

Q3 毛利率改善明显，盈利空间有望进一步释放

买入|维持

事件：公司发布三季度报告，2020年第三季度营收14.59亿元，同比增长10.19%，归母净利润2.19亿元，同比增长12.33%；前三季度实现营收33.47亿元，同比下降4.42%，归母净利润4.15亿元，同比下降9.40%。

点评：

● Q3 营收增长 10.19%，扣除汇兑损益归母利润增长 21.36%

Q3 实现营收 14.59 亿元，归母净利润 2.19 亿元。Q3 财务费用同比增加 0.2 亿元，主要系三季度汇兑损失，剔除汇兑损失及相应的所得税影响后，公司第三季度归母净利润同比增长 21.36%，业绩符合预期。

● 负极与涂覆隔膜出货量同环比持续改善，单位盈利能力稳健

负极：1) 根据 CIAPS，公司前三季度出货量 4.4 万吨，预计 Q1-Q3 分别为 0.85、1.3、2.2 万吨，Q3 出货量同比增长 69%，环比增长 60%，单吨净利润维持在 0.9 万元左右，对应 Q3 净利润 1.98 亿元。预计公司随着产品结构的调整，单吨净利润略有下降，长期看仍可维持在较高水平。2) 公司全球人造石墨市占率约为 24%，主要客户包括 LG 化学、ATL、中航锂电、三星、比亚迪、珠海光宇、宁德时代、欣旺达、亿纬锂能、天津力神。随着电子与动力终端复苏以及客户份额结构的改善，Q4 出货量有望持续环比增长。3) 预计随着内蒙兴丰产能投产，公司已可实现 50% 以上的石墨化加工内供、并可节省对应 0.4-0.5 万元/吨的加工成本，后续随着碳化产能满产以及原料端降本探索，盈利空间有望进一步释放。

涂覆隔膜：涂覆隔膜预计前三季度出货 3.6 亿平，预计 Q1-Q3 分别为 0.3、1.4、1.9 亿平方米，单位净利润约为 0.15 元/平方米，Q3 对应净利润 0.3 亿元。湿法涂覆业务市占率约为 30%，预计 Q4 持续随着宁德时代等客户的需求增长。

● 三季度盈利能力修复明显

公司 Q3 单季度综合毛利率 34.08%，较 Q2 提升 3.3pct，同比提升 3.25pct，预计主要得益于石墨化投放使得成本改善，以及负极和涂覆较上个季度产能利用率大幅提升。费用方面，Q3 期间费用率 34.1%，同比增长 1.7pct，环比下降 1.4pct，受财务费用影响波动，总体保持稳健。

● 投资建议

预计公司 2020-2022 年营业收入为 57/75/101 亿元，同比增长 19%/31%/34%；归母净利润 7/9.6/13.6 亿元，同比增长 8%/36%/41%，EPS 1.6/2.2/3.1 元，对应 PE65/48/34 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：新能源车终端销量不及预期，原料价格上升过快，扩产进度不及预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3311.03	4798.53	5749.33	7549.21	10153.19
收入同比 (%)	47.20	44.93	19.81	31.31	34.49
归母净利润(百万元)	594.26	651.07	705.60	960.55	1354.80
归母净利润同比 (%)	31.80	9.56	8.37	36.13	41.04
ROE (%)	20.43	19.10	17.78	19.49	21.56
每股收益 (元)	1.37	1.50	1.62	2.21	3.11
市盈率(P/E)	77.38	70.62	65.17	47.87	33.94

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：104.48 元/124 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：123.25 / 51.3

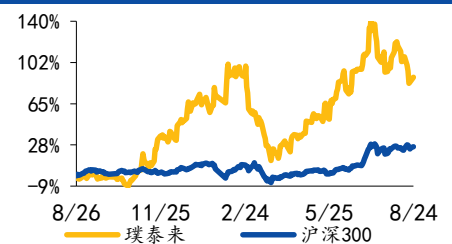
A 股流通股 (百万股)：193.53

A 股总股本 (百万股)：435.22

流通市值 (百万元)：20220.51

总市值 (百万元)：45472.15

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券-璞泰来 (603659) 首次覆盖报告：锂电材料综合龙头，负极一体化降本增效》2020.08.25

报告作者

分析师 彭聪

执业证书编号 S0020520040002

电话 02151097188

邮箱 pengcong@gyzq.com.cn

联系人 黄浦

电话 02151097188

邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	4717.76	4969.89	6560.09	8108.77	10759.73	
现金	1334.27	862.30	1808.21	2146.37	2811.87	
应收账款	977.80	1260.67	1509.73	1982.67	2666.42	
其他应收款	10.80	11.80	15.88	20.12	27.40	
预付账款	148.91	81.02	155.72	174.43	243.42	
存货	1906.79	2265.13	2744.99	3506.63	4674.72	
其他流动资产	339.19	488.98	325.56	278.55	335.90	
非流动资产	1942.70	3161.03	6330.30	7975.10	9343.53	
长期投资	1.00	232.42	155.28	180.99	172.42	
固定资产	680.34	1476.40	4706.59	6368.41	7800.90	
无形资产	220.00	222.80	271.07	300.77	336.67	
其他非流动资产	1041.37	1229.41	1197.37	1124.93	1033.55	
资产总计	6660.46	8130.92	12890.39	16083.87	20103.26	
流动负债	2915.74	4174.52	7988.78	10381.89	13008.64	
短期借款	417.50	1227.53	4649.16	6252.82	7613.39	
应付账款	909.86	1024.73	1379.36	1703.54	2297.02	
其他流动负债	1588.39	1922.26	1960.26	2425.53	3098.23	
非流动负债	623.52	311.81	667.93	466.37	445.97	
长期借款	280.07	148.60	104.16	30.71	-33.07	
其他非流动负债	343.45	163.21	563.77	435.66	479.05	
负债合计	3539.26	4486.33	8656.71	10848.26	13454.61	
少数股东权益	212.87	235.18	265.51	306.79	365.02	
股本	434.70	435.22	435.22	435.22	435.22	
资本公积	1101.14	1137.27	1137.27	1137.27	1137.27	
留存收益	1417.00	1885.50	2395.25	3355.80	4710.60	
归属母公司股东权益	2908.33	3409.42	3968.17	4928.82	6283.63	
负债和股东权益	6660.46	8130.92	12890.39	16083.87	20103.26	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	326.32	490.43	1378.20	1188.77	1719.02	
净利润	600.72	679.10	735.92	1001.83	1413.03	
折旧摊销	70.94	124.16	239.63	432.24	573.21	
财务费用	47.77	99.89	186.57	344.74	431.25	
投资损失	-56.26	-8.70	-14.39	-16.83	-19.84	
营运资金变动	-359.78	-483.99	157.48	-610.74	-740.43	
其他经营现金流	22.93	79.97	72.99	37.54	61.80	
投资活动现金流	-928.95	-1546.93	-3208.93	-2018.32	-1925.02	
资本支出	792.32	1051.82	3500.00	2000.00	1900.00	
长期投资	-73.25	507.10	-77.14	25.71	-8.57	
其他投资现金流	-209.87	11.99	213.94	7.40	-33.59	
筹资活动现金流	670.09	336.29	2776.64	1167.70	871.50	
短期借款	407.55	810.04	3421.63	1603.66	1360.56	
长期借款	129.62	-131.47	-44.44	-73.45	-63.78	
普通股增加	1.99	0.52	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	44.92	36.13	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	86.01	-378.93	-600.55	-362.51	-425.28	
现金净增加额	69.72	-719.10	945.91	338.16	665.50	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	3311.03	4798.53	5749.33	7549.21	10153.19	
营业成本	2254.42	3383.68	4100.04	5237.92	6982.61	
营业税金及附加	13.93	21.69	25.39	33.60	44.06	
营业费用	113.42	177.81	218.47	280.08	376.68	
管理费用	122.57	161.47	195.48	253.65	341.15	
研发费用	144.85	211.86	254.12	333.67	448.77	
财务费用	47.77	99.89	186.57	344.74	431.25	
资产减值损失	-52.70	-12.67	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	56.26	8.70	14.39	16.83	19.84	
营业利润	669.87	764.66	830.92	1131.77	1597.46	
营业外收入	1.24	4.84	3.64	4.04	3.91	
营业外支出	3.58	0.70	1.41	1.62	1.65	
利润总额	667.54	768.81	833.15	1134.19	1599.72	
所得税	66.82	89.71	97.23	132.36	186.69	
净利润	600.72	679.10	735.92	1001.83	1413.03	
少数股东损益	6.46	28.02	30.33	41.28	58.23	
归属母公司净利润	594.26	651.07	705.60	960.55	1354.80	
EBITDA	788.58	988.71	1257.12	1908.74	2601.92	
EPS (元)	1.37	1.50	1.62	2.21	3.11	

主要财务比率						
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
成长能力						
营业收入(%)	47.20	44.93	19.81	31.31	34.49	
营业利润(%)	29.87	14.15	8.67	36.21	41.15	
归属母公司净利润(%)	31.80	9.56	8.37	36.13	41.04	
获利能力						
毛利率(%)	31.91	29.49	28.69	30.62	31.23	
净利率(%)	17.95	13.57	12.27	12.72	13.34	
ROE(%)	20.43	19.10	17.78	19.49	21.56	
ROIC(%)	23.21	19.75	12.84	14.21	15.96	
偿债能力						
资产负债率(%)	53.14	55.18	67.16	67.45	66.93	
净负债比率(%)	24.30	37.82	54.91	57.92	56.34	
流动比率	1.62	1.19	0.82	0.78	0.83	
速动比率	0.96	0.64	0.47	0.44	0.46	
营运能力						
总资产周转率	0.60	0.65	0.55	0.52	0.56	
应收账款周转率	3.55	3.99	3.87	4.03	4.07	
应付账款周转率	2.78	3.50	3.41	3.40	3.49	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.50	1.62	2.21	3.11	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.13	3.17	2.73	3.95	
每股净资产(最新摊薄)	6.68	7.83	9.12	11.32	14.44	
估值比率						
P/E	77.38	70.62	65.17	47.87	33.94	
P/B	15.81	13.49	11.59	9.33	7.32	
EV/EBITDA	58.90	46.98	36.95	24.33	17.85	

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188