

2020年05月01日

## 海外放量，业绩好于行业增速

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4799	6161	7806	9871
同比 (%)	45%	28%	27%	26%
归母净利润 (百万元)	651	907	1202	1607
同比 (%)	10%	39%	33%	34%
每股收益 (元/股)	1.50	2.08	2.76	3.69
P/E (倍)	51.53	37.16	28.01	20.95

### 投资要点

- **20年一季报公司归母净利润0.93亿元，同比下降28%，符合预期。**2020年Q1公司实现营收8.19亿元，同比下降20.43%，环比下降36.88%；扣非归母净利润0.83亿元，同比下降27.22%，环比下降55.22%。盈利能力方面，Q1毛利率为30.41%，同比增长3.91pct，环比下降1.98pct；净利率11.57%，同比下降1.12pct，环比下降4.40pct；Q1扣非净利率10.11%，同比下降0.94pct，环比下降4.14pct。
- **Q1负极海外订单大增，平滑国内疫情影响。**我们预计20年Q1负极出货预计0.8-0.9万吨，同比下降10%左右，下滑幅度好于行业。首先，受疫情影响，下游客户Q1需求不及预期，国内订单下滑明显；但LG受益于Q1欧洲电动车销量爆发，预计海外装机近5gwh，同比接近100%，主要由波兰工厂供应，而波兰工厂负极主供为璞泰来，因此Q1我们预计LG波兰为公司负极带来3000吨以上的增量。
- **收入规模下降，20年Q1费用率大增。**2020年Q1公司三费合计1.5亿元，同比增长19.41%，费用率为18.26%，同比增长7.36pct；其中Q1销售费用0.4亿元，销售费用率4.6%，同比增1.99pct；管理费用0.4亿元，管理费用率4.9%，同比增1.97pct；研发费用0.4亿元，研发费用率4.8%，同比增0.92pct。公司20年Q1转回资产减值损失30万元，转回信用减值损失142万元。
- **运营效率提升，经营活动净现金流大幅好转。**2020年Q1公司存货为22.1亿，较年初减少2.44%；应收账款10.74亿，较年初减少14.81%；期末公司预收账款共7.9亿元，较年初增11%，主要设备预收款增加。20年Q1公司经营活动净现金流为1.56亿，去年同期为-1.27亿。
- **投资建议：**短期欧洲疫情影响公司出货，但是中期看，欧洲电动化大势所趋，公司作为LG欧洲基地的主供应商，将在下半年恢复高增长，我们仍然看好公司在全球负极领域的竞争优势，并将受益于电动化实现持续高增长。我们预计公司2020-2022年预计归母净利9.07/12.02/16.07亿，同比增长39%/33%/34%，对应PE为37x/28x/21x，给予2020年40倍PE，目标价83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)	77.30
一年最低/最高价	43.74/106.83
市净率(倍)	9.59
流通 A 股市值(百万元)	13876.11

### 基础数据

每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	57.65
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) 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
- 2、《璞泰来 (603659) 三季报点评：盈利回升明显，业绩好于预期》2019-10-30
- 3、《璞泰来 (603659) 中报点评：负极隔膜销量大增，下半年盈利有望改善》2019-08-30

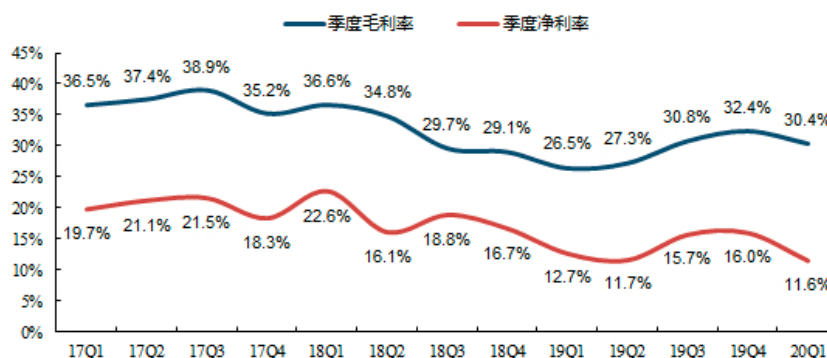
20 年一季度公司归母净利润 0.93 亿元，同比下降 28%，符合预期。2020 年 Q1 公司实现营收 8.19 亿元，同比下降 20.43%，环比下降 36.88%；归母净利润 0.93 亿元，同比下降 27.99%，环比下降 51.78%，扣非归母净利润 0.83 亿元，同比下降 27.22%，环比下降 55.22%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 30.41%，同比增长 3.91pct，环比下降 1.98pct；净利率 11.57%，同比下降 1.12pct，环比下降 4.40pct；Q1 扣非净利率 10.11%，同比下降 0.94pct，环比下降 4.14pct。

图 1：公司季度经营情况

	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
营业收入(百万)	818.7	1,297.1	1,324.2	1,148.4	1,028.9	1,019.5	913.8	804.6	573.1
-同比	-20.43%	27.22%	44.91%	42.74%	79.52%	45.96%	53.23%	46.20%	41.80%
毛利率	30.41%	32.39%	30.83%	27.32%	26.51%	29.06%	29.66%	34.78%	36.55%
归母净利润(百万)	92.9	192.6	194.6	134.8	129.0	165.1	172.1	128.7	128.3
-同比	-27.99%	16.67%	13.11%	4.72%	0.51%	30.08%	34.29%	10.89%	61.00%
净利率	11.57%	15.97%	15.67%	11.66%	12.69%	16.66%	18.82%	16.08%	22.60%
扣非归母净利润(百万)	82.81	184.91	181.05	125.89	113.78	159.47	114.35	117.19	103.65
-同比	-27.22%	15.95%	58.33%	7.42%	9.78%	32.00%	-8.25%	11.06%	37.89%
扣非归母净利率	10.11%	14.26%	13.67%	10.96%	11.06%	15.64%	12.51%	14.57%	18.09%

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情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**Q1 负极海外订单大增，平滑国内疫情影响。**我们预计 20 年 Q1 负极出货预计 0.8-0.9 万吨，同比下降 10%左右，下滑幅度好于行业。首先，受疫情影响，下游客户 Q1 需求不及预期，国内订单下滑明显；但 LG 受益于 Q1 欧洲电动车销量爆发，预计海外装机近 5gwh，同比接近 100%，主要由波兰工厂供应，而波兰工厂负极主供为璞泰来，因此 Q1 我们预计 LG 波兰为公司负极带来 3000 吨以上的增量。从毛利率看，我们预计负极毛利率 Q1 下滑至 30%以内，主要受 2 月开工不足影响，Q1 预计负极贡献 0.6-0.7 亿净利润。Q2 由于 LG 波兰工厂基本正常生产备货，海外订单平稳；而国内客户需求回升明显，Q3-4 订单将加速回暖。我们预计公司 20 年出货量有望达到 6.5-7 万吨，同比增

40-50%。

**收入规模下降，20年Q1费用率大增。**2020年Q1公司三费合计1.5亿元，同比增长19.41%，费用率为18.26%，同比增长7.36pct；其中Q1销售费用0.4亿元，销售费用率4.6%，同比增1.99pct；管理费用0.4亿元，管理费用率4.9%，同比增1.97pct，财务费用0.3亿元，财务费用率4%，同比增2.5pct；研发费用0.4亿元，研发费用率4.8%，同比增0.92pct。公司20年Q1转回资产减值损失30万元，转回信用减值损失142万元。

图3：璞泰来季度费用率

单位：百万元	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
销售费用	30.78	27.88	29.57	41.86	56.27	50.11	37.38
-销售费用率	3.02%	2.71%	2.58%	3.16%	4.34%	6.12%	4.57%
管理费用	26.77	35.93	33.89	41.17	40.99	45.42	40.25
-管理费用率	2.63%	3.49%	2.95%	3.11%	3.16%	5.55%	4.92%
研发费用	40.11	48.78	44.18	49.90	58.95	58.83	38.99
-研发费用率	3.93%	4.74%	3.85%	3.77%	4.55%	7.19%	4.76%
财务费用	16.66	14.16	17.55	28.22	24.31	29.81	32.89
-财务费用率	1.63%	1.38%	1.53%	2.13%	1.87%	3.64%	4.02%
期间费用	114.31	126.75	125.20	161.14	180.53	184.17	149.50
-期间费用率	11.21%	12.32%	10.90%	12.17%	13.92%	22.50%	18.26%
资产减值损失	-14.40	-13.41	-9.23	11.52	6.53	-21.49	0.30
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	-21.38	-4.26	3.08	1.42

数据来源：公司公告,东吴证券研究所

**运营效率提升，经营活动净现金流大幅好转。**2020年Q1公司存货为22.1亿，较年初减少2.44%；应收账款10.74亿，较年初减少14.81%；期末公司预收账款共7.9亿元，较年初增11%，主要设备预收款增加。20年Q1公司经营活动净现金流为1.56亿，去年同期为-1.27亿。期末，账面现金为19亿，较年初增长120.39%，主要为可转债筹集资金到账；短期借款12.83亿元，同比增长105.78%。

**定增49.6亿全面扩建，目标锂电材料综合解决商：**公司定增拟募集不超过49.6亿元用于业务扩建，将用于5万吨负极项目（总投资12.8亿）、收购山东兴丰49%股权（7.35亿）、5万吨石墨化项目（5.98亿）、2.5亿平隔膜项目（7.8亿）、5亿平新型涂覆膜（3.6亿）、隔膜高速线研发（2.8亿）、流动资金（14.9亿）。全面涉及公司各项业务，重点布局负极、石墨化、涂覆膜业务，同时提出扩张基膜，整合隔膜上下游。公司向锂电材料综合解决方案供应商进一步迈进。

图 4：公司定增项目

项目	主体	总投资 (亿元)	本次投入 (亿元)	达产后收入 (亿元)	达产后利润 (亿元)	内部收益率 (%)	回报期 (年)
年产 5 万吨负极项目	内蒙紫宸	12.81	10.14	17.84	2.46	29.24%	4.48
收购山东兴丰49%股权		7.35	7.35				
年产5万吨石墨化项目	内蒙兴丰	5.98	4.28	4.72	1.48	32.75%	4.67
年产2.49亿平隔膜项目	溧阳月泉	7.82	7.1	1.72	0.59	10.17%	7.77
隔膜高速线研发项目	江苏卓高	2.79	2.78				
年产5亿平高速涂覆膜项目	宁德卓高	3.6	3.09	2.39	0.48	19.16%	5.99
补充流动资金		14.85	14.85				
合计		55.19	49.59				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**盈利预测：**短期欧洲疫情影响公司出货，但是中期看，欧洲电动化大势所趋，公司作为 LG 欧洲基地的主供应商，将在下半年恢复高增长，我们仍然看好公司在全球负极领域的竞争优势，并将受益于电动化实现持续高增长。我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 9.07/12.02/16.07 亿，同比增长 39%/33%/34%，对应 PE 为 37x/28x/21x，给予 2020 年 40 倍 PE，目标价 83 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。

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	6,928	9,430	11,790	<b>营业收入</b>	4,799	6,161	7,806	9,871
现金	862	1,848	2,342	2,961	减:营业成本	3,384	4,271	5,436	6,863
应收账款	1,261	1,616	2,389	3,021	营业税金及附加	22	28	35	45
存货	2,265	2,860	3,683	4,656	销售费用	178	216	242	286
其他流动资产	489	489	874	976	管理费用	373	462	546	642
<b>非流动资产</b>	3,161	3,577	4,036	4,375	财务费用	100	104	153	190
长期股权投资	232	232	232	232	资产减值损失	13	35	62	52
固定资产	1,476	1,666	1,788	1,942	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	223	213	300	286	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,229	1,466	1,715	1,914	<b>营业利润</b>	765	1,083	1,376	1,839
<b>资产总计</b>	8,131	10,505	13,466	16,165	加:营业外净收支	5	1	1	1
<b>流动负债</b>	4,175	5,800	7,944	9,462	<b>利润总额</b>	769	1,079	1,372	1,835
短期借款	1,228	2,566	3,902	4,424	减:所得税费用	90	135	165	220
应付账款	1,025	1,293	1,646	2,078	少数股东损益	28	38	6	8
其他流动负债	1,602	1,941	2,395	2,959	<b>归属母公司净利润</b>	651	907	1,202	1,607
<b>非流动负债</b>	312	312	246	246	EBITDA	989	1,310	1,670	2,190
长期借款	149	149	149	149	EPS (元)	1.50	2.08	2.76	3.69
其他非流动负债	163	163	98	98					
<b>负债合计</b>	4,486	6,112	8,190	9,708	<b>重要财务与估值指</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	235	273	279	287	<b>标</b>				
归属母公司股东权益	3,409	4,120	4,997	6,170	每股收益(元)	1.50	2.08	2.76	3.69
<b>负债和股东权益</b>	8,131	10,505	13,466	16,165	每股净资产(元)	7.83	9.47	11.48	14.18
					发行在外股份(百万	435	435	435	435
					股)				
					ROIC(%)	16.2%	15.1%	14.9%	16.6%
					ROE(%)	19.1%	22.0%	24.0%	26.0%
					毛利率(%)	29.5%	30.7%	30.4%	30.5%
					销售净利率(%)	14.2%	15.3%	15.5%	16.4%
					资产负债率(%)	55.2%	58.2%	60.8%	60.1%
					收入增长率(%)	44.9%	28.4%	26.7%	26.5%
					净利润增长率(%)	9.6%	39.2%	32.5%	33.7%
					P/E	51.53	37.16	28.01	20.95
					P/B	9.87	8.16	6.73	5.45
					EV/EBITDA	30	23	18	14

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>

