

璞泰来 (603659)

2023 年中报点评: Q2 负极盈利基本见底, 平台化布局提高盈利韧性

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

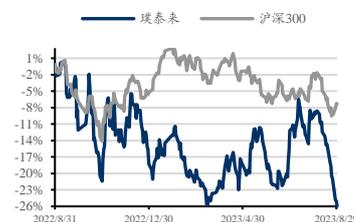
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	15,464	22,887	30,002	39,728
同比	72%	48%	31%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	3,104	3,015	4,514	6,301
同比	78%	-3%	50%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.54	1.50	2.24	3.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.91	21.53	14.38	10.30

关键词: #产能扩张

投资要点

- 中报业绩基本符合预期。公司 23H1 营收 78 亿元, 同增 13%; 归母净利润 13 亿元, 同减 7%, 毛利率 31%, 同减 7pct; 其中 23Q2 营收 41 亿元, 环增 11%, 归母净利 6 亿元, 环减 14%, 扣非净利 5.8 亿元, 环减 20%, 23Q2 毛利率 28%, 环减 7pct, 业绩基本符合市场预期。
- Q2 负极出货环增 25%+, 降价+高价库存单吨利润基本见底。23H1 负极出货 6.8 万吨, 同增 24%, 我们预计 Q2 出货近 4 万吨, 环增 25%, 2H 新客户放量, 我们预计 23 年出货 18-20 万吨, 同增 50%。23H1 负极均价 5.1 万元/吨, 较 22 年下降 17%, 我们预计单吨净利近 0.6 万元, 其中 Q2 单吨净利 0.3-0.4 万元, 环降 50%+, 主要系 Q2 仍受高价库存影响, 且中端动力产品占比提升, 但四川新基地 Q4 投产将降低一体化生产成本, 且高价库存我们预计 2H 消化完毕, Q4 起单位盈利有望触底反弹, 我们预计 23 年单吨净利 0.4-0.45 万元/吨。
- 隔膜一体化开始放量, 基膜具备成本优势。涂覆膜 H1 出货 21.5 亿平, 同增近 20%, 收入 18 亿元, 对应含税单价 0.97 元/平, 我们预计 Q2 出货 11-12 亿平, 环增 10%, 23 年出货 50-60 亿平, 同增 20%; 我们预计 Q2 单平净利 0.22 元, 环比持平。公司 PVDF、勃姆石自供起量, 芳纶、PMMA 等新型涂覆材料的研发进展顺利, 我们预计盈利水平可维持。基膜 23H1 出货 0.8 亿平, 同增 50%, 其中 Q2 我们预计出货近 0.5 亿平。四川 4 亿平项目已量产, 2H 将放量, 我们预计 23 年基膜出货 3-4 亿平, 单平利润可达 0.4 元/平, 处于行业领先水平。且四川卓勤 9.6 亿平基涂一体化设备产能已基本预定, 24 年基膜出货量有望达到 10 亿平。
- 其他业务多点开花, 复合集流体进展顺利。23H1 PVDF 出货 0.4 万吨, 同增 44%, 贡献归母净利 1.27 亿元, 我们预计 Q2 贡献 0.5 亿元利润; 锂电设备业务 23H1 收入 20 亿元 (含内部销售), 我们预计 Q2 贡献约 1 亿元利润, 环增 30%+, 在手订单 40 亿元, 23 年我们预计贡献 4 亿元+利润; PAA、勃姆石、铝塑膜、氧化铝等我们预计 Q2 贡献 0.5 亿元利润。复合集流体进展顺利, 江苏卓立一期 1.6 万吨复合铜箔我们预计 24H1 实现量产, 复合铝箔完成消费电子客户的导入并获得小批量定点。
- 盈利预测与投资评级: 考虑行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利润预期至 30.15/45.14/63.01 亿元 (原预期 40.13/52.43/69.47 亿元), 同比-3%/+50%/+40%, 对应 PE 为 22x/14x/10x, 考虑到公司为负极行业龙头, 给予 24 年 20x PE, 目标价 45 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.20
一年最低/最高价	32.01/65.00
市净率(倍)	4.43
流通 A 股市值(百万元)	64,812.73
总市值(百万元)	64,921.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.26
资产负债率(% ,LF)	60.65
总股本(百万股)	2,016.21
流通 A 股(百万股)	2,012.82

相关研究

《璞泰来(603659): 2023 年一季报点评: 受降价影响单位盈利下滑, 业绩符合市场预期》

2023-04-15

《璞泰来(603659): 2022 年年报点评: 受降价影响单位盈利下滑, 业绩符合市场预期》

2023-03-28

璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,980	28,761	37,138	50,359	营业总收入	15,464	22,887	30,002	39,728
货币资金及交易性金融资产	7,990	9,596	10,838	13,877	营业成本(含金融类)	9,950	16,595	21,501	28,386
经营性应收款项	4,952	7,080	10,796	16,182	税金及附加	96	142	186	247
存货	11,035	11,366	14,727	19,442	销售费用	196	275	330	397
合同资产	354	0	0	0	管理费用	621	870	1,050	1,311
其他流动资产	649	719	778	858	研发费用	921	1,259	1,560	1,947
非流动资产	10,718	12,574	14,106	15,386	财务费用	(19)	60	81	53
长期股权投资	388	398	408	418	加:其他收益	177	183	210	278
固定资产及使用权资产	5,729	6,893	8,033	8,921	投资净收益	28	34	60	60
在建工程	2,556	2,956	3,156	3,356	公允价值变动	6	0	10	10
无形资产	634	917	1,100	1,283	减值损失	(227)	(210)	(120)	(120)
商誉	79	79	79	79	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	264	264	263	262	营业利润	3,684	3,695	5,454	7,615
其他非流动资产	1,068	1,068	1,068	1,068	营业外净收支	(12)	(10)	0	(2)
资产总计	35,697	41,335	51,245	65,745	利润总额	3,671	3,685	5,454	7,613
流动负债	18,338	20,694	26,156	34,448	减:所得税	347	442	600	837
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,067	550	100	100	净利润	3,324	3,242	4,854	6,776
经营性应付款项	7,760	12,942	16,768	22,138	减:少数股东损益	220	227	340	474
合同负债	4,792	3,319	4,300	5,677	归属母公司净利润	3,104	3,015	4,514	6,301
其他流动负债	1,720	3,883	4,988	6,533	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.54	1.50	2.24	3.13
非流动负债	3,390	3,390	3,390	3,390	EBIT	3,887	3,747	5,375	7,440
长期借款	2,930	2,930	2,930	2,930	EBITDA	4,477	4,603	6,552	8,871
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.66	27.49	28.34	28.55
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	20.08	13.18	15.05	15.86
其他非流动负债	446	446	446	446	收入增长率(%)	71.90	48.01	31.09	32.42
负债合计	21,728	24,083	29,546	37,837	归母净利润增长率(%)	77.53	(2.87)	49.70	39.59
归属母公司股东权益	13,457	16,512	20,620	26,355					
少数股东权益	512	739	1,079	1,553					
所有者权益合计	13,969	17,252	21,699	27,908					
负债和股东权益	35,697	41,335	51,245	65,745					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,223	8,078	4,928	6,425	每股净资产(元)	9.68	11.87	14.83	18.95
投资活动现金流	(3,043)	(2,687)	(2,650)	(2,652)	最新发行在外股份(百万股)	2,016	2,016	2,016	2,016
筹资活动现金流	3,925	(3,785)	(1,046)	(743)	ROIC(%)	20.73	15.81	21.03	23.78
现金净增加额	2,130	1,605	1,232	3,030	ROE-摊薄(%)	23.07	18.26	21.89	23.91
折旧和摊销	590	856	1,177	1,430	资产负债率(%)	60.87	58.26	57.66	57.55
资本开支	(2,817)	(2,710)	(2,700)	(2,702)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.91	21.53	14.38	10.30
营运资本变动	(3,121)	1,414	(2,389)	(3,475)	P/B (现价)	3.33	2.71	2.17	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>