

产能大幅扩张，盈利有望持续高增

——璞泰来（603659）年报点评报告

增持（维持）

日期：2021年03月17日

事件：

公司披露 2020 年年报，全年实现营收 52.81 亿元，同比+10.05%；归母净利润 6.68 亿元，同比+2.54%，系 20 年全球新能源汽车蓬勃发展带动公司销量提升。费用方面，销售费用率为 2.18%，同比-1.52 pct；管理费用率为 9.02%，同比+1.24 pct；财务费用率为 3.06%，同比+0.98 pct。

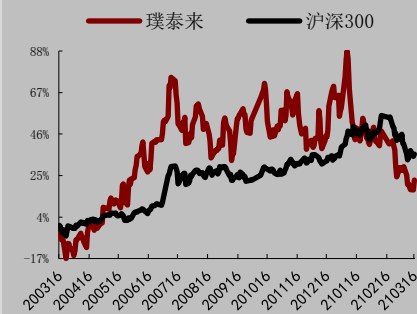
投资要点：

- **负极材料一体化完善，成本有望进一步下探：**公司负极材料实现收入 36.28 亿元，同比+18.84%，全年出货量 6.3 万吨，同比+37.57%，负极材料平均售价小幅下降，出货量的提升拉动公司营收增长。公司预计 2021 年新增负极材料、碳化产能和石墨化产能分别为 8 万吨、3 万吨和 5 万吨，未来出货量进一步增加。针状焦价格在 20 年持续处于低位加之公司在下半年石墨化产能逐渐释放，上游材料自供致使成本进一步下降。公司负极材料毛利率 31.09%，同比+4.23 pct，未来一体化程度的加深将持续压缩成本并扩大公司利润空间。
- **隔膜市占率稳步提升，未来规模化优势明显：**公司隔膜全年营收 8.1 亿元，同比+16.57%。20 年全球动力电池需求提升 34%，公司作为国内最大的独立涂覆隔膜加工商，全年隔膜销量 7 亿 m²，同比+23.75%，市占率达 26.68%，同比+3 pct。20 年公司有效产能提升至 10 亿 m²，并改进工艺技术大幅提升生产效率，未来公司规模优势将进一步凸显。
- **锂电业务受制客户的交付延迟和应收减值：**公司 20 年锂电设备营收 4.64 亿元，同比-32.7%，主要系受疫情影响下游小电池厂商应收款回款较慢、交付时间延迟导致公司发出商品金额超 6 亿元。截至 20 年末，公司在手订单金额超 15 亿元。未来行业高景气发展，应收账款逐渐回款，预计公司锂电设备业务将恢复高速增长。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为今年动力电池需求将恢复，预计公司 21-23 年实现净利润 9.95/12.01/15.06 亿元，EPS 分别为 2.01/2.42/3.04 元/股，基于公司在动力电池高端负极领域的龙头地位，我们维持增持评级。
- **风险因素：**动力电池产业链恢复不及预期；上游原材料价格上涨；海外客户需求波动；产品毛利率降低。

基础数据

行业	电气设备
公司地址	
大股东/持股	梁丰/30.25%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	496.03
流通股(百万股)	443.84
收盘价(元)	86.55
总市值(亿元)	429.31
流通A股市值(亿元)	384.14

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2021年03月16日

相关研究

万联证券研究所 20201028_公司季报点评_AAA_璞泰来(603659)季报点评报告
万联证券研究所 20200818_公司半年报点评_AAA_璞泰来(603659)半年报点评报告
万联证券研究所 20200327_璞泰来(603659)年报点评_AAA_高端人造石墨龙头,拟定增 50 亿加码一体化

分析师：江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：郝占一

电话：01056508507

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,281	7,036	9,170	11,463
增长比率(%)	10.0%	33.2%	30.3%	25.0%
净利润(百万元)	668	995	1,201	1,506
增长比率(%)	2.5%	49.1%	20.6%	25.5%
每股收益(元)	1.35	2.01	2.42	3.04
市盈率(倍)	64.3	43.1	35.8	28.5

资料来源：wind，万联证券研究所

	单位: 百万元			
至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,373	14,067	15,732	17,729
货币资金	5,030	7,000	7,000	7,000
应收票据及应收账款	1,700	2,168	2,798	3,541
其他应收款	32	31	42	55
预付账款	124	182	222	288
存货	2,237	3,396	4,334	5,467
其他流动资产	1,251	1,290	1,336	1,378
非流动资产	4,113	5,341	6,855	8,358
长期股权投资	247	247	247	247
固定资产	2,457	3,315	4,459	5,742
在建工程	811	1,161	1,511	1,711
无形资产	242	262	282	302
其他长期资产	356	356	356	356
资产总计	14,486	19,408	22,587	26,086
流动负债	5,302	8,756	10,254	11,726
短期借款	1,228	3,705	3,649	3,324
应付票据及应付账款	2,255	2,795	3,703	4,745
预收账款	0	599	619	712
其他流动负债	1,819	1,656	2,283	2,946
非流动负债	269	419	469	519
长期借款	0	150	200	250
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	269	269	269	269
负债合计	5,571	9,175	10,723	12,246
股本	496	496	496	496
资本公积	6,107	6,107	6,107	6,107
留存收益	2,357	3,675	5,306	7,282
归属母公司股东权益	8,914	10,232	11,863	13,839
少数股东权益	1	1	1	1
负债和股东权益	14,486	19,408	22,587	26,086

	单位: 百万元			
至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	694	473	1,424	1,641
净利润	727	995	1,201	1,506
折旧摊销	203	70	82	100
营运资金变动	-457	-747	-111	-198
其它	220	155	252	233
投资活动现金流	-608	-746	-890	-798
资本支出	-750	-776	-916	-833
投资变动	136	0	0	0
其他	6	29	26	35
筹资活动现金流	4,396	2,244	-534	-844
银行借款	2,730	2,628	-6	-276
债券融资	0	0	0	0
股权融资	4,597	0	0	0
其他	-2,932	-384	-528	-568
现金净增加额	4,460	1,970	0	0
期初现金余额	447	5,030	7,000	7,000
期末现金余额	4,907	7,000	7,000	7,000

	单位: 百万元			
至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,281	7,036	9,170	11,463
营业成本	3,613	5,041	6,620	8,345
营业税金及附加	41	43	58	74
销售费用	115	204	256	312
管理费用	212	264	346	436
研发费用	264	331	436	548
财务费用	162	154	243	233
资产减值损失	-44	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	29	26	35
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	826	1,118	1,350	1,693
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
利润总额	815	1,118	1,350	1,693
所得税	89	123	149	186
净利润	727	995	1,201	1,506
少数股东损益	59	0	0	0
归属母公司净利润	668	995	1,201	1,506
EBITDA	1,239	1,224	1,535	1,847
EPS (元)	1.35	2.01	2.42	3.04

至12月31日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	10.0%	33.2%	30.3%	25.0%
营业利润	8.0%	35.4%	20.7%	25.4%
归属于母公司净利润	2.5%	49.1%	20.6%	25.5%
获利能力				
毛利率	31.6%	28.4%	27.8%	27.2%
净利率	13.8%	14.1%	13.1%	13.1%
ROE	7.5%	9.7%	10.1%	10.9%
ROIC	9.0%	7.2%	8.2%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	38.5%	47.3%	47.5%	46.9%
净负债比率	-41.1%	-29.4%	-25.4%	-23.8%
流动比率	1.96	1.61	1.53	1.51
速动比率	1.51	1.20	1.09	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.36	0.41	0.44
应收账款周转率	3.11	3.36	3.33	3.30
存货周转率	1.62	1.48	1.53	1.53
每股指标 (元)				
每股收益	1.35	2.01	2.42	3.04
每股经营现金流	1.40	0.95	2.87	3.31
每股净资产	17.97	20.63	23.92	27.90
估值比率				
P/E	64.30	43.13	35.76	28.50
P/B	4.82	4.20	3.62	3.10
EV/EBITDA	42.03	32.61	25.99	21.47

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场