

璞泰来 (603659)

业绩短期休整，聚焦扩产和一体化

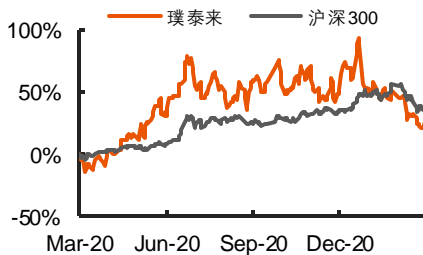
推荐 (维持)

现价: 86.55 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.putailai.com
大股东/持股	梁丰/26.39%
实际控制人	梁丰
总股本(百万股)	496
流通 A 股(百万股)	444
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	429.31
流通 A 股市值(亿元)	384.14
每股净资产(元)	17.97
资产负债率(%)	38.5

行情走势图



相关研究报告

《璞泰来*603659*三季度业绩强势复苏，营收利润创单季新高》 2020-10-28

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
zhudong615@pingan.com.cn

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
pixiu809@pingan.com.cn

研究助理

王子越 一般从业资格编号
S1060120090038
wangziyue395@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司发布20年年度报告。报告期内实现营业收入52.81亿元，同比增长10.05%；实现归属于上市公司股东的净利润6.68亿元，同比增长2.54%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润6.24亿元，同比增长2.98%。拟每10股派发现金红利4.1元（含税），同时以资本公积金每10股转增4股。

平安观点:

■ **负极量增价跌，一体化助力盈利能力提升：**20年公司负极业务出货量6.3万吨，同比增长37.6%；实现营业收入36.3亿元，同比增长18.8%。20年公司负极材料产品平均售价5.76万元/吨，同比下降13.6%；负极业务毛利率为31.1%，同比增加4.2pct，江西紫宸净利率13%，同比减少2.1pct。20年由于动力类产品销量占比提升导致负极均价下降较为显著，但受益于原材料针状焦价格下行、高价针状焦库存的消耗、石墨化和炭化环节的自供比例持续提升，20年负极毛利率企稳回升；单吨净利预计0.9-1万元，较19年小幅下滑。2020年末，公司拥有负极产能8万吨、石墨化产能6.4万吨、炭化产能5.5万吨，预计21年负极产能达10万吨。公司已完成山东兴丰少数股权的收购，负极产业链布局逐步完善，委外加工费用大幅缩减，厢式炉工艺技改进一步降低石墨化成本；同时公司参股振兴炭材涉足上游针状焦领域，原材料成本将得到有效控制，有利于对冲公司产品结构变化带来的价格下行压力。随着石墨化产能的持续释放，我们认为21年公司负极业务毛利率有望继续回升。

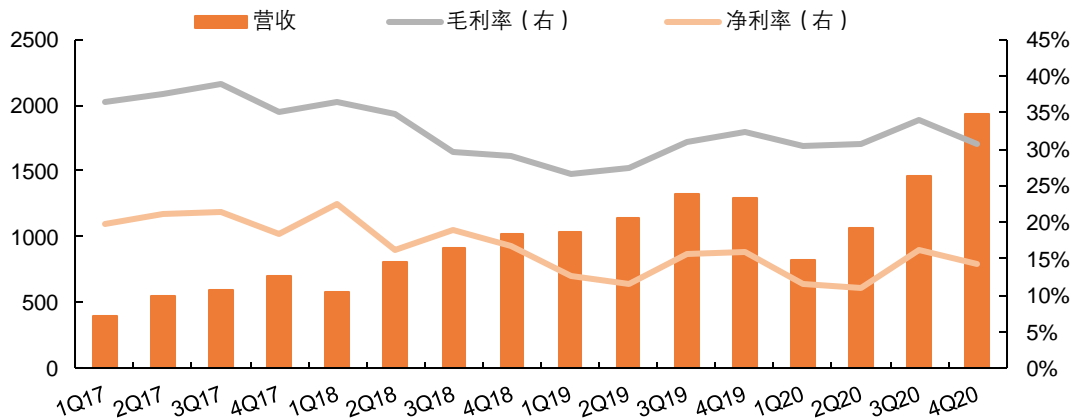
■ **涂覆隔膜毛利率下滑，基膜实现扭亏：**20年公司隔膜涂覆业务实现收入8.1亿元，同比增长16.6%；涂覆加工销售面积7.1亿平米，同比增长23.8%；估算单位涂覆加工费1.15元/平米，同比下降5.8%。报告期内，公司涂覆隔膜加工有效产能从6.5亿平增加至10亿平，但受下游动力电池客户在疫情期间的排产因素影响，公司规模化生产的竞争优势未能充分体现，叠加部分涂覆隔膜业务单价下行因素，涂覆隔膜业务毛利率42.3%，

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,799	5,281	7,115	9,266	12,074
YoY (%)	44.9	10.0	34.7	30.2	30.3
净利润(百万元)	651	668	1,091	1,431	1,751
YoY (%)	9.6	2.5	63.4	31.1	22.4
毛利率 (%)	29.5	31.6	33.3	31.4	29.9
净利率 (%)	13.6	12.6	15.3	15.4	14.5
ROE (%)	18.6	8.2	11.6	13.7	14.7
EPS(摊薄/元)	1.31	1.35	2.20	2.88	3.53
P/E(倍)	65.9	64.3	39.3	30.0	24.5
P/B(倍)	12.6	4.8	4.4	3.9	3.5

同比减少 4.8pct。在一体化配套方面，20 年公司已形成 5000 万平基膜、3000 吨涂覆材料的产能，溧阳月泉基膜产线良品率持续提升并扭亏为盈有望增厚隔膜业务盈利水平。公司充分发挥在隔膜基膜、涂覆材料、涂覆加工和涂覆设备领域的协同效应，通过改进浆料配方、提升设备运行速度、导入宽膜和自动接带技术等措施，推进涂覆隔膜业务的良性发展，我们预计 21 年涂覆隔膜产能达到 20 亿平，同时毛利率将迎来改善。

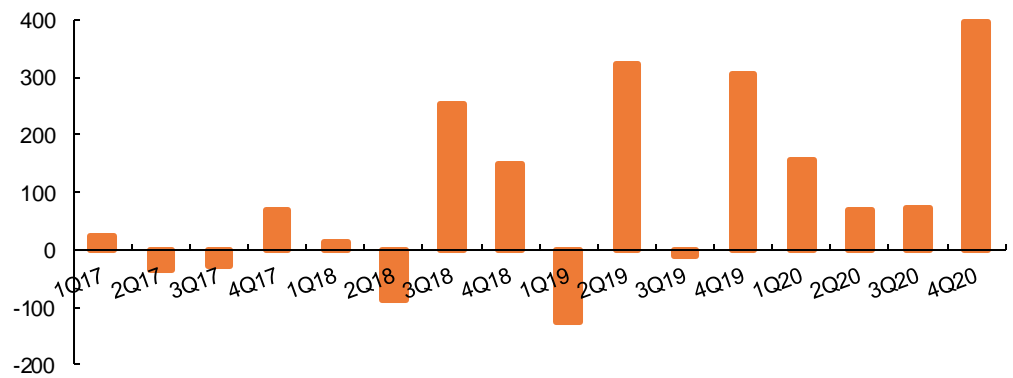
- **锂电设备业务短期调整不改长期增长趋势：**报告期内锂电设备销量 212 台，同比下降 26%；实现营业收入 4.6 亿元，同比下降 32.7%；毛利率 26.97%，同比减少 0.4pct；子公司深圳新嘉拓净利率 4.3%，同比减少 0.6pct。上半年受疫情影响，公司锂电设备以内销为主，一定程度上影响了全年的外销收入；下半年外部订单密集交付，公司对部分中小电池客户应收账款坏账及减值计提有所增加，影响了公司设备业务的盈利能力。短期业绩调整不改长期增长趋势，截止 20 年末，公司设备业务在手订单金额超过 15 亿元，随着在手订单的密集交付和新设备订单的快速增长，锂电设备业务收入在 21 年有望恢复高速增长。除了涂布设备外，新产品如注液机、卷绕机、氦检机、化成分容设备等已获得下游客户订单，叠片机已通过海外大客户产品认证，有望贡献业绩增量。
- **产能跨越式扩张，负极隔膜双轮驱动：**公司拟在四川邛崃市通过四川紫宸投资建设 20 万吨负极材料和石墨化一体化项目，通过四川卓勤投资建设 20 亿平方米基膜和涂覆一体化项目，通过四川极盾建设 1 万吨陶瓷粉体项目。在负极方面，项目总投资不超过 80 亿元，预计分别于 23/25 年完成一期 10 万吨和二期 10 万吨产能建设；至 2025 年，负极和石墨化目标产能已分别达到 28 万吨，若不考虑收率，则基本实现负极和石墨化 1:1 完全配套。在隔膜方面，项目总投资不超过 60 亿元，预计分别于 23/24/25 年完成一期 4 亿平、二期 8 亿平和三期 8 亿平产能建设。涂覆材料方面，项目总投资不超过 0.8 亿元，预计分别于 22 年和 25 年完成一期 4000 吨和二期 6000 吨陶瓷粉体产能建设；至 2025 年，公司涂覆膜和基膜目标产能已分别达到 40 亿平和 21 亿平，配套率 50%。依靠负极和涂覆隔膜双轮驱动，公司锂电业务有望实现跨越式发展。
- **减值影响利润，现金流持续增长。**20 年期间费用率 14.26%，较 19 年增加 0.7pct；计提资产减值损失 0.44 亿元，主要为存货跌价以及溧阳月泉的商誉减值；计提信用减值损失 0.8 亿元，主要为锂电设备的应收款坏账损失。公司 20 年经营性现金流 6.9 亿元，同比增长 41.4%，在手货币资金超 50 亿元。整体来看，公司现金流充沛，营收质量不断改善，经营状况持续向好。
- **投资建议：**20 年四季度以来，随着下游新能源汽车市场的强势复苏，公司负极和隔膜产品订单饱满，产能偏紧，产品供不应求。公司作为全球高端人造石墨负极材料龙头和成长迅速的隔膜新星，直接受益于 LG/宁德时代等高端动力电池客户在国内市场和海外市场的需求放量，同时成本端受益于针状焦、石墨化、基膜、涂覆材料等环节的产能释放和工艺改进，未来产能扩张+一体化延伸将成为公司坚定不移的战略举措，21 年公司业绩有望重回高增长。我们维持公司 21/22 年归母净利润预测 10.91/14.31 亿元不变，新增 23 年净利润预测值为 17.51 亿元，对应 3 月 16 日收盘价 PE 分别为 39.3/30.0/24.5 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 疫情影响持续的风险，海外疫情反复，可能给公司的出口和海外业务拓展造成负面影响；2) 竞争激烈导致价格超预期下降的风险，若行业内项目投产众多带来产能过剩引发价格战，将给公司利润带来负面影响；3) 产能释放不及预期的风险，公司负极产能利用率较高，短期供应偏紧，若后续产能建设进度不急预期，将影响业绩的释放。

图表1 璞泰来营业收入和利润率 单位：百万元



资料来源：wind、平安证券研究所

图表2 璞泰来经营性现金流净额 单位：百万元



资料来源：wind、平安证券研究所

图表3 璞泰来各业务主要指标

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
负极	单位收入 (万元/吨)	6.99	7.09	6.54	6.23	6.77	6.67	5.76
	销量 (吨)	2896	7385	16080	23554	29286	45757	62949
	毛利率 (%)	26.87	37.59	36.38	39.22	33.9	26.87	31.09
涂覆隔膜	单位收入 (元/平方米)	5.58	4.23	3.18	2.23	1.53	1.22	1.15
	销量 (万平方米)	354	1808	6296	9553	20921	57143	70713
	毛利率 (%)	32.57	37.14	33.51	44.99	45.37	47.07	42.25
锂电设备	单位收入 (万元/台)	148.3	204.1	200.93	200.7	277.89	242.14	218.98
	销量 (台)	115	125	171	238	199	285	212
	毛利率 (%)	34.16	35.83	34.8	30.01	32.77	27.35	26.97
铝塑膜	单位收入 (元/平方米)	21.24	19.51	18.03	14.15	13.12	12.44	12.38
	销量 (万平方米)	196.85	334.06	416.28	256.97	451.64	616	758
	毛利率 (%)	10.35	12.63	11.23	10.62	19.87	22.66	24.12

资料来源：wind、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10373	10220	10313	12359
现金	5030	4174	2950	3843
应收票据及应收账款	1700	1858	2555	3195
其他应收款	32	27	50	50
预付账款	124	152	207	261
存货	2237	2758	3300	3758
其他流动资产	1251	1251	1251	1251
非流动资产	4113	6600	8969	12109
长期投资	247	294	390	444
固定资产	2457	3434	4521	5846
无形资产	242	278	313	356
其他非流动资产	1168	2594	3744	5463
资产总计	14486	16820	19282	24469
流动负债	5302	6342	7286	10721
短期借款	1228	1200	1914	3742
应付票据及应付账款	2255	2489	2811	3238
其他流动负债	1819	2653	2561	3741
非流动负债	269	625	903	1082
长期借款	0	355	633	813
其他非流动负债	269	269	269	269
负债合计	5571	6966	8189	11803
少数股东权益	1	52	137	250
股本	496	694	694	694
资本公积	6107	5909	5909	5909
留存收益	2357	3153	4208	5507
归属母公司股东权益	8914	9802	10956	12416
负债和股东权益	14486	16820	19282	24469

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	694	1933	780	2809
净利润	727	1142	1515	1864
折旧摊销	203	210	278	372
财务费用	162	176	170	214
投资损失	-8	-5	-4	-6
营运资金变动	-500	410	-1178	365
其他经营现金流	109	0	0	0
投资活动现金流	-608	-2692	-2642	-3507
资本支出	750	2440	2273	3087
长期投资	136	-47	-67	-53
其他投资现金流	277	-300	-436	-473
筹资活动现金流	4396	-97	-76	-236
短期借款	0	-28	0	0
长期借款	-214	355	278	179
普通股增加	61	198	0	0
资本公积增加	4970	-198	0	0
其他筹资现金流	-421	-424	-355	-415
现金净增加额	4460	-856	-1939	-933

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5281	7115	9266	12074
营业成本	3613	4744	6361	8469
营业税金及附加	41	39	55	77
营业费用	115	178	185	241
管理费用	212	320	371	423
研发费用	264	391	463	604
财务费用	162	176	170	214
资产减值损失	-44	32	20	10
其他收益	68	57	59	61
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	5	4	6
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	826	1296	1705	2104
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
利润总额	815	1296	1705	2104
所得税	89	154	189	239
净利润	727	1142	1515	1864
少数股东损益	59	51	85	113
归属母公司净利润	668	1091	1431	1751
EBITDA	942	1447	1986	2569
EPS(元)	1.35	2.20	2.88	3.53

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	10.0	34.7	30.2	30.3
营业利润(%)	8.0	56.9	31.5	23.4
归属于母公司净利润(%)	2.5	63.4	31.1	22.4
获利能力				
毛利率(%)	31.6	33.3	31.4	29.9
净利率(%)	12.6	15.3	15.4	14.5
ROE(%)	8.2	11.6	13.7	14.7
ROIC(%)	6.3	9.3	10.9	11.1
偿债能力				
资产负债率(%)	38.5	41.4	42.5	48.2
净负债比率(%)	-38.5	-23.2	0.2	9.6
流动比率	2.0	1.6	1.4	1.2
速动比率	1.5	1.1	0.9	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.6	4.0	4.2	4.2
应付账款周转率	1.9	2.0	2.4	2.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.35	2.20	2.88	3.53
每股经营现金流(最新摊薄)	3.61	3.90	1.57	5.66
每股净资产(最新摊薄)	17.97	19.76	22.09	25.03
估值比率				
P/E	64.3	39.3	30.0	24.5
P/B	4.8	4.4	3.9	3.5
EV/EBITDA	59.1	39.3	29.9	23.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033