

隔膜和设备产能扩建，全面打造锂电材料和设备平台

买入 (维持)

2021年07月08日

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)	5,281	8,522	12,200	16,343
同比 (%)	10%	61%	43%	34%
归母净利润 (百万元)	668	1,662	2,576	3,612
同比 (%)	3%	149%	55%	40%
每股收益 (元/股)	0.96	2.39	3.71	5.20
P/E (倍)	162.14	65.15	42.02	29.97

投资要点

■ **事件:** 公司拟投资建设广东肇庆生产基地, 投资建设隔膜涂覆 40 亿平产能及锂电自动化设备项目, 项目计划总投资约 52 亿元, 涂覆一期 20 亿 m² 产能及锂电自动化设备项目, 我们预计于 2023 年建成投产, 二期 20 亿 m² 产能预计于 2026 年建成投产。

■ **公司扩产进度加速, 就近配套大客户, 未来订单确定性较强。** 公司扩产据测算可配套 200gwh 电池需求, 我们预计公司在宁德时代涂覆主供地位维持, 未来订单确定性较强。此前公司规划 20 亿平基涂一体化产能, 于 2025 年完成三期产能建设, 26 年规划 90 亿平涂覆膜产能, 20.5 亿平基膜产能。20 年年底公司涂覆膜产能 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, 22 年公司涂覆膜出货量有望达 30 亿平以上, 连续两年翻番增长。

■ **加码设备业务布局, 设备业务盈利明显向好。** 公司拟投资 14 亿元锂电自动化设备产能, 我们预计 2023 年建成投产。公司目前设备业务进展顺利, 完成产品认证并形成订单供应, 且进入宁德时代、ATL、比亚迪、LG 新能源等供应体系, 我们预计 21 年可恢复高增长。

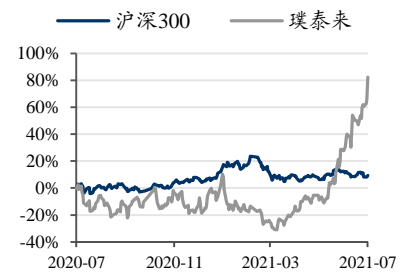
■ **石墨化产能紧张, 加工费涨价, 负极一体化龙头充分收益。** 2020 年负极石墨化产能大约 70 万吨, 我们预计 2021 年新增产能约 25 万吨, 预计 2022 年合计新增产能约 30 万吨。21 年石墨化加工新增产能有限, 加工费从底部 1.4 万/吨上涨 20-40%, 成本部分传导至负极价格。公司现有 7-8 万吨石墨化产能, 且内蒙有 5 万吨石墨化产能在建, 下半年投产, 年底石墨化产能达 12 万吨, 达到 80% 的配套能力。

■ **一体化布局增厚利润, 负极业务量利齐升。** 公司 21 年 Q1 负极单吨利润 0.9 万元/吨左右 (不含石墨化), 环比微增。出货量方面, 公司深度绑定 LG, 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, 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%。公司江西 6 万吨一体化项目年底投产, 年底产能达 15 万吨, 此外四川基地在建 20 万吨一体化产能, 一期 5 万吨将于明年下半年投产, 随着新产能释放, 我们预计 22 年公司负极销量达 15 万吨以上, 同比增长 50%。

■ **投资建议:** 考虑到公司产能扩张加速, 龙头地位稳固, 结合行业高度景气下负极业务量利齐升, 我们上修公司 21-23 年归母净利润至 16.6/25.8/36.1 亿元 (原预期 10.6/14.7/19.8 亿元), 同比分别 149%/55%/40%; EPS 分别 2.4/3.7/5.2 元/股; 对应现价 PE 分别 65/42/30 倍, 给予 22 年 55x, 对应目标价 204.1 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)	155.88
一年最低/最高价	57.65/155.88
市净率(倍)	11.95
流通 A 股市值(百万元)	107925.53

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)	694.44
流通 A 股(百万股)	692.36

相关研究

- 1、《璞泰来 (603659) 2021 年一季报点评: 多点开花, 各项业务均超市场预期》2021-04-13
- 2、《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
- 3、《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

事件：公司拟投资建设广东肇庆生产基地，投资建设隔膜涂覆 40 亿平产能及锂电自动化设备项目，项目计划总投资约 52 亿元，涂覆一期 20 亿 m² 产能及锂电自动化设备项目，我们预计于 2023 年建成投产，二期 20 亿 m² 产能预计于 2026 年建成投产。

公司扩产进度加速，就近配套大客户，未来订单确定性较强。公司拟于广东肇庆投资 38 亿元建设 40 亿平隔膜涂覆产能，分两期实施建设，一期 20 亿 m² 产能我们预计于 2023 年建成投产，二期 20 亿 m² 产能预计于 2026 年建成投产，据测算可配套约 200gwh 电池需求，公司扩产进度进一步加速。此前宁德时代公告投资 120 亿建设广东肇庆基地一期，对应产能我们预计为 30gwh，预计于 2023 年建成投产，公司深度绑定宁德时代，目前为涂覆环节独供，本次扩产就近配套，我们预计公司在宁德时代涂覆主供地位维持，未来订单确定性较强。20 年年底公司涂覆膜产能 10 亿平，基膜产能 0.5 亿平，此前公司规划建设 20 亿平基涂一体化产能，我们预计于 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，公司产能加速扩张，26 年预计达 90 亿平涂覆产能，20.5 亿平基膜产能，且有望结合涂覆优势打开基涂一体化市场。我们预计 21 年出货量有望达到 15 亿平，同比翻番以上，2022 年宁德时代出货量我们预计翻倍以上增长，我们预计 22 年公司涂覆膜出货量有望达 30 亿平以上，连续两年翻番增长。

表 1：公司隔膜产能释放节奏（亿平）

	2020年A	2021年E	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E
基膜（亿平）	0.5	0.5	0.5	4.5	12.5	20.5	20.5
涂覆膜（亿平）	10	20	30	54	62	70	90

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加码设备业务布局，设备业务盈利明显向好。公司拟于广东肇庆投资 14 亿元锂电自动化设备产能，我们预计 2023 年建成投产。公司目前设备业务进展顺利，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，我们预计 21 年可恢复高增长。

石墨化产能紧张，加工费涨价，负极一体化龙头充分收益。石墨化产能扩张较慢，2020 年负极石墨化产能大约 70 万吨，我们预计 2021 年新增产能约 25 万吨，其中负极厂商新增约 15 万吨，第三方加工厂商新增约 10 万吨；我们预计 2022 年合计新增产能约 30 万吨。21 年主流负极厂商出货量我们预计达到 67 万吨，同比增长 103%，而石墨化加工新增产能有限，石墨化产能趋紧，加工费从底部 1.4 万/吨上涨 20-40%，我们预计下半年存在进一步上行空间，负极将石墨化涨价传

导至电池厂商，21年Q1对二线电池厂商涨价约5%，21年Q2对一线电池厂商也有对应增长，21年Q3个别订单存在涨价情况。公司现有7-8万吨石墨化产能，且内蒙有5万吨石墨化产能在建，下半年投产，年底石墨化产能达12万吨，达到80%的配套能力，有效平滑成本上涨，公司将充分受益于一体化布局，单吨利润有望增厚。

表2：负极厂商石墨化产能情况（吨/年）

公司名称	现有产能	在建产能	
贝特瑞-宜宾金石	60,000		
璞泰来-兴丰	80,000	50,000	2021年下半年投产
杉杉股份	62,000	52,000	2022年下半年投产
中科电气-格瑞特	32,000	10,000	2021年8月31号达产
东莞凯金	40,000		
翔丰华	3,000	12,000	项目建设中
尚太科技	38,232		
合计	315,232	124,000	

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

一体化布局增厚利润，负极业务量利齐升。公司21年Q1负极单吨利润0.9万元/吨左右（不含石墨化），环比微增，因此考虑石墨化负极单吨利润达到1.1万元/吨左右。近期原材料针状焦及石墨化价格上涨顺利传导，公司拥有长期合作供应链及一体化生产能力，我们预计21年Q2盈利水平有望进一步提升。出货量方面，公司深度绑定LG，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%。公司江西6万吨一体化项目年底投产，年底产能达15万吨，此外四川基地在建20万吨一体化产能，一期5万吨将于明年下半年投产，随着新产能释放，我们预计22年公司负极销量达15万吨以上，同比增长50%。

投资建议：考虑到公司产能扩张加速，龙头地位稳固，结合行业高度景气下负极量利齐升，我们上修公司21-23年归母净利润至16.6/25.8/36.1亿元（原预期10.6/14.7/19.8亿元），同比分别149%/55%/40%；EPS分别2.4/3.7/5.2元/股；对应现价PE分别65/42/30倍，给予22年55x，对应目标价204.1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	10,127	14,571	19,053	营业收入	5,281	8,522	12,200	16,343
现金	5,030	2,557	3,660	4,903	减:营业成本	3,613	5,378	7,691	10,221
应收账款	1,700	2,768	3,963	5,309	营业税金及附加	41	65	94	125
存货	2,237	3,335	4,799	6,401	营业费用	115	187	232	294
其他流动资产	1,251	1,251	1,853	2,057	管理费用	212	482	623	813
非流动资产	4,113	4,942	5,712	6,371	研发费用	264	396	512	658
长期股权投资	247	247	247	247	财务费用	162	76	91	91
固定资产	2,457	3,298	3,982	4,656	资产减值损失	124	95	104	117
在建工程	811	811	811	811	加:投资净收益	8	10	10	10
无形资产	242	231	319	306	其他收益	68	0	0	0
其他非流动资产	1,168	1,166	1,164	1,162	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	14,486	15,069	20,283	25,424	营业利润	826	1,887	2,921	4,093
流动负债	5,302	4,617	7,937	10,423	加:营业外净收支	-11	-11	-12	-14
短期借款	1,361	192	1,859	2,531	利润总额	815	1,876	2,909	4,079
应付账款	1,646	2,450	3,503	4,656	减:所得税费用	89	206	320	449
其他流动负债	2,295	1,975	2,575	3,236	少数股东损益	59	8	13	18
非流动负债	269	269	269	269	归属母公司净利润	688	1,662	2,576	3,612
长期借款	0	0	0	0	EBIT	988	1,963	3,013	4,184
其他非流动负债	269	269	269	269	EBITDA	1,191	2,284	3,443	4,725
负债合计	5,571	4,886	8,207	10,692	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	9	22	41	每股收益(元)	0.96	2.39	3.71	5.20
归属母公司股东权益	8,914	10,173	12,054	14,691	每股净资产(元)	17.97	14.94	17.64	21.44
负债和股东权益	14,486	15,069	20,283	25,424	发行在外股份(百万股)	496	694	694	694
					ROIC(%)	18.3%	18.2%	20.4%	22.6%
					ROE(%)	7.5%	16.0%	21.0%	24.3%
					毛利率(%)	31.6%	36.9%	37.0%	37.5%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	13.8%	19.6%	21.2%	22.2%
经营活动现金流	694	314	1,414	2,827	资产负债率(%)	38.5%	32.0%	40.1%	41.7%
投资活动现金流	-608	-1,140	-1,190	-1,190	收入增长率(%)	10.0%	61.4%	43.2%	34.0%
筹资活动现金流	4,396	-1,648	880	-394	净利润增长率(%)	2.5%	148.9%	55.0%	40.2%
现金净增加额	4,481	-2,473	1,104	1,243	P/E	162.14	65.15	42.02	29.97
折旧和摊销	203	321	430	541	P/B	12.14	10.44	8.84	7.27
资本开支	750	1,150	1,200	1,200	EV/EBITDA	92	48	32	23
营运资本变动	-412	-1,838	-1,790	-1,542					

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>

