

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

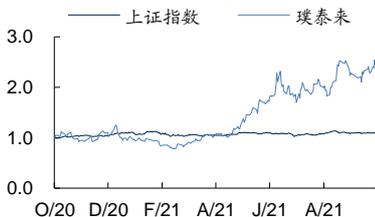
电气设备

璞泰来(603659)
增持

2021年三季度点评

(维持评级)

2021年10月29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)	127,638/127,256
上证综指/深圳成指	3,518/14,245
12个月最高/最低(元)	200.29/73.64

相关研究报告:

《璞泰来-603659-2021年中报点评:业绩超预期,一体化强化成本优势》——2021-08-06
 《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

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
业绩符合预期,一体化优势显著
● 21年前三季度盈利12.31亿元,业绩符合预期

公司21Q1-Q3实现营收62.95亿元,同比+88%;对应Q3营收23.72亿元,环比+9%。21Q1-Q3公司实现归母净利润12.31亿元,同比+196%;对应Q3归母净利润4.56亿元,环比+4%。21Q3公司毛利率为34.14%,环比-2.24pct;净利率为19.64%,环比-0.55pct。三季度内蒙限电限产对公司影响较大,电价上扬&石墨化产能受限增加生产成本,公司盈利能力环比略降。

● 双控限电产能影响不大,一体化布局保障盈利稳定

公司负极和石墨化产能集中在江苏、内蒙等地,两省双控政策严格影响生产。公司石墨化加工受限产影响产能利用率降低,限电及梯度电价带动电费上涨,负极成本端短期承压。预计21Q3公司负极销量约2.5万吨,单吨净利约1万元,石墨化加工预计贡献0.6亿元盈利。公司内蒙石墨化基地有望年内贡献新增量,一体化成本优势再强化。预计21年公司负极销量有望达到近12万吨,21年年底产能有望达到15万吨,一体化优势下盈利能力预计高位持稳。

● 隔膜布局逐步完善,设备业务稳步扩产

公司Q3隔膜出货量预计5.5-6亿平,宁德、江苏隔膜基地扩产加速,21年底隔膜产能有望达到20亿平,7月规划40亿平产能预计23年开始投产。隔膜原料布局持续推进,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,7月公告新建肇庆工厂深化布局,预计23年投产。

● 投资建议:维持盈利预测,维持“增持”评级。

公司作为负极龙头,一体化布局夯实成本优势,隔膜、锂电设备业务持续加码贡献业绩增量。我们持续看好公司一体化布局带来的优势,维持原有盈利预测,预计公司21-23年归母净利润为17.5/24.7/35.5亿元,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73/52/36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

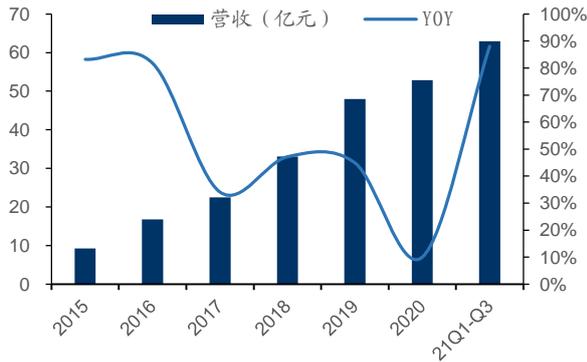
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,280.67	8,656.28	12,712.70	18,311.90
(+/-%)	10.05%	63.92%	46.86%	44.04%
净利润(百万元)	667.64	1,748.77	2,468.74	3,545.51
(+/-%)	2.54%	161.93%	41.17%	43.62%
摊薄每股收益(元)	1.35	2.52	3.56	5.11
EBIT Margin	24.61%	23.19%	22.82%	22.95%
净资产收益率(ROE)	7.49%	17.64%	21.81%	26.58%
市盈率(PE)	136.56	72.99	51.70	36.00
EV/EBITDA	64.80	60.97	43.40	31.29
市净率(PB)	10.23	12.88	11.28	9.57

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

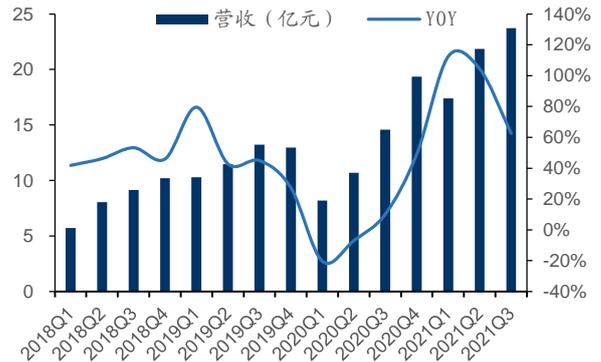
公司 21Q1-Q3 实现营收 62.95 亿元，同比+88%；对应 Q3 营收 23.72 亿元，环比+9%。21Q1-Q3 公司实现归母净利润 12.31 亿元，同比+196%；对应 Q3 归母净利润 4.56 亿元，环比+4%。21Q1-Q3 公司毛利率为 35.92%，同比+3.79pct；净利率为 19.73%，同比+6.28pct。21Q3 公司毛利率为 34.14%，环比-2.24pct；净利率为 19.64%，环比-0.55pct。三季度内蒙限电限产对公司影响较大，电价上扬增加生产成本，公司盈利能力环比略降。

图 1：璞泰来营业收入及增速（单位：亿元、%）



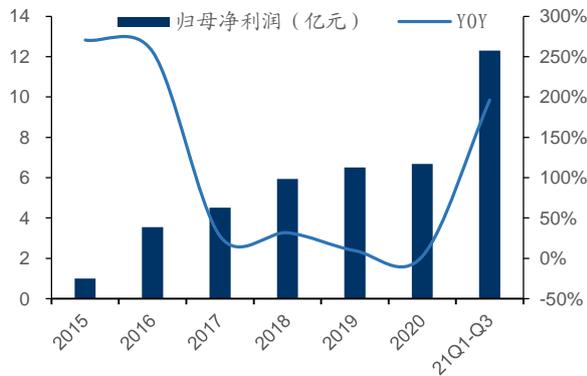
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：璞泰来单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



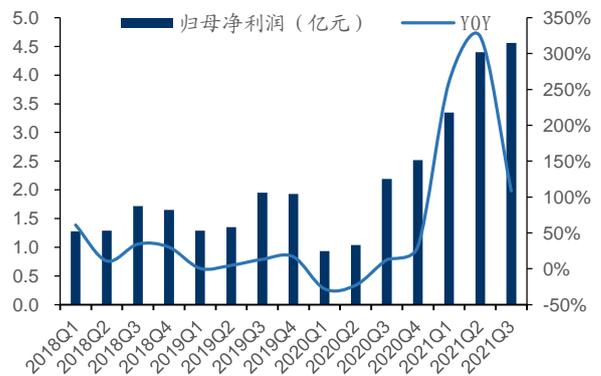
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

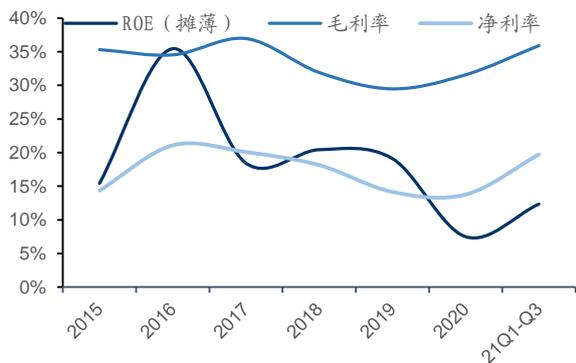


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 Q3 费用率稳步下降。21Q1-Q3 公司期间费用率为 11.54%，同比-4.98pct；其中销售/管理/研发/财务费率分别为 1.98% (-2.46pct)、3.97% (-0.16pct)、5.66% (+0.90pct) 和-0.07% (-3.26pct)。21Q3 公司期间费用率为 10.07%，环比-1.79pct，主要系公司利息收入增加影响。21Q1-Q3 公司经营性现金净流量为 13.85 亿元，其中 Q3 为 1.79 亿元，环比-77%。公司 21Q1-Q3 计提信用减值损失 0.51 亿元，计提资产减值损失 0.71 亿元。

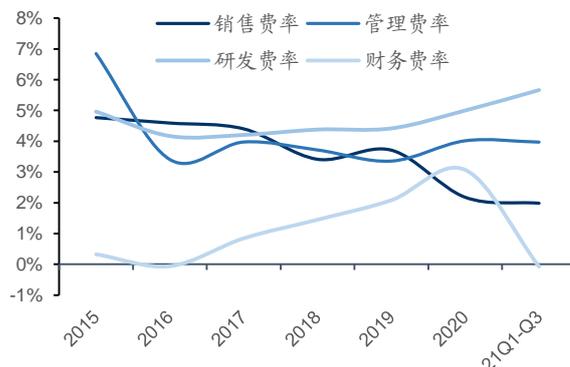
21Q1-Q3 公司应收账款周转率、存货周转率为 3.52、1.32，较 H1 有明显回升；流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.62、1.07、0.67。

图 5: 公司毛利率、净利率和 ROE 情况 (%)



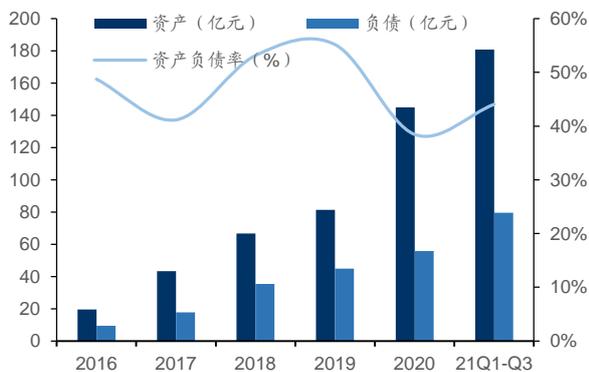
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司费用率情况 (%)



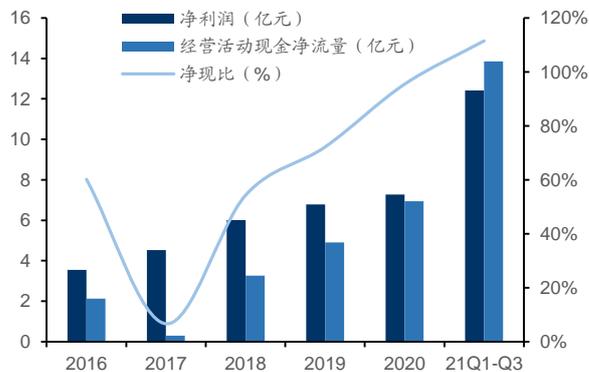
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产、负债和资产负债率情况



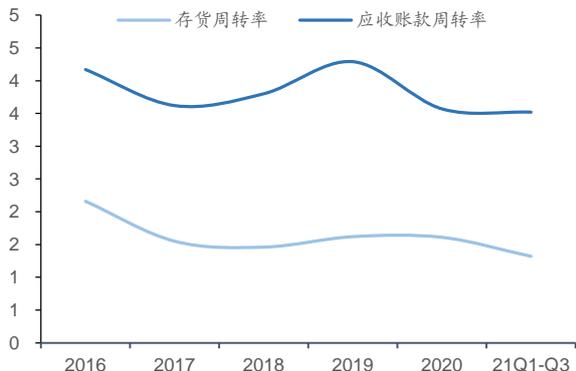
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司经营活动现金流情况



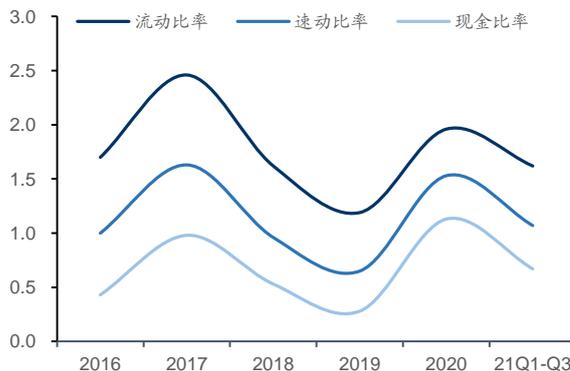
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司营运能力指标变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司偿债能力指标变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

双控限电影响生产，公司负极单吨净利环比稳定。8月以来各地相继出台限电限产政策冲击双控目标，并调整电价以应对缺电问题。公司负极基地集中在江苏、江西、内蒙等地，石墨化基地集中在内蒙。内蒙电价上调20%-30%增加公司生产成本，各地限电限产影响石墨化产能造成公司一体化优势。我们预计Q3公司负极销量约2.5万吨，单吨净利1万元左右；石墨化产能预计下降明显。全年来看，我们预计公司21年负极销量有望达到11.5-12万吨。

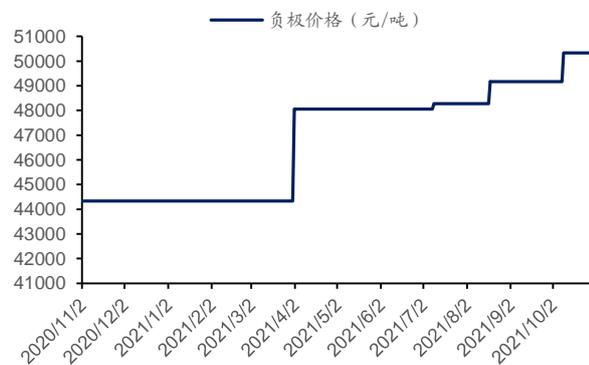
表 1: 部分省份能耗双控举措

地区	能耗双控举措
云南	《关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》明确，9-12月黄磷生产线、工业硅企业月均产量不得超过8月产量的10%（即削减90%产量）。
内蒙古	内蒙古工信厅明确开始执行高峰限电要求，限电时间为每天晚上7点到10点。受限电影响，多家合金企业减产近一半。同时，内蒙古明确21年电力缺口将持续到年底，建议8-12月有序用电压限负荷；严格控制企业限电时间。
广东	广东电网公司发布通知：根据区政府批复的有序用电方案，从9月16日起执行每周“开二停五”的五级有序用电方案。在错峰日，保安负荷保留在总负荷的15%以下。错峰时间为7:00至23:00。
江苏	江苏部分地区实行限电，时间暂定15天，9月15日0点起执行。市里已统一布置供电部门全力做好停电服务。
四川	暂停非必要性生产、照明、办公负荷。
湖南	9月22日发布预警，将用电负荷控制在2600万千瓦以下。

资料来源：各地方政府、发改委官网，国信证券经济研究所整理

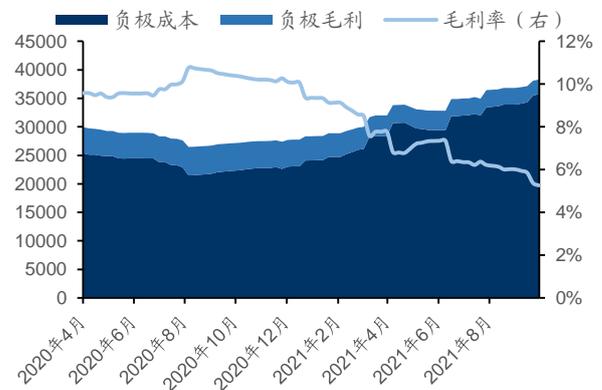
负极价格迎来上涨，公司积极传导成本盈利可期。低硫石油焦、煤沥青价格持续上调，限电和梯度电价带动电费上涨，外加石墨化加工受限电影响价格持续上涨，负极厂商承压明显。根据百川数据，截止10月负极厂商毛利率已下行至5.4%；而负极价格也迎来上涨，10月底价格较6月底已上行5%。我们预计，在负极价格上涨背景下，公司成本端压力有望实现顺利传导，展望全年公司一体化布局优势仍在，盈利能力有望高位持稳。

图 11: 国内负极材料价格（元/吨）



资料来源：BAIINFO、国信证券经济研究所整理

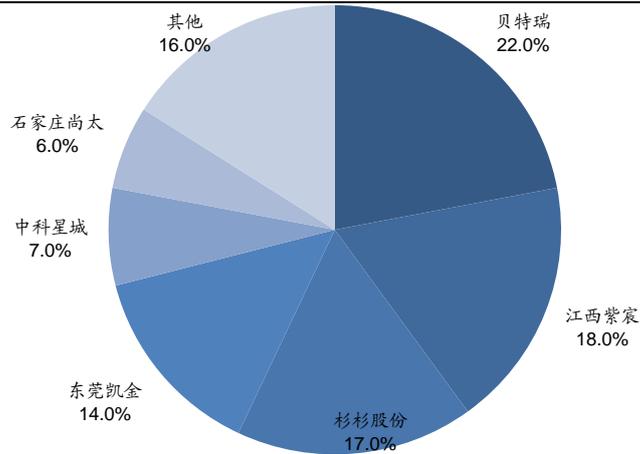
图 12: 国内负极行业成本和盈利测算（元/吨，%）



资料来源：BAIINFO、国信证券经济研究所整理

公司一体化布局持续深入，夯实成本优势。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60%-70%。截止21H1公司石墨化产能达到6.5万吨，公司内蒙基地有望年内投产贡献业绩，规划四川20万吨一体化产能稳步推进。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。

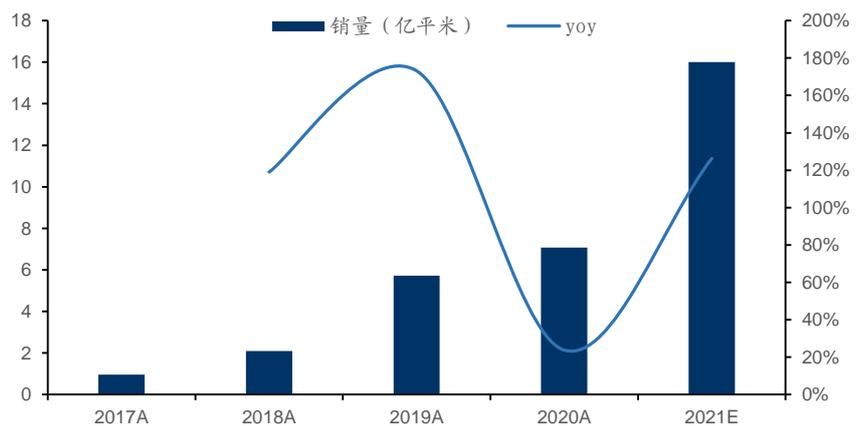
图 13: 2020 年国内负极材料市场格局 (%)



资料来源:CIAPS, 国信证券经济研究所整理

公司隔膜及涂覆加工稳步增长，一体化布局持续推进。我们预计公司 Q3 隔膜出货 5.5-6 亿平，环比略增。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。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。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。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。隔膜原料布局推进有望保障供应链可控性、增厚利润。我们预计，下游需求旺盛叠加产能扩张下，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

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

投资建议: 维持盈利预测, 维持“增持”评级

公司作为负极龙头, 一体化布局夯实成本优势, 隔膜、锂电设备业务持续加码贡献业绩增量。我们持续看好公司一体化布局带来的优势, 维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 17.5/24.7/35.5 亿元, 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 73/52/36 倍, 维持“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.10.28	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002812	恩捷股份	288.60	2,575	1.26	2.74	4.87	6.77	229.05	105.33	59.26	42.63	增持
300073	当升科技	84.05	381	0.85	2.14	2.43	3.15	98.88	39.28	34.59	26.68	买入
300037	新宙邦	146.40	601	1.26	2.22	3.44	4.51	116.15	65.82	42.56	32.47	增持
603659	璞泰来	183.80	1,276	1.35	2.52	3.56	5.11	136.15	72.94	51.63	35.97	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)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	26	37	108	163
每股收益	1.35	2.52	3.56	5.11	经营活动现金流	1747	1480	2460	3438
每股红利	0.57	1.08	1.53	2.20	资本开支	(1122)	(1200)	(1000)	(1000)
每股净资产	17.97	14.27	16.30	19.21	其它投资现金流	(670)	0	0	0
ROIC	17%	20%	28%	36%	投资活动现金流	(1806)	(1250)	(1050)	(1050)
ROE	7%	18%	22%	27%	权益性融资	4597	0	0	0
毛利率	32%	37%	36%	35%	负债净变化	(149)	0	0	0
EBIT Margin	25%	23%	23%	23%	支付股利、利息	(284)	(752)	(1062)	(1525)
EBITDA Margin	28%	26%	25%	25%	其它融资现金流	494	39	0	0
收入增长	10%	64%	47%	44%	融资活动现金流	4226	(713)	(1062)	(1525)
净利润增长率	3%	162%	41%	44%	现金净变动	4167	(484)	349	864
资产负债率	38%	43%	48%	52%	货币资金的期初余额	862	5030	4546	4895
息率	0.3%	0.8%	1.2%	1.7%	货币资金的期末余额	5030	4546	4895	5758
P/E	136.6	73.0	51.7	36.0	企业自由现金流	1126	269	1488	2493
P/B	10.2	12.9	11.3	9.6	权益自由现金流	1472	385	1555	2574
EV/EBITDA	64.8	61.0	43.4	31.3					

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。

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。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