# 璞泰来（603659）三季报点评

## 汇兑损益拉低增速，负极量利双升趋势确立

买入（维持）

2020 年 10 月 27 日

| 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 | 701 | 1,055 | 1,443 |
| 同比（%） | 10% | 8% | 50% | 37% |
| 每股收益（元/股） | 1.50 | 1.61 | 2.42 | 3.32 |
| P/E（倍） | 69.84 | 64.83 | 43.12 | 31.51 |

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

### 投资要点

- **2020 年前三季度归母净利润 4.15 亿元，同比下降 9.4%，略低于预期。**2020 年前三季度公司营收 33.47 亿元，同比下降 4.4%；归母净利润 4.15 亿元，同比下降 9.4%，略低于预期，主要由于 Q3 汇兑损失近 0.2 亿，拖累增速；扣非净利润 3.8 亿元，同比下降 9.7%。盈利能力方面，20Q1-3 毛利率为 32.13%，同比增加 3.72pct；净利率为 13.45%，同比减少 0.03pct。

- **负极一体化效果明显，Q3 盈利能力同环比改善，但汇兑损益拉低业绩增速：**20Q3 公司实现营收 14.59 亿元，同比增加 10.19%，环比增长 36.49%；归母净利润 2.19 亿元，同比增长 12.33%，环比增长 110.59%，扣非归母净利润 2.05 亿元，同比增长 13.02%，环比增长 121.11%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 34.08%，同比增长 3.25pct，环比增长 3.29pct；净利率 16.28%，同比增长 0.61pct，环比增长 5.26pct；Q3 扣非净利率 14.02%，同比提升 0.35pct，环比提升 5.37pct。其中汇兑损失 0.19 亿元，若扣除汇兑损失及其所得税影响，预计 Q3 归母净利 2.36 亿元，同比增长 21.36%，净利率 17.5%，创近两年新高。

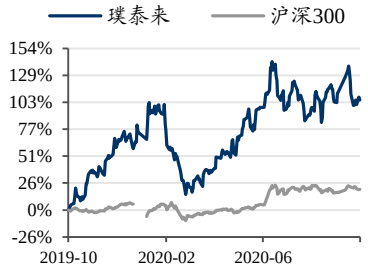
- **受益于海外客户高增，负极 Q3 显著放量。**我们预计 20Q3 负极出货 1.8-1.9 万吨，同环比增长 50%左右，1-3Q 公司负极累计出货 4-4.1 万吨，同比增 20%+，预计全年出货量 6.5 万吨+，同比增 35%+，21 年销量将维持高增长，预计达到 9-10 万吨。从结构看，公司动力负极占比显著提升，预计 20Q3 公司动力负极销量约 1.1-1.2 万吨，占比 55%左右，较 H1 提升 5-10pct，其中 7 月起 LG 波兰工厂产能恢复，排产逐月增加，预计 Q3 向 LG 出货 0.7 万吨+，贡献主要增量，Q3 三星等海外厂商也开始逐渐起量，全年预计 LG 贡献 2 万吨出货量，21 年有望达到 3-4 万吨，在公司出货量比重超过 30%。

- **一体化效果开始体现，负极量利齐升。**Q3 负极均价 6.5-6.6 万/吨（含税）左右，同环比微降，但是成本整体降幅更大：1）针状焦上半年降价 30%，低成本材料 Q3 开始体现，2）内蒙一体化石墨化产能逐步爬坡，Q3 自供率 60%左右，上半年约 30%，3）海外高毛利产品放量，LG 出货占比 35%以上，提升明显。因此，预计 Q3 负极单吨利润 0.8 万/吨，若不考虑汇兑损益的影响，预计负极 Q3 单吨利润恢复至 0.9 万/吨+，较上半年提升 20%。因此 Q3 预计负极贡献利润约 1.5 亿（已扣除汇兑损益约 0.2 亿），1-Q3 贡献 3 亿+利润，预计全年 5-5.5 亿利润（已扣除减值和汇兑损益），同比增 10-20%。盈利方面随着山东兴丰剩余股权收购完成，有望进一步降低公司成本，单吨利润有望维持在 0.9-1 万/吨。

- **投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 7/10.6/14.4 亿，同比增长 8%/50%/37%，对应 PE 为 65x/43x/32x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 121 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

### 股价走势




### 市场数据

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 104.48 |
| 一年最低/最高价 | 48.77/127.45 |
| 市净率(倍) | 12.15 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 20220.51 |

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元) | 8.60 |
| 资产负债率(%) | 58.09 |
| 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）：计提影响业绩，石墨化放量强化负极优势》2020-08-18**

**2、《璞泰来（603659）：全球负极王者，研发+客户驱动锂电一体化》2020-07-07**

**3、《璞泰来（603659）一季报点评：海外放量，业绩好于行业增速》2020-05-03**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**2020 年前三季度归母净利润 4.15 亿元，同比下降 9.4%，略低于预期。**2020 年前三季度公司营收 33.47 亿元，同比下降 4.4%；归母净利润 4.15 亿元，同比下降 9.4%，略低于预期，主要由于 Q3 汇兑损失近 0.2 亿，拖累增速；扣非净利润 3.8 亿元，同比下降 9.7%。盈利能力方面，20Q1-3 毛利率为 32.13%，同比增加 3.72pct；净利率为 13.45%，同比减少 0.03pct。

**负极一体化效果明显，Q3 盈利能力同环比改善，但汇兑损益拉低业绩增速：**20Q3 公司实现营收 14.59 亿元，同比增加 10.19％，环比增长 36.49%；归母净利润 2.19 亿元，同比增长 12.33%，环比增长 110.59％，扣非归母净利润 2.05 亿元，同比增长 13.02%，环比增长 121.11%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 34.08%，同比增长 3.25pct，环比增长 3.29pct；净利率 16.28%，同比增长 0.61pct，环比增长 5.26pct；Q3 扣非净利率 14.02%，同比提升 0.35pct，环比提升 5.37pct。其中汇兑损失 0.19 亿元，若扣除汇兑损失及其所得税影响，预计 Q3 归母净利 2.36 亿元，同比增长 21.36%，净利率 17.5%，创近两年新高。

**图 1：璞泰来分季度经营情况**

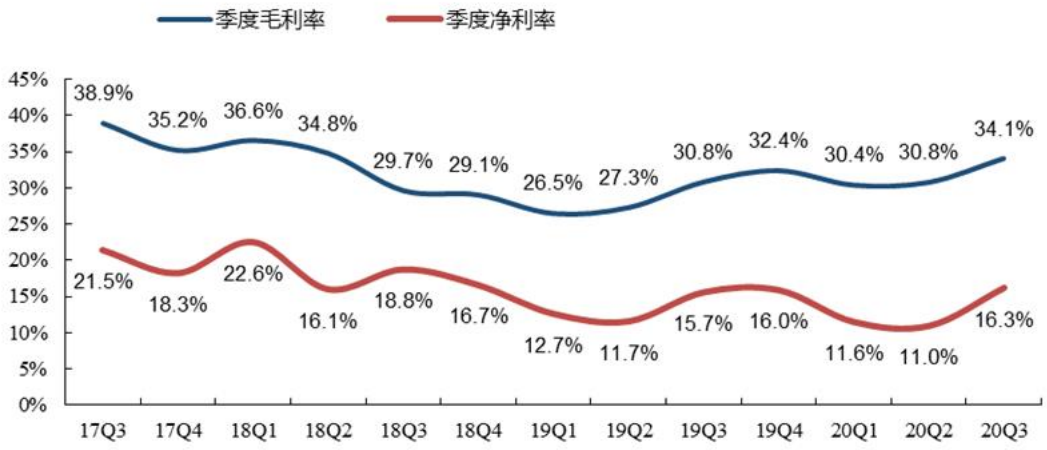
| | 2020Q3 | 2020Q2 | 2020Q1 | 2019Q4 | 2019Q3 | 2019Q2 | 2019Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万) | 1,459.0 | 1,068.9 | 818.7 | 1,297.1 | 1,324.2 | 1,148.4 | 1,028.9 |
| -同比 | 10.19% | -6.92% | -20.43% | 27.22% | 44.91% | 42.74% | 79.52% |
| 毛利率 | 34.08% | 30.78% | 30.41% | 32.39% | 30.83% | 27.32% | 26.51% |
| 归母净利润(百万) | 218.6 | 103.8 | 92.9 | 192.6 | 194.6 | 134.8 | 129.0 |
| -同比 | 12.33% | -22.99% | -27.99% | 16.67% | 13.11% | 4.72% | 0.51% |
| 净利率 | 16.28% | 11.02% | 11.57% | 15.97% | 15.67% | 11.66% | 12.69% |
| 扣非归母净利润（百万） | 204.63 | 92.55 | 82.81 | 184.91 | 181.05 | 125.89 | 113.78 |
| -同比 | 13.02% | -26.49% | -27.22% | 15.95% | 58.33% | 7.42% | 9.78% |
| 扣非归母净利率 | 14.02% | 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**



请务必阅读正文之后的免责声明部分




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**受益于海外客户高增，负极 Q3 显著放量。**我们预计 20Q3 负极出货 1.8-1.9 万吨，同环比增长 50%左右，1-3Q 公司负极累计出货 4-4.1 万吨，同比增 20%+，预计全年出货量 6.5 万吨+，同比增 35%+，21 年销量将维持高增长，预计达到 9-10 万吨。从结构看，公司动力负极占比显著提升，预计 20Q3 公司动力负极销量约 1.1-1.2 万吨，占比 55%左右，较 H1 提升 5-10pct，其中 7 月起 LG 波兰工厂产能恢复，排产逐月增加，预计 Q3 向 LG 出货 0.7 万吨+，贡献主要增量，Q3 三星等海外厂商也开始逐渐起量，全年预计 LG 贡献 2 万吨出货量，21 年有望达到 3-4 万吨，在公司出货量比重超过 30%。

**一体化效果开始体现，负极量利齐升。**Q3 负极均价 6.5-6.6 万/吨（含税）左右，同环比微降，但是成本整体降幅更大：1）针状焦上半年降价 30%，低成本材料 Q3 开始体现，2）内蒙一体化石墨化产能逐步爬坡，Q3 自供率 60%左右，上半年约 30%，3）海外高毛利产品放量，LG 出货占比 35%以上，提升明显。因此，预计 Q3 负极单吨利润 0.8 万/吨，若不考虑汇兑损益的影响，预计负极 Q3 单吨利润恢复至 0.9 万/吨+，较上半年提升 20%。因此 Q3 预计负极贡献利润约 1.5 亿（已扣除汇兑损益约 0.2 亿），1-Q3 贡献 3 亿+利润，预计全年 5-5.5 亿利润（已扣除减值和汇兑损益），同比增 10-20%。盈利方面随着山东兴丰剩余股权收购完成，有望进一步降低公司成本，单吨利润有望维持在 0.9-1 万/吨。

**Q3 涂覆需求复苏，新增 ATL 订单。**涂覆膜目前主要配套宁德时代和中航锂电，预计 Q3 配套电池产量 14-15gwh，对应涂覆膜需求约 2.5 亿平。预计 Q3 价格环比基本稳定，单平利润维持 0.2 元/平左右，整体涂覆膜 Q3 贡献 0.4-0.5 亿利润。另 ATL 涂覆膜 Q2 开始逐步切换至璞泰来，ATL 全年涂覆膜需求 3.5-4 亿平，若切换 70%至璞泰来，涂覆膜出货量增加 30%。基膜层面，目前产能 0.9-1 亿平，预计 Q3 单季度盈亏平衡。公司定增规划 2.49 亿平基膜产能，且研发一体化高速线项目，有望结合涂覆优势打开基膜

市场。

**设备承受价格压力，表现平稳，布局一体化设备。**预计公司设备业务承受降价压力，Q3 贡献 1.1 亿收入，贡献利润 0.15-0.2 亿，环比基本持平。公司收购业内卷绕、化成优质团队，基于自身大平台的研发扶持和客户基础，目标单点突破并逐步完成一体化布局，业务市场空间将大幅增长。

**三费整体控制良好，汇兑损失导致财务费用提升。**2020 年前三季度公司三费合计 5.53 亿元，同比增长 18.39%，费用率为 16.52%，同比增长 3.18pct。其中，20Q3 销售费用 0.6 亿元，销售费用率 4%，同比减 0.2pct；管理费用 0.5 亿元，管理费用率 3.6%，同比增 0.5pct；财务费用 0.5 亿元，财务费用率 3.1%，同比增 1.3pct，主要由于 0.19 亿元汇兑损失所致；研发费用 0.7 亿元，研发费用率 4.6%，同比增 0.1pct。20Q3 公司计提资产减值损失 0.01 亿，计提信用减值损失 0.01 亿。

**图 3：公司季度费用率**

| 单位：百万元 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 销售费用 | 29.57 | 41.86 | 56.27 | 50.11 | 37.38 | 52.83 | 58.46 |
| -销售费用率 | 2.87% | 3.64% | 4.25% | 3.86% | 4.57% | 4.94% | 4.01% |
| 管理费用 | 33.89 | 41.17 | 40.99 | 45.42 | 40.25 | 44.69 | 53.01 |
| -管理费用率 | 3.29% | 3.58% | 3.10% | 3.50% | 4.92% | 4.18% | 3.63% |
| 研发费用 | 44.18 | 49.90 | 58.95 | 58.83 | 38.99 | 53.74 | 66.71 |
| -研发费用率 | 4.29% | 4.34% | 4.45% | 4.54% | 4.76% | 5.03% | 4.57% |
| 财务费用 | 17.55 | 28.22 | 24.31 | 29.81 | 32.89 | 27.99 | 45.80 |
| -财务费用率 | 1.71% | 2.46% | 1.84% | 2.30% | 4.02% | 2.62% | 3.14% |
| 期间费用 | 125.20 | 161.14 | 180.53 | 184.17 | 149.50 | 179.25 | 223.99 |
| -期间费用率 | 12.17% | 14.03% | 13.63% | 14.20% | 18.26% | 16.77% | 15.35% |
| 资产减值损失 | 9.23 | 11.52 | 6.53 | -21.49 | 0.30 | 3.62 | 0.71 |
| 信用减值损失 | 0.00 | -21.38 | -4.26 | 3.08 | 1.42 | -38.05 | -0.72 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**前三季度预付电费、原料款大幅增长：**2020 年三季度末公司存货为 23.76 亿，较年初增加 4.91%；期末公司应收账款 13.18 亿，较年初增长 4.51%，较二季度末增长 25.4%；期末公司预付账款 1.41 亿元，较年初增加 73.43%，主要系预付电费、原料款的增加所致。20Q3 单季度公司经营活动净现金流为 0.74 亿，去年同期为-0.13 亿，同比大幅改善，环比增加 10%。Q3 资本开支为 6.33 亿元，同比减少 24%。在建工程 8.99 亿，较年初基本持平，较二季度末增长 16%，期末固定资产 19.80 亿，较年初增加 34.13%，主要系子公司部分投建项目在今年陆续转固所致。

**投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 7/10.6/14.4 亿，同比增长 8%/50%/37%，对应 PE 为 65x/43x/32x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 121 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**价格下滑超预期；公司出货量低于预期。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**璞泰来三大财务预测表**

| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 4,970 | 6,557 | 9,169 | 11,832 |
| 现金 | 862 | 1,727 | 2,257 | 2,950 |
| 应收账款 | 1,261 | 1,492 | 2,303 | 3,010 |
| 存货 | 2,265 | 2,739 | 3,610 | 4,719 |
| 其他流动资产 | 489 | 489 | 860 | 974 |
| **非流动资产** | 3,161 | 3,577 | 4,036 | 4,375 |
| 长期股权投资 | 232 | 232 | 232 | 232 |
| 固定资产 | 1,476 | 1,666 | 1,788 | 1,942 |
| 无形资产 | 223 | 213 | 300 | 286 |
| 其他非流动资产 | 1,229 | 1,466 | 1,715 | 1,914 |
| **资产总计** | 8,131 | 10,134 | 13,205 | 16,207 |
| **流动负债** | 4,175 | 5,564 | 7,909 | 9,828 |
| 短期借款 | 1,548 | 2,477 | 3,962 | 4,752 |
| 应付账款 | 1,025 | 1,240 | 1,614 | 2,107 |
| 其他流动负债 | 1,602 | 1,848 | 2,333 | 2,969 |
| **非流动负债** | 312 | 312 | 246 | 246 |
| 长期借款 | 149 | 149 | 149 | 149 |
| 其他非流动负债 | 163 | 163 | 98 | 98 |
| **负债合计** | 4,486 | 5,876 | 8,155 | 10,074 |
| 少数股东权益 | 235 | 288 | 310 | 339 |
| 归属母公司股东权益 | 3,409 | 3,970 | 4,740 | 5,793 |
| **负债和股东权益** | 8,131 | 10,134 | 13,205 | 16,207 |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 490 | 707 | 133 | 979 |
| 投资活动现金流 | -1,547 | -528 | -585 | -485 |
| 筹资活动现金流 | 336 | 685 | 982 | 200 |
| 现金净增加额 | -720 | 864 | 530 | 693 |
| 折旧和摊销 | 124 | 122 | 142 | 161 |
| 资本开支 | 1,049 | 550 | 600 | 500 |
| 营运资本变动 | -461 | -306 | -1,268 | -898 |

| 利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 4,799 | 5,755 | 7,524 | 9,834 |
| 减:营业成本 | 3,384 | 4,093 | 5,329 | 6,956 |
| 营业税金及附加 | 22 | 26 | 34 | 44 |
| 营业费用 | 178 | 201 | 233 | 285 |
| 管理费用 | 373 | 432 | 527 | 639 |
| 财务费用 | 100 | 102 | 153 | 201 |
| 资产减值损失 | 13 | 45 | 46 | 57 |
| 加:投资净收益 | 9 | 10 | 15 | 15 |
| 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 765 | 866 | 1,227 | 1,677 |
| 加:营业外净收支 | 4 | -4 | -4 | -4 |
| **利润总额** | 769 | 862 | 1,223 | 1,673 |
| 减:所得税费用 | 90 | 108 | 147 | 201 |
| **少数股东损益** | 28 | 53 | 22 | 29 |
| **归属母公司净利润** | 651 | 701 | 1,055 | 1,443 |
| EBIT | 865 | 968 | 1,380 | 1,878 |
| EBITDA | 989 | 1,091 | 1,521 | 2,039 |

| 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **每股收益(元)** | 1.50 | 1.61 | 2.42 | 3.32 |
| **每股净资产(元)** | 7.83 | 9.12 | 10.89 | 13.31 |
| **发行在外股份(百万股)** | 435 | 435 | 435 | 435 |
| ROIC(%) | 16.2% | 12.7% | 13.7% | 15.4% |
| ROE(%) | 19.1% | 17.7% | 22.3% | 24.9% |
| 毛利率(%) | 29.5% | 28.9% | 29.2% | 29.3% |
| 销售净利率(%) | 14.2% | 13.1% | 14.3% | 15.0% |
| 资产负债率(%) | 55.2% | 58.0% | 61.8% | 62.2% |
| 收入增长率(%) | 45% | 20% | 31% | 31% |
| 净利润增长率(%) | 10% | 8% | 50% | 37% |
| P/E | 69.84 | 64.83 | 43.12 | 31.51 |
| P/B | 13.34 | 11.45 | 9.59 | 7.85 |
| EV/EBITDA | 48 | 44 | 31 | 23 |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**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