

璞泰来(603659.SH)

负极隔膜双轮驱动，半年报业绩超预期

推荐（维持）

现价：149元

主要数据

行业	电气设备
公司网址	www.putailai.com
大股东/持股	梁丰/26.39%
实际控制人	梁丰
总股本(百万股)	694
流通A股(百万股)	692
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,035
流通A股市值(亿元)	1,032
每股净资产(元)	13.68
资产负债率(%)	44.97

行情走势图



相关研究报告

《璞泰来*603659*盈利能力大幅改善，一季度业绩超预期》 2021-04-

证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 ZHUDONG615@pingan.com.cn
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 PIXIU809@pingan.com.cn
王霖	投资咨询资格编号 S1060520120002 WANGLIN272@pingan.com.cn

研究助理

王子越	一般证券从业资格编号 S1060120090038 WANGZIYUE395@pingan.com.cn
-----	--



事项：

公司发布 2021 年半年报。报告期内公司实现营业收入 39.23 亿元，同比增长 107.82%；归母净利润 7.75 亿元，同比增长 293.93%；扣非归母净利润 7.16 亿元，同比增长 308.4%。

平安观点：

■ **上半年业绩表现强势，多项指标创单季新高：**21 年上半年得益于新能源汽车的高景气度以及 20 年的低基数，公司营收和净利润实现大幅增长。从收入结构上看，报告期内负极、涂覆隔膜、锂电设备营收分别为 24.54/8.95/3.68 亿元，合计占总营收比例为 94.7%。从盈利能力上看，上半年公司综合毛利率为 37%，同比提升 6.4pct，主要由于石墨化全并表且产能释放带来生产成本的显著下降；销售净利率为 19.78%，同比提升 8.52pct；报告期内公司期间费用率改善，销售费用率同比减少 2.5pct 至 2.3%，主要由于运输费用调整至生产成本所致，同时定增资金到账使得财务费用显著下降。从单个季度来看，2Q21 实现营收 21.84 亿元，同比增长 104.3%，环比增长 25.6%；实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 324%，环比增长 31.6%；二季度综合毛利率 36.38%，同比提升 5.6pct，环比下降 1.4pct，销售净利率为 20.19%，同比提升 9.2pct，环比提升 0.92pct。总体来看，公司二季度的业绩延续了一季度的高增长态势，营收、净利润和主要产品的出货量都达到了历史最高水平；随着下半年全球新能源汽车高景气度的延续，公司业绩有望环比持续提升。

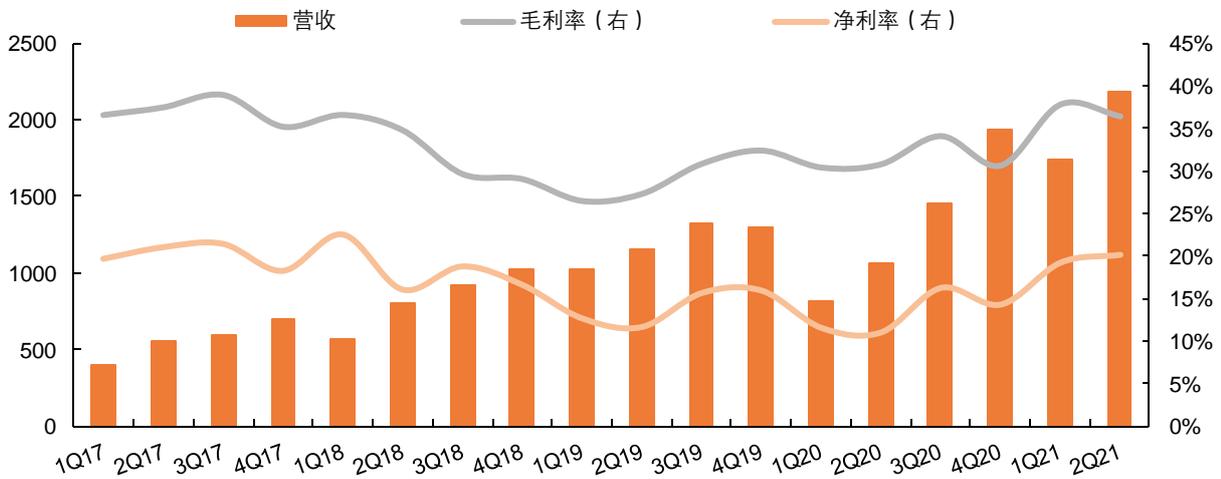
■ **负极出货翻倍，一体化提升盈利能力：**报告期内公司负极业务实现营收 24.54 亿元，同比增长 79.5%；江西紫宸净利润 3.94 亿元，同比增长 155%；负极出货量 4.52 万吨，同比增长 103.6%。预计公司二季度负极出货量超过 2.5 万吨，环比增长超 25%。上半年负极单价 5.42 万元左右，环比 2H20 下降约 1300 元/吨；单吨净利润近 9000 元（不含石墨化）；我们预计上半年石墨化自给率超 70%，包含石墨化的负极单吨净利 1.1-1.2 万元。尽管上半年以来焦炭价格持续提升，且内蒙限电导致石墨化价格不断上涨，但由于公司石墨化自给率较高、炭化产能不断释放且提前锁定部分低成本原料，产品质量控制能力、成本控制能力和稳定供应能力进一步提升，一

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,799	5,281	8,601	12,894	16,952
YOY(%)	44.9	10.0	62.9	49.9	31.5
净利润(百万元)	651	668	1,625	2,318	3,020
YOY(%)	9.6	2.5	143.5	42.6	30.3
毛利率(%)	29.5	31.6	35.6	33.8	33.6
净利率(%)	13.6	12.6	18.9	18.0	17.8
ROE(%)	19.1	7.5	16.2	19.9	21.9
EPS(摊薄/元)	0.94	0.96	2.34	3.34	4.35
P/E(倍)	158.9	155.0	63.7	44.6	34.3
P/B(倍)	30.3	11.6	10.3	8.9	7.5

体化布局的优势较为明显，因此盈利相对平稳。估计公司目前拥有负极产能 13 万吨左右，石墨化产能约 6.5 万吨；下半年公司将重点推进江西 6 万吨负极扩建项目及内蒙二期 5 万吨石墨化项目，预计 21 年末建成投产，全年负极出货预计超 10 万吨；此外，公司规划四川邛崃 20 万吨一体化项目，其中一期 10 万吨拟通过引入新型工艺及设备、减少运输费用、增加产品收率等工艺一体化的综合方式实现成本控制，并针对特定动力电池客户开发个性化产品；预计 2025 年之前公司负极产能将达到 40 万吨规模，石墨化产能超 33 万吨，奠定行业龙头地位。

- **涂覆隔膜出货超预期，强化原材料布局。**报告期内公司涂覆隔膜业务实现营收 8.95 亿元，同比增长 217.7%；子公司宁德卓高净利率 13.92%，同比减少 2.1pct；涂覆隔膜及加工出货量达到 8 亿平米，同比增长 264%，占同期国内湿法隔膜出货量的 31.88%，较去年同期提升 2.12pct。上半年涂覆隔膜均价 1.12 元/平米，较 2H20 环比增加 0.05 元/平米，主要由于报告期内多层、复杂涂覆业务占比有所提升，使得均价稳中回升。产能方面，公司在加快宁德卓高年产 5 亿平方定增募投项目的基础上，通过购买现有成熟厂房，加快产能扩建速度，配合公司在四川邛崃及广东肇庆生产基地建设进度，目标在 2022 年和 2025 年分别形成超过 40 亿和 60 亿平米的隔膜涂覆产能。除此之外，公司也进一步强化在原料端布局，基膜方面，溧阳月泉基膜合格率及综合直通率持续提升，并已具备 5 μ m 超薄膜生产能力，四川卓勤基膜和涂覆一体化项目一期 4 亿平方项目已完成设备选型与订购；涂覆材料方面，溧阳极盾涂覆材料二期产能建成投产，已形成年产 5500 吨纳米氧化铝及勃姆石产能，子公司四川极盾启动 1000 吨纳米氧化铝产能建设，同时取得东阳光氟树脂 60% 股权和四川茵地乐 29.89% 股权，形成涂覆材料 PVDF 及粘结剂改性 PAA 的自给能力，并成功完成大客户产品导入，进一步巩固提高公司涂覆隔膜加工业务的综合竞争力。
- **锂电设备需求旺盛，新品类取得订单。**报告期内公司锂电设备业务实现营收 3.68 亿元，同比增长 189.2%，子公司深圳新嘉拓净利率 8.46%，同比减少 4.4pct。截至本报告期末，公司涂布机业务在手订单超过 30 亿元，反映出动力电池产能的急剧扩张带来锂电设备供不应求的现象；公司新产品包括卷绕机、叠片机、注液机、氦检机、化成分容设备等，目前在手订单超过 3 亿元；随着下半年公司在手订单的陆续交付，公司锂电设备业务有望保持高速增长，全年锂电设备的业绩贡献有较强的保障。公司拟投资 14 亿元在广东肇庆市建设设备基地，以服务华南市场，进一步提升设备产能，推动业务发展。
- **投资建议：**公司作为全球高端人造石墨负极材料龙头和成长迅速的隔膜新星，直接受益于 LG/宁德时代等动力电池客户在国内和海外市场的需求放量；同时成本端受益于针状焦、石墨化、基膜、涂覆材料等环节的产能释放和工艺改进，未来产能扩张+一体化延伸将成为公司坚定不移的战略举措，21 年公司业绩有望重回高速增长。公司上半年业绩超预期增长，我们上调公司 21-23 年归母净利润预测至 16.25/23.18/30.20 亿元（前值 13.51/17.19/21.39 亿元），对应 8 月 5 日收盘价 PE 分别为 63.7/44.6/34.3 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 疫情影响持续的风险，海外疫情反复，可能给公司的出口和海外业务拓展造成负面影响；2) 竞争激烈导致价格超预期下降的风险，若行业内项目投产众多带来产能过剩引发价格战，将给公司利润带来负面影响；3) 产能释放不及预期的风险，公司负极产能利用率较高，短期供应偏紧，若后续产能建设进度不及预期，将影响业绩的释放。

图表1 璞泰来分季度经营数据 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 璞泰来分业务经营数据

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H21
负极	单位收入(万元/吨)	6.99	7.09	6.54	6.23	6.77	6.67	5.76	5.42
	销量(吨)	2896	7385	16080	23554	29286	45757	62949	45246
	毛利率(%)	26.87	37.59	36.38	39.22	33.9	26.87	31.09	-
涂覆隔膜	单位收入(元/平方米)	5.58	4.23	3.18	2.23	1.53	1.22	1.15	1.12
	销量(万平方米)	354	1808	6296	9553	20921	57143	70713	79839
	毛利率(%)	32.57	37.14	33.51	44.99	45.37	47.07	42.25	-
锂电设备	单位收入(万元/台)	148.3	204.1	200.93	200.7	277.89	242.14	218.98	-
	销量(台)	115	125	171	238	199	285	212	-
	毛利率(%)	34.16	35.83	34.8	30.01	32.77	27.35	26.97	-
铝塑膜	单位收入(元/平方米)	21.24	19.51	18.03	14.15	13.12	12.44	12.38	12.44
	销量(万平方米)	196.85	334.06	416.28	256.97	451.64	616	758	487
	毛利率(%)	10.35	12.63	11.23	10.62	19.87	22.66	24.12	-

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,373	9,978	12,632	16,292
现金	5,030	2,190	1,934	2,543
应收票据及应收账款	1,700	2,828	3,886	5,109
其他应收款	32	34	53	80
预付账款	124	236	530	929
存货	2,237	3,340	4,674	5,857
其他流动资产	1,251	1,351	1,556	1,775
非流动资产	4,113	5,984	8,204	11,218
长期投资	247	449	651	854
固定资产	2,457	2,688	3,325	4,546
无形资产	242	442	843	1,194
其他非流动资产	1,168	2,405	3,385	4,624
资产总计	14,486	15,963	20,836	27,510
流动负债	5,302	5,422	8,481	12,790
短期借款	1,228	0	622	2,540
应付票据及应付账款	2,255	2,846	3,900	4,891
其他流动负债	1,819	2,576	3,959	5,360
非流动负债	269	419	481	549
长期借款	0	149	212	280
其他非流动负债	269	269	269	269
负债合计	5,571	5,841	8,962	13,339
少数股东权益	1	77	214	409
股本	496	694	694	694
资本公积	6,107	5,909	5,909	5,909
留存收益	2,311	3,442	5,057	7,159
归属母公司股东权益	8,914	10,045	11,660	13,762
负债和股东权益	14,486	15,963	20,836	27,510

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	694	966	2,495	3,330
净利润	727	1,701	2,455	3,215
折旧摊销	203	346	498	703
财务费用	162	18	16	74
投资损失	-8	-9	-9	-10
营运资金变动	-500	-1,097	-472	-660
其他经营现金流	109	7	7	8
投资活动现金流	-608	-2,215	-2,716	-3,716
资本支出	578	2,015	2,515	3,515
长期投资	136	-200	-200	-200
其他投资现金流	-1,322	-4,030	-5,031	-7,031
筹资活动现金流	4,396	-1,591	-35	995
短期借款	0	-1,228	622	1,919
长期借款	-214	149	62	68
其他筹资现金流	4,610	-512	-719	-992
现金净增加额	4,460	-2,840	-256	609

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,281	8,601	12,894	16,952
营业成本	3,613	5,542	8,529	11,252
税金及附加	41	47	76	108
营业费用	115	189	258	305
管理费用	212	361	516	661
研发费用	264	499	683	848
财务费用	162	18	16	74
资产减值损失	-44	-60	-64	-85
信用减值损失	-80	-43	-64	-85
其他收益	68	57	59	61
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	9	9	10
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	826	1,908	2,754	3,607
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
利润总额	815	1,908	2,754	3,607
所得税	89	207	299	392
净利润	727	1,701	2,455	3,215
少数股东损益	59	76	137	195
归属母公司净利润	668	1,625	2,318	3,020
EBITDA	1,180	2,272	3,268	4,384
EPS (元)	0.96	2.34	3.34	4.35

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	10.0	62.9	49.9	31.5
营业利润(%)	8.0	131.0	44.3	31.0
归属于母公司净利润(%)	2.5	143.5	42.6	30.3
获利能力				
毛利率(%)	31.6	35.6	33.8	33.6
净利率(%)	12.6	18.9	18.0	17.8
ROE(%)	7.5	16.2	19.9	21.9
ROIC(%)	19.0	34.8	29.4	28.0
偿债能力				
资产负债率(%)	38.5	36.6	43.0	48.5
净负债比率(%)	-42.6	-20.2	-9.3	2.0
流动比率	2.0	1.8	1.5	1.3
速动比率	1.5	1.1	0.8	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.1	3.0	3.3	3.3
应付账款周转率	2.2	2.8	3.3	3.7
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.96	2.34	3.34	4.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.39	3.59	4.80
每股净资产(最新摊薄)	12.84	14.47	16.79	19.82
估值比率				
P/E	155.0	63.7	44.6	34.3
P/B	11.6	10.3	8.9	7.5
EV/EBITDA	43.9	44.8	31.7	24.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033