 毛利率预计维持 28%左右。子公司江西紫宸 20H1 净利润 1.55 亿元，同比下降 15%，净利率 11.3%，同比下降 2pct；我们预计 20H1 负极业务贡献利润 1.5 亿元左右，单吨净利润约 0.7 万/吨，较 19 年下降 20%，主要受减值损失影响。

**公司下半年排产逐月向上，石墨化完全并表后有望提升单吨盈利。**公司为 LG 欧洲工厂负极的主要供应商，20 年预示订单超过 2 万吨，自 7 月 LG 波兰工厂产能恢复后，公司排产逐月增加。我们预计 Q3 公司负极出货量有望达到 1.8-2 万吨，全年出货量有望达到 6-6.5 万吨。而 LG 明年高增长将延续，且公司其他客户逐步放量，包括 ATL、宁德时代、中航锂电等，因此我们预计 21 年公司负极出货量有望超过 9 万吨。盈利方面，山东兴丰已完全投产，上半年净利率 15%，目前公司持股 51%，剩余股权收购完成后，将进一步降低公司成本，单吨利润有望维持在 0.9 万/吨。

图 4：璞泰来分业务情况

	2020H1					2019H2			2019H1		
	营业收入 (亿)	销量	同比	单位售价 (不含税)	同比	营业收入 (亿)	销量	单位售价 (不含税)	营业收入 (亿)	销量	单位售价 (不含税)
负极	13.67	22,226	6.0%	6.15	-7.2%	16.62	27,794	6.7	13.91	20,963	6.63
涂覆隔膜	2.82	21,931	-8.4%	1.29	-9.2%	3.56	33,196	1.07	3.39	23,947	1.42
锂电设备	2.43					4.55			2.35		
铝塑膜	0.32	253	-0.4%	12.65	0.4%	0.45	392	11.38	0.32	254	12.6
石墨化材料	0.59					0.86			1.72		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**隔膜业务 1H 利润下滑明显，但 Q3 下游需求拐点已至。**20 上半年涂覆膜收入 2.83 亿，同比下降 16.9%。出货 2.2 亿平，同比下降 8.4%，国内湿法隔膜市占率 30%。20H1 涂覆膜单价 1.45 元/wh（含税），同比下降 10%。涂覆膜业务实现净利润 0.52 亿元，同比下滑 30%左右，对应单平净利润 0.24 元/平，较 19 全年下降 20%。Q3 下游排产明显回

暖，7-8月环比均有20%以上增长，20年预计宁德时代电池产量50-55gwh，对应隔膜需求约8-9亿平，因此公司涂覆膜全年出货预计增长30%，利润全年贡献预计1.6亿，同比持平。

**延伸布局中后道环节，打造一体化锂电设备。**锂电设备20H1实现收入1.27亿元（扣除内部销售），同比下降46.0%；若考虑对内销售部分，锂电设备收入2.43亿元，同比下降11.3%。公司目前已通过吸收整合技术团队开始开发卷绕机、叠片机、注液机、化成等设备，希望逐步渗透中后段设备，打造一体化锂电设备。Q1锂电设备毛利率31.7%，较19年明显提升4pct。

**铝塑膜批量供货，涂布材料维持高增长。**铝塑膜实现收入0.32亿元，同比下降0.57%，出货量253万平，同比持平。公司铝塑膜在数码产品如充电宝、笔记本电脑、二轮车等领域实现批量供应，公司将积极进军高端消费及动力软包市场，下半年出货量可望得到明显改善。纳米氧化铝出货506吨，同比增长103.51%，实现收入0.13亿元，同比增长735.3%，主要受益于三星SDI等国际客户订单需求快速增长。

**三费（包含研发费用）同比微增，充分计提信用减值。**2020年H1公司三费（包含研发费用）合计3.29亿，同比增长14.81%。2020年Q2公司三费（包含研发费用）合计1.79亿元，同比增长11.24%，环比增长19.9%，三费（包含研发费用）费用率16.77%，同比增长2.74pct，环比下降1.49pct；其中Q2销售费用0.53亿元，同比增长26.2%，销售费用率4.94%，同比增长1.3pct；管理费用0.45亿元，管理费用率4.18%，同比0.6pct；研发费用0.54亿元，同比增长7.7%，研发费用率5.03%，同比增长0.68pct；财务费用0.28亿元，财务费用率2.62%，同比增长0.16pct。公司20Q2充分计提信用减值损失0.38亿元，主要针对某客户进行大额计提，该客户应收账款余额0.77亿，已计提0.56亿，后续对利润影响减弱。

图4：公司分季度费用情况（百万）

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
销售费用	29.57	41.86	56.27	50.11	37.38	52.83
-销售费用率	2.87%	3.64%	4.25%	3.86%	4.57%	4.94%
管理费用	33.89	41.17	40.99	45.42	40.25	44.69
-管理费用率	3.29%	3.58%	3.10%	3.50%	4.92%	4.18%
研发费用	44.18	49.90	58.95	58.83	38.99	53.74
-研发费用率	4.29%	4.34%	4.45%	4.54%	4.76%	5.03%
财务费用	17.55	28.22	24.31	29.81	32.89	27.99
-财务费用率	1.71%	2.46%	1.84%	2.30%	4.02%	2.62%
期间费用	125.20	161.14	180.53	184.17	149.50	179.25
-期间费用率	12.17%	14.03%	13.63%	14.20%	18.26%	16.77%
资产减值损失	-9.23	11.52	6.53	-21.49	0.30	3.62
信用减值损失	0.00	-21.38	-4.26	3.08	1.42	-38.05

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**保持良好的经营性现金流，Q2 预付电费大幅增长：**2020 年 H1 公司存货为 24.22 亿，较年初增加 6.94%；期末公司应收账款 10.51 亿元，较年初减少 16.66%，较一季度末减少 2.14%；期末预付款 1.27 亿，较一季度末增长 43%，主要为预付电费。20 年 H1 公司经营活动净现金流为 2.24 亿，同比上升 14.13%；20Q2 单季度经营净现金流 0.68 亿，环比下降 56.4%，同比下降 79%，主要由于存货及预付款增加。1H 资本开支 4.1 亿，同比减少 27%。期末固定资产 19.08 亿，较年初增加 29%；在建工程 7.77 亿，较年初减少 14%，主要为内蒙、溧阳紫宸的设备和车间转固。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 7.45/10.85/14.84 亿，同比增长 14%/46%/37%，对应 PE 为 60x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 125 元，维持“买入”评级

**风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4,970	6,562	9,169	11,832	<b>营业收入</b>	4,799	5,755	7,524	9,834
现金	862	1,727	2,257	2,950	减:营业成本	3,384	4,093	5,329	6,956
应收账款	1,261	1,497	2,303	3,010	营业税金及附加	22	26	34	44
预付账款	81	98	128	167	营业费用	178	201	233	285
存货	2,265	2,739	3,610	4,719	管理费用	373	432	527	639
其他流动资产	489	489	860	974	财务费用	100	102	152	200
<b>非流动资产</b>	3,161	3,577	4,036	4,375	资产减值损失	13	40	51	57
长期股权投资	232	232	232	232	加:投资净收益	9	10	15	15
固定资产	1,476	1,666	1,788	1,942	其他收益	0	0	0	0
无形资产	223	213	300	286	<b>营业利润</b>	765	891	1,243	1,698
其他非流动资产	1,229	1,466	1,715	1,914	加:营业外净收支	4	-4	-4	-4
<b>资产总计</b>	8,131	10,139	13,205	16,207	<b>利润总额</b>	769	887	1,239	1,694
<b>流动负债</b>	4,175	5,559	7,894	9,805	减:所得税费用	90	111	149	203
短期借款	1,548	2,472	3,947	4,729	少数股东损益	28	31	5	7
应付账款	1,025	1,240	1,614	2,107	<b>归属母公司净利润</b>	651	745	1,085	1,484
其他流动负债	1,602	1,848	2,333	2,969	EBITDA	989	1,115	1,536	2,059
<b>非流动负债</b>	312	312	246	246	EPS (元)	1.50	1.71	2.49	3.41
长期借款	149	149	149	149					
其他非流动负债	163	163	98	98	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	4,486	5,871	8,140	10,051	每股收益(元)	1.50	1.71	2.49	3.41
少数股东权益	235	266	272	279	每股净资产(元)	7.83	9.20	11.01	13.50
归属母公司股东权益	3,409	4,002	4,794	5,877	发行在外股份(百万股)	435	435	435	435
<b>负债和股东权益</b>	8,131	10,139	13,205	16,207	ROIC(%)	9.6%	8.0%	10.1%	11.7%
					ROE(%)	19.1%	18.6%	22.6%	25.2%
					毛利率(%)	29.5%	28.9%	29.2%	29.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	14.2%	13.5%	14.5%	15.2%
经营活动现金流	490	724	151	996	资产负债率(%)	55.2%	57.9%	61.6%	62.0%
投资活动现金流	-1,547	-528	-585	-485	收入增长率(%)	44.9%	19.9%	30.7%	30.7%
筹资活动现金流	336	669	964	182	归母净利润增长率(%)	9.6%	14.4%	45.6%	36.8%
现金净增加额	-720	864	530	693	P/E	68.82	60.14	41.31	30.20
折旧和摊销	124	122	142	161	P/B	13.14	11.20	9.35	7.62
资本开支	1,049	550	600	500	EV/EBITDA	47	42	30	23
营运资本变动	-461	-306	-1,268	-898					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>