

2022年03月23日

股权激励落地，绑定核心骨干，利润目标超预期

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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,281	8,991	14,749	20,092
同比 (%)	10.05%	70.27%	64.04%	36.22%
归母净利润 (百万元)	668	1,788	3,007	4,219
同比 (%)	2.54%	167.77%	68.21%	40.31%
每股收益 (元/股)	1.52	2.57	4.33	6.08
P/E (倍)	73.94	53.63	31.88	22.72

投资要点

- **2022年股权激励方案落地，利于公司长期发展。**公司拟实施2022年股权激励计划，计划授予743.83万股，占总股本1.07%，其中股票期权637万份，限制性股票106.83万股，授予董事、高管及核心骨干78人，其中授予的股票期权行权价格为138.68元/股（公告前一日交易均价），限制性股票授予价格为69.34元/股（公告前一日交易均价50%）。公司明确公司、个人层面考核，限制性股票考核要求2022-2024年营业收入分别不低于125/165/215亿元，2023/2024年同比增长32%/30%，股权激励考核要求2022-2024年净利润分别不低于26/40/54亿元，2023/2024年同比增长54%/35%。
- **新增2022-2025年费用，2022年需摊销约0.66亿元。**假设公司2022年4月底授予限制性股票及股票期权，据公司测算，2022-2025年分别需分摊0.66/0.64/0.3/0.07亿元，将在经常性损益中列支。
- **负极产能扩张提速，2022-2023年产能释放加速，支撑公司业绩持续高增。**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11万吨，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%+。
- **隔膜绑定下游大客户，2022年出货预计同比高增，一体化布局加速。**公司隔膜业务深度绑定宁德时代，我们预计公司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+。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5μm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m²及60亿m²的隔膜涂覆产能，我们预计公司2022年出货有望达35-40亿平，同比接近翻倍增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑石墨化紧缺持续至2022年，我们预计公司2021-2023年归母净利润17.88/30.07/42.19亿元，同比增长率为168%/68%/40%，对应PE为54/32/23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)	138.05
一年最低/最高价	73.64/200.37
市净率(倍)	9.62
流通A股市值(百万元)	95684.86

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) 业绩预告点评：龙头一体化优势明显，业绩符合市场预期》2022-01-14
- 2、《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
- 3、《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

2022年股权激励方案落地,利于公司长期发展。公司拟实施2022年股权激励计划,计划授予743.83万股,占总股本1.07%,其中股票期权637万份,限制性股票106.83万股,授予董事、高管及核心骨干78人,其中授予的股票期权行权价格为138.68元/股(公告前一日交易均价),限制性股票授予价格为69.34元/股(公告前一日交易均价50%)。公司明确公司、个人层面考核,限制性股票考核要求2022-2024年营业收入分别不低于125/165/215亿元,2023/2024年同比增长32%/30%,股权期权考核要求2022-2024年净利润分别不低于26/40/54亿元,2023/2024年同比增长54%/35%,个人层面考核绩效指标,若各年度公司层面业绩考核条件达标,激励对象个人当年实际可行权的股票期权额度=业务单元系数×个人系数×个人当年计划行权的股票期权额度。

图1: 公司激励对象及分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占拟授予权益总数的比例	占本计划公告时公司总股本的比例
冯苏宁	副总经理	100	13%	0.14%
韩钟伟	董事、副总经理、董事会秘书、财务总监	100	13%	0.14%
刘芳	副总经理	100	13%	0.14%
王晓明	副总经理	100	13%	0.14%
核心骨干员工13人		237	32%	0.34%
合计		637	86%	0.92%
职务		获授的限制性股票数量(万股)	占拟授予权益总数的比例	占本计划公告时公司总股本的比例
核心骨干员工(65人)		106.83	14%	0.15%

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

采取收入+利润考核模式,不同激励手段分开考核,利润目标超预期,彰显公司信心。限制性股票部分主要面向公司执行层的核心骨干,公司采用营业收入作为考核指标,要求2022-2024年营业收入分别不低于125/165/215亿元,2023/2024年同比增长32%/30%。股票期权部分主要面向公司董事、高管及其他与公司整体业绩与价值直接相关的核心骨干人员,用净利润作为考核指标,要求2022-2024年净利润分别不低于26/40/54亿元,2023/2024年同比增长54%/35%,超市场预期。该股权激励计划主要针对决定公司营收、业绩的核心骨干,利润目标有一定挑战性,目标在于充分激发公司核心骨干人员的积极性,确保公司未来发展战略和经营目标的实现。

图 2: 公司层面业绩考核要求

解除限售期/行权期	限制性股票业绩考核目标	股票期权业绩考核目标
第一个解除限售期/行权期	2022年公司营业收入不低于125亿元;	2022年公司净利润不低于26亿元;
第二个解除限售期/行权期	2023年公司营业收入不低于165亿元;	2023年公司净利润不低于40亿元;
第三个解除限售期/行权期	2024年公司营业收入不低于215亿元。	2024年公司净利润不低于54亿元。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新增 2022-2025 年费用, 2022 年需摊销约 0.66 亿元。假设公司 2022 年 4 月底授予限制性股票及股票期权, 据公司测算, 2022-2025 年分别需分摊 0.66/0.64/0.3/0.07 亿元, 将在经常性损益中列支。

图 3: 股权激励费用测算

类型	数量 (万份; 万股)	需摊销的总费用 (万元)	2022年 (万元)	2023年 (万元)	2024年 (万元)	2025年 (万元)
授予股票期权数量 (万份)	637	9380.5	3414.54	3617.1	1884.21	464.65
授予限制性股票数量 (万股)	106.83	7340.29	3180.79	2813.78	1101.04	244.68
合计		16720.79	6595.33	6430.88	2985.26	709.33

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

负极产能扩张提速, 2022-2023 年产能释放加速, 支撑公司业绩持续高增。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 11 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，公司全力推进硅氧、硅碳、多孔硅、硬碳等项目的研发和产业化进度，新技术方面完成卡位布局。

隔膜绑定下游大客户，2022 年出货预计同比高增，一体化布局加速。公司隔膜业务深度绑定宁德时代，我们预计公司 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+。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 m²及 60 亿 m²的隔膜涂覆产能，我们预计公司 2022 年出货有望达 35-40 亿平，同比接近翻倍增长。

盈利预测与投资评级：考虑石墨化紧缺持续至 2022 年，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 17.88/30.07/42.19 亿元，同比增长率为 168%/68%/40%，对应 PE 为 54/32/23 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	10,373	10,954	13,941	18,643	营业收入	5,281	8,991	14,749	20,092
现金	5,030	3,147	2,212	2,009	减:营业成本	3,613	5,672	9,335	12,727
应收账款	1,700	2,882	4,445	7,156	营业税金及附加	41	69	113	154
存货	2,237	3,419	5,626	7,671	营业费用	115	225	354	462
其他流动资产	1,407	1,506	1,657	1,807	管理费用	212	360	560	703
非流动资产	4,113	6,697	8,805	10,639	研发费用	264	423	664	864
长期股权投资	247	257	267	277	财务费用	162	59	23	20
固定资产	2,457	4,548	6,265	7,706	资产减值损失	44	31	80	80
在建工程	811	1,011	1,211	1,411	加:投资净收益	8	9	15	20
无形资产	242	525	708	891	其他收益	68	99	133	161
其他非流动资产	356	356	355	354	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	14,486	17,651	22,746	29,282	营业利润	826	2,191	3,678	5,172
流动负债	5,302	6,587	8,821	11,342	加:营业外净收支	-10	0	7	-2
短期借款	1,228	883	482	673	利润总额	815	2,191	3,685	5,170
应付账款	1,646	2,584	4,252	5,797	减:所得税费用	89	329	553	776
其他流动负债	2,428	3,120	4,087	4,871	少数股东损益	59	74	125	176
非流动负债	269	269	269	269	归属母公司净利润	668	1,788	3,007	4,219
长期借款	0	0	0	0	EBIT	894	2,243	3,723	5,182
其他非流动负债	269	269	269	269	EBITDA	1,097	2,671	4,525	6,258
负债合计	5,571	6,856	9,090	11,611	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	76	201	377	每股收益(元)	1.52	2.57	4.33	6.08
归属母公司股东权益	8,914	10,719	13,455	17,295	每股净资产(元)	17.97	15.44	19.38	24.90
负债和股东权益	14,486	17,651	22,746	29,282	发行在外股份(百万股)	496	694	694	694
					ROIC(%)	7.8%	16.2%	22.2%	23.9%
					ROE(%)	7.5%	16.7%	22.3%	24.4%
					毛利率(%)	31.6%	36.9%	36.7%	36.7%
					销售净利率(%)	12.6%	19.9%	20.4%	21.0%
					资产负债率(%)	38.5%	38.8%	40.0%	39.7%
					收入增长率(%)	10.0%	70.3%	64.0%	36.2%
					净利润增长率(%)	2.5%	167.8%	68.2%	40.3%
					P/E	73.94	53.63	31.88	22.72
					P/B	6.25	8.94	7.12	5.54
					EV/EBITDA	47.46	35.08	20.83	15.12

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>