万联证券 WANLIAN SECURITIES

产能释放降低成本，降本增效拉动利润上升

——璞泰来（603659）季报点评报告

增持（维持）

日期：2020 年 10 月 28 日

事件：

10 月 27 日，公司披露 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 33.47 亿元，同比下降 4.42%，实现归母净利润 4.15 亿元，同比下降 9.40%，其中第三季度实现营业收入 14.59 亿元，同比增长 10.19%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 12.33%。费用方面，销售费用率为 4.44%，同比+0.80pct；管理费用率为 4.12%，同比+0.81pct；财务费用率为 3.19%，同比+1.19pct。

投资要点：

- **石墨化产线工艺改造拉动加工成本下降，降本增效下半年发力：**截至目前，山东兴丰（单体）、内蒙兴丰部分产线已完成厢式炉工艺改造，大幅降低加工成本，进一步提高产能。公司 Q3 实现净利润 2.38 亿元，同比增长 14.49%，其中山东兴丰前三季度利润攀升，同比增幅约为 150%。山东兴丰预计将于年底完成大部分改造，内蒙兴丰计划年底完成近 50%的改造计划。改造完成后山东兴丰单体最大产能可达约 19,800 吨/年、内蒙兴丰最大产能将达约 60,000 吨/年。
- **负极材料成本下跌，公司毛利率小幅上涨：**2020 年 8 月，人造石墨价格下跌，高端人造石墨价格从 6.5 万元/吨跌至 5.05 万元/吨。原材料价格的下跌和加工成本的降低促使公司毛利率上涨。公司 20Q3 毛利率 34.08%，同比+3.25pct。
- **经营性现金流明显改善，期间费用率增高：**公司前三季度经营活动产生的现金流净额为 2.98 亿元，同比增长 61.92%，主要系公司通过提高资产管理效率，客户回款增加。公司前三季度期间费用率为 16.52%，同比增长 3.18pct，主要系公司因经营活动所需，采取借款、融资租赁、可转债等方式融资导致公司财务费用同比增加。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司20-22年实现营收56.05/71.96/90.67亿元，归母净利润8.26/11.44/14.46亿元，同比增长26.9%/38.4%/26.5%，EPS分别为1.90/2.63/3.32元/股，基于公司在动力电池高端负极领域的龙头地位，我们维持增持评级。
- **风险因素：**动力电池产业链恢复不及预期；上游原材料价格上涨；海外客户需求波动；产品毛利率降低。

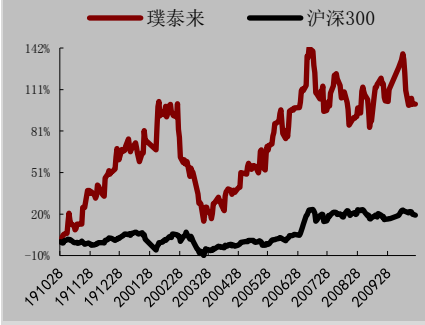
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,799	5,605	7,196	9,067
增长比率（%）	44.9%	16.8%	28.4%	26.0%
净利润(百万元)	651	826	1,144	1,446
增长比率(%)	9.6%	26.9%	38.4%	26.5%
每股收益(元)	1.50	1.90	2.63	3.32
市盈率(倍)	68.8	54.2	39.2	31.0

资料来源：wind，万联证券研究所

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	梁丰/30.25%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	435.22
流通A股（百万股）	193.53
收盘价（元）	102.29
总市值（亿元）	445.19
流通A股市值（亿元）	197.97

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 10 月 26 日

相关研究

万联证券研究所 20200818_公司半年报点评_AAA_璞泰来（603659）半年报点评报告

万联证券研究所 20200327_璞泰来（603659）年报点评_AAA_高端人造石墨龙头，拟定增 50 亿加码一体化

分析师： 江维
执业证书编号：S0270520090001
电话：01056508507
邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理： 郝占一
电话：01056508507
邮箱：haozy@wlzq.com.cn

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,970	11,822	12,809	13,989
货币资金	862	6,294	5,983	5,599
应收票据及应收账款	1,261	1,795	2,211	2,758
其他应收款	12	20	22	28
预付账款	81	154	197	233
存货	2,265	3,031	3,822	4,755
其他流动资产	489	528	573	615
非流动资产	3,161	3,901	4,989	6,339
长期股权投资	232	232	232	232
固定资产	1,476	1,616	1,944	2,454
在建工程	905	1,505	2,265	3,105
无形资产	223	223	223	223
其他长期资产	324	324	324	324
资产总计	8,131	15,723	17,798	20,328
流动负债	4,175	5,112	6,043	7,127
短期借款	1,228	1,228	1,228	1,228
应付票据及应付账款	1,504	2,051	2,566	3,196
预收账款	717	966	1,233	1,523
其他流动负债	727	867	1,017	1,181
非流动负债	312	312	312	312
长期借款	149	149	149	149
应付债券	66	66	66	66
其他非流动负债	98	98	98	98
负债合计	4,486	5,424	6,355	7,439
股本	435	1,405	1,405	1,405
资本公积	1,137	5,996	5,996	5,996
留存收益	1,886	2,712	3,855	5,301
归属母公司股东权益	3,409	10,064	11,208	12,654
少数股东权益	235	235	235	235
负债和股东权益	8,131	15,723	17,798	20,328

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	490	468	903	1,106
净利润	679	826	1,144	1,446
折旧摊销	124	60	72	90
营运资金变动	-446	-483	-367	-479
其它	133	65	54	49
投资活动现金流	-1,547	-762	-1,111	-1,386
资本支出	-1,049	-800	-1,160	-1,440
投资变动	-507	0	0	0
其他	9	38	49	54
筹资活动现金流	336	5,726	-103	-103
银行借款	1,666	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	14	970	0	0
其他	-1,344	4,756	-103	-103
现金净增加额	-719	5,432	-311	-383
期初现金余额	1,166	862	6,294	5,983
期末现金余额	447	6,294	5,983	5,599

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,799	5,605	7,196	9,067
营业成本	3,384	4,007	5,149	6,471
营业税金及附加	22	26	33	41
销售费用	178	209	264	335
管理费用	161	201	254	319
研发费用	212	245	316	397
财务费用	100	90	29	33
资产减值损失	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	38	49	54
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	765	935	1,291	1,635
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	769	935	1,291	1,635
所得税	90	109	147	189
净利润	679	826	1,144	1,446
少数股东损益	28	0	0	0
归属母公司净利润	651	826	1,144	1,446
EBITDA	966	978	1,253	1,593
EPS（元）	1.50	1.90	2.63	3.32

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	44.9%	16.8%	28.4%	26.0%
营业利润	14.2%	22.3%	38.0%	26.7%
归属于母公司净利润	9.6%	26.9%	38.4%	26.5%
获利能力				
毛利率	29.5%	28.5%	28.4%	28.6%
净利率	14.2%	14.7%	15.9%	16.0%
ROE	19.1%	8.2%	10.2%	11.4%
ROIC	13.8%	6.7%	7.9%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	55.2%	34.5%	35.7%	36.6%
净负债比率	24.7%	-44.0%	-36.9%	-29.8%
流动比率	1.19	2.31	2.12	1.96
速动比率	0.63	1.69	1.45	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.36	0.40	0.45
应收账款周转率	3.81	3.49	3.57	3.58
存货周转率	1.49	1.32	1.35	1.36
每股指标（元）				
每股收益	1.50	1.90	2.63	3.32
每股经营现金流	1.13	1.08	2.07	2.54
每股净资产	7.83	23.13	25.75	29.08
估值比率				
P/E	68.82	54.24	39.18	30.98
P/B	13.14	4.45	4.00	3.54
EV/EBITDA	39.29	143.35	112.06	88.40

资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场