

业绩略超预期 石墨化投放提振盈利

—璞泰来 (603659.SH) 19Q3 季报点评

电子/其他电子

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布三季报, 2019Q1-Q3 实现营收 35.01 亿元, 同比增长 52.8%, 实现归母净利润 4.58 亿元, 同比增加 6.83%, 实现扣非归母净利润为 4.21 亿元, 同比增加 25.52%。

投资摘要:

石墨化产能释放, 毛利率水平环比改善。2019Q3 公司总体销售毛利率 28.4%, 环比上升 1.5pct, 主要受益于负极材料石墨化自供的实现。公司在内蒙古卓资布局产能年产达 5 万吨的石墨化基地, 已于 2019 年 6 月陆续投产。石墨化环节占人造石墨加工成本近 50%, 经测算, 我们认为通过石墨化完全自供, 公司负极材料制造成本可节省 3000~5000 元/吨, 从而负极材料业务的毛利率可提升 4.5~7.5pct。2019Q3 由于新能源汽车产销量低迷, 市场需求减弱, 人造石墨价格小幅下跌 1%, 但成本降幅高于价格降幅, 实现毛利率的环比提升。由于石墨化产能的投放, 公司盈利能力提升增厚利润, 2019Q3 归母净利润 1.95 亿, 同比增长 13.1%, 环比增长 44.4%, 略超预期。

人造石墨龙头地位稳固, 产能稳步扩张。公司是人造石墨负极材料龙头企业, 2018 年公司负极材料产能 3 万吨, 出货量 3.3 万吨, 2019H1 出货 2.1 万吨, 同比增长 70.1%, 人造石墨出货量位列行业第一, 并达到满产满销状态。预计公司 2019 年产能和出货量将达到 5 万吨, 并于未来三年建成 10 万吨人造石墨负极材料及配套石墨化加工产能。公司凭借技术优势, 所生产的高端产品高于市场平均价格。

涂覆隔膜产线建设加速, 优质客户保障产能充分消化。随着动力电池厂商的产能布局逐步释放, 对涂覆隔膜的需求大幅增加。湿法隔膜已逐渐成为锂电池隔膜市场的主流技术路线, 市场对涂覆隔膜的需求大幅增加。公司作为国内最大的独立涂覆加工商, 尽管涂覆隔膜生产基地建设子项目已建成投产, 但隔膜涂覆加工产能仍显不足。

公司涂覆隔膜加工业务起步较早, 且注重前期技术研发投入, 凭借技术优势锁定优质客户, 产能得以稳定释放, 收益率得到保障。2018 年涂覆隔膜业务毛利率为 45.4%, 在公司各类主营业务产品中居于首位。公司动力锂电主要客户为 CATL、上汽时代, 消费电池主要客户是 ATL。基于良好的客户结构和市场需求, 未来三年公司涂覆隔膜有效产能有望增长到 10 亿平方米以上。2019Q3 动力电池出现寡头格局, CATL 市占率突破 60%, 公司充分受益于和 CATL 良好的合作关系, 实现涂覆业务业绩稳步增长。

公司 8.7 亿可转债获得核准, 财务费用压力将得到缓解。2019Q1-3 公司财务费用 7008.9 万元, 同比增长 108.6%, 财务费用率 2%, 同比增长 0.54 pct, 财务费用快速增长对公司业绩产生不利影响。2019 年 10 月 25 日, 公司公开发行 8.7 亿可转债的申请获得审核通过, 将有效缓解公司的财务费用压力, 使利润水平得到改善。

公司负极材料及涂覆隔膜产能快速增加, 但由于业务规模的快速发展, 公司产能利用已经达到饱和状态。本次公司募集可转债用于高安全性锂离子电池用功能涂覆隔膜生产基地建设项目、年产 3 万吨高性能锂离子电池负极材料(炭化等主要工序)项目以及补充流动资金。可转债募集资金中用于上述两个项目的金额占募集总额的比例为 76.44%, 用于上述项目的可转债金额占项目总投资金额比例为 66.63%, 募投项目的推进对于公司产能扩张将起到非常关键的

评级

买入 (维持)

2019 年 10 月 30 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

贺朝晖

研究助理

hezhaohui@shgsec.com

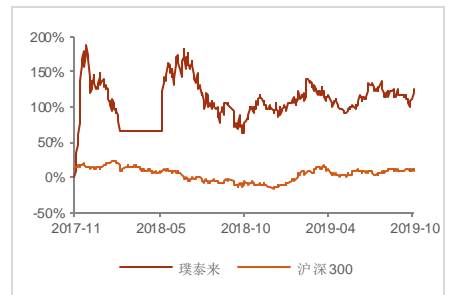
010-56931952

交易数据

时间 2019.10.30

总市值/流通市值 (亿元)	231.2/102.72
总股本 (万股)	43,466.25
资产负债率 (%)	57.5
每股净资产 (元)	7.36
收盘价 (元)	53.19
一年内最低价/最高价 (元)	38.11/57.99

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

1、《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

作用。

投资建议：公司石墨化产能的投放，使得负极材料生产成本压力得到缓解，涂覆隔膜和负极材料产能建设加速推进，业绩有望持续提升。我们预计公司2019~2021年的营业收入分别为48.2亿元、68.3亿元和84.5亿元，归属于上市公司股东净利润分别为7.1亿元、9.4亿元和12.2亿元，每股收益分别为1.64元、2.17元和2.8元，对应PE分别为32、24、18。给予“买入”评级。

风险提示：新能源汽车政策风险、主要原材料价格波动、在建产线延期投产

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,249.36	3,311.03	4,823.31	6,834.09	8,445.09
增长率(%)	34.10%	47.20%	45.67%	41.69%	23.57%
归母净利润(百万元)	450.87	594.26	713.23	942.16	1,216.90
增长率(%)	27.47%	31.80%	20.02%	32.10%	29.16%
净资产收益率(%)	18.42%	20.43%	20.10%	21.74%	22.75%
每股收益(元)	1.19	1.37	1.64	2.17	2.80
PE	43.49	37.77	31.54	23.87	18.48
PB	9.15	7.73	6.34	5.19	4.20

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	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
主营收入(百万元)	573.1	804.6	913.79	1019.54	1028.85	1148.45	1324.17
增长率(%)	41.80%	46.20%	53.23%	45.96%	79.52%	42.74%	44.91%
毛利率(%)	36.55%	34.78%	29.66%	29.06%	26.51%	27.32%	30.83%
期间费用率(%)	14.11%	13.26%	12.51%	12.43%	12.17%	14.03%	13.63%
净利润(百万元)	129.50	129.42	171.97	169.83	130.56	133.91	207.49
增长率(%)	62.47%	11.48%	34.21%	32.86%	0.82%	3.47%	20.65%
每股盈利(季度, 元)	0.30	0.30	0.40	0.38	0.30	0.31	0.45
资产负债率(%)	44.35%	45.10%	51.07%	53.14%	52.68%	58.36%	57.50%
净资产收益率(%)	4.82%	4.66%	5.83%	5.44%	4.02%	4.17%	6.06%

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2249	3311	4823	6834	8445	流动资产合计	3513	4718	7325	10414	12873				
营业成本	1418	2254	3256	4640	5659	货币资金	1219	1334	2279	3229	3990				
营业税金及附加	13	14	20	29	36	应收账款	764	978	1531	2169	2680				
营业费用	99	113	189	267	347	其他应收款	16	11	16	22	28				
管理费用	184	123	179	253	313	预付款项	38	149	247	387	558				
研发费用	0	145	159	175	193	存货	1189	1907	2742	3908	4766				
财务费用	19	48	143	319	422	其他流动资产	109	134	169	216	254				
资产减值损失	29	53	53	53	53	非流动资产合计	826	1943	3844	5167	5933				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	96	1	1	1	1				
投资净收益	3	56	2	2	2	固定资产	519	680	1974	3253	5474				
营业利润	516	670	827	1100	1426	无形资产	54	220	321	312	304				
营业外收入	17	1	0	0	0	商誉	2	87	87	87	87				
营业外支出	1	4	0	0	0	其他非流动资产	24	88	0	0	0				
利润总额	532	668	827	1100	1426	资产总计	4339	6660	11169	15582	18805				
所得税	80	67	104	138	179	流动负债合计	1428	2916	6366	9264	10567				
净利润	452	601	723	962	1247	短期借款	10	417	2865	4371	4356				
少数股东损益	1	6	10	20	30	应付账款	713	910	1456	2074	2530				
归属母公司净利润	451	594	713	942	1217	预收款项	363	703	1118	1706	2433				
EBITDA	617	995	1090	1618	2104	一年内到期的非流动负债	3	162	162	162	162				
EPS (元)	1.19	1.37	1.64	2.17	2.80	非流动负债合计	358	624	1031	1739	2615				
主要财务比率						长期借款	150	280	780	1489	2364				
						应付债券	193	227	227	227	227				
成长能力						负债合计	1786	3539	7397	11004	13182				
营业收入增长	34.1%	47.2%	45.7%	41.7%	23.6%	少数股东权益	106	213	223	243	273				
营业利润增长	45.1%	29.9%	23.4%	33.0%	29.6%	实收资本(或股本)	433	435	435	435	435				
归属于母公司净利润增长	20.0%	32.1%	20.0%	32.1%	29.2%	资本公积	1056	1101	1101	1101	1101				
获利能力						未分配利润	948	1395	1970	2728	3708				
毛利率(%)	37.0%	31.9%	32.5%	32.1%	33.0%	归属母公司股东权益合计	2447	2908	3548	4334	5350				
净利率(%)	20.1%	18.1%	15.0%	14.1%	14.8%	负债和所有者权益	4339	6660	11169	15582	18805				
总资产净利润(%)	10.4%	8.9%	6.4%	6.0%	6.5%	现金流量表					单位:百万元				
ROE(%)	18.4%	20.4%	20.1%	21.7%	22.7%						2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
偿债能力						经营活动现金流					30	326	376	783	1598
资产负债率(%)	41.2%	53.1%	66.2%	70.6%	70.1%	净利润					452	601	723	962	1247
流动比率	2.46	1.62	1.15	1.12	1.22	折旧摊销					83	277	0	167	225
速动比率	1.63	0.96	0.72	0.70	0.77	财务费用					19	48	143	319	422
营运能力						应付账款减少					0	0	(553)	(638)	(511)
总资产周转率	0.72	0.60	0.54	0.51	0.49	预收账款增加					0	0	415	588	727
应收账款周转率	3.62	3.80	3.85	3.69	3.48	投资活动现金流					(396)	(929)	(2074)	(1574)	(1074)
应付账款周转率	3.48	4.08	4.08	3.87	3.67	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)	1.19	1.37	1.64	2.17	2.80	投资收益					3	56	2	2	2
每股净现金流(最新摊薄)	1.95	0.16	2.17	2.19	1.75	筹资活动现金流					1209	670	2642	1740	237
每股净资产(最新摊薄)	5.66	6.69	8.16	9.97	12.31	应付债券增加					0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加					0	0	500	708	875
P/E	43.49	37.77	31.54	23.87	18.48	普通股增加					64	2	(0)	0	0
P/B	9.15	7.73	6.34	5.19	4.20	资本公积增加					935	45	0	0	0
EV/EBITDA	34.88	22.36	22.24	15.77	12.17	现金净增加额					844	67	945	950	761

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席研究员，7年能源行业工作经验，1年证券行业研究经验，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。清华大学学士及硕士学位，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