

2021 年 04 月 13 日

多点开花，各项业务均超市场预期
买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,281	7,905	10,214	13,293
同比 (%)	10%	50%	29%	30%
归母净利润 (百万元)	668	1,464	1,961	2,578
同比 (%)	3%	119%	34%	31%
每股收益 (元/股)	1.35	2.95	3.95	5.20
P/E (倍)	76.15	34.73	25.92	19.72

投资要点

- 21 年一季度公司归母净利润 3.35 亿元，同增 260.21%，盈利水平大幅提升，超市场预期。2021 年 Q1 公司实现营收 17.39 亿元，同比增长 112.43%，环比下降 10.08%；归母净利润 3.35 亿元，同比增长 260.21%，环比增长 32.94%，扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 277.66%，环比增长 28.28%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 37.77%，同比增长 7.36pct，环比增长 7.13pct；净利率 19.27%，同比增长 7.7pct，环比增长 4.95pct。
- 石墨化并表完成，负极一体化龙头显现，Q1 盈利水平大幅提升。我们预计负极 Q1 出货 2.1 万吨，环比略微下降 5%。从盈利能力看，我们预计公司负极单吨利润 0.9 万元/吨左右（不含石墨化），环比微增，负极业务预计贡献 1.8-2 亿元左右利润。而 20 年 12 月山东兴丰剩余 49% 股权收购完成，Q1 我们预计石墨化出货量 1.4-1.5 万吨，自供比例达到 70%，预计为公司贡献 0.5-0.6 亿左右利润，环比新增近 0.3 亿。
- Q1 国内需求超市场预期，涂覆隔膜出货环比再提升。Q1 动力电池行业淡季不淡，龙头企业满产满销，我们预计 Q1 公司出货涂覆膜 3 亿平以上，环比增长 25%，贡献 0.6 亿左右利润，环比增长 10% 左右。我们预计 21 年出货量有望达到 15 亿平，同比翻番以上。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 m² 产能建设，于 2024 年完成二期 8 亿 m² 产能建设，于 2025 年完成三期 8 亿 m² 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。
- 经营现金流大幅改善，合同负债增长明显。2021 年 Q1 公司存货为 28.22 亿，较年初增加 26.18%；应收账款 16.47 亿，较年初减少 3.11%。21 年 Q1 公司经营活动净现金流为 4.42 亿，较去年同期增长 183.45%，主要由于公司业务收入的快速增长。公司账面现金为 45 亿，较年初降低 10.54%。公司在建工程为 6.94 亿元，较年初降低 14.43%。公司合同负债为 12.71 亿元，较年初增长 74.51%，主要由于公司业务增长，预收客户款项增加。
- 盈利预测与投资评级：我们看好公司在全球负极领域的竞争优势，并将受益于电动化实现持续高增长，我们上调此前盈利预测，将公司 2021-2023 年归母净利润为 10.58/14.72/19.84 亿上调至 14.64/19.61/25.78 亿，同比增长 119%/34%/31%，对应 PE 为 34.73/25.92/19.72x，给予 2021 年 50 倍 PE，对应目标价 148 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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	102.50
一年最低/最高价	62.24/132.63
市净率(倍)	5.49
流通 A 股市值(百万元)	45493.41

基础数据

每股净资产(元)	18.67
资产负债率(%)	40.09
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) 2020 年年报点评：减值损失拖累业绩，未来扩产提速》2021-03-16
- 2、《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
- 3、《璞泰来 (603659)：计提影响业绩，石墨化放量强化负极优势》2020-08-18

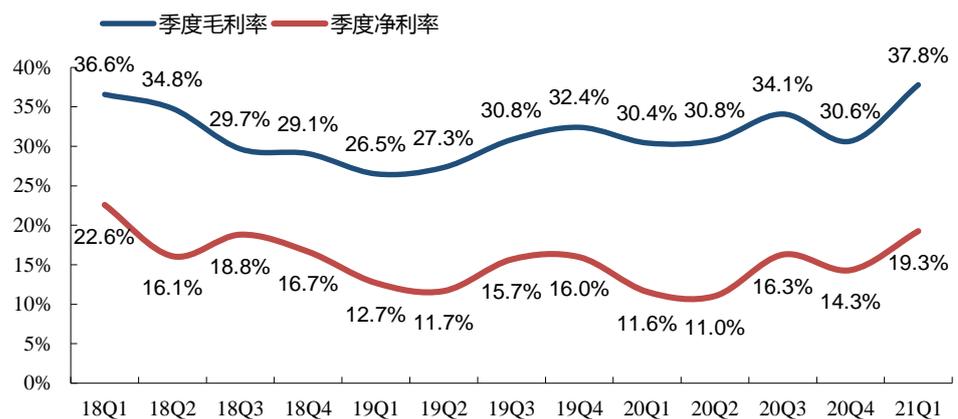
21年一季公司归母净利润3.35亿元，同比增长260.21%，盈利水平大幅提升，超市场预期。2021年Q1公司实现营收17.39亿元，同比增长112.43%，环比下降10.08%；归母净利润3.35亿元，同比增长260.21%，环比增长32.94%，扣非归母净利润3.13亿元，同比增长277.66%，环比增长28.28%。盈利能力方面，Q1毛利率为37.77%，同比增长7.36pct，环比增长7.13pct；净利率19.27%，同比增长7.7pct，环比增长4.95pct；Q1扣非净利率17.98%，同比增长7.87pct，环比增长5.38pct，盈利能力提升明显。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	1,739.2	1,934.0	1,459.0	1,068.9	818.7	1,297.1	1,324.2	1,148.4	1,028.9
-同比	112.43%	49.11%	10.19%	-6.92%	-20.43%	27.22%	44.91%	42.74%	79.52%
毛利率	37.77%	30.64%	34.08%	30.78%	30.41%	32.39%	30.83%	27.32%	26.51%
归母净利润(百万)	334.6	252.3	218.6	103.8	92.9	192.6	194.6	134.8	129.0
-同比	260.21%	30.97%	12.33%	-22.99%	-27.99%	16.67%	13.11%	4.72%	0.51%
净利率	19.27%	14.32%	16.28%	11.02%	11.57%	15.97%	15.67%	11.66%	12.69%
扣非归母净利润(百万)	312.73	243.71	204.63	92.55	82.81	184.91	181.05	125.89	113.78
-同比	277.66%	31.80%	13.02%	-26.49%	-27.22%	15.95%	58.33%	7.42%	9.78%
扣非归母净利率	17.98%	12.60%	14.02%	8.66%	10.11%	14.26%	13.67%	10.96%	11.06%

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情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

石墨化并表完成，负极一体化龙头显现，Q1 盈利水平大幅提升。我们预计负极 Q1 出货 2.1 万吨，环比略微下降 5%。从盈利能力看，我们预计公司负极单吨利润 0.9 万元/吨左右（不含石墨化），环比微增，负极业务预计贡献 1.8-2 亿元

左右利润。而 20 年 12 月山东兴丰剩余 49% 股权收购完成，Q1 我们预计石墨化出货量 1.4-1.5 万吨，自供比例达到 70%，预计为公司贡献 0.5-0.6 亿左右利润，环比新增近 0.3 亿，因此考虑石墨化，我们预计公司负极单吨利润达到 1.1 万/吨左右，环比增 10%-15%。近期原材料针状焦及石墨化价格上涨，由于公司拥有长期合作供应链及一体化生产能力，可以有效平滑成本上涨影响，我们预计 Q2 盈利水平仍可维持稳定。出货量方面，由于公司深度绑定 LG，21 年欧洲全年销量有望达到 200 万辆，同比增加 57%，21 年对 LG 出货有望达到 3-4 万吨，同比接近翻番，此外，三星动力、宁德时代均开始放量，全年分别有望销售近 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，同比增长近 60%。产能方面，公司内蒙有 5 万吨负极及石墨化产能在建，下半年投产；同时四川基地在建 20 万吨产能，一期 5 万吨，将于明年下半年投产。

Q1 国内需求超市场预期，涂覆隔膜出货环比再提升。 Q1 动力电池行业淡季不淡，龙头企业满产满销，我们预计 Q1 公司出货涂覆膜 3 亿平以上，环比增长 25%，价格环比基本稳定，我们预计单平利润回升至 0.2 元/平左右，涂覆膜贡献 0.6 亿左右利润，环比增长 10% 左右。20 年年底涂覆膜产能 15 亿平+，基膜产能 0.9-1 亿平，我们预计 21 年出货量有望达到 15 亿平，同比翻番以上。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 m² 产能建设，于 2024 年完成二期 8 亿 m² 产能建设，于 2025 年完成三期 8 亿 m² 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。

设备业务订单超市场预期，盈利明显向好，铝塑膜等业务均实现盈利。 我们预计公司 Q1 设备业务贡献营收 2 亿元左右，贡献预计 0.2-0.3 亿元利润，盈利情况明显向好，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。此外，公司基膜、铝塑膜等业务进展良好，我们预计扭亏为盈，21 年可贡献盈利。

Q1 计提近 0.5 亿减值损失，期间费用环比基本稳定。 2021 年 Q1 公司期间费用合计 2.3 亿元，同比增长 53.31%，费用率为 13.18%，同比下降 5.08pct；其中 Q1 销售费用 0.35 亿元，销售费用率 1.98%，同比降 2.58pct；管理费用 0.83 亿元，管理费用率 4.77%，同比降 0.14pct，财务费用 0.02 亿元，财务费用率 0.14%，同比降 3.88pct；研发费用 1.09 亿元，研发费用率 6.28%，同比增 1.52pct。公司 21 年 Q1 计提资产减值损失 0.1 亿元，计提信用减值损失 0.37 亿元，主要由于公司基于谨慎性原则对于回款能力较弱的客户计提了减值准备。

图 3: 璞泰来季度费用率

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	29.57	41.86	56.27	50.11	37.38	52.83	58.46	-33.46	34.52
-销售费用率	2.87%	3.16%	4.25%	3.86%	4.57%	4.94%	4.01%	-1.73%	1.98%
管理费用	33.89	41.17	40.99	45.42	40.25	44.69	53.01	74.31	83.03
-管理费用率	3.29%	3.11%	3.10%	3.50%	4.92%	4.18%	3.63%	3.84%	4.77%
研发费用	44.18	49.90	58.95	58.83	38.99	53.74	66.71	104.67	109.21
-研发费用率	4.29%	3.77%	4.45%	4.54%	4.76%	5.03%	4.57%	5.41%	6.28%
财务费用	17.55	28.22	24.31	29.81	32.89	27.99	45.80	54.95	2.44
-财务费用率	1.71%	2.13%	1.84%	2.30%	4.02%	2.62%	3.14%	2.84%	0.14%
期间费用	125.20	161.14	180.53	184.17	149.50	179.25	223.99	200.48	229.20
-期间费用率	12.17%	12.17%	13.63%	14.20%	18.26%	16.77%	15.35%	10.37%	13.18%
资产减值损失	9.23	11.52	6.53	-21.49	0.30	3.62	0.71	-48.33	-10.25
信用减值损失	0.00	-21.38	-4.26	3.08	1.42	-38.05	-0.72	-42.74	-37.16

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营现金流大幅改善, 合同负债增长明显。2021年Q1公司存货为28.22亿, 较年初增加26.18%; 应收账款16.47亿, 较年初减少3.11%。21年Q1公司经营净现金流为4.42亿, 较去年同期增长183.45%, 主要由于公司业务收入的快速增长。公司账面现金为45亿, 较年初降低10.54%。公司在建工程为6.94亿元, 较年初降低14.43%。公司合同负债为12.71亿元, 较年初增长74.51%, 主要由于公司业务增长, 预收客户款项增加。

投资建议: 我们看好公司在全球负极领域的竞争优势, 并将受益于电动化实现持续高增长, 我们上调此前盈利预测, 将公司2021-2023年归母净利润为10.58/14.72/19.84亿上调至14.64/19.61/25.78亿, 同比增长119%/34%/31%, 对应PE为34.73/25.92/19.72x, 给予2021年50倍PE, 对应目标价148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
流动资产	10,373	10,038	12,515	15,979	营业收入	5,281	7,905	10,214	13,293
现金	5,030	2,870	3,064	3,988	减:营业成本	3,613	5,075	6,616	8,696
应收账款	1,700	2,568	3,318	4,318	营业税金及附加	41	61	78	102
存货	2,237	3,143	4,118	5,435	营业费用	115	158	194	239
其他流动资产	1,251	1,251	1,755	1,907	管理费用	476	806	1,001	1,236
非流动资产	4,113	4,472	4,861	5,132	研发费用	264	396	512	658
长期股权投资	247	247	247	247	财务费用	162	71	49	10
固定资产	2,457	2,578	2,631	2,717	资产减值损失	124	78	65	87
在建工程	811	1,061	1,311	1,511	加:投资净收益	8	10	10	10
无形资产	242	231	319	306	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,168	1,416	1,664	1,862	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	14,486	14,510	17,376	21,111	营业利润	826	1,702	2,278	2,992
流动负债	5,302	4,203	5,628	7,467	加:营业外净收支	-11	-11	-12	-14
短期借款	1,361	0	328	688	利润总额	815	1,691	2,266	2,978
应付账款	1,646	2,312	3,014	3,961	减:所得税费用	89	220	295	387
其他流动负债	2,295	1,892	2,286	2,818	少数股东损益	59	7	10	13
非流动负债	269	269	269	269	归属母公司净利润	688	1,464	1,961	2,578
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,670	2,083	2,562	3,263
其他非流动负债	269	269	269	269	EBITDA	988	1,772	2,327	3,002
负债合计	5,571	4,473	5,897	7,736	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	8	18	31	每股收益(元)	1.35	2.95	3.95	5.20
归属母公司股东权益	8,914	10,029	11,461	13,343	每股净资产(元)	17.97	20.22	23.10	26.90
负债和股东权益	14,486	14,510	17,376	21,111	发行在外股份(百万股)	496	496	496	496
					ROIC(%)	18.3%	18.0%	18.7%	20.0%
					ROE(%)	7.5%	14.6%	17.1%	19.3%
					毛利率(%)	31.6%	35.8%	35.2%	34.6%
					销售净利率(%)	13.8%	18.6%	19.3%	19.5%
					资产负债率(%)	38.5%	30.8%	33.9%	36.6%
					收入增长率(%)	10.0%	49.7%	29.2%	30.1%
					净利润增长率(%)	2.5%	119.3%	34.0%	31.4%
					P/E	76.15	34.73	25.92	19.72
					P/B	5.70	5.07	4.44	3.81
					EV/EBITDA	44	27	21	16

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>