

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

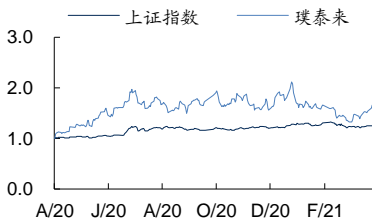
电气设备

璞泰来(603659)
增持

2021年一季报点评

(维持评级)

2021年04月11日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 496/444 |
| 总市值/流通(百万元) | 49,543/44,331 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,451/13,813 |
| 12个月最高/最低(元) | 132.63/62.60 |

相关研究报告:

《璞泰来-603659-2020年年报点评:业绩符合预期,一体化产能释放》——2021-03-17
 《国信证券-璞泰来-603659-2020年三季报点评:人造负极龙头伴随行业复苏成长性依旧》——2020-10-28
 《国信证券-璞泰来-603659-2020年半年报点评:人造负极龙头成长性不改,再融资增强业务布局》——2020-08-18
 《国信证券-璞泰来-603659-2019年年报点评:业绩稳定增长,再融资增强领先优势》——2020-03-27
 《璞泰来-603659-2019年三季报点评-业绩好于预期,产能释放将迎快速增长》——2019-10-30

证券分析师:王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003
联系人:万里明
 电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

Q1 盈利创新高, 负极持续看涨

● 公司 Q1 盈利创新高, 一体化显著提升负极毛利率

2021Q1 公司营收 17.39 亿元, 同比+112%, 环比-10.1%, Q1 归母净利润 3.35 亿元, 同比+260%, 环比+32.9%, 单季度毛利率为 37.77% (环比+7.13pct), 净利率为 19.27% (环比+4.95pct), Q1 公司盈利创下历史新高, 超过市场预期。Q1 公司负极和隔膜等产品销量快速增长, 在负极成本承压条件下, 公司通过一体化产业布局和提升良率等方式实现了毛利率逆势高增长。2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 2.0%/4.8%/6.3%/0.1%, 公司加大新产品开发, 研发费用占比持续上涨, 公司偿还借款, 融资规模减少导致利息支出显著下降。

● 产能紧张加剧负极将迎来涨价, 行业成本承压有望缓解

伴随需求高增速和开工率提升, Q2 国内负极行业大概率将迎来涨价。21Q1 国内负极大厂持续满产, 新增产能预计四季度才能释放, 伴随锂电池需求逐季度增长, Q2 负极产能紧张将加剧。当前电池需求受制于电解液 VC、铁锂正极等短缺, 预计 Q2 短缺产能释放也将拉动负极需求上涨。当前负极行业库存降至 2600 吨左右, 石墨化加工费受内蒙古限电等影响成本持续提升, 行业处于微利状态。需求、库存和成本端加持下, 负极材料大概率将迎来涨价, 利好原料自给的一体化企业。

● 负极和隔膜产能持续释放, 一体化高端路线保障盈利

公司一体化产能持续完善, 负极材料坚持中高端化路线, 通过对产业链上游的整合, 实现了从原料焦、石墨化加工、炭化等关键原材料和工序的覆盖。公司内蒙紫宸建设的 2 万吨负极前工序和溧阳紫宸可转债 3 万吨碳化工序产能于 2021 年初正式投产, 江西紫宸 6 万吨负极前工序和内蒙兴丰石墨化二期在 2021 年下半年逐步投入运营。

● 风险提示: 新能源车销量不达预期; 负极、隔膜涂覆降价超预期。
● 投资建议: 看好公司产能释放, 维持“增持”评级。

投资建议: 我们维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 10.6/13.3/17.0 亿元, 同比+59.2/25.4/27.7%; EPS 为 2.14/2.69/3.43 元, 当前股价对应 PE 为 47/37/29x, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 5,280.67 | 7,529.73 | 9,619.62 | 12,117.66 |
| (+/-%) | 10.05% | 42.59% | 27.76% | 25.97% |
| 净利润(百万元) | 667.64 | 1062.53 | 1332.63 | 1702.27 |
| (+/-%) | 2.54% | 59.15% | 25.42% | 27.74% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.35 | 2.14 | 2.69 | 3.43 |
| EBIT Margin | 24.61% | 15.46% | 15.64% | 16.04% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.49% | 11.16% | 12.96% | 15.13% |
| 市盈率(PE) | 74.21 | 46.63 | 37.18 | 29.10 |
| EV/EBITDA | 36.92 | 41.65 | 33.27 | 27.15 |
| 市净率(PB) | 5.56 | 5.20 | 4.82 | 4.40 |

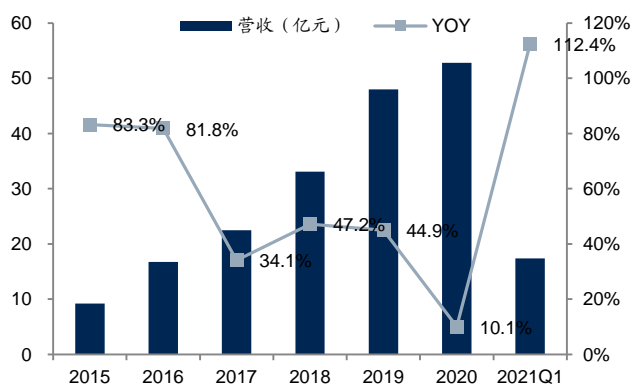
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2021Q1 营收 17.39 亿元，同比+112%，环比-10.1%，Q1 归母净利润 3.35 亿元，同比+260%，环比+32.9%，单季度毛利率为 37.77%（环比+7.13pct），净利率为 19.27%（环比+4.95pct），Q1 公司盈利达到历史新高，超过市场预期。Q1 全球新能源汽车持续高增速，公司负极和隔膜等产品销售增长，在负极行业原材料价格持续上涨的条件下，公司通过原材料进口替代、一体化产业布局和提升良率等方式实现了毛利率逆势高增长。

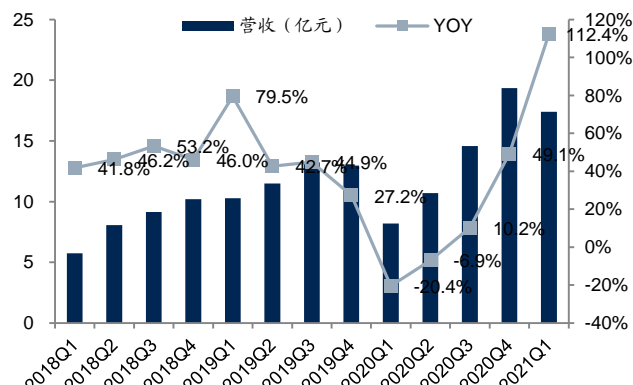
2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 2.0%/4.8%/6.3%/0.1%，公司加大新产品开发，研发费用占比持续上涨，公司偿还借款，融资规模减少导致利息支出显著下降。Q1 公司计提信用减值损失 3716 万元，计提资产减值损失 1025 万元，同比均大幅增长，一方面是公司根据下游诉讼客户经营状况对回款能力弱的客户计提了减值准备，另外计提了部分存货跌价准备。

图 1: 璞泰来营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



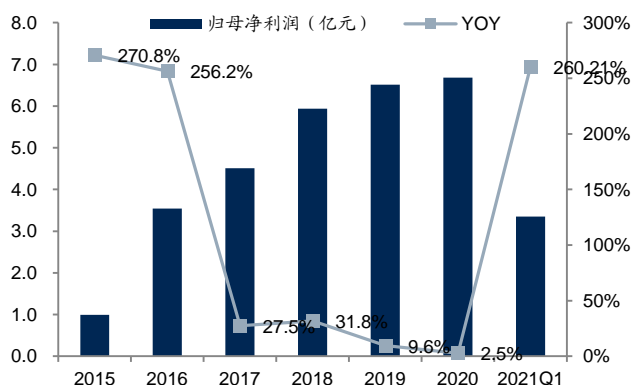
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 璞泰来单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



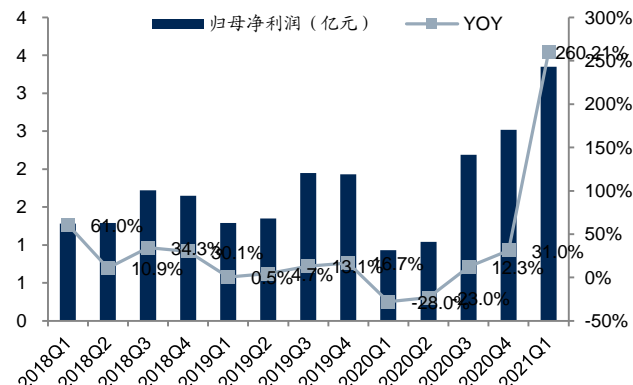
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 璞泰来归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



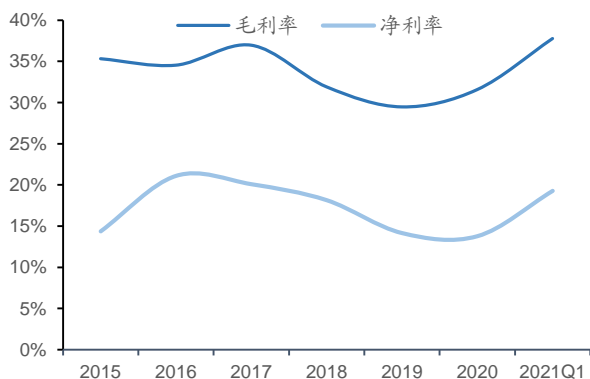
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 璞泰来单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



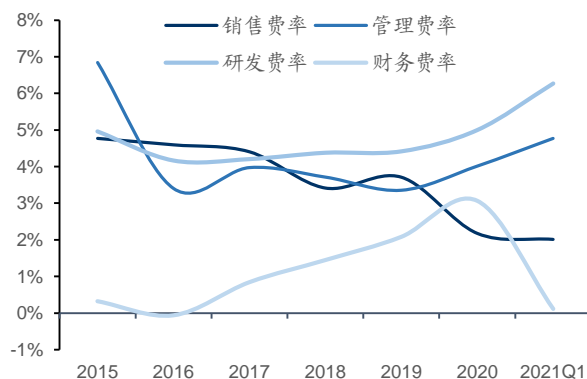
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司费用率情况 (%)



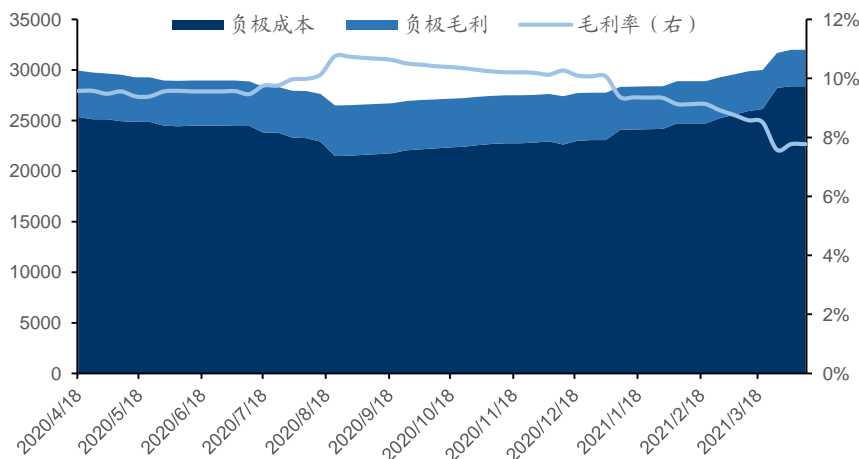
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2021Q1 国内负极大厂持续满产, 行业价格平稳, 原料上涨压缩负极盈利空间。

Q1 国内负极行业产量 13.7 万吨, 同比大增 108%, 行业整体开工率维持在 80%, 大厂满产仍难以满足市场需求, 扩建步伐加快, 预计新增产能释放将在四季度前后, 全年产能偏紧。原材料从去年四季度开始持续上涨, 低硫焦价格在抚顺二厂和大港石化同期检修的助推下再创新高, 针状焦在需求和原料上涨推动下各家同样在频繁上调售价, 根据百川资讯数据, 当前负极单吨成本上涨至 28400 元左右, 负极行业单吨毛利降至 3600 元左右, 行业整体盈利承压。

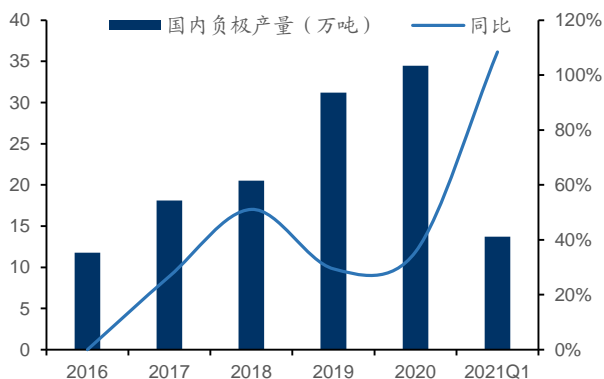
伴随需求高增速和开工率提升, 二季度负极材料大概率将迎来涨价。一方面国内新能源汽车销量预计逐季度增加, Q2 负极产能紧张将加剧, 另一方面当前电池需求受制于电解液 VC、铁锂正极等短缺, 预计 Q2 短缺产能释放也将间接拉动负极需求上涨; 第三, 当前负极行业库存降至 2600 吨左右, 石墨化加工费受内蒙古限电等影响成本持续提升, 行业处于微利状态。需求、库存和成本端共同加持下, 负极材料大概率将迎来涨价, 利好一体化企业盈利。

图 7: 国内负极行业成本和盈利测算 (元/吨)



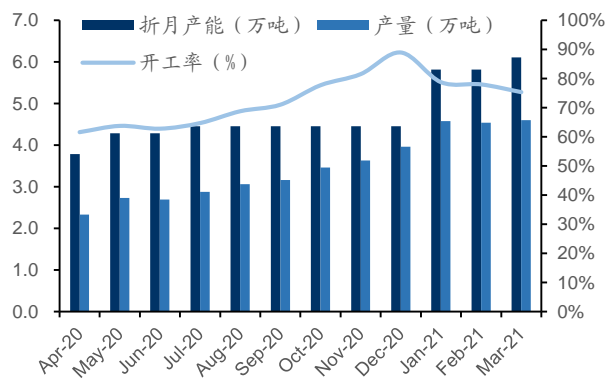
资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

图 8: 国内负极材料产量和增速



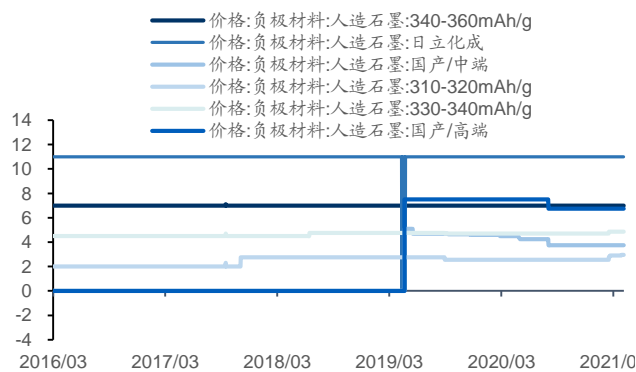
资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

图 9: 国内负极材料逐月产能、产量和开工率



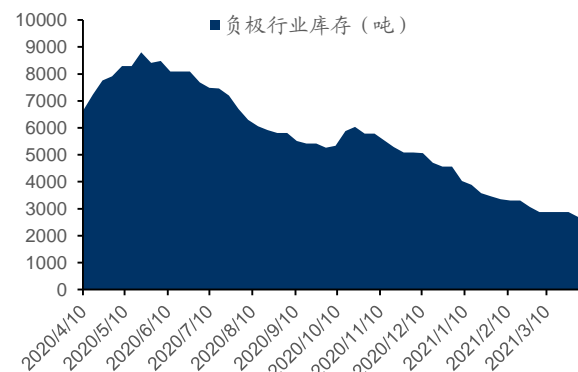
资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

图 10: 国内负极材料价格 (万元/吨)



资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

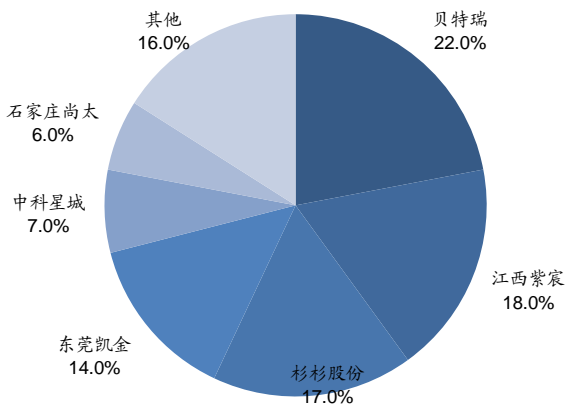
图 11: 国内负极行业库存持续下降



资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

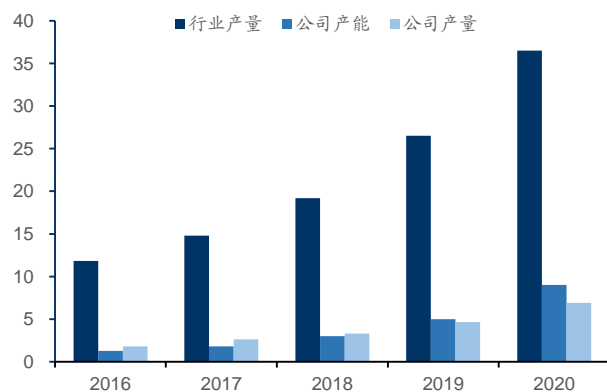
公司负极材料坚持人造石墨路线，一体化布局优势明显。公司负极材料坚持中高端化路线，通过对产业链上游的整合，实现了从原料焦、石墨化加工、炭化等关键原材料和工序的覆盖。公司内蒙紫宸建设的 2 万吨负极前工序和溧阳紫宸可转债 3 万吨炭化工序产能于 2021 年初正式投产，江西紫宸 6 万吨负极前工序和内蒙兴丰石墨化二期在 2021 年下半年逐步投入运营，公司负极全工序一体化产能配套将更加完善，预计公司 21 年负极出货超 9 万吨，同比增约 50%。

图 12: 2020 年国内负极材料市场格局 (%)



资料来源: CIAPS、国信证券经济研究所整理

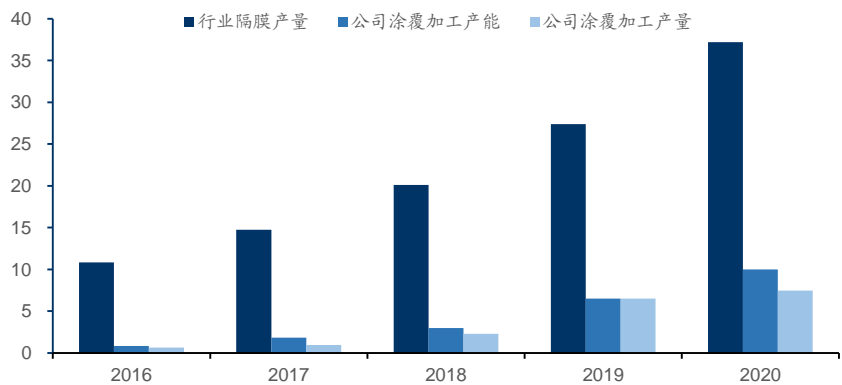
图 13: 负极材料行业产量以及璞泰来产能产量 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

隔膜及涂覆加工出货量快速增长。2020 年公司涂覆隔膜及加工出货量达到 70713 万平，同比增长 23.75%，占国内湿法隔膜出货量的 26.68%，当前公司涂覆隔膜加工有效产能从 6.5 亿平增长至 10 亿平。隔膜基膜、涂覆材料、铝塑包装膜进展较快。20 年公司溧阳月泉隔膜基膜产线的良品率持续提升并实现扭亏为盈，溧阳极盾涂覆材料新建 2000 吨/年纳米氧化铝及勃姆石的产能顺利投产。铝塑包装膜产品和生产工艺持续改进，软包大客户认证工作持续进行，20 年铝塑包装膜实现出货量 758 万平，同比增长 23%，实现营业收入 9387 万元，同比增长 22.54%。

图 14：隔膜涂覆行业产量以及璞泰来产能产量（亿平）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：我们维持原有盈利预测，预计公司 21-23 年营收为 75.3/96.2/121.2 亿，同比增速 42.6/27.8/26.0%，21-23 年归母净利润预测为 10.6/13.3/17.0 亿元，同比增速 59.2/25.4/27.7%；EPS 分别为 2.14/2.69/3.43 元，当前股价对应 PE 为 47/37/29x，维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 210411 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | ROE (20A) | 投资评级 | |
|--------|------|--------------|-----------|------|------|------|------|--------|-------|-------|--------------|-------|-----|
| | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | | | 23E |
| 600884 | 杉杉股份 | 14.35 | 233.62 | 0.08 | 0.69 | 0.89 | 1.81 | 179.38 | 20.80 | 16.12 | 7.93 | 1.21 | 未评级 |
| 002812 | 恩捷股份 | 115.17 | 1,022.28 | 1.26 | 1.95 | 2.75 | 4.18 | 91.40 | 59.06 | 41.88 | 27.55 | 17.15 | 增持 |
| 300073 | 当升科技 | 47.17 | 213.97 | 0.85 | 1.38 | 1.89 | 2.33 | 55.49 | 34.18 | 24.96 | 20.24 | 11.97 | 买入 |
| 300037 | 新宙邦 | 76.47 | 314.13 | 1.26 | 1.74 | 2.29 | 2.84 | 60.69 | 43.95 | 33.39 | 26.93 | 12.03 | 增持 |
| 603659 | 璞泰来 | 99.88 | 495.43 | 1.35 | 2.14 | 2.69 | 3.43 | 74.21 | 46.63 | 37.18 | 29.10 | 15.92 | 增持 |

资料来源: 杉杉股份 EPS 按照 Wind 一致性预期、国信证券经济研究所预测与整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 5030 | 4841 | 5092 | 5889 | 营业收入 | 5281 | 7530 | 9620 | 12118 |
| 应收款项 | 1732 | 2476 | 3163 | 3984 | 营业成本 | 3613 | 5427 | 6970 | 8799 |
| 存货净额 | 2237 | 3200 | 4109 | 5206 | 营业税金及附加 | 41 | 56 | 72 | 91 |
| 其他流动资产 | 402 | 489 | 625 | 788 | 销售费用 | 115 | 181 | 231 | 291 |
| 流动资产合计 | 10373 | 11979 | 13962 | 16840 | 管理费用 | 212 | 702 | 842 | 994 |
| 固定资产 | 3268 | 3891 | 4335 | 4418 | 财务费用 | 162 | (91) | (81) | (94) |
| 无形资产及其他 | 242 | 217 | 193 | 169 | 投资收益 | 8 | 10 | 10 | 10 |
| 投资性房地产 | 356 | 356 | 356 | 356 | 资产减值及公允价值变动 | 44 | 40 | 40 | 40 |
| 长期股权投资 | 247 | 297 | 347 | 397 | 其他收入 | (363) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 14486 | 16741 | 19193 | 22180 | 营业利润 | 826 | 1305 | 1636 | 2088 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1361 | 1400 | 1400 | 1400 | 营业外净收支 | (10) | (5) | (5) | (5) |
| 应付款项 | 2255 | 2909 | 3736 | 4733 | 利润总额 | 815 | 1300 | 1631 | 2083 |
| 其他流动负债 | 1685 | 2467 | 3146 | 3959 | 所得税费用 | 89 | 143 | 179 | 229 |
| 流动负债合计 | 5302 | 6777 | 8282 | 10092 | 少数股东损益 | 59 | 95 | 119 | 151 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 668 | 1063 | 1333 | 1702 |
| 其他长期负债 | 269 | 389 | 509 | 629 | | | | | |
| 长期负债合计 | 269 | 389 | 509 | 629 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 5571 | 7166 | 8791 | 10722 | 净利润 | 668 | 1063 | 1333 | 1702 |
| 少数股东权益 | 1 | 55 | 123 | 209 | 资产减值准备 | 8 | 44 | 11 | 5 |
| 股东权益 | 8914 | 9520 | 10279 | 11250 | 折旧摊销 | 193 | 198 | 249 | 276 |
| 负债和股东权益总计 | 14486 | 16741 | 19193 | 22180 | 公允价值变动损失 | (44) | (40) | (40) | (40) |
| | | | | | 财务费用 | 162 | (91) | (81) | (94) |
| | | | | | 营运资本变动 | 896 | (195) | (95) | (146) |
| | | | | | 其它 | 26 | 10 | 57 | 82 |
| | | | | | 经营活动现金流 | 1747 | 1079 | 1514 | 1879 |
| | | | | | 资本开支 | (1122) | (800) | (640) | (300) |
| | | | | | 其它投资现金流 | (670) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (1806) | (850) | (690) | (350) |
| | | | | | 权益性融资 | 4597 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | (149) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (284) | (457) | (573) | (732) |
| | | | | | 其它融资现金流 | 494 | 39 | 0 | 0 |
| | | | | | 融资活动现金流 | 4226 | (418) | (573) | (732) |
| | | | | | 现金净变动 | 4167 | (189) | 251 | 797 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 862 | 5030 | 4841 | 5092 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 5030 | 4841 | 5092 | 5889 |
| | | | | | 企业自由现金流 | 1126 | 239 | 853 | 1560 |
| | | | | | 权益自由现金流 | 1472 | 359 | 925 | 1644 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032