

2021年10月28日

证券研究报告·2021年三季度报点评

璞泰来 (603659) 电气设备

持有 (维持)

当前价: 183.80元

目标价: 183.80元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

一体化布局成果初显，公司业绩符合预期

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年前三季度实现营业收入 62.95 亿元，同比增长 88.10%；实现归母净利润 12.31 亿元，同比增长 196.38%；实现扣非归母净利润 11.57 亿元，同比增长 204.36%，EPS1.77 元，业绩符合预期。
- **一体化布局优势突出，政策向好推动公司业绩稳步提升。** 公司 2020 年业绩的持续高速增长得益于负极材料业务的快速增长，2020 年负极材料业务实现营收 36.28 亿元，同比增长 18.84%，毛利率为 31.09%，同比增长 4.22 个百分点；涂覆隔膜业务营收达 8.10 亿元，同比增长 16.57%。此外，公司业务覆盖锂电设备、石墨化加工、铝塑包装膜等多领域，实现锂电池生产一体化布局，彰显公司竞争优势。随着“十四五”规划助力新能源建设等相关政策出台，政策向好将持续推动公司业绩稳步提升。
- **下游市场空间广阔，负极龙头率先受益下游高景气。** 据中汽协数据，2021 年 H1 新能源汽车销售 120.6 万辆，市占率达到 9%，较 2020 年 H1 上涨超 4 个百分点。按照较为保守的预期，2025 年新能源车的市占率达到 25%，年销量约为 250 万辆，平均每辆新能源车带电量 50kWh，则动力电池装机量将超过 300GWh，复合年均增长率高达 38%。公司作为负极材料龙头企业，有望率先受益动力电池需求持续高增。
- **公司盈利能力坚挺，一体化布局成果初显。** 2021Q3，公司销售毛利率 34.14%，同比略微上升，再石墨化供应极为紧张的 Q3，环比仅小幅下降，得益于公司前期一体化布局充分，石墨化自贡比例较高。公司同期净利率达到 19.64%，同比提升 3.36pct，从期间费用率下降中获益明显。
- **盈利预测与投资建议。** 公司负极材料业绩将继续保持高速增长，同时石墨化配套比例高于同行，能够实现更低的生产成本，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 47%，考虑到 2021Q4 电力供应紧张或对公司石墨化产能或造成负面影响，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济周期波动及下游行业产能过剩的风险；产业政策变化的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格变动的风险；产品升级和新兴技术路线替代风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5280.67	8401.27	12216.52	16617.67
增长率	10.05%	59.09%	45.41%	36.03%
归属母公司净利润 (百万元)	667.64	1622.43	2561.93	3507.03
增长率	2.54%	143.01%	57.91%	36.89%
每股收益 EPS (元)	0.96	2.34	3.69	5.05
净资产收益率 ROE	8.15%	16.12%	20.61%	22.62%
PE	191	79	50	36
PB	14.32	12.27	10.10	8.16

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.94
流通 A 股(亿股)	6.92
52 周内股价区间(元)	75.82-191.5
总市值(亿元)	1,276.38
总资产(亿元)	180.73
每股净资产(元)	14.35

相关研究

1. 璞泰来(603659): 高景气人造石墨龙头，一体化布局降本增利 (2021-08-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，负极产能逐年增加，在积极开拓多层次客户的基础上，公司产能利用率提升。2021/2022/2023 年销量达到 10/15/23 万吨

假设 2：公司石墨化如期投产、实现自供，一定程度上降低成本、减少外协加工风险。毛利率达到 35%

假设 3：电池隔膜于 2023 年实现供需环境改善，业务毛利率略微下降。

假设 4：高精度涂布机持续紧缺，公司分业务毛利率向行业龙头持续靠拢。

假设 5：2021 年 H2 我国石墨化产能受限电影响，产能紧张、价格上涨，成本端压力导致负极材料厂商普遍提价 10% 以上以稳住毛利率。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
负极材料	收入	3871.0	5806.5	8419.4	11534.6
	增速	17%	50%	45%	37%
	毛利率	30%	35%	35%	35%
涂覆隔膜	收入	827.0	1496.9	2200.4	2992.5
	增速	18%	81%	47%	36%
	毛利率	42%	40%	40%	35%
锂电设备	收入	464.0	997.6	1496.4	1990.2
	增速	-33%	115%	50%	33%
	毛利率	27%	35%	38%	40%
其他	收入	118.0	100.3	100.3	100.3
	增速	23%	-15%	0%	0%
	毛利率	30%	30%	30%	30%
合计	收入	5280.7	8401.3	12216.5	16617.7
	增速	10%	51%	43%	41%
	毛利率	31.6%	35.9%	36.3%	35.6%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5280.67	8401.27	12216.52	16617.67	净利润	726.94	1687.66	2633.68	3585.96
营业成本	3612.86	5391.00	7790.84	10706.99	折旧与摊销	203.33	237.02	273.79	286.46
营业税金及附加	40.54	50.80	77.41	114.66	财务费用	161.63	84.01	61.08	0.00
销售费用	115.21	193.23	244.33	332.35	资产减值损失	-43.70	-100.00	-150.00	-150.00
管理费用	212.27	882.13	1221.65	1578.68	经营营运资本变动	718.54	-1778.86	-1000.27	-1088.59
财务费用	161.63	84.01	61.08	0.00	其他	-1073.18	99.28	150.00	150.00
资产减值损失	-43.70	-100.00	-150.00	-150.00	经营活动现金流净额	693.56	229.11	1968.29	2783.83
投资收益	7.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-884.66	-150.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	276.48	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-608.18	-150.00	-200.00	-200.00
营业利润	825.97	1900.09	2971.21	4034.99	短期借款	0.20	-1227.73	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.49	-7.12	-7.87	-8.41	长期借款	-148.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	815.49	1892.97	2963.33	4026.58	股权融资	5030.48	0.00	0.00	0.00
所得税	88.55	205.31	329.65	440.62	支付股利	-195.85	-133.53	-324.49	-512.39
净利润	726.94	1687.66	2633.68	3585.96	其他	-290.67	-217.61	-61.08	0.00
少数股东损益	59.30	65.23	71.75	78.93	筹资活动现金流净额	4395.56	-1578.87	-385.57	-512.39
归属母公司股东净利润	667.64	1622.43	2561.93	3507.03	现金流量净额	4459.67	-1499.76	1382.72	2071.44
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5029.62	3529.86	4912.58	6984.02	成长能力				
应收和预付款项	1855.66	2704.55	3970.12	5450.96	销售收入增长率	10.05%	59.09%	45.41%	36.03%
存货	2236.51	3362.94	4882.23	6728.39	营业利润增长率	8.02%	130.04%	56.37%	35.80%
其他流动资产	1251.50	1415.98	1617.07	1849.04	净利润增长率	7.04%	132.16%	56.06%	36.16%
长期股权投资	246.75	246.75	246.75	246.75	EBITDA 增长率	20.45%	86.50%	48.85%	30.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3268.23	3209.13	3163.26	3104.72	毛利率	31.58%	35.83%	36.23%	35.57%
无形资产和开发支出	309.27	283.36	257.44	231.53	三费率	9.26%	13.80%	12.50%	11.50%
其他非流动资产	288.74	286.74	284.73	282.72	净利率	13.77%	20.09%	21.56%	21.58%
资产总计	14486.28	15039.29	19334.19	24878.13	ROE	8.15%	16.12%	20.61%	22.62%
短期借款	1227.73	0.00	0.00	0.00	ROA	5.02%	11.22%	13.62%	14.41%
应付和预收款项	2566.33	3336.83	4893.48	6842.50	ROIC	20.60%	33.44%	38.79%	43.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.55%	26.44%	27.06%	26.01%
其他负债	1776.92	1233.11	1662.17	2183.52	营运能力				
负债合计	5570.98	4569.95	6555.65	9026.02	总资产周转率	0.47	0.57	0.71	0.75
股本	496.03	694.44	694.44	694.44	固定资产周转率	2.68	2.97	3.83	5.30
资本公积	6106.94	5908.53	5908.53	5908.53	应收账款周转率	3.57	4.00	3.96	3.82
留存收益	2357.29	3846.20	6083.64	9078.28	存货周转率	1.58	1.89	1.87	1.83
归属母公司股东权益	8914.16	10402.98	12640.42	15635.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.55%	—	—	—
少数股东权益	1.14	66.37	138.12	217.05	资本结构				
股东权益合计	8915.30	10469.34	12778.54	15852.11	资产负债率	38.46%	30.39%	33.91%	36.28%
负债和股东权益合计	14486.28	15039.29	19334.19	24878.13	带息债务/总负债	22.04%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.96	2.56	2.45	2.40
					速动比率	1.53	1.78	1.67	1.63
					股利支付率	29.33%	8.23%	12.67%	14.61%
					每股指标				
					每股收益	0.96	2.34	3.69	5.05
					每股净资产	12.84	14.98	18.20	22.51
					每股经营现金	1.00	0.33	2.83	4.01
					每股股利	0.28	0.19	0.47	0.74
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1190.94	2221.13	3306.08	4321.44					
PE	191.18	78.67	49.82	36.39					
PB	14.32	12.27	10.10	8.16					
PS	24.17	15.19	10.45	7.68					
EV/EBITDA	72.43	55.32	36.75	27.63					
股息率	0.15%	0.10%	0.25%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn