

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

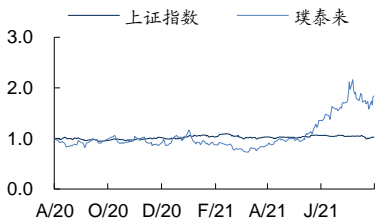
电气设备

璞泰来(603659)
增持

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 06 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)	694/692
总市值/流通(百万元)	103,472/103,162
上证综指/深圳成指	3,467/14,872
12个月最高/最低(元)	175.18/73.64

相关研究报告:

《璞泰来-603659-2021 年一季报点评: Q1 盈利创新高, 负极持续看涨》——2021-04-12
 《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

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
业绩超预期, 一体化强化成本优势
● 公司 21H1 业绩超预期, 负极毛利率逆势高增

公司 21H1 实现营收 39.23 亿元, 同比+108%; 21H1 实现归母净利润 7.75 亿元, 同比+294%, 对应 21Q2 净利润为 4.40 亿元, 环比+31%; Q2 公司盈利达到历史新高, 超过市场预期。H1 全球新能源汽车市场持续高歌猛进, 公司负极、隔膜、铝塑膜等产品均实现 80% 以上高增长。在针状焦、石墨化价格持续上涨条件下, 公司通过改良设备提升良率、坚持一体化战略提高自供比例等方式助推毛利率逆势高增长。

● 负极 21H2 涨价压力大, 公司一体化布局增厚利润

原材料持续上涨, 国内负极企业单吨毛利降至约 3000 元, 我们持续看好下半年负极材料涨价预期。负极大厂新增产能预计 Q4 释放, 短期供需仍偏紧。21H1 公司负极材料出货 4.52 万吨, 同比+104%。公司实现了从原料焦、石墨化加工、炭化等关键原材料和工序的覆盖, 石墨自给率近 70%。预计内蒙兴丰石墨化二期将在 H2 投产, 年底公司石墨化产能有望达到 12 万吨, 有望助推负极业务进一步降本。

● 隔膜、设备持续扩产, 原材料布局稳步推进

公司 21H1 湿法隔膜国内市占率 32%, 同比+2.12pct。公司宁德、江苏基地扩产加速, 21 年底产能有望达到 20 亿平。公司 21 年 7 月拟建肇庆年产能 40 亿平项目, 深入绑定宁德时代肇庆基地。隔膜基膜、涂覆材料等原料布局持续推进, 溧阳月泉基地良率不断提升, 自研 PVDF 和 PPA 取得突破, 涂覆膜业务供应链获保障。锂电设备前中后段整合稳步推进, 在手订单超 33 亿元, 7 月公告新建肇庆工厂深化布局。

● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“增持”评级。

我们持续看好公司一体化带来成本优势, 以及隔膜、设备等业务潜力。考虑到公司出货高增、毛利逆势上涨, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 17.5/24.7/35.5 亿元(原预测 10.6/13.3/17.0 亿元), 同比+162%/+41%/+44%; EPS 分别为 2.52/3.56/5.11 元, 当前股价对应 PE 为 59/42/29 倍, 维持“增持”评级。

● 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。
盈利预测和财务指标

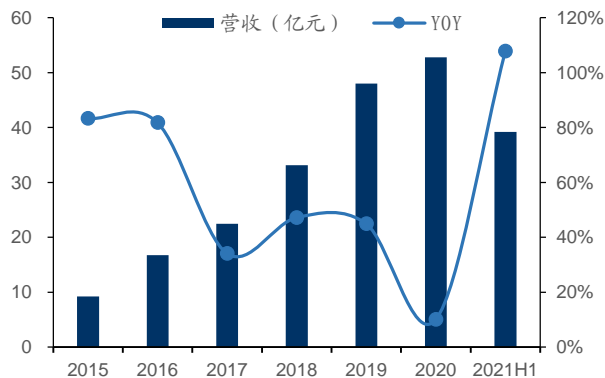
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,280.67	8,656.28	12,712.70	18,311.90
(+/-%)	10.05%	63.92%	46.86%	44.04%
净利润(百万元)	667.64	1748.77	2468.74	3545.51
(+/-%)	2.54%	161.93%	41.17%	43.62%
摊薄每股收益(元)	1.35	2.52	3.56	5.11
EBIT Margin	24.61%	23.19%	22.82%	22.95%
净资产收益率(ROE)	7.49%	17.64%	21.81%	26.58%
市盈率(PE)	110.70	59.17	41.91	29.18
EV/EBITDA	53.24	50.05	35.79	25.95
市净率(PB)	8.29	10.44	9.14	7.76

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

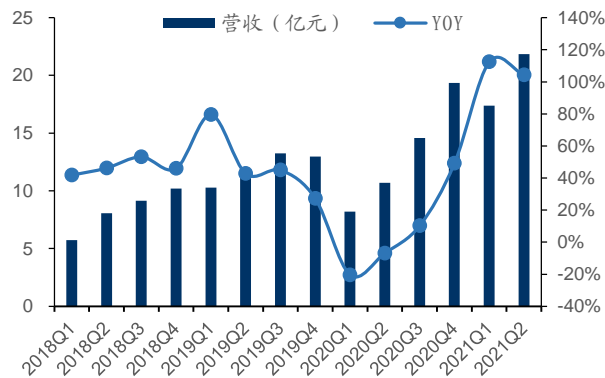
公司 21H1 业绩超预期，主营业务多点开花。公司 21H1 实现营收 39.23 亿元，同比+108%，对应 21Q2 营收 21.84 亿元，环比+26%；21H1 实现归母净利润 7.75 亿元，同比+294%，对应 21Q2 净利润为 4.40 亿元，环比+31%；Q2 公司盈利达到历史新高，超过市场预期。H1 全球新能源汽车市场持续高歌猛进，公司负极、隔膜、铝塑膜等产品均实现 80% 以上高增长。在针状焦、石墨化价格持续上涨条件下，公司通过改良设备提升良率、坚持一体化战略提高自供比例等方式助推毛利率逆势高增长。

图 1：璞泰来营业收入及增速（单位：亿元、%）



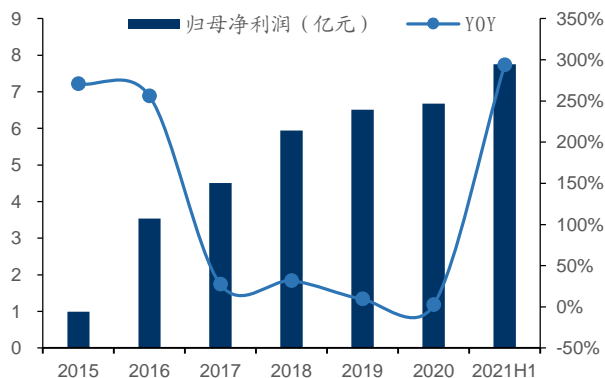
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：璞泰来单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



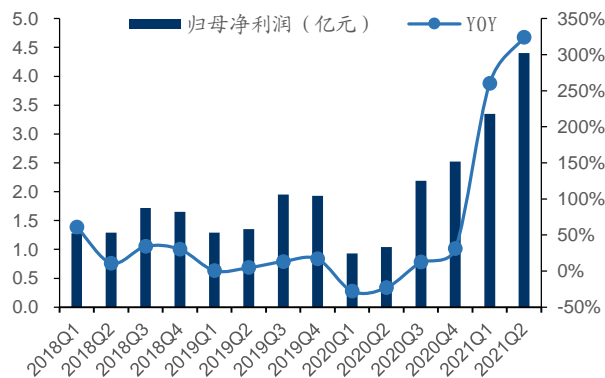
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

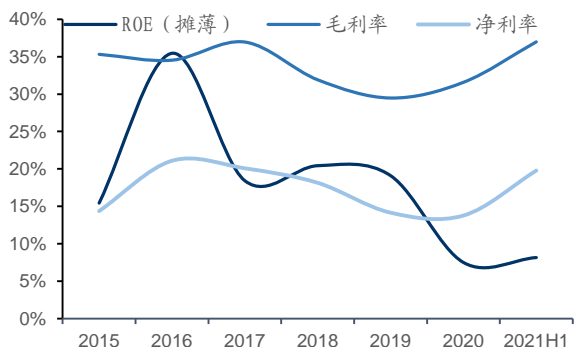


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利能力同比上升，期间费用率稳步下降。21H1 公司毛利率为 36.99%，同比+6.37pct；净利率为 19.78%，同比+8.52pct。毛利率同比上涨主要系原材料自供比例提升、成本控制良好，石墨化并表带来的影响。21H1 公司期间费用率为 12.44%，同比-4.98pct。

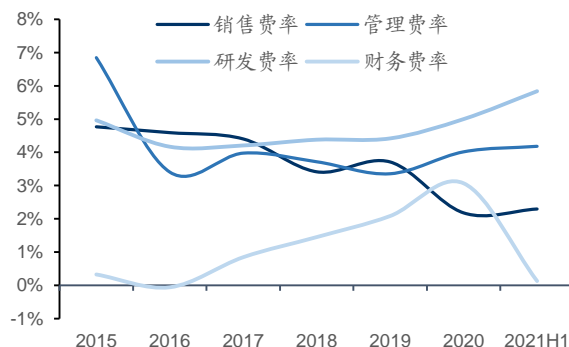
21H1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 2.3% (-2.5pct)、4.2% (-0.3pct)、5.8% (+0.9pct) 和 0.1% (-3.1pct)。销售费用率明显下降主要系运输费调整至营业成本影响；财务费用下降主要系定增募集资金到账后流动贷款需求减少。21H1 经营性现金流净额为 12.06 亿元，同比+438%；H1 公司计提信用减值损失为 4518 亿元，计提资产减值损失 4409 亿元，同比显著增长，一方面是公司根据下游诉讼客户经营状况对回款能力弱的客户计提了减值准备，另外计提了部分存货跌价准备。

图 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 (%)



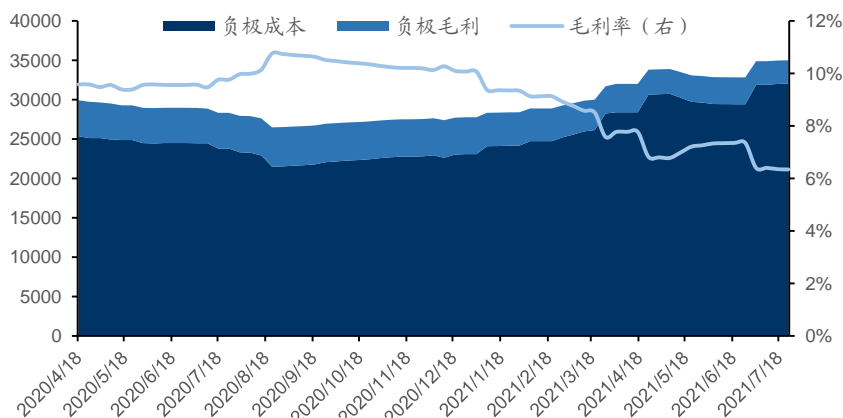
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 负极 21H2 涨价压力大, 公司一体化布局增厚利润

原料价格上涨、加工费上行不断挤压负极盈利空间, 短期行业供求仍紧。21H1 国内负极企业产量为 28.99 万吨, 同比+102%, 行业整体开工率持续攀升至 90% 以上。大厂满产下仍难以满足市场需求, 新增产能预计 Q4 释放, 全年产能仍将偏紧。原材料针状焦、石油焦价格持续走高, 截止 7 月底价格较年初分别上涨约 50%/40%。同时, 石墨化受控能耗、限电等因素影响产能扩张慢, 加工费已达 2 万元/吨左右。根据百川资讯数据, 当前负极单吨成本上涨至 32000 元左右, 负极行业单吨毛利降至 3000 元左右, 盈利承压明显。

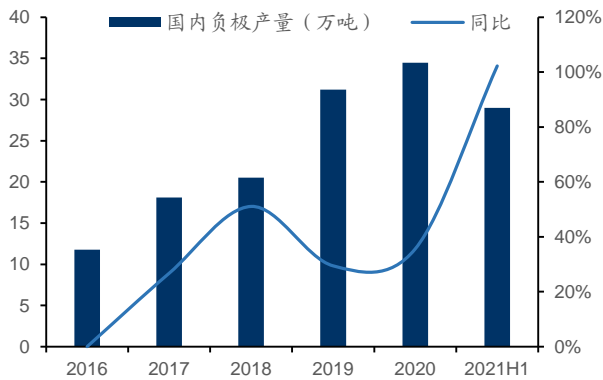
伴随需求高增速和成本持续走高, 21H2 负极材料价格或将迎来上涨。国内新能源车销量预计高位运行, H2 负极产能紧缺仍将加剧。当前负极行业库存降至 1900 吨左右, 石墨化加工费用持续上行下部分中低端产品已经开始出现成本倒挂, 部分企业处于小幅亏损中。需求和成本共同加持下, 负极材料企业有着很高的成本传导诉求, 下半年价格将大概率迎来上涨, 公司一体化布局优势显著。

图 7: 国内负极行业成本和盈利测算 (元/吨)



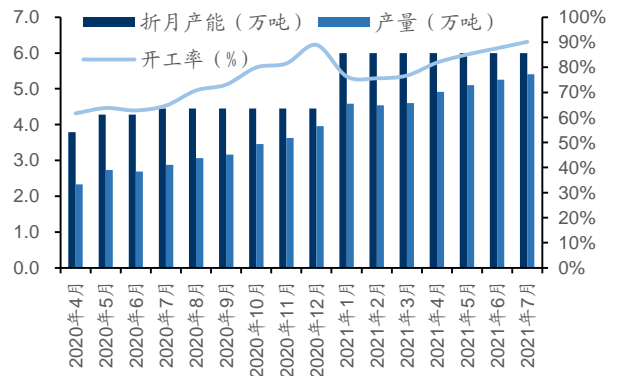
资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

图 8: 国内负极材料产量和增速



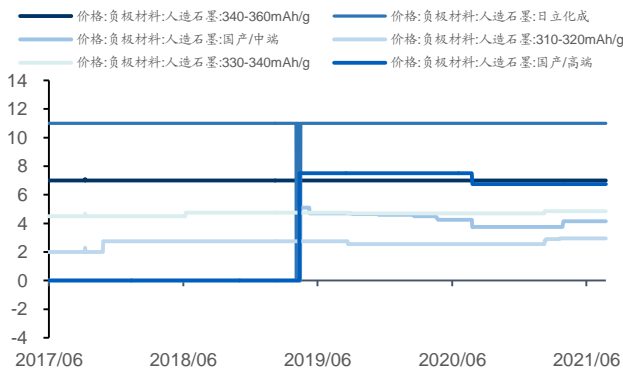
资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

图 9: 国内负极材料逐月产能、产量和开工率



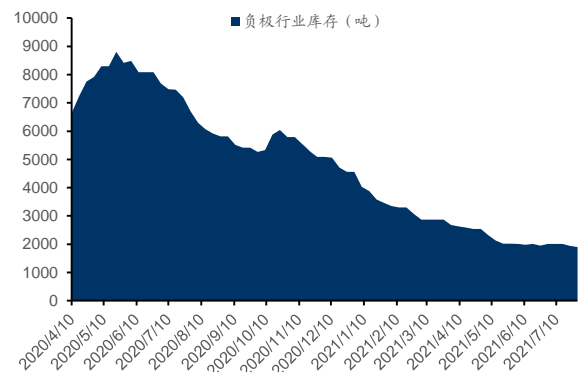
资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

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

公司负极出货高增，需求保障下业绩增长确定性强。21H1 公司负极材料出货 4.52 万吨，同比+104%；实现营收 24.54 亿元，同比+79%；测算得到单吨售价为 5.43 万元左右，较 20 年全年售价下降 6%左右。公司负极材料定位中高端，充分受益动力电池企业向中高端渗透的过程。20 年底，公司负极材料有效产能为 7 万吨，预计 21 年底产能扩张至 15 万吨，供给能力进一步提升。我们预计，在负极材料供给偏紧和 LG、CATL、ATL 等客户持续放量背景下，21 年公司全年负极出货量有望达到 10-11 万吨，同比增长 60%-70%。

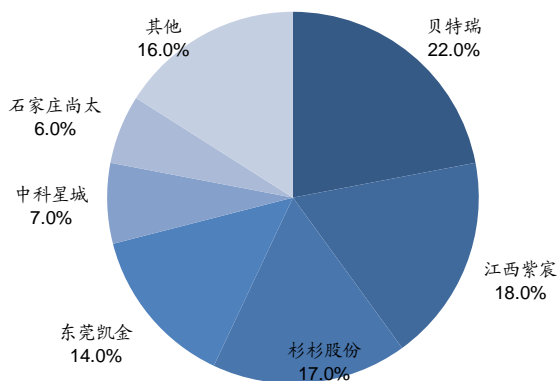
表 1: 公司负极材料设计产能及有效产能预计

	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年底	2023 年底
有效产能 (万吨)	1.00	1.30	1.50	3.00	5.00	7.00	12.00	20.00	30.00
设计产能							15.00	25.00	35.00

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

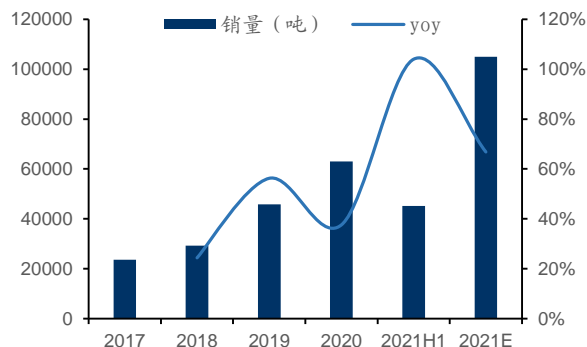
公司持续加码一体化，充分保证盈利能力。公司实现了从原料焦、石墨化加工、炭化等关键原材料和工序的覆盖，石墨化自给率有望达到近 70%。截止 21H1 公司石墨化产能达到 6.5 万吨，随着内蒙兴丰石墨化二期在下半年投产，年底公司在山东及内蒙石墨化产能有望超过 12 万吨。此外，公司还在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目。我们预计随着一体化持续推进，公司有望凭借降本夺取行业更多话语权。

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: 璞泰来负极材料销量 (吨)

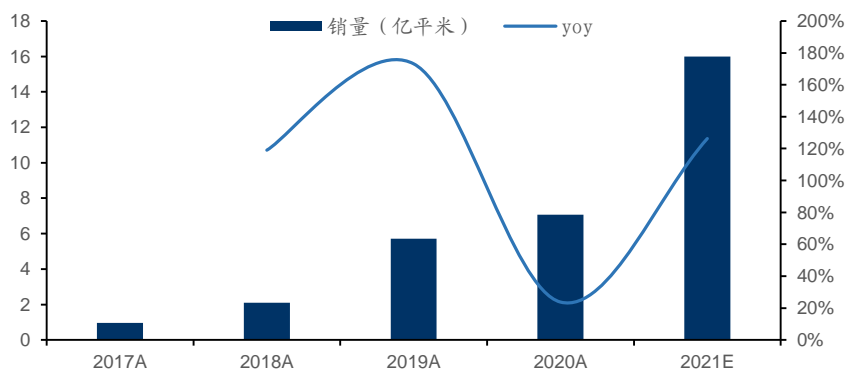


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 隔膜、设备持续扩产，原材料布局稳步推进

公司隔膜及涂覆加工出货量快速增长，市占率稳步提升。21H1 公司涂覆隔膜及加工出货量达到 79839 万平，同比+264%，占国内湿法隔膜同期出货量的 31.88%，市占率同比+2.12pct。21 年公司宁德、江苏基地通过购买现有成熟厂房加快扩产速度，预计 21 年底产能达到 20 亿平。我们预计，下游需求旺盛叠加产能扩张，公司 21 年隔膜及涂覆加工业务出货量有望达到 15-17 亿平，同比增长 120%-130%。

图 14: 璞泰来涂覆隔膜销量 (亿平)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

扩产不断加码，公司深入绑定宁德时代。21 年 7 月，公司公告拟与肇庆投资 38 亿元建设 40 亿平隔膜涂覆产能；一期设计产能 20 亿平预计 23 年投产。我们预计，此次扩产有望保障 200GWh 左右电池出货量，并有效保障宁德时代肇庆基地电池的隔膜供应。目前，宁德时代是公司涂覆业务第一大客户，出货占比超过一半。根据扩产计划，22 年和 25 年公司产能将达到 40 亿平和 60 亿平，进而有效满足下游需求。

隔膜基膜、涂覆材料等原料布局持续推进，涂覆膜业务供应链得到保障。21H1 公司溧阳月泉基膜产线良品率稳步提升，已具备 5 μ m 超薄膜生产能力。涂覆材料方面，21H1 公司纳米氧化铝 (扣除内销部分) 营收 800 万元，同比-38%。公司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，截止 21H1 年产能已达 5500 吨；四川极盾 1000 吨纳米氧化铝产能已于 H1 开

始建设。公司增资东阳光氟树脂、收购四川茵地乐股权，形成 PVDF 和改性 PPA 自给能力。同时，公司自主研发国产 PVDF 和 PAA 粘结剂实现突破，并已完成大客户导入。

图 15: 公司涂覆隔膜业务一体化布局



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

铝塑膜产品工艺改进和材料国产替代下，公司良品率和成本均稳步改善。21H1 公司铝塑包装膜出货量为 487 万平，同比+92%，实现营收 6060 万元，同比+89%。目前，铝塑膜产品已通过部分动力电池客户产品认证并实现小批量供应。

锂电设备需求饱满，订单数量屡创新高。21H1 公司锂电自动化工艺设备业务营收 3.68 亿元，同比+189%。公司新设东莞嘉拓，入股东莞超鸿并在电池紧密叠片领域取得技术突破，多款中后段锂电设备完成客户认证并实现销售。截止 21H1，公司涂布机在手订单超过 30 亿元，新产品（卷绕机、叠片机、注液机等）在手订单超过 3 亿元。21 年 7 月公司投资 14 亿元在肇庆建设锂电自动化生产基地，项目预计 23 年投产。在公司前中后段设备整合稳步推进和产能扩张背景下，锂电设备业务有望继续维持高增长。

表 2: 公司拓展的锂电设备类型及开发进展

设备类型	所属工艺区段	开发进展	说明
电芯泄漏氨检设备	后段设备	成功进入客户市场，成为公司 2021 年重点推广产品	
20PPM 卷绕机	中段设备	正进行客户产品认证	高于行业主要应用 6PPM 产能类型，实现更快产能，更高效率
高速叠片机	中段设备	正进行客户产品认证	设备速度领先国内其他同类产品运行速度
EV 电池一次注液机	中段设备	已对客户实现销售	通过分次加压注液和振动，实现电解液快速渗透电芯效果
化成设备	后段设备	开发启动	包括化成压床的组装调试与各项系统功能及整机验证、DCIR 试验机开发、多种参数电源测试验证与上位机系统和生产管理系统
异型电池叠片机	中段设备	取得了客户的认可	为公司参股的东莞超鸿开发，精度高，用于消费电池
EV 电池叠片设备	中段设备	获得了批量订单	未来公司将研发高速的 0.2-0.3S/stackEV 大型叠片设备

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为负极材料龙头，一体化进程不断加码，成本优势逐步显现；隔膜、锂电设备等业务也迎来高速增长。我们持续看好公司一体化带来的成本优势，上调原有盈利预测。预计公司 21-23 年归母净利润为 17.5/24.7/35.5 亿元（原有预测 10.6/13.3/17.0 亿元），同比增长 162%/41%/44%；EPS 分别为 2.52/3.56/5.11 元，当前股价对应 PE 为 59/42/29 倍，维持“增持”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.08.05	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002812	恩捷股份	290.88	2598	1.26	2.58	3.60	5.19	230.86	112.74	80.80	56.05	增持
300073	当升科技	69.44	350	0.85	1.51	2.15	2.75	81.69	45.99	32.30	25.25	买入
300037	新宙邦	121.80	513	1.26	2.22	3.44	4.51	96.67	54.86	35.41	27.01	增持
603659	璞泰来	149.00	1034	1.35	2.52	3.56	5.11	110.70	59.17	41.91	29.18	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

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	4546	4895	5758	营业收入	5281	8656	12713	18312
应收款项	1732	2846	4180	6020	营业成本	3613	5487	8180	11860
存货净额	2237	3236	4837	7051	营业税金及附加	41	65	95	137
其他流动资产	402	563	826	1190	销售费用	115	208	305	439
流动资产合计	10373	12164	15711	20994	管理费用	212	890	1232	1672
固定资产	3268	4275	5048	5772	财务费用	162	(88)	(75)	(90)
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	17309	21656	27688	营业利润	826	2145	3026	4343
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	2942	4398	6410	利润总额	815	2140	3021	4338
其他流动负债	1685	2577	3815	5515	所得税费用	89	235	332	477
流动负债合计	5302	6919	9613	13325	少数股东损益	59	156	220	315
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	668	1749	2469	3546
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	7309	10122	13954	净利润	668	1749	2469	3546
少数股东权益	1	90	215	395	资产减值准备	8	52	17	17
股东权益	8914	9911	11318	13339	折旧摊销	193	206	273	322
负债和股东权益总计	14486	17309	21656	27688	公允价值变动损失	(44)	(40)	(40)	(40)
					财务费用	162	(88)	(75)	(90)
关键财务与估值指标					营运资本变动	896	(524)	(367)	(570)
每股收益	1.35	2.52	3.56	5.11	其它	26	37	108	163
每股红利	0.57	1.08	1.53	2.20	经营活动现金流	1747	1480	2460	3438
每股净资产	17.97	14.27	16.30	19.21	资本开支	(1122)	(1200)	(1000)	(1000)
ROIC	17%	20%	28%	36%	其它投资现金流	(670)	0	0	0
ROE	7%	18%	22%	27%	投资活动现金流	(1806)	(1250)	(1050)	(1050)
毛利率	32%	37%	36%	35%	权益性融资	4597	0	0	0
EBIT Margin	25%	23%	23%	23%	负债净变化	(149)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	25%	25%	支付股利、利息	(284)	(752)	(1062)	(1525)
收入增长	10%	64%	47%	44%	其它融资现金流	494	39	0	0
净利润增长率	3%	162%	41%	44%	融资活动现金流	4226	(713)	(1062)	(1525)
资产负债率	38%	43%	48%	52%	现金净变动	4167	(484)	349	864
息率	0.4%	1.0%	1.4%	2.1%	货币资金的期初余额	862	5030	4546	4895
P/E	110.7	59.2	41.9	29.2	货币资金的期末余额	5030	4546	4895	5758
P/B	8.3	10.4	9.1	7.8	企业自由现金流	1126	269	1488	2493
EV/EBITDA	53.2	50.0	35.8	25.9	权益自由现金流	1472	385	1555	2574

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。

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