

2022年03月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩抢眼，股权激励彰显长期信心 —璞泰来(603659)动态点评

推荐（首次）

事件

分析师：尹斌
执业证书编号：S1050521120003
邮箱：yinb@cfsc.com.cn

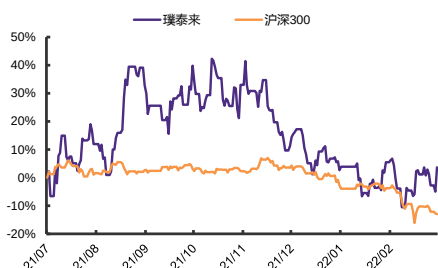
分析师：黎江涛
执业证书编号：S1050521120002
邮箱：lijt@cfsc.com.cn

基本数据

2022-03-29

当前股价（元）	142.00
总市值（亿元）	986.0
总股本（百万股）	694.4
流通股本（百万股）	693.1
52周价格范围（元）	73.64-200.37
日均成交额（百万元）	995.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

璞泰来（603659）近期发布公告：1）公司发布2021年度报告，实现收入90亿元/yoy+70%，实现归母净利润17.5亿元/yoy+162%；2）公司发布股票期权与限制性股票激励计划。

投资要点

■ 业绩表现抢眼，众业务持续向好

公司2021Q4实现营收27亿元/yoy+40%/QoQ+14%，实现归母净利润5.2亿元/yoy+105%/QoQ+14%，实现扣非归母净利润5亿元/yoy+107%/QoQ+14%。2021Q4毛利率为35%/QoQ+0.9pct，净利率为20%/QoQ+0.4pct，业绩表现抢眼。整体来看，公司众业务齐发力，销量、收入等维系高速增长，整体盈利能力持续向好。

分业务来看，1）**负极业务**：2021年销量9.7万吨/yoy+54%，实现收入51亿元/yoy+41%，毛利率29.5%/yoy+4.2pct；石墨化加工实现收入10亿元（含内部销售）/yoy+25%，毛利率34.5%/yoy+1.31pct；2）**铝塑膜及光学膜业务**：2021年销量1148万平/yoy+51%，实现收入1.41亿元/yoy+50%，毛利率28.8%/yoy+4.7pct；3）**隔膜及涂覆加工业务**：2021年销量21.71亿平/yoy+207%，占国内湿法出货量的35%/yoy+8.51pct，实现收入21.95亿元/yoy+171%，毛利率为39.85%/yoy-0.61pct。涂覆材料方面，2021年PVDF实现收入4.47亿元（含内部销售），毛利率为28%。4）**设备业务**：2021年收入13.68亿元/yoy+109%，销量477台/yoy+125%，毛利率26.5%/yoy-5.84pct，截止2021年底公司涂布机（不含内销）在手订单超40亿元（含税）/yoy+170%。

■ 需求旺盛，积极资本开支加码产能

需求旺盛，公司加码产能布局，2021年公司资本开支达约27亿元/yoy+256%，2021年底在建工程约12亿元/yoy+49%，固定资产达约47亿元/yoy+89%。截止2021年底，公司负极有效产能15万吨以上，石墨化产能达11万吨，石墨化自给率超70%；公司已形成基膜产能约1亿平，涂覆膜加工能力达40亿平，勃姆石及纳米氧化铝0.8万吨，PVDF达0.5万吨。预计2024年将形成40万吨以上负极材料+13亿平基膜+2.5万吨PVDF+100亿平涂覆加工能力。截止2021年底，公司货币资金+交易性金融资产约55亿元，短贷+长贷约22亿元，资产负债表健康。公司2021年经营活动现金流净额约为+17亿元，与净利润匹配度高，回款质量好。

我们认为，公司资产负债表健康，回款质量佳，将有力支撑公司资本开支。公司中长期规划明确，围绕负极+隔膜等业务，持续深化一体化布局，强化成本竞争力。

■ 股权激励考核高标准，彰显中长期成长信心

公司发布股票期权激励计划与限制性股票激励计划，股票期权行权价格为138.68元/份，限制性股票授予价格为69.34元/股。其中，股票期权2022/2023/2024年业绩（归母净利润）考核目标分别为不低于26亿元/40亿元/54亿元；限制性股票以收入为考核指标，要求2022/2023/2024年收入分别不低于125亿元/165亿元/215亿元。

整体而言，公司2023年/2024年业绩考核分别增长54%/35%，收入考核分别增长32%/30%，对中长期增长信心足。我们认为，公司围绕负极+隔膜等，强化一体化战略布局，通过绑定优秀人才，打造平台型企业，有望推动公司长期持续高增。

■ 盈利预测

预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为29/42/55亿元，eps为4.19/6.01/7.98元，对应PE分别为31/22/16倍。基于公司卡位优质赛道，拥抱LGC、ATL、CATL等优质客户，资本开支积极，强化一体化布局，符合未来发展趋势，人才激励到位，我们看好公司中长期向上的发展机会，给予“推荐”评级。

■ 风险提示

政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格不及预期；竞争格局恶化风险；产能扩张及消化不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	8,996	14,858	21,733	29,909
增长率（%）	70.4%	65.2%	46.3%	37.6%
归母净利润（百万元）	1,749	2,907	4,172	5,538
增长率（%）	161.9%	66.2%	43.5%	32.7%
摊薄每股收益（元）	2.52	4.19	6.01	7.98
ROE（%）	16.4%	22.2%	25.1%	26.0%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	8,996	14,858	21,733	29,909
现金及现金等价物	3,884	4,619	4,302	4,654	营业成本	5,789	9,692	14,478	20,011
应收款	2,020	3,337	4,881	6,717	营业税金及附加	63	104	152	209
存货	4,964	8,400	12,544	17,337	销售费用	152	250	366	504
其他流动资产	2,629	3,271	4,023	4,918	管理费用	367	609	891	1,226
流动资产合计	13,497	17,982	24,106	31,982	财务费用	-5	-31	-22	-32
非流动资产：					研发费用	543	891	1,087	1,645
金融类资产	1,645	1,645	1,645	1,645	费用合计	1,056	1,720	2,322	3,343
固定资产	4,653	5,843	7,453	8,457	资产减值损失	-118	-30	-20	-20
在建工程	1,211	1,211	899	1,199	公允价值变动	5	5	5	5
无形资产	480	475	451	427	投资收益	8	10	10	10
长期股权投资	347	347	347	347	营业利润	2,036	3,327	4,777	6,341
其他非流动资产	1,263	1,263	1,263	1,263	加：营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	7,953	9,138	10,412	11,692	减：营业外支出	10	0	0	0
资产总计	21,450	27,120	34,518	43,674	利润总额	2,029	3,330	4,779	6,344
流动负债：					所得税费用	246	366	526	698
短期借款	1,195	1,195	1,195	1,195	净利润	1,783	2,964	4,254	5,646
应付账款、票据	4,658	7,883	11,773	16,271	少数股东损益	34	57	81	108
其他流动负债	3,624	3,624	3,624	3,624	归母净利润	1,749	2,907	4,172	5,538
流动负债合计	9,477	12,702	16,592	21,090					
非流动负债：					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	987	987	987	987	成长性				
其他非流动负债	317	317	317	317	营业收入增长率	15.5%	65.2%	46.3%	37.6%
非流动负债合计	1,304	1,304	1,304	1,304	归母净利润增长率	161.9%	66.2%	43.5%	32.7%
负债合计	10,781	14,006	17,896	22,394	盈利能力				
所有者权益					毛利率	35.7%	34.8%	33.4%	33.1%
股本	694	694	694	694	四项费用/营收	11.7%	11.6%	10.7%	11.2%
股东权益	10,669	13,114	16,623	21,280	净利率	19.8%	19.9%	19.6%	18.9%
负债和所有者权益	21,450	27,120	34,518	43,674	ROE	16.4%	22.2%	25.1%	26.0%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	50.3%	51.6%	51.8%	51.3%
净利润	1783	2964	4254	5646	营运能力				
少数股东权益	34	57	81	108	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
折旧摊销	342	334	413	519	应收账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
公允价值变动	5	5	5	5	存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
营运资金变动	-439	-5394	-6441	-7524	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	1725	1191	2202	3253	EPS	2.52	4.19	6.01	7.98
投资活动现金净流量	-2852	-1190	-1298	-1303	P/E	51.7	31.1	21.7	16.3
筹资活动现金净流量	1862	-519	-745	-989	P/S	10.0	6.1	4.2	3.0
现金流量净额	735	-518	159	962	P/B	8.6	7.0	5.5	4.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 新能源汽车组介绍

尹斌：理学博士，新能源首席。4年实业+5年证券+1年基金从业经验，曾先后任职于比亚迪、中泰证券、东吴证券、博时基金、国海证券。作为核心成员之一，多次获得新财富、水晶球最佳分析师称号。2021年加入华鑫证券，目前主要覆盖锂动力电池、燃料电池、储能及相关上市公司及新能源汽车相关产业链研究。

黎江涛：上海财经大学数量经济学硕士，1年知名PE从业经历，4年证券从业经验，2021年加入华鑫证券，从事新能源汽车及上市公司研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。