公司研究

半年报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

中报业绩承压 一体化推进凸显负极优势

——璞泰来（603659.SH）中报业绩点评　　电气设备/电源设备

申港证券 SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布半年报，2020H1 营业收入 18.88 亿元，同比下滑 13.3%，归母净利润 1.97 亿元，同比下滑 25.44%，综合毛利率 30.6%，同比增长 3.7 pct，期间费用率 17.4%，同比增加 4.3 pct。报告期内，主营业务板块盈利水平稳中有升，整体营收及净利受行业不景气以及期间费用增加的影响，出现下滑。

投资摘要：

负极材料出货量平稳增长，下半年增量可期。2020H1 公司负极材料业务实现主营业务收入 13.67 亿元，同比下降 1.65%，实现出货量 2.2 万吨，同比增长 6.02%，国内市占率 20.03%。2020H1 公司人造石墨负极材料出货均价同比减少 7.2%，原材料价格下降、炭化产能释放，有效降低生产成本，对冲价格下降对毛利率的影响。国内 2020H1 动力电池装机容量同比下降 42%，同期欧洲新能源车销量同比增长 39.2%，报告期内海外订单占比显著提高，保障出货稳定增长，公司负极材料为 LG 波兰工厂主供，下半年海外出货将继续大幅提升。

上游石墨化、炭化新产能逐步释放，产业链一体化布局有效降本。2020H1 公司石墨化加工对外业务营收 0.59 亿元，同比下降 65.6%。公司石墨化产能以自供为主，自供比例稳定提升，扩大负极材料盈利空间。公司 2019 年可转债募投的溧阳年产 3 万吨高性能锂离子电池负极材料（包括炭化等主要工序）项目已完成进度 43%，目前已部分试生产，预计 2021 年全面达产。公司全资收购山东兴丰，并继续扩张石墨化产能，于乌兰察布卓资县布局 5 万吨负极材料及配套石墨化产线，将于 2020 年底开始建设，预计 2022 年建成投产。预计负极材料产能 2020 年底将达 7 万吨，2022 年达 17 万吨，石墨化产能 2020 年底将达 10 万吨，2022 年达 16 万吨，市场竞争力显著提升。

涂覆隔膜产能快速扩张，市场份额稳定。2020H1 公司涂覆隔膜及加工业务实营收 2.82 亿元，同比下降 16.9%吗，涂覆隔膜出货量 2.19 亿平，同比下降 8.41%，市占率 29.8%，同比增加 1.2 pct，纳米氧化铝出货量同比增长 103.51%。受市场环境影响涂覆隔膜出货量下滑，市场份额相对稳定，目前国内需求正在恢复，下半年有望重回增长通道。公司 2019 年可转债募投江苏卓高 8 亿平涂覆加工项目完成进度 52%，预计将于 2021 年全部建成投产。预计 2020 年底公司将具备 8 亿平涂覆加工产能，2021 年产能达 12 亿平。同时公司着手布局湿法基膜业务，提高基膜自供比例，规划于溧阳建设 2.49 亿平隔膜基膜产线，预计 2022 年建成投产。

锂电设备产品覆盖面扩大，下半年订单有望增长。2020H1 公司锂电设备业务板块实现营收 1.27 亿元，同比下降 45.96%，若将对内销售部分考虑在内，锂电设备实现收入 2.43 亿元，同比下降 11.27%。公司在原有涂布、分切等产品基础上，开发卷绕机、叠片机、注液机、化成等新产品，规划构建前中后段锂电设备一体化产品体系，提高自动化工艺技术覆盖全面性。公司涂布设备产品进入松下、特斯拉供应体系，进入国际市场。下半年主要动力电池厂商陆续完成融资计划，预计将正式启动实施扩产计划，公司锂电设备业务订单承接量有望实现稳定增长。

报告期内现金流良好，期间费用大幅增加。2020H1 公司经营性净现金流 2.24 亿元，同比增长 14.13%。期间费用率 17.4%，同比增加 4.3 pct，海外市场业务占比提高，相应销售费用同比增长 26.29%。报告期内，公司以市场利率 3.71%发行可转债，并通过银行授信融资日常运营所需资金，财务费用同比增

评级　　买入（维持）

2020 年 08 月 19 日

贺朝晖　　分析师

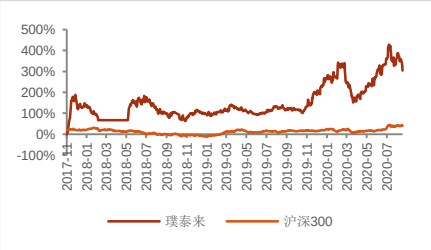
SAC 执业证书编号：S1660520050001

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据	时间 2020.08.19
总市值/流通市值（亿元）	410.94/182.74
总股本（万股）	43,522.31
资产负债率（%）	59.26
每股净资产（元）	7.86
收盘价（元）	94.42
一年内最低价/最高价（元）	46.33/127.45

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《璞泰来年报点评报告：负极龙头地位稳固 涂覆隔膜提升盈利》2020-03-29

2、《璞泰来季报点评：业绩略超预期 石墨化投放提振盈利》2019-10-31

3、《璞泰来半年报点评：业绩符合预期 石墨化投放提升盈利》2019-08-29

加 33%。

投资策略：上半年国内新能源市场需求低迷，公司负极材料及隔膜出货量低于预期，7 月新能源车产销同比转正，下半年需求将逐渐恢复，同时欧洲市场活跃度高，拉动公司业绩增长。我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 53.7 亿元、72.8 亿元和 91.9 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 7.4 亿元、11.1 亿元和 14.4 亿元，每股收益分别为 1.7 元、2.6 元和 3.3 元，对应 PE 分别为 58.8、39.2、30.4 倍。给予“买入”评级。

风险提示：新能源车装机不及预期、产线建设进度不及预期、原材料价格波动、疫情形势波动

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,311.03	4,798.53	5,371.77	7,282.71	9,194.82
增长率（%）	47.20%	44.93%	11.95%	35.57%	26.26%
归母净利润（百万元）	594.26	651.07	742.40	1,113.29	1,436.69
增长率（%）	31.80%	9.56%	14.03%	49.96%	29.05%
净资产收益率（%）	20.43%	19.10%	18.98%	24.25%	26.28%
每股收益(元)	1.37	1.50	1.71	2.56	3.30
PE	73.21	66.87	58.80	39.21	30.38
PB	14.99	12.80	11.16	9.51	7.98

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
主营收入(百万元)	1019.54	1028.85	1148.45	1324.17	1297.05	818.7	1068.94
增长率（%）	45.96%	79.52%	42.74%	44.91%	27.22%	-20.43%	-6.92%
毛利率（%）	29.06%	26.51%	27.32%	30.83%	32.39%	30.41%	30.78%
期间费用率（%）	12.43%	12.17%	14.03%	13.63%	14.20%	18.26%	16.77%
净利润（百万元）	169.83	130.56	133.91	207.49	207.14	94.71	117.82
增长率（%）	32.86%	0.82%	3.47%	20.65%	21.97%	-27.46%	-12.02%
每股盈利（季度，元）	0.38	0.30	0.31	0.45	0.44	0.21	0.24
资产负债率（%）	53.14%	52.68%	58.36%	57.50%	55.18%	57.65%	59.26%
净资产收益率（%）	5.44%	4.02%	4.17%	6.06%	5.68%	2.46%	3.12%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元	资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3311**	**4799**	**5372**	**7283**	**9195**	**流动资产合计**	**4718**	**4970**	**6340**	**8589**	**10865**
营业成本	**2254**	**3384**	**3638**	**4900**	**6174**	货币资金	1334	862	1565	2122	2679
营业税金及附加	14	22	24	33	42	应收账款	978	1261	1499	2032	2566
营业费用	113	178	229	248	329	其他应收款	11	12	13	18	23
管理费用	123	161	199	243	306	预付款项	149	81	134	205	294
研发费用	145	212	254	280	308	存货	1907	2265	2756	3713	4678
财务费用	48	100	165	301	395	其他流动资产	134	186	206	274	341
资产减值损失	53	(13)	0	0	0	**非流动资产合计**	1943	3161	4981	6262	6984
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	**1**	**232**	**232**	**232**	**232**
投资净收益	56	9	2	2	2	固定资产	680	1476	2788	4054	6261
营业利润	**670**	**765**	**864**	**1280**	**1643**	无形资产	220	223	324	314	306
营业外收入	1	5	0	0	0	商誉	87	87	87	87	87
营业外支出	4	1	0	0	0	其他非流动资产	88	136	0	0	0
利润总额	**668**	**769**	**864**	**1280**	**1643**	**资产总计**	**6660**	**8131**	**11321**	**14851**	**17850**
所得税	67	90	94	139	178	**流动负债合计**	**2916**	**4175**	**6399**	**8543**	**9781**
净利润	**601**	**679**	**770**	**1141**	**1465**	短期借款	417	1228	2875	4004	4120
少数股东损益	6	28	28	28	28	应付账款	910	1025	1267	1707	2151
归属母公司净利润	594	651	742	1113	1437	预收款项	703	717	1000	1385	1870
EBITDA	995	1193	1191	1822	2337	一年内到期的非流动负债	162	321	321	321	321
EPS（元）	**1.37**	**1.50**	**1.71**	**2.56**	**3.30**	**非流动负债合计**	**624**	**312**	**748**	**1426**	**2282**
主要财务比率						长期借款	280	149	649	1326	2182
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	227	66	66	66	66
成长能力						**负债合计**	**3539**	**4486**	**7146**	**9968**	**12063**
营业收入增长	47.2%	44.9%	11.9%	35.6%	26.3%	少数股东权益	213	235	263	291	319
营业利润增长	29.9%	14.2%	13.0%	48.1%	28.3%	实收资本（或股本）	435	435	435	435	435
归属于母公司净利润增长	14.0%	50.0%	14.0%	50.0%	29.0%	资本公积	1101	1137	1137	1137	1137
获利能力						未分配利润	1395	1830	2238	2849	3638
毛利率(%)	31.9%	29.5%	32.3%	32.7%	32.9%	归属母公司股东权益合计	2908	3409	3911	4590	5467
净利率(%)	18.1%	14.2%	14.3%	15.7%	15.9%	**负债和所有者权益**	**6660**	**8131**	**11321**	**14851**	**17850**
总资产净利润(%)	8.9%	8.0%	6.6%	7.5%	8.0%	**现金流量表**					单位:百万元
ROE(%)	20.4%	19.1%	19.0%	24.3%	26.3%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						**经营活动现金流**	**326**	**490**	**679**	**1006**	**1561**
资产负债率(%)	53.1%	55.2%	63.1%	67.1%	67.6%	净利润	601	679	770	1141	1465
流动比率	1.62	1.19	0.99	1.01	1.11	折旧摊销	277	328	0	209	268
速动比率	0.96	0.65	0.56	0.57	0.63	财务费用	48	100	165	301	395
营运能力						应付帐款减少	0	0	(238)	(533)	(534)
总资产周转率	0.60	0.65	0.55	0.56	0.56	预收帐款增加	0	0	284	385	485
应收账款周转率	3.80	4.29	3.89	4.13	4.00	**投资活动现金流**	**(929)**	**(1547)**	**(1678)**	**(1521)**	**(1021)**
应付账款周转率	4.08	4.96	4.69	4.90	4.77	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.50	1.71	2.56	3.30	投资收益	56	9	2	2	2
每股净现金流(最新摊薄)	0.16	-1.65	1.61	1.28	1.28	**筹资活动现金流**	**670**	**336**	**1702**	**1071**	**17**
每股净资产(最新摊薄)	6.69	7.83	8.99	10.55	12.56	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	500	678	856
P/E	73.21	66.87	58.80	39.21	30.38	普通股增加	2	1	0	0	0
P/B	14.99	12.80	11.16	9.51	7.98	资本公积增加	45	36	0	0	0
EV/EBITDA	43.58	37.36	38.63	25.93	20.39	**现金净增加额**	**67**	**(720)**	**703**	**557**	**557**

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学工学学士、硕士，7 年能源行业工作经验，2 年证券行业研究经验，2019 年进门财经最具影响力分析师第 3 名，2018 年 Wind 平台影响力电新行业第 6 名。曾在中国核电工程有限公司工作 4 年，美国能源行业外企工作 3 年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019 年加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上