

璞泰来 (603659)

公司研究/点评报告

扩产隔膜和设备，多业务齐头并进

—璞泰来 (603659) 事件点评

点评报告/电力设备及新能源

2021年07月08日

一、事件概述

7月7日，公司发布公告，将投资约52亿元建设广东肇庆生产基地，其中：1) 投资38亿元建设年产40亿平隔膜涂覆项目，一期20亿平将于2023年投产，二期20亿平将于2026年建成投产；2) 投资14亿元建设锂电自动化设备项目，预计将于2023年建成投产。

二、分析与判断

➤ 负极业务持续增长，一体化稳定单吨盈利

公司现有负极产能10万吨，2022年有效产能将达15-18万吨，2025年远期产能规划达35-40万吨。2020年公司负极出货6.3万吨，我们预计，公司21Q1出货约2万吨，今明两年有望满产满销。公司当前有石墨化产能6-7万吨，此后负极与石墨化同步扩产，自供率从70%逐步提升，带动公司石墨化加负极的单吨净利超过1万元/吨。客户方面，公司当前有LG、SDI、CATL、ATL、中航等优质动力和消费客户，头部客户的高端定制化产品供应也保证了公司的盈利能力。

➤ 涂覆业务积极扩产，绑定CATL

2020年公司出货7.3亿平，我们预计，公司2021年一季度涂覆加工出货3-4亿平，全年有望出货15亿平。2022年公司产能将达到30亿平，此次投资建设的40亿平隔膜涂覆项目，有望帮助公司达成2023年50亿平总产能，到2026年，公司涂覆产能将超过70亿平，将满足下游旺盛需求。客户方面，公司绑定CATL，出货占比超过一半，同时对其他国内电池厂客户也有出货。

➤ 锂电设备业务稳步增长

锂电设备方面，公司2020年收入4.6亿元，毛利率为27%，2021年营收有望进一步增长，公司在原有优势产品涂布、分切和烘箱等的基础上，也开发完成了检测、卷绕、叠片等产品。随着下游电池厂商积极扩产，公司有望受益于设备需求高增已经形成涂布、卷绕、叠片、化成分容等核心产品线，全球动力电池厂商加码资本开支，进入新一轮扩产高峰，预计将拉动公司锂电设备高速增长。

➤ 增资PVDF生产公司，提升产业协同

5月26日公司发布公告，以1.92亿元对乳源东阳光氟树脂有限公司的增资，取得公司60%股权。乳源东阳光氟树脂主要从事制冷剂、氟精细化工、盐酸、氢氟酸、氟树脂、氟膜等产品，其中PVDF是正极材料中广泛应用的粘结剂，下游需求旺盛，将带来价格提升。公司此次增资款项用于目标公司1万吨/年PVDF+2.7万吨/年R142b项目，有利于进一步完善在基膜、涂覆材料、粘结剂、涂覆设备与涂覆加工的产业闭环，与公司粘结剂业务形成有效的产业协同。

推荐

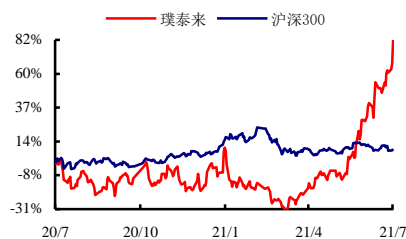
维持评级

当前价格：155.88元

交易数据 2021-7-7

近12个月最高/最低(元)	155.88/75.82
总股本(百万股)	694
流通股本(百万股)	692
流通股比例(%)	99.70
总市值(亿元)	1,082
流通市值(亿元)	1,079

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：S0100520080001

电话：021-60876734

邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：S0100120120042

电话：021-60876734

邮箱：dingya@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

相关研究

1.璞泰来(603659):毛利率大幅提升,负极+隔膜高增长可期

三、投资建议

考虑到下游需求旺盛，公司积极扩产，各业务齐头并进，我们上调了公司 2021-2023 年归母净利润至 14.84、21.54、31.34 亿元（此前预期为 12.59、15.95、22.01 亿元），同比分别增长 122%、45%、46%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 73、50、35 倍。参考 CS 新能源车指数 159 倍 PE (TTM)，考虑到公司是负极龙头，多元化发展，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

终端新能源车销量不及预期；竞争加剧影响公司盈利性；扩产速度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,281	9,316	13,419	19,535
增长率（%）	10.0	76.4	44.0	45.6
归属母公司股东净利润（百万元）	668	1,484	2,154	3,134
增长率（%）	2.5	122.3	45.1	45.5
每股收益（元）	1.52	2.14	3.10	4.51
PE（现价）	102.6	72.9	50.3	34.5
PB	8.7	10.4	8.6	6.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,281	9,316	13,419	19,535
营业成本	3,613	6,421	9,236	13,450
营业税金及附加	41	72	103	150
销售费用	115	233	322	449
管理费用	212	419	577	820
研发费用	264	512	738	1,074
EBIT	1,036	1,659	2,442	3,590
财务费用	162	(9)	22	69
资产减值损失	(44)	0	0	(0)
投资收益	8	7	7	7
营业利润	826	1,735	2,487	3,589
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	815	1,735	2,487	3,589
所得税	89	191	274	395
净利润	727	1,544	2,214	3,194
归属于母公司净利润	668	1,484	2,154	3,134
EBITDA	1,239	1,997	2,970	4,310
资产负债表 (百万元)				
货币资金	5030	1897	3003	563
应收账款及票据	1700	2795	4026	5860
预付款项	124	193	277	404
存货	2237	5611	5472	10369
其他流动资产	278	278	278	278
流动资产合计	10373	11777	14089	19119
长期股权投资	247	254	261	268
固定资产	2457	4457	6457	8457
无形资产	242	242	242	243
非流动资产合计	4113	6792	9581	12178
资产合计	14486	18569	23670	31297
短期借款	1228	1228	1228	1228
应付账款及票据	2255	3853	5542	8070
其他流动负债	65	65	65	65
流动负债合计	5302	7840	10127	13761
长期借款	0	0	600	1400
其他长期负债	184	184	184	184
非流动负债合计	269	269	869	1669
负债合计	5571	8110	10997	15430
股本	496	694	694	694
少数股东权益	1	61	121	181
股东权益合计	8915	10460	12673	15867
负债和股东权益合计	14486	18569	23670	31297

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.0	76.4	44.0	45.6
EBIT 增长率	23.0	60.2	47.2	47.0
净利润增长率	2.5	122.3	45.1	45.5
盈利能力				
毛利率	31.6	31.1	31.2	31.1
净利润率	12.6	15.9	16.0	16.0
总资产收益率 ROA	4.6	8.0	9.1	10.0
净资产收益率 ROE	7.5	14.3	17.2	20.0
偿债能力				
流动比率	2.0	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.5	0.8	0.9	0.6
现金比率	1.1	0.4	0.4	0.1
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	100.9	95.0	93.0	91.0
存货周转天数	224.3	220.0	216.0	212.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	2.1	3.1	4.5
每股净资产	18.0	15.0	18.1	22.6
每股经营现金流	1.2	(0.1)	5.6	1.1
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	102.6	72.9	50.3	34.5
PB	8.7	10.4	8.6	6.9
EV/EBITDA	69.6	42.9	28.9	20.5
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	727	1,544	2,214	3,194
折旧和摊销	247	338	528	720
营运资金变动	(500)	(1,998)	1,082	(3,237)
经营活动现金流	571	(80)	3,875	765
资本开支	750	3,010	3,310	3,310
投资	136	0	0	0
投资活动现金流	(608)	(3,010)	(3,310)	(3,310)
股权募资	4,597	0	0	0
债务募资	367	0	600	200
筹资活动现金流	4,396	(43)	541	105
现金净流量	4,358	(3,133)	1,107	(2,440)

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。