

2021 年 03 月 16 日

## 减值损失拖累业绩，未来扩产提速 买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5281	6941	9014	11610
同比 (%)	10%	31%	30%	29%
归母净利润 (百万元)	668	1,058	1,472	1,984
同比 (%)	3%	58%	39%	35%
每股收益 (元/股)	1.35	2.13	2.97	4.00
P/E (倍)	62	39	28	21

### 投资要点

- **2020 年归母净利润 6.68 亿元，同比提升 2.54%，略低于市场预期。**2020 年公司营收 52.81 亿元，同比上升 10.05%；归母净利润 6.68 亿元，同比上升，略低于市场预期；扣非净利润 6.24 亿元，同比上升 2.98%。盈利能力方面，2020 年毛利率为 31.58%，同比增加 2.10pct；净利率为 13.77%，同比减少 0.38pct。
- **Q4 营收同环比增长，但会计准则改变导致毛利率下滑，且 0.9 亿减值损失拖累业绩：**Q4 毛利率为 30.63%，同比下滑 1.76pct，环比下滑 3.45pct，主要系新会计准则下产品销售产生的运输费用调整至营业成本，若剔除该影响，毛利率水平预计环比持平；净利率 13.05%，同比下滑 2.92pct，环比下滑 3.24pct；Q4 公司计提资产减值损失 0.48 亿，计提信用减值损失 0.42 亿（主要为计提天劲新能源 0.38 亿坏账损失），若加回，则净利率达 17.7%，同环比提升，符合市场预期。
- **隔膜、负极盈利水平基本稳定，锂电设备承压。**2020 年负极收入 36.28 亿元，同比 18.84%，20 年毛利率达到 31%，同比提升 4pct，负极净利润预计 5 亿左右（不含石墨化），同比增长约 10%；石墨化子公司山东兴丰 20 年利润 1.53 亿元，完成业绩对赌，预计贡献 0.7 亿元左右归母净利，内蒙兴丰利润 1.39 亿元，同比增长 321.2%；涂覆膜 2020 年收入 8.1 亿元，同比增长 16.57%，毛利率达 42.25%，净利润预计 1 亿元+；锂电设备收入 4.64 亿元，同比-32.73%，主要由于发出商品 6 亿+，受疫情影响未确认，子公司新嘉拓 20 年净利润 0.24 亿，同比-31.4%。
- **扩产计划超市场预期，绑定头部电池厂，负极龙头地位稳固。**20 年年底公司产能 9 万吨左右，Q4 开始满产满销，江西 6 万吨一体化项目年底投产，21 年年底达 15 万吨左右，对应预计 150gwh 电池需求。目前公司石墨化产能 7-8 万吨，内蒙 5 万吨石墨化产能预计 21 年下半年投产，年底石墨化产能达 12 万吨，达到 80%的配套能力。公司公告拟通过四川紫宸建设 20 万吨负极材料和石墨化一体化项目，预计于 2023 年完成一期 10 万吨产能建设，于 2025 年完成二期 10 万吨产能建设，据测算，公司 25 年产能目标达 35 万吨以上，对应约 350GWh+ 电池需求，全球市占率达 30%+。公司高端石墨绑定 LG，中低端进入宁德时代供应链，且四川一体化产能就近配套宁德宜宾基地，预计供应比例将进一步提高，公司负极龙头地位稳固。
- **投资建议：**我们基本维持原先盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润为 10.6/14.7/19.8 亿元，同比分别 58%/39%/35%；EPS 分别 2.13/2.97/4.0 元；对应现价 PE 分别 39/28/21 倍，给予 21 年 55x，对应目标 117 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)	83.08
一年最低/最高价	58.61/132.63
市净率(倍)	4.62
流通 A 股市值(百万元)	36874.07

### 基础数据

每股净资产(元)	17.97
资产负债率(%)	38.46
总股本(百万股)	496.03
流通 A 股(百万股)	443.84

### 相关研究

- 1、《璞泰来 (603659)：汇兑损益拉低增速，负极量利双升趋势确立》2020-10-28
- 2、《璞泰来 (603659)：计提影响业绩，石墨化放量强化负极优势》2020-08-18
- 3、《璞泰来 (603659)：全球负极王者，研发+客户驱动锂电一体化》2020-07-07

2020年归母净利润6.68亿元，同比提升2.54%，略低于市场预期。2020年公司营收52.81亿元，同比上升10.05%；归母净利润6.68亿元，同比上升，略低于市场预期；扣非净利润6.24亿元，同比上升2.98%。盈利能力方面，2020年毛利率为31.58%，同比增加2.10pct；净利率为13.77%，同比减少0.38pct。

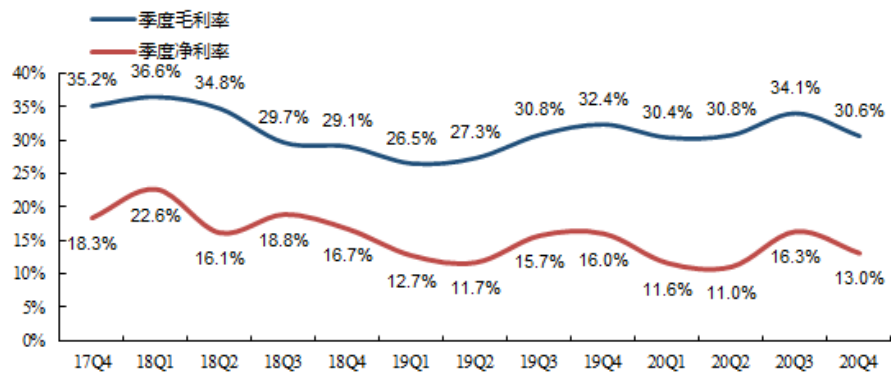
**Q4 营收同环比增长，但会计准则改变导致毛利率下滑，减值损失影响利润增速：**  
20Q4公司实现营收19.34亿元，同比增加49.11%，环比增长32.55%；归母净利润2.52亿元，同比增长30.97%，环比增长15.41%，扣非归母净利润2.44亿元，同比增长31.80%，环比增长19.09%。盈利能力方面，Q4毛利率为30.63%，同比下滑1.76pct，环比下滑3.45pct，主要系新会计准则下产品销售产生的运输费用调整至营业成本，若剔除该影响，毛利率水平预计环比持平；净利率13.05%，同比下滑2.92pct，环比下滑3.24pct；Q4扣非净利率12.60%，同比下滑1.66pct，环比下滑1.42pct，Q4公司计提资产减值损失0.48亿，计提信用减值损失0.42亿（主要为计提天劲新能源0.38亿坏账损失），若加回，则净利率达17.7%，同环比提升，符合市场预期。

图 1：分季度经营情况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
营业收入(百万)	1,934.0	1,459.0	1,068.9	818.7	1,297.1
-同比	49.11%	10.19%	-6.92%	-20.43%	27.22%
毛利率	30.63%	34.08%	30.78%	30.41%	32.39%
归母净利润(百万)	252.3	218.6	103.8	92.9	192.6
-同比	30.97%	12.33%	-22.99%	-27.99%	16.67%
净利率	13.05%	16.28%	11.02%	11.57%	15.97%
扣非归母净利润(百万)	243.70	204.63	92.55	82.81	184.91
-同比	31.80%	13.02%	-26.49%	-27.22%	15.95%
扣非归母净利率	12.60%	14.02%	8.66%	10.11%	14.26%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务拆分看，隔膜、负极盈利水平基本稳定，锂电设备承压。2020 年负极收入 36.28 亿元，同比 18.84%，20 年毛利率达到 31%，同比提升 4pct，负极净利润预计 5 亿左右（不含石墨化），同比增长约 10%；石墨化子公司山东兴丰 20 年利润 1.53 亿元，完成业绩对赌，预计贡献 0.7 亿元左右归母净利，内蒙兴丰利润 1.39 亿元，同比增长 321.2%；涂覆膜 2020 年收入 8.1 亿元，同比增长 16.57%，毛利率达 42.25%，净利润预计 1 亿元+；锂电设备收入 4.64 亿元，同比-32.73%，主要由于发出商品 6 亿+，受疫情影响未确认，子公司新嘉拓 20 年净利润 0.24 亿，同比-31.4%。

图 3：公司分业务经营情况

	2020年				2020H2			2020H1
	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿)	环比	同比	营业收入(亿)
负极	36.28	18.84%	31.1%	4.23pct	22.61	65.4%	36.0%	13.67
涂覆隔膜	8.1	16.57%	42.3%	-4.82pct	5.28	87.2%	48.3%	2.82
锂电设备	4.64	-32.73%	27.0%	-0.38pct	2.21	-9.1%	-51.4%	2.43
铝塑膜	0.94	22.54%	24.1%	1.46pct	0.62	93.8%	40.9%	0.32
石墨化材料	2.44	-5.59%	11.8%	-7.35pct	1.85	213.6%	115.1%	0.59

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司分业务经营情况（负极-万元/吨，隔膜/铝塑膜-元/平）

	2020年			2020H2		2020H1	
	销量	同比	单位售价(不含税)	销量	单位售价(不含税)	销量	单位售价(不含税)
负极	62,949	37.6%	5.76	40,723	5.55	22,226	6.15
涂覆隔膜	70,713	23.7%	1.15	48,782	1.08	21,931	1.29
铝塑膜	758	23.1%	12.40	505	12.28	253	12.65

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司子公司经营情况

公司名称	2020				2020H2		2020H1	
	营业收入(亿元)	营收-同比	净利润(亿元)	净利润-同比	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
江西紫宸	38.41	25.7%	5.01	8.2%	24.72	3.46	13.69	1.55
内蒙兴丰	6.82	187.8%	1.39	321.2%	4.64	1.06	2.18	0.33
深圳新嘉拓	5.62	-22.6%	0.24	-31.4%	3.57	-0.02	2.05	0.26
宁德卓高	5.61	3.9%	0.71	-34.3%	3.46	0.37	2.15	0.34
东莞卓高							1.53	0.21
江苏卓高							0.41	-0.03

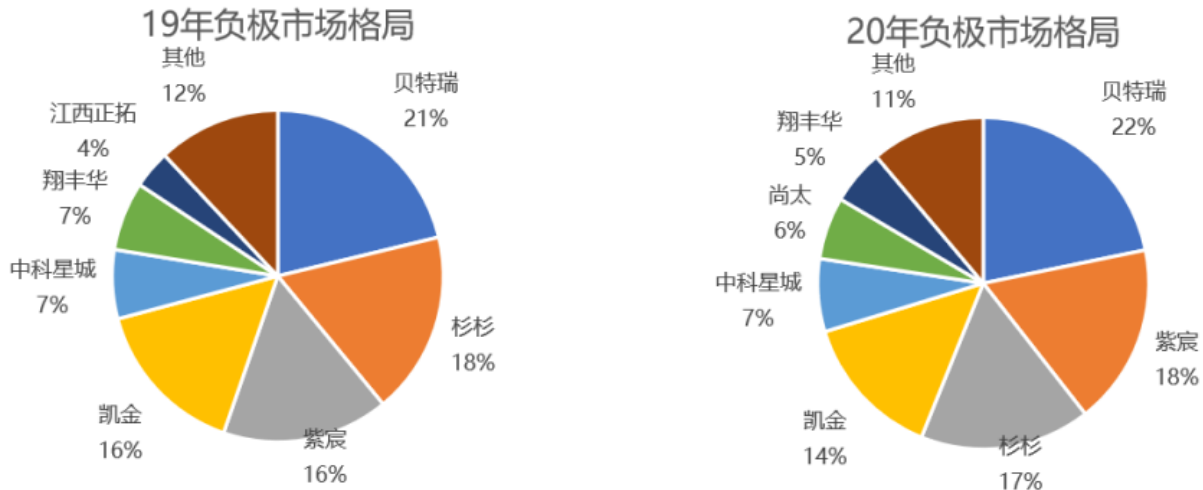
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**海外动力客户开始放量，负极全年出货持续增长。** 负极材料业务 20 年收入 36.28 亿元，同比+18.84%，毛利率 31.09%，同比增长 4.23pct。我们预计全年公司负极累计出货 6.3 万吨，同比增 37.6%，其中 20Q4 负极出货 2.2 万吨左右，同比+67%，环比+15% 左右；从结构看，公司动力负极占比显著提升，全年动力负极占比提升至 50% 以上，受 LG 需求拉动，我们预计 1g 出货量占比达到 30% 左右，21 年有望达到 3-4 万吨，同比接近翻番。此外，三星 Q3 开始逐渐起量，我们预计 21 年销量有望达到 1 万吨左右，同比翻番。同时随着公司产能释放，公司也加大对宁德时代的供应，我们预计 21 年有望销售近 1 万吨。叠加消费客户需求的平稳增长，我们预计 21 年公司负极销量达到 10 万吨左右，同比增长 50%+。

**动力占比提升，价格下滑，但石墨化并表完成，一体化提升毛利率。** 全年负极均价 6.5 万元/吨（含税），同比下降 14%，主要由于动力负极占比提升（公司 20 年境外业务收入 14 亿，毛利率 21.8%，同比减少 6pct，预计主要由于动力电池负极降价所致）。但负极 20 年总体毛利率达到 31%，同比提升 4pct，单吨成本 4 万元，同比下降 19%，主要由于石墨化自供比例提升，我们预计 20 年公司石墨化自供比例达到 50%+，同时受益于原材料降价。20 年公司负极单吨利润达 0.8 万元左右（不含石墨化），同比下滑 10%+，若考虑石墨化并表，单吨利润我们预计接近 1 万/吨。20 年 12 月山东兴丰剩余股权收购完成，进一步增厚公司利润。

**扩产计划超市场预期，绑定头部电池厂，负极龙头地位稳固。** 20 年年底公司产能 9 万吨左右，Q4 开始满产满销，江西 6 万吨一体化项目年底投产，21 年年底达 15 万吨左右，对应约 150gwh 电池需求。20 年年底公司石墨化产能 7-8 万吨，内蒙 5 万吨石墨化产能预计 21 年下半年投产，年底石墨化产能达 12 万吨，达到 80% 的配套能力。公司公告拟通过四川紫宸建设 20 万吨负极材料和石墨化一体化项目，预计于 2023 年完成一期 10 万吨产能建设，于 2025 年完成二期 10 万吨产能建设，据测算，公司 2025 年产能目标达 35 万吨，对应约 350GWh+ 电池需求，全球市占率达 30%+。公司高端石墨绑定 LG，中低端进入宁德时代供应链，且四川一体化产能就近配套宁德宜宾基地，预计供应比例将进一步提高，公司负极龙头地位稳固。

图 6: 璞泰来市占率进一步提高



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

**绑定 ATL 及 CATL, 涂覆需求进一步提升。**隔膜业务 20 年收入 8.1 亿, 同比+16.57%, 毛利率 42.25%, 同比下滑 4.82pct。20 年全年出货 7.1 亿平, 同比增长 23.8%, 其中 Q4 公司出货涂覆膜约 2.4 亿平左右, 环比持平。全年价格环比基本稳定, 我们预计单平利润 0.15 元/平左右, 整体涂覆膜贡献 1 亿+利润, 同比下滑 30%。20 年年底涂覆膜产能 15 亿平左右, 基膜产能 0.9-1 亿平, 我们预计 21 年出货量有望达到 13 亿平以上, 同比增长 90%。同时公司规划 20 亿平基涂一体化产能, 预计于 2023 年完成一期 4 亿 m<sup>2</sup> 产能建设, 于 2024 年完成二期 8 亿 m<sup>2</sup> 产能建设, 于 2025 年完成三期 8 亿 m<sup>2</sup> 产能建设, 25 年规划 35 亿平涂覆膜产能, 21 亿平基膜产能, 公司有望结合涂覆优势打开基涂一体化市场。

**设备业务承压, 新品类新客户拓展顺利。**锂电设备收入 4.64 亿元, 同比-32.73%, 销量 212 台, 同比下降 26%, 主要由于发出商品 6 亿+, 受疫情影响未确认, 子公司新嘉拓 20 年净利润 0.24 亿, 同比-31.4%。公司收购业内卷绕、化成优质团队, 新产品如卷绕、叠片、注液、化成等设备快速完成产品认证并形成了订单供应, 且进入宁德时代、ATL、比亚迪、LG 新能源、三星 SDI、中航锂电、珠海冠宇、亿纬锂能、欣旺达、特斯拉等供应体系。目前在手订单数量可观, 预计 21 年可恢复高增长。

**三费整体控制良好, 准则调整致销售费用同比下滑。**2020 年公司三费合计 7.53 亿元, 同比增长 15.69%, 费用率为 14.26%, 同比增长 0.7pct。其中, 销售费用 1.15 亿元, 同比下滑 35.2%, 销售费用率 2.18%, 同比下滑 1.52pct, 主要由于新会计准则下产品销售产生的运输费用调整至营业成本所致; 管理费用 2.12 亿元, 同比增 31.46%, 管理费用率 4.02%, 同比下滑 3.76pct; 财务费用 1.62 亿元, 同比增长 61.8%, 财务费用率 3.06%, 同比增 0.98pct, 主要由于 0.53 亿元汇兑损失及融资规模上升所致; 研发费用 2.64 亿元, 研发费用率 5.0%, 同比增 0.59pct。

图 7: 公司分季度费用情况 (百万)

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	29.57	41.86	56.27	50.11	37.38	52.83	58.46	-33.46
-销售费用率	2.87%	3.16%	4.25%	3.86%	4.57%	4.94%	4.01%	-1.73%
管理费用	33.89	41.17	40.99	45.42	40.25	44.69	53.01	74.31
-管理费用率	3.29%	3.11%	3.10%	3.50%	4.92%	4.18%	3.63%	3.84%
研发费用	44.18	49.90	58.95	58.83	38.99	53.74	66.71	104.67
-研发费用率	4.29%	3.77%	4.45%	4.54%	4.76%	5.03%	4.57%	5.41%
财务费用	17.55	28.22	24.31	29.81	32.89	27.99	45.80	54.95
-财务费用率	1.71%	2.13%	1.84%	2.30%	4.02%	2.62%	3.14%	2.84%
期间费用	125.20	161.14	180.53	184.17	149.50	179.25	223.99	200.48
-期间费用率	12.17%	12.17%	13.63%	14.20%	18.26%	16.77%	15.35%	10.37%
资产减值损失	9.23	11.52	6.53	-21.49	0.30	3.62	0.71	-48.33
信用减值损失	0.00	-21.38	-4.26	3.08	1.42	-38.05	-0.72	-42.74

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**现金流好转, 经营性现金流同比大增:** 2020 年末公司存货为 22.37 亿, 较年初减少 1.26%; 期末公司应收账款 17.00 亿, 较年初增长 34.83%, 主要系 2020 年末公司业务快速增长所致; 期末公司预付账款 1.24 亿, 较年初增加 53%, 主要系预付电费、原料款的增加所致。2020 年公司不断加强回款以及收支管控, 公司经营活动净现金流为 6.94 亿, 同比增长 41%, 在手现金 50.3 亿元, 同比大增 483%。2020 年资本开支为 7.50 亿元, 同比减少 29%。在建工程 8.11 亿, 同比下滑 10%, 期末固定资产 24.57 亿, 较年初增加 66.42%, 主要系子公司部分投建项目在今年陆续转固所致。

**投资建议:** 我们基本维持原先盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 10.6/14.7/19.8 亿元, 同比分别 58%/39%/35%; EPS 分别 2.13/2.97/4.0 元; 对应现价 PE 分别 39/28/21 倍, 给予 21 年 55x, 对应目标 117 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

璞泰来三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>10373</b>	<b>9498</b>	<b>11441</b>	<b>14370</b>	<b>营业收入</b>	<b>5281</b>	<b>6941</b>	<b>9014</b>	<b>11610</b>
现金	5030	2859	2704	3483	减:营业成本	3613	4752	6219	7986
应收账款	1700	2255	2928	3772	营业税金及附加	41	53	69	89
存货	2237	2938	3867	4986	营业费用	115	174	216	267
其他流动资产	1406	1446	1942	2129	管理费用	212	590	739	929
<b>非流动资产</b>	<b>4113</b>	<b>4472</b>	<b>4861</b>	<b>5132</b>	研发费用	264	347	451	581
长期股权投资	247	247	247	247	财务费用	162	71	47	9
固定资产	2457	2578	2631	2717	资产减值损失	124	50	59	73
在建工程	811	1061	1311	1511	加:投资净收益	8	10	15	15
无形资产	242	231	319	306	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	356	355	353	351	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14486</b>	<b>13970</b>	<b>16302</b>	<b>19502</b>	<b>营业利润</b>	<b>826</b>	<b>1261</b>	<b>1710</b>	<b>2303</b>
<b>流动负债</b>	<b>5302</b>	<b>3956</b>	<b>5202</b>	<b>6937</b>	加:营业外净收支	-11	-4	-4	-4
短期借款	1361	0	206	686	<b>利润总额</b>	<b>815</b>	<b>1257</b>	<b>1706</b>	<b>2299</b>
应付账款	1646	2164	2833	3638	减:所得税费用	89	189	222	299
其他流动负债	2295	1792	2163	2614	少数股东损益	59	11	12	16
<b>非流动负债</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>668</b>	<b>1058</b>	<b>1472</b>	<b>1984</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	988	1332	1757	2312
其他非流动负债	269	269	269	269	EBITDA	1191	1523	1967	2542
<b>负债合计</b>	<b>5571</b>	<b>4225</b>	<b>5471</b>	<b>7206</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1	12	24	40	每股收益(元)	1.35	2.13	2.97	4.00
归属母公司股东权益	8914	9733	10807	12256	每股净资产(元)	17.97	19.62	21.79	24.71
<b>负债和股东权益</b>	<b>14486</b>	<b>13970</b>	<b>16302</b>	<b>19502</b>	发行在外股份(百万股)	496	496	496	496
					ROIC(%)	18.3	14.2	15.2	16.8
					ROE(%)	7.5	10.9	13.6	16.2
					毛利率(%)	31.6	31.5	31.0	31.2
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	13.8	15.4	16.5	17.2
经营活动现金流	694	40	669	1329	资产负债率(%)	38.5	30.2	33.6	37.0
投资活动现金流	-608	-540	-585	-485	收入增长率(%)	10.0	31.4	29.9	28.8
筹资活动现金流	4396	-1671	-238	-65	净利润增长率(%)	2.5	58.5	39.2	34.8
现金净增加额	4481	-2171	-155	779	P/E	44	39	28	21
折旧和摊销	203	191	210	230	P/B	5	4	4	3
资本开支	750	550	600	500	EV/EBITDA	36	28	22	17
营运资本变动	-412	-1331	-1116	-969					

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>

