

2022年01月14日

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

龙头一体化优势明显，业绩符合市场预期 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,281	8,844	14,537	19,825
同比(%)	10.05%	67.48%	64.37%	36.37%
归母净利润(百万元)	668	1784	3007	4213
同比(%)	2.54%	167.23%	68.55%	40.09%
每股收益(元/股)	0.96	2.57	4.33	6.07
P/E(倍)	148.73	55.66	33.02	23.57

投资要点

■ **公司预计 2021Q4 归母净利润 4.68-5.69 亿元，环比增长 3-25%，符合市场预期。**公司预计 2021 年全年归母净利润 17-18 亿元，同比增长 154.63%到 169.61%，其中 2021Q4 归母净利润 4.68-5.69 亿元，同比增长 86%-126%，环比增长 3%-25%，对应中值 5.19 亿元，环比增长 14%，符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 16-17 亿元，同比增长 156.54%到 172.57%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 4.43-5.43 亿元，环比增长 1%-23%。

■ **负极 Q4 出货环比微增，一体化带动盈利稳健增长。**受限电政策影响，我们预计公司 2021Q4 出货 2.5 万吨以上，环比微增，2021 年全年累计出货 9.5-10 万吨，同比增长近 60%，随着新增产能释放，我们预计公司 2022 年出货有望达 16-18 万吨，同比增长 60%+。盈利能力方面，石墨化代工价格 2021Q4 进一步上涨至 2.2-2.4 万元/吨左右，带动负极成本上涨 0.2 万元/吨左右，2021 年公司石墨化自供比例达 65-70%左右，随着公司内蒙二期 5 万吨石墨化产能逐步释放，自供比例进一步提升，我们预计 2021Q4 公司负极（含石墨化）单吨利润 1.2 万元/吨左右，环比持平微增，2021Q4 负极业务贡献利润 3 亿元左右。

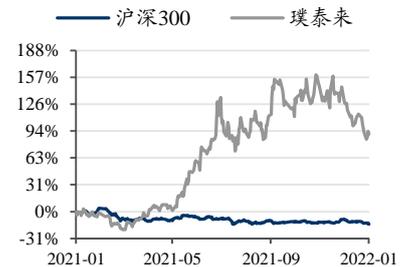
■ **负极产能扩张提速，支撑持续高增，且积极布局一体化和前沿技术。**随着 2021 年年底江西 6 万吨前工序产能释放，我们预计公司负极产能达到 15 万吨；公司在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目，其中一期 10 万吨我们预计将于 2022 年下半年投产，2022 年年底公司产能将达到 25 万吨。公司加大石墨化产能建设，目前公司石墨化产能 6.5 万吨，内蒙二期 5 万吨石墨化建成投产后，公司石墨化产能将超 12 万吨，自供比例进一步提升。随着新增产能释放，我们预计公司 2022 年出货量有望达到 16-18 万吨，同比增长 60%+。

■ **隔膜出货环比提升，2022 年出货预计同比高增。**我们预计公司 2021Q4 出货达 7 亿平左右，环比+20%左右，主要增量来自宁德时代，2021 年全年出货达 20 亿平左右，同比高增 200%；盈利能力方面，我们预计单平盈利维持 0.2 元/平+，贡献利润 1.4 亿元左右。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

■ **盈利预测与投资评级：**考虑石墨化紧缺持续至 2022 年，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 17.73/28.51/39.88 亿元调整至 17.84/30.07/42.13 亿元，同比增长 167%/69%/40%，对应 PE 为 56/33/24 倍，给予 2022 年 50xPE，对应目标价 216.5 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)	143.00
一年最低/最高价	73.64/200.37
市净率(倍)	9.96
流通 A 股市值(百万元)	99115.79

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)	694.38
流通 A 股(百万股)	693.12

相关研究

- 1、《璞泰来 (603659): 2021 年三季报点评: 负极一体化强化竞争力, 涂覆膜持续放量》2021-10-29
- 2、《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
- 3、《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

公司预计 2021Q4 归母净利润 4.68-5.69 亿元，环比增长 3-25%，符合市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 17-18 亿元，同比增长 154.63%到 169.61%，其中 2021Q4 归母净利润 4.68-5.69 亿元，同比增长 86%-126%，环比增长 3%-25%，对应中值 5.19 亿元，环比增长 14%，符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 16-17 亿元，同比增长 156.54%到 172.57%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 4.43-5.43 亿元，环比增长 1%-23%。

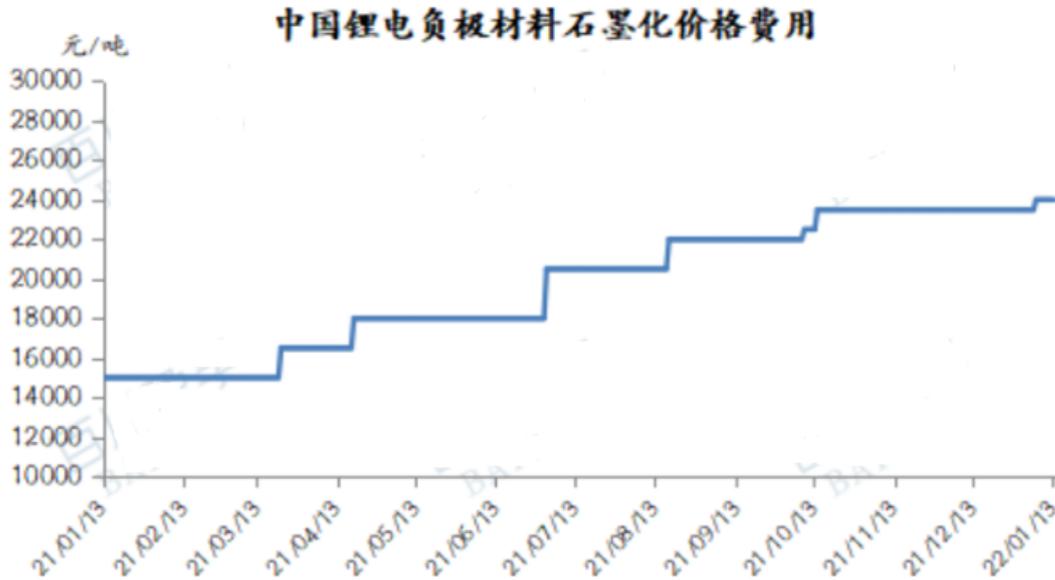
图 1: 公司盈利情况 (分季度)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)		2,372.2	2,183.7	1,739.2	1,934.0
-同比		62.59%	104.29%	112.43%	49.11%
毛利率		34.14%	36.38%	37.77%	30.64%
归母净利润(百万)	468-569	456.1	440.3	334.6	252.3
-同比	86%-126%	108.61%	324.11%	260.21%	30.97%
归母净利率		19.23%	20.16%	19.24%	13.05%
扣非归母净利润 (百万)	443-543	440.4	403.4	312.73	243.71
-同比	82%-123%	115.21%	335.91%	277.66%	31.80%
扣非归母净利率		18.56%	18.47%	17.98%	12.60%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

负极 Q4 出货环比微增，一体化带动盈利稳健增长。受限电政策影响，我们预计公司 2021Q4 出货 2.5 万吨以上，环比微增，2021 年全年累计出货 9.5-10 万吨，同比增长近 60%，随着新增产能释放，我们预计公司 2022 年出货有望达 16-18 万吨，同比增长 60%+。盈利能力方面，石墨化代工价格 2021Q4 进一步上涨至 2.2-2.4 万元/吨左右，带动负极成本上涨 0.2 万元/吨左右，2021 年公司石墨化自供比例达 65-70%左右，随着公司内蒙二期 5 万吨石墨化产能逐步释放，自供比例进一步提升，我们预计 2021Q4 公司负极（含石墨化）单吨利润 1.2 万元/吨左右，环比持平微增，2021Q4 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 2022 年上半年释放，考虑产能爬坡时间，我们预计 2022 年石墨化产能紧张仍将持续，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。

图 2: 石墨化价格走势



数据来源: 百川, 东吴证券研究所

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。随着 2021 年年底江西 6 万吨前工序产能释放, 我们预计公司负极产能达到 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 万吨我们预计将于 2022 年下半年投产, 2022 年年底公司产能将达到 25 万吨。公司加大石墨化产能建设, 目前公司石墨化产能 6.5 万吨, 内蒙二期 5 万吨石墨化建成投产后, 公司石墨化产能将超 12 万吨, 自供比例进一步提升。随着新增产能释放, 我们预计公司 2022 年出货量有望达到 16-18 万吨, 同比增长 60%+。此外, 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, 2022 年出货预计同比高增。我们预计公司 2021Q4 出货达 7 亿平左右, 环比+20%左右, 主要增量来自宁德时代, 2021 年全年出货达 20 亿平左右, 同比高增 200%; 盈利能力方面, 我们预计单平盈利维持 0.2 元/平+, 贡献利润 1.4 亿元左右。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 μ 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。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^2 及 60 亿 m^2 的隔膜涂覆产能, 我们预计公司 2022 年出货有望达 35-40 亿平, 同比接近翻番增长。

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 2021Q4 设备业务贡献 0.2-0.3 亿元左右利润，2021 年恢复高增长。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，pvdf、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。

盈利预测与投资评级：考虑石墨化紧缺持续至 2022 年，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 17.73/28.51/39.88 亿元调整至 17.84/30.07/42.13 亿元，同比增长 167%/69%/40%，对应 PE 为 56/33/24 倍，给予 2022 年 50xPE，对应目标价 216.5 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
流动资产	10373	10328	12307	15486	营业收入	5,281	8,844	14,537	19,825
现金	5030	4169	2039	1982	减:营业成本	3,613	5,598	9,317	12,609
应收账款	1700	1679	2785	3798	营业税金及附加	41	68	112	152
存货	2237	3004	5163	7012	营业费用	115	177	262	317
其他流动资产	1251	1251	1968	2229	管理费用	212	374	583	751
非流动资产	4,113	6,304	9,187	12,595	研发费用	264	466	725	934
长期股权投资	247	247	247	247	财务费用	162	46	79	93
固定资产	2,457	3,917	6,730	10,172	资产减值损失	124	86	10	88
在建工程	811	1,411	1,411	1,411	加:投资净收益	8	10	20	15
无形资产	242	375	446	413	其他收益	68	90	90	90
其他非流动资产	1,168	1,766	1,764	1,762	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	14,486	16,632	21,493	28,080	营业利润	826	2129	3560	4985
流动负债	5,302	6,081	8,732	12,222	加:营业外净收支	-10	-9	-4	-4
短期借款	1,361	1,500	1,500	2,635	利润总额	815	2120	3556	4981
应付账款	1646	2550	4244	5744	减:所得税费用	89	318	533	747
其他流动负债	2,295	2,031	2,988	3,844	少数股东损益	59	18	15	21
非流动负债	269	269	269	269	归属母公司净利润	668	1784	3007	4213
长期借款	0	0	0	0	EBIT	988	2175	3639	5078
其他非流动负债	269	269	269	269	EBITDA	1191	2534	4256	6070
负债合计	5,571	6,351	9,001	12,492	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	19	34	55	每股收益(元)	0.96	2.57	4.33	6.07
归属母公司股东权益	8,914	10,263	12,458	15,533	每股净资产(元)	17.97	14.78	17.94	22.37
负债和股东权益	14,486	16,632	21,493	28,080	发行在外股份(百万股)	696	694	694	694
					ROIC(%)	18%	25%	25%	25%
					ROE(%)	7%	17%	24%	27%
					毛利率(%)	32%	37%	36%	36%
					销售净利率(%)	14%	20%	21%	21%
					资产负债率(%)	38%	38%	42%	44%
					收入增长率(%)	10%	67%	64%	36%
					净利润增长率(%)	3%	167%	69%	40%
					P/E	148.73	55.66	33.02	23.57
					P/B	11.14	9.68	7.97	6.39
					EV/EBITDA	84.52	39.73	23.65	16.58

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>

