

## 2021年三季报点评：负极一体化强化竞争力，涂覆膜持续放量

2021年10月29日

买入（维持）

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	8,883	13,439	18,103
同比（%）	10.0%	68.2%	51.3%	34.7%
归母净利润（百万元）	668	1,773	2,851	3,988
同比（%）	2.5%	165.6%	60.8%	39.9%
每股收益（元/股）	0.96	2.55	4.11	5.74
P/E（倍）	184.93	69.62	43.31	30.96

### 投资要点

■ **公司 Q3 归母净利 4.56 亿元，环增 3.6%，符合市场预期。**2021 年前三季度公司营收 62.95 亿元，同增 88.1%；归母净利润 12.31 亿元，同增 196.38%；其中 Q3 营收 23.72 亿元，同/环增 62.59%/8.63%；归母净利润 4.56 亿元，同/环增 108.61%/3.58%，扣非归母净利润 4.4 亿元，同/环增 115.21%/9.16%。盈利能力方面，Q3 毛利率 34.14%，同/环增 0.07pct/-2.24pct；归母净利率 19.23%，同/环增 4.24pct/-0.94pct；Q3 扣非净利率 18.56%，同/环增 4.54pct/0.09pct。

■ **限电影响下石墨化紧缺加剧，负极 Q3 出货环比微增，一体化带动盈利持续提升。**我们预计公司 Q3 出货 2.5 万吨以上，环比微增，产能满产满销；Q1-Q3 累计出货 7-7.5 万吨，我们预计公司全年出货有望达 10 万吨，同增近 60%。盈利能力层面，根据鑫椽资讯，Q3 内蒙古限电加剧，负极成本上涨 0.2 万元/吨左右，而公司石墨化自供比例达 70-80%，一体化对冲石墨化成本上涨，我们预计 Q3 负极（含石墨化）单吨利润提升至 1.2 万元/吨左右，环比再提升，Q3 负极业务贡献利润 3 亿元左右。

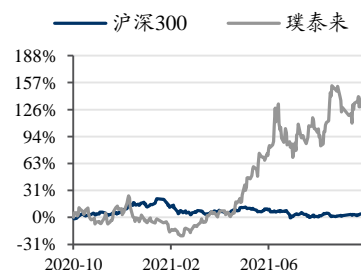
■ **负极产能扩张提速，支撑持续高增，且积极布局一体化和前沿技术。**公司截至 2021 年 10 月负极产能 9-10 万吨，年底江西 6 万吨前工序产能释放，负极产能将达到 15 万吨；公司在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目，其中一期 10 万吨将于 2022 年下半年投产，届时产能将达到 25 万吨。公司加大石墨化产能建设，截至 2021 年 10 月公司石墨化产能 7 万吨，2H21 内蒙二期 5 万吨石墨化建成投产，公司石墨化产能将超 12 万吨，自供比例提升至 80%。因此，我们预计公司 2022 年出货量有望达到 16-18 万吨，同比实现 60~80% 高增长。

■ **隔膜出货环比提升，下游需求旺盛。**我们预计公司 Q3 出货达 5.5 亿平以上，环比+15%，主要增量来自宁德时代；盈利能力方面，我们预计单平盈利维持 0.2 元/平+，贡献利润 1.1-1.2 亿元。一体化方面，公司基膜进展顺利，溧阳月泉基膜产线稳定运行，产品合格率及综合直通率持续提升，并已具备 5 $\mu$ m 超薄膜生产能力，另一方面，公司自主研发的国产 PVDF 涂覆材料及 PAA 粘结剂实现突破，完成大客户产品导入，进一步降低客户成本。

■ **盈利预测与投资建议：**考虑石墨化紧缺持续至明年，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 16.7/25.9/36.3 亿元上调至 17.73/28.51/39.88 亿元，分别同增 166%/61%/40%，对应现价 PE 分别 70/43/31 倍，给予 2022 年 60xPE，对应目标价 248 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)	177.79
一年最低/最高价	73.64/200.29
市净率(倍)	12.39
流通 A 股市值(百万元)	123095.20

### 基础数据

每股净资产(元)	14.35
资产负债率(%)	44.05
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 年中报点评：三大业务全面开花，一体化布局成效显著》2021-08-06
- 2、《璞泰来 (603659)：隔膜和设备产能扩建，全面打造锂电材料和设备平台》2021-07-08
- 3、《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

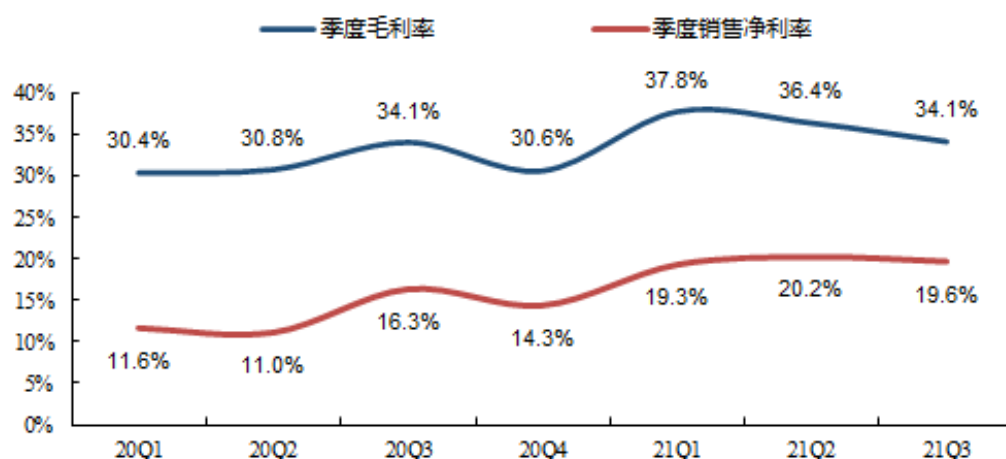
公司 Q3 归母净利 4.56 亿元，环增 3.6%，符合市场预期。2021 年前三季度公司营收 62.95 亿元，同比增长 88.1%；归母净利润 12.31 亿元，同比增长 196.38%；其中 Q3 公司实现营收 23.72 亿元，同比增加 62.59%，环比增长 8.63%；归母净利润 4.56 亿元，同比增长 108.61%，环比增长 3.58%，扣非归母净利润 4.4 亿元，同比增长 115.21%，环比增长 9.16%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 34.14%，同比增长 0.07pct，环比下滑 2.24pct；归母净利率 19.23%，同比增长 4.24pct，环比下滑 0.94pct；Q3 扣非净利率 18.56%，同比提升 4.54pct，环比提升 0.09pct。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	2,372.2	2,183.7	1,739.2	1,934.0	1,459.0	1,068.9	818.7
-同比	62.59%	104.29%	112.43%	49.11%	10.19%	-6.92%	-20.43%
毛利率	34.14%	36.38%	37.77%	30.64%	34.08%	30.78%	30.41%
归母净利润(百万)	456.1	440.3	334.6	252.3	218.6	103.8	92.9
-同比	108.61%	324.11%	260.21%	30.97%	12.33%	-22.99%	-27.99%
归母净利率	19.23%	20.16%	19.24%	13.05%	14.98%	9.71%	11.35%
扣非归母净利润(百万)	440.4	403.4	312.73	243.71	204.63	92.55	82.81
-同比	115.21%	335.91%	277.66%	31.80%	13.02%	-26.49%	-27.22%
扣非归母净利率	18.56%	18.47%	17.98%	12.60%	14.02%	8.66%	10.11%

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

**限电影响下石墨化紧缺加剧，负极 Q3 出货环比微增，一体化带动盈利持续提升。**我们预计公司 Q3 出货 2.5 万吨以上，环比微增，产能满产满销；Q1-Q3 累计出货 7-7.5 万吨，我们预计公司全年出货有望达 10 万吨，同比增长近 60%，增量主要来自 LG 动力及宁德时代。盈利能力层面，根据鑫椽资讯，由于 Q3 内蒙地区限电加剧，石墨化代工价格从 1.8 万元/吨涨至 2.2 万元/吨+，带动负极成本上涨 0.2 万元/吨左右，而公司石墨化自供比例达到 70-80%，随着内蒙石墨化产能释放，自供比例进一步提升，一体化对冲石墨化成本上涨，我们预计 Q3 负极（含石墨化）单吨利润提升至 1.2 万元/吨左右，环比再提升，Q3 负极业务贡献利润 3 亿元左右。行业内石墨化新增产能多于 22Q1 释放，考虑爬坡，石墨化紧缺将于 2022 年中缓解，因此未来 4 个季度，公司盈利水平仍可维持高位，同时看长期，在碳中和背景下，低电价石墨化产能为稀缺资源，公司具备显著先发优势，成本优势长期存在。

**负极产能扩张提速，支撑持续高增，且积极布局一体化和前沿技术。**公司截至 2021 年 10 月负极产能 9-10 万吨，年底江西 6 万吨前工序产能释放，负极产能将达到 15 万吨；公司在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目，其中一期 10 万吨将于 2022 年下半年投产，届时产能将达到 25 万吨。公司加大石墨化产能建设，截至 2021 年 10 月公司石墨化产能 7 万吨，2H21 内蒙二期 5 万吨石墨化建成投产，公司石墨化产能将超 12 万吨，自供比例提升至 80%。因此，我们预计公司 2022 年出货量有望达到 16-18 万吨，同比实现 60~80% 高增长。此外，伴随负极材料溧阳研究院的建成和投入使用，公司成功开发含有导电添加剂的新包覆剂，产品性能获得客户认可；同时全力推进硅氧、硅炭、多孔硅、硬炭等项目的研发和产业化进度。

**隔膜出货环比提升，下游需求旺盛。**我们预计公司 Q3 出货达 5.5 亿平以上，环比+15%，主要增量来自宁德时代；盈利能力方面，我们预计单平盈利维持 0.2 元/平+，贡献利润 1.1-1.2 亿元。一体化方面，公司基膜进展顺利，溧阳月泉基膜产线稳定运行，产品合格率及综合直通率持续提升，并已具备 5 μm 超薄膜生产能力，另一方面，公司自主研发的国产 PVDF 涂覆材料及 PAA 粘结剂实现突破，完成大客户产品导入，进一步降低客户成本。2020 年年底涂覆膜产能 15 亿平+，基膜产能 0.9-1 亿平，随着宁德卓高、四川邛崃及广东肇庆产能落地，公司预计在 2022 年和 2025 年分别形成超过 40 亿 m<sup>2</sup> 及 60 亿 m<sup>2</sup> 的隔膜涂覆产能，产能扩张迅速。客户层面，公司涂覆隔膜业务的国际客户认证取得积极进展，未来市场进一步打开。我们预计 2021 年出货量有望达 15-20 亿平，2022 年出货有望达 30 亿平，连续两年翻番增长。

**设备业务订单逐渐释放，铝塑膜等业务均实现盈利。**我们预计公司 Q3 设备业务贡献 0.2-0.3 亿元利润，随着公司在手订单的陆续交付，我们预计 2021 年可恢复高增长。公司铝塑包装膜产品市场竞争力进一步增强，有望完成对动力电池客

户的产品导入。铝塑膜、纳米氧化铝营收均开始起量，我们预计开始贡献盈利。

**费用控制良好，期间费用率环比下滑。**2021年前三季度费用合计7.27亿元，费用率为11.55%，同比-4.97pct。2021年Q3期间费用合计2.38亿元，同比增长6.25%，环比减8.11%，费用率为10.03%，同比-5.32pct，环比-1.83pct；销售费用0.4亿元，销售费用率1.5%，同比-2.5pct，环比-1.0pct；管理费用0.9亿元，管理费用率3.6%，同比-0.01pct，环比-0.1pct；财务费用-0.1亿元，财务费用率-0.4%，同比-3.6pct，环比-0.6pct；研发费用1.3亿元，研发费用率5.4%，同比增0.8pct，环比-0.1pct。公司21Q3计提资产减值损失0.26亿元，计提信用减值损失0.06亿元。

图3：璞泰来季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
销售费用	37.38	52.83	58.46	-33.46	34.52	55.24	35.15
-销售费用率	4.57%	4.94%	4.01%	-1.73%	1.98%	2.53%	1.48%
管理费用	40.25	44.69	53.01	74.31	83.03	80.72	86.27
-管理费用率	4.92%	4.18%	3.63%	3.84%	4.77%	3.70%	3.64%
研发费用	38.99	53.74	66.71	104.67	109.21	119.96	127.33
-研发费用率	4.76%	5.03%	4.57%	5.41%	6.28%	5.49%	5.37%
财务费用	32.89	27.99	45.80	54.95	2.44	2.89	-9.98
-财务费用率	4.02%	2.62%	3.14%	2.84%	0.14%	0.13%	-0.42%
期间费用	149.50	179.25	223.99	200.48	229.20	258.80	238.76
-期间费用率	18.26%	16.77%	15.35%	10.37%	13.18%	11.85%	10.06%
资产减值损失	0.30	3.62	0.71	-48.33	-10.25	-33.84	-26.47
信用减值损失	1.42	-38.05	-0.72	-42.74	-37.16	-8.02	-5.55

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**经营现金流明显改善，资本开支大幅提升。**截至2021年第三季度末，公司存货为38.78亿元，较2021年年初增加73.4%；应收账款18.75亿元，较年初10.3%；期末公司预收账款15.50亿元。公司经营活动净现金流为13.85亿元，同比上升364.8%，改善明显。投资活动净现金流出21.04亿元，资本开支为16.49亿元，同比上升160.5%。账面现金为40.11亿元，较年初下降20.3%，短期借款5.65亿元，较年初下降54.0%。

**盈利预测与投资建议：**考虑石墨化紧缺持续至明年，我们将公司2021-2023年归母净利由16.7/25.9/36.3亿元上调至17.73/28.51/39.88亿元，分别同增166%/61%/40%，对应现价PE分别70/43/31倍，给予2022年60xPE，对应目标价248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
<b>流动资产</b>	10,373	9,957	13,274	17,417	<b>营业收入</b>	5,281	8,883	13,439	18,103
现金	5,030	2,101	1,344	1,810	减: 营业成本	3,613	5,629	8,522	11,417
应收账款	1,700	2,886	4,366	5,881	营业税金及附加	41	68	103	139
存货	2,237	3,493	5,325	7,158	销售费用	115	222	323	416
其他流动资产	1,251	1,251	1,914	2,144	管理费用	212	311	430	543
<b>非流动资产</b>	4,113	5,189	6,550	7,885	研发费用	264	444	672	905
长期股权投资	247	247	247	247	财务费用	162	72	59	30
固定资产	2,457	3,345	4,120	4,971	资产减值损失	124	105	129	132
在建工程	811	1,011	1,511	2,011	加: 投资净收益	8	10	15	15
无形资产	242	231	319	306	其他收益	1	1	1	1
其他非流动资产	1,168	1,366	1,864	2,362	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	14,486	15,146	19,823	25,302	<b>营业利润</b>	826	2,111	3,307	4,625
<b>流动负债</b>	5,302	4,603	7,176	9,711	加: 营业外净收支	-11	-4	-4	-4
短期借款	1,361	0	506	970	<b>利润总额</b>	815	2,107	3,303	4,621
应付账款	1,646	2,564	3,882	5,201	减: 所得税费用	89	316	429	601
其他流动负债	2,295	2,039	2,788	3,541	少数股东损益	59	18	23	32
<b>非流动负债</b>	269	269	269	269	<b>归属母公司净利润</b>	668	1,773	2,851	3,988
长期借款	0	0	0	0	EBIT	988	2,183	3,366	4,656
其他非流动负债	269	269	269	269	EBITDA	1,191	2,507	3,805	5,220
<b>负债合计</b>	5,571	4,872	7,446	9,981	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	1	19	42	74	每股收益(元)	0.96	2.55	4.11	5.74
归属母公司股东权益	8,914	10,255	12,336	15,247	每股净资产(元)	17.97	14.77	17.76	21.96
<b>负债和股东权益</b>	14,486	15,146	19,823	25,302	发行在外股份(百万股)	496	694	694	694
					ROIC (%)	18.3%	22.9%	24.6%	26.4%
					ROE (%)	7.5%	17.3%	23.1%	26.2%
					毛利率 (%)	31.6%	36.6%	36.6%	36.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率 (%)	13.8%	20.2%	21.4%	22.2%
经营活动现金流	694	328	1,350	2,995	资产负债率 (%)	38.5%	32.2%	37.6%	39.4%
投资活动现金流	-608	-1,390	-1,785	-1,885	收入增长率 (%)	10.0%	68.2%	51.3%	34.7%
筹资活动现金流	4,396	-1,866	-322	-644	净利润增长率 (%)	2.5%	165.6%	60.8%	39.9%
现金净增加额	4,481	-2,929	-757	466	P/E	184.93	69.62	43.31	30.96
折旧和摊销	203	324	439	565	P/B	13.85	12.04	10.01	8.10
资本开支	750	1,400	1,800	1,900	EV/EBITDA	105	50	33	24
营运资本变动	-412	-1,955	-2,136	-1,737					

数据来源: Wind, 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>