

璞泰来 (603659.SH) —2021 年报及 2022 一季报业绩点评

增持

一体化布局彰显竞争优势，各项业务全面开花

核心观点

2021 年公司盈利 17.49 亿元，同比增长 161.93%。公司 2021 年营收 89.96 亿，同比增长 70.36%，归母净利润 17.49 亿元，同比增长 161.93%；全年毛利率为 35.65%，同比增加 4.07pct，净利率 19.82%，同比增加 6.05pct；2021Q4/2022Q1 实现营收 27.01/31.31 亿元，同比增加 39.65/80%，归母净利润 5.18/6.37 亿元，同比增长 105.22/90.28%；21Q4/22Q1 实现毛利率 35.02/38.73%，环比增长 0.88/3.71pct。

石墨化涨价传导顺利，负极一体化布局彰显竞争优势。公司 21 年负极产能达到 15 万吨，累计出货 9.72 万吨，同比增长 54%，负极材料单吨收入 5.27 万元，毛利率 29.49%，单吨净利（含石墨化）约 1.1 万元；22Q1 估计出货 2.7 万吨，单吨收入约 5.8 万元，单吨净利（含石墨化）约 1.2-1.3 万元。21 年主要受限电政策影响，叠加下游需求旺盛，石墨化加工费用涨价明显，目前公司已具备 11 万吨配套石墨化有效产能，我们估计公司石墨一体化率已达到 70%左右，结合公司 22Q1 负极材料单吨收入结果来看，石墨化涨价传导顺利。展望 2022 全年，随着内蒙基地石墨化产能释放和四川一体化项目逐步投产，预计公司负极材料年底产能将达到 25 万吨，出货 15 万吨，石墨化比例将达到 75%以上，负极单吨净利（含石墨化）有望保持在 1.1 万元。

涂覆膜扩产加速，基膜及涂覆材料深入布局，各项业务全面开花。公司 21 年涂覆膜出货 21.71 亿平，单平收入超过 1 元，单平净利超过 0.2 元；22Q1 估计出货 8 亿平，单平净利继续保持在 0.2 元以上；随着宁德卓高、四川一体化及广东项目逐步落地，公司产能将迅速扩大，展望 2022 全年，我们预计公司涂覆膜出货 34 亿平。一体化布局方面，21 年底公司已形成 1 亿平基膜，0.8 万吨纳米氧化铝及勃姆石，0.5 万吨 PVDF（东阳光）产能，预计公司将持续保持涂覆膜盈利能力。同时公司锂电设备业务大笔订单在手，铝塑膜、PVDF 等业务也将为公司积极贡献盈利。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格上涨超预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。公司多项业务迎来产能释放周期，基于公司负极材料、涂覆膜业务一体化布局来带深厚的盈利优势，且锂电设备产品迎来订单释放，PVDF、PAA 等新业务出货增厚利润，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 28.27/41.99/55.42 亿元（原预测 2022/2023 年为 24.69/35.46 亿元），同比增速分别为 67.9%/48.9%/29.8%，摊薄 EPS 分别为 4.07/6.05/7.98 元，当前股价对应 PE 分别为 29.8/20.1/15.2 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,281	8,996	15,106	22,485	29,176
(+/-%)	10.0%	70.4%	67.9%	48.9%	29.8%
归母净利润(百万元)	668	1749	2827	4199	5542
(+/-%)	2.5%	161.9%	61.6%	48.6%	32.0%
每股收益(元)	1.35	2.52	4.07	6.05	7.98
EBIT Margin	19.6%	23.2%	23.5%	24.1%	24.7%
净资产收益率 (ROE)	11.6%	18.2%	24.9%	29.8%	30.8%
市盈率 (PE)	90.3	48.2	29.8	20.1	15.2
EV/EBITDA	53.6	39.2	22.4	16.2	13.3
市净率 (PB)	6.76	7.91	6.36	4.98	3.90

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

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

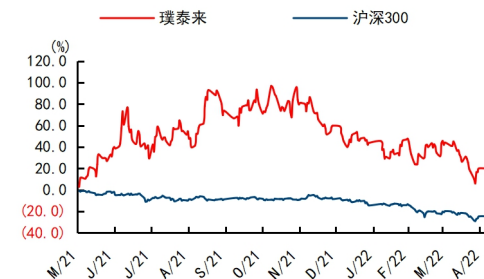
wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	121.50 元
总市值/流通市值	84321/84200 百万元
52 周最高价/最低价	200.37/74.95 元
近 3 个月日均成交额	671.94 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《璞泰来-603659-2021 年三季报点评：业绩符合预期，一体化优势显著》——2021-10-31

《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

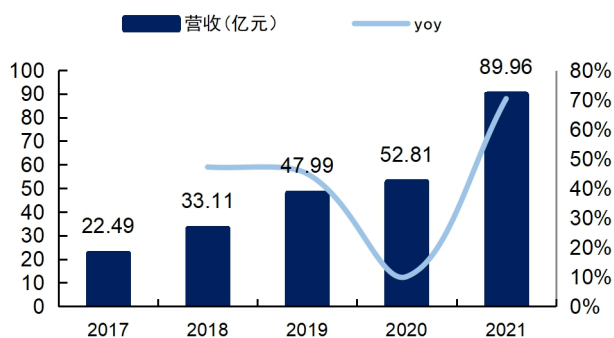
《璞泰来-603659-2021 年一季报点评：Q1 盈利创新高，负极持续看涨》——2021-04-12

《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

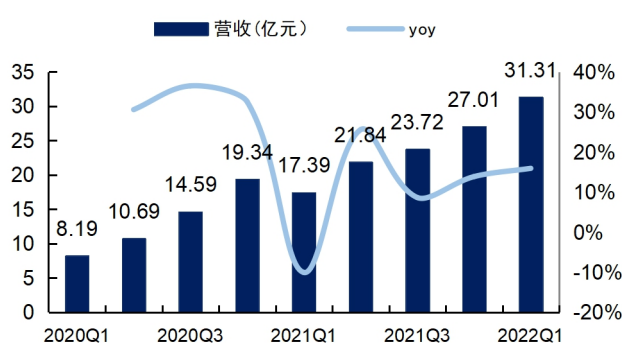
公司 2021 年营收 89.96 亿，同比增长 70.36%，归母净利润 17.49 亿元，同比增长 161.93%；全年毛利率为 35.65%，同比增加 4.07pct，净利率 19.82%，同比增加 6.05pct；2021Q4/2022Q1 实现营收 27.01/31.31 亿元，同比增加 39.65/80%，归母净利润 5.18/6.37 亿元，同比增长 105.22/90.28%；21Q4/22Q1 实现毛利率 35.02/38.73%，环比增长 0.88/3.71pct。

图1：璞泰来营业收入及增速（单位：亿元、%）



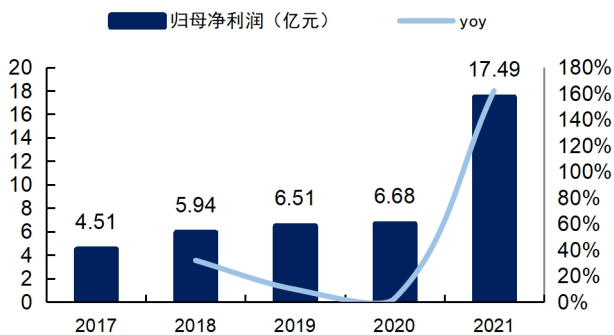
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：璞泰来单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



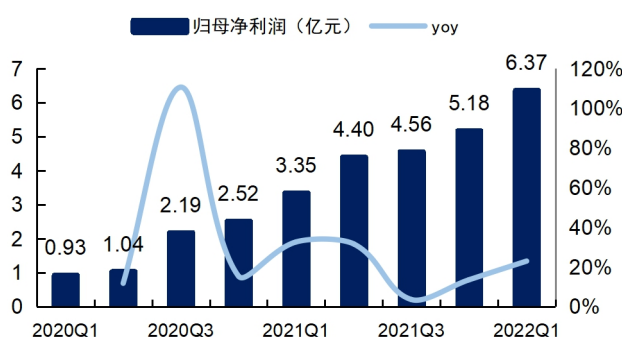
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：璞泰来单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

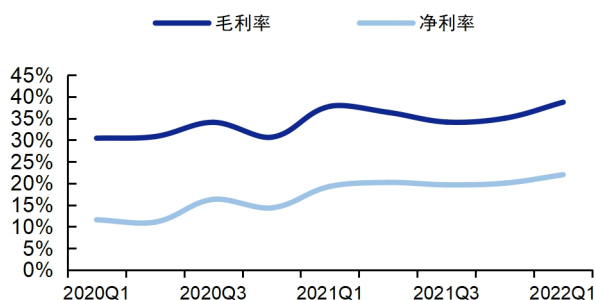


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司经营较为平稳。2021 年公司期间费用率为 11.8%，同比下降 2.4pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 1.7%（-0.5pct）、4.1%（+0.1pct）、6%（+1pct）、0%（-3pct），主要由于大笔利息收入促使财务费用率骤降。预计在公司未来业绩释放阶段，年营收高增长将会推动费用率稳步下行。

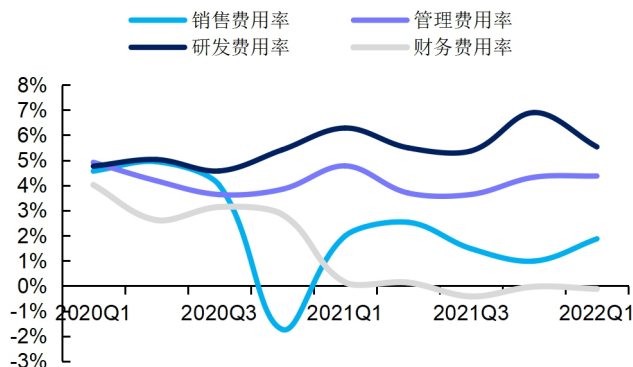
2021 年公司经营性现金流量净额 17.25 亿元，同增 148.7%。22Q1 经营性现金流量净额为-1.38 亿元，2021 年公司计提资产减值 1.19 亿元，计提信用减值 0.52 亿元，22Q1 计提资产减值 0.61 亿元。

图5: 璞泰来毛利率、净利率季度变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 璞泰来费用率季度变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

负极、隔膜、设备业绩增长明显, 铝塑膜、PVDF 起量贡献利润

1) 2021 年公司负极材料收入 51.3 亿元, 毛利率 29.49%, 出货量 9.72 万吨, 平均单吨价格约为 5.27 万元, 同比下滑 10%左右, 其中子公司江西紫宸收入 57.5 亿元, 净利润 8.77 亿元, 内蒙紫宸兴丰净利润 1.48 亿元, 溧阳紫宸净利润 0.86 亿元, 合计净利润约 11.12 亿, 公司负极单吨净利(含石墨化)约 1.14 万元。22Q1 估计公司负极材料出货 2.7 万吨, 平均单吨价格约 5.8 万元, 单吨价格上涨系石墨化紧缺加工费上涨被动传导所致, 估计 Q1 负极材料整体贡献 15.7 亿元收入, 单吨净利(含石墨化)约 1.2-1.3 万元。

2) 2021 年公司涂覆膜及隔膜业务收入 21.95 亿元, 其中涂覆膜出货 21.71 亿平, 单平收入超过 1 元, 单平净利超过 0.2 元, 其中子公司宁德卓高收入 17.8 亿元, 净利润 2.59 亿元; 22Q1 估计出货 8 亿平, 整体贡献 8 亿元收入, 单平净利继续保持在 0.2 元之上。

3) 2021 年公司锂电设备收入 13.67 亿元(含内部销售), 毛利率为 26.53%。预计 22Q1 设备外销贡献收入为 4 亿元, 预计将贡献超过 4000 万净利润。

4) 2021 年 PVDF 贡献收入 4.47 亿元(含内部销售), 毛利率 28.24%, 该业务业绩贡献主要来自于乳源东阳光(璞泰来持股 55%), 2021 年少数股东损益为 3410 万元且基本由乳源东阳光贡献, 因而推导估计 PVDF 业务贡献净利润超 6000 万元; 22Q1 公司少数股东损益为 5130 万元, 推导估计 PVDF 贡献当季净利润超过 1 亿元。

5) 其他业务方面, 公司铝塑膜业务主要供应消费电子、两轮车及储能等领域电池。公司铝塑膜 21 年出货 1148 万平, 贡献收入 1.41 亿元, 毛利率 28.78%, 业务增长较为稳定。

表 1：璞泰来 2021 年各业务营收分拆

璞泰来 2021 年营收分拆	营业收入（亿）	同比	毛利率
负极	51.29	41.38%	29.49%
涂覆膜	21.95	171.07%	39.85%
锂电设备（含内销）	13.68	194.75%	26.53%
铝塑膜	1.41	50.17%	28.78%
石墨化材料（含内销）	10.09	313.73%	34.46%
PVDF（含内销，东阳光）	4.47	-	28.24%

资料来源：璞泰来公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：璞泰来 2021 年子公司经营情况

2021 年各子公司	业务范围	营收（亿元）	利润（亿元）
江西紫宸	负极材料	57.45	8.77
内蒙紫宸兴丰	石墨化	8.37	1.48
溧阳紫宸	负极材料	23	0.86
宁德卓高	涂覆隔膜	17.8	2.59
江苏嘉拓	锂电设备	6.75	0.54

资料来源：璞泰来公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3：璞泰来 2021 年各业务经营情况

2021 年各业务经营情况	销量	同比	均价
负极（万吨）	9.72	54%	5.27（万元/吨）
涂覆膜（亿平）	21.71	207%	1.01（元/平）
铝塑膜（万平）	1148	51.45%	12.3（元/平）

资料来源：璞泰来公司公告、国信证券经济研究所整理

一体化布局彰显竞争优势，各项业务全面开花

1) 21 年主要受限电政策影响，叠加下游需求旺盛，石墨化加工费用涨价明显，目前公司已具备 15 万吨负极产能，11 万吨配套石墨化有效产能，10 万吨配套炭化产能，以及 4 万吨配套针状焦产能，我们估计 21 年底公司石墨一体化率达到 70% 左右，结合公司 22Q1 负极材料单吨收入结果来看，石墨化涨价传导顺利。展望 2022 全年，随着内蒙基地石墨化产能释放和四川邛崃一体化项目逐步投产，预计公司负极材料年底产能将达到 25 万吨，出货 15 万吨，石墨化比例将达到 75% 以上，负极（含石墨化）单吨净利有望保持在 1.1 万元。在新技术路线方面，公司第一代氧化亚硅材料已进入量产导入阶段，高首效氧化亚硅和高容量纳米硅碳等新一代硅基产品的技术开发已基本完成，并在多孔硅硬碳、软碳、超理论容量石墨、锂金属负极等新型负极材料技术方面进行了预研和探索。

2) 涂覆膜及隔膜业务方面，随着宁德卓高、四川邛崃一体化及广东肇庆项目逐步落地，公司产能将迅速扩大，展望 2022 全年，我们预计公司涂覆膜产能将超过 40 亿平，出货 34 亿平。一体化布局方面，21 年底公司已形成 1 亿平基膜产能，目前公司溧阳基膜产线稳步运行，四川卓勒一体化 4 亿平项目全面启动，预计公司将有更多基膜产能将落地，进一步提升涂覆膜盈利能力。同时，公司全面布局涂覆材料领域，控股乳源东阳光（55%股权），参股四川茵地乐拥有 26%股权，合资成立海南璞晶，公司正在全面推进粘接剂国产化替代，目前公司已在液态勃姆石、高粘结 PVDF、高性能陶瓷粘结剂、PMMA 大微球等涂覆材料及粘结剂领域研发取得突破。公司目前拥有 0.5 万吨 PVDF（乳源东阳光），0.8 万吨纳米氧化铝和勃姆石以及超万吨 PAA 粘接剂产能，预计 22 年四川极盾一期 4000 吨陶瓷粉体项目将完成落地，公司在基膜、涂覆膜、涂覆工艺与涂覆材料等各方面进行布局，使新技术与新产品相互融合，相互提升。

3) 公司目前涂布机对外在手订单超过 40 亿元（含税），新产品（注液机、叠片机、卷绕机、氦检机等）对外在手订单超过 11 亿元（含税），预计今明两年订单落地，将为公司积极贡献收入。

图7：璞泰来业务布局图示



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。公司多项业务迎来产能释放周期，基于公司负极材料、涂覆膜业务一体化布局来带深厚的盈利优势，且锂电设备产品迎来订单释放，PVDF、PAA 等新业务出货增厚利润，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 28.27/41.99/55.42 亿元（原预测 2022/2023 年为 24.69/35.46 亿元），同比增速分别为 67.9%/48.9%/29.8%，摊薄 EPS 分别为 4.07/6.05/7.98 元，当前股价对应 PE 分别为 29.8/20.1/15.2 倍，维持“增持”评级。

表 4：可比公司估值表（2022 年 5 月 6 日）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
			亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E	(2021A)	(2021A)	
688005	容百科技	85.65	384	0.48	2.03	4.68	7.26	180.1	42.1	18.3	11.8	16.78%	0.2	买入
603799	华友钴业	77.41	945	0.95	3.19	3.26	4.62	81.2	24.3	23.7	16.7	20.11%	0.3	增持
300073	当升科技	66.51	337	0.76	2.15	3.46	4.59	87.5	30.9	19.2	14.5	11.55%	0.3	买入
603659	璞泰来	121.5	844	0.96	2.52	4.06	6.05	126.4	48.2	29.8	20.1	16.4%	0.4	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5030	3884	2500	4000	5000	营业收入	5281	8996	15106	22485	29176
应收款项	1700	1928	3311	4928	6395	营业成本	3613	5789	9848	14660	19121
存货净额	2237	4964	9105	13553	17585	营业税金及附加	41	63	106	157	175
其他流动资产	310	387	591	733	574	销售费用	115	152	211	315	408
流动资产合计	10373	13497	18043	26206	32959	管理费用	212	367	544	742	875
固定资产	3268	5864	9205	11165	17197	研发费用	264	543	846	1192	1400
无形资产及其他	242	480	653	817	971	财务费用	162	(5)	46	123	222
其他长期资产	356	1263	755	1124	1459	投资收益	8	8	7	7	7
长期股权投资	247	347	367	387	407	资产减值及公允价值变动	(124)	(170)	(60)	(60)	(60)
资产总计	14486	21450	29023	39699	52993	其他收入	192	281	110	110	130
短期借款及交易性金融负债	1361	1304	3570	7157	13165	营业利润	826	2036	3502	5293	6990
应付款项	2255	4658	3177	4799	6272	营业外净收支	(10)	(7)	0	0	0
其他流动负债	957	1788	2419	2906	2834	利润总额	815	2029	3502	5293	6990
流动负债合计	5302	9477	11885	18910	27522	所得税费用	89	246	525	794	1049
长期借款及应付债券	0	987	3547	3547	3547	少数股东损益	59	34	150	300	400
其他长期负债	269	317	317	317	317	归属于母公司净利润	668	1749	2827	4199	5542
长期负债合计	269	1304	3865	3865	3865	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5571	10781	15749	22775	31387	净利润	668	1749	2827	4199	5542
少数股东权益	1	183	333	633	1033	资产减值准备	(124)	(170)	(60)	(60)	(60)
股东权益	8914	10487	12941	16292	20574	折旧摊销	193	342	918	1176	1503
负债和股东权益总计	14486	21450	29023	39699	52993	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	162	(5)	46	123	222
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	749	634	(5788)	(3225)	(3149)
每股收益	1.35	2.52	4.07	6.05	7.98	其它	(792)	(830)	249	476	675
每股红利	0.41	0.54	1.22	1.81	2.39	经营活动现金流	694	1725	(1854)	2566	4511
每股净资产	17.97	15.37	19.12	24.37	31.12	资本开支	(750)	(2672)	(4432)	(3300)	(7690)
ROIC	13%	19%	22%	22%	21%	其它投资现金流	141	(180)	494	(382)	(348)
ROE	12%	18%	25%	30%	31%	投资活动现金流	(608)	(2852)	(3938)	(3682)	(8038)
毛利率	32%	36%	35%	35%	34%	权益性融资	5033	27	0	0	0
EBIT Margin	20%	23%	24%	24%	25%	负债净变化	(280)	(108)	4826	3587	6008
EBITDA Margin	23%	27%	30%	29%	30%	支付股利、利息	(196)	(203)	(372)	(848)	(1260)
收入增长	10%	70%	68%	49%	30%	其它融资现金流	(66)	(1095)	2266	3587	6008
净利润增长率	3%	162%	62%	49%	32%	融资活动现金流	4396	(279)	4408	2616	4526
资产负债率	38%	50%	54%	57%	59%	现金净变动	4481	(1406)	(1384)	1500	1000
息率	0.3%	0.4%	1.0%	1.5%	2.0%	货币资金的期初余额	862	5030	3884	2500	4000
P/E	90.27	48.25	29.85	20.09	15.22	货币资金的期末余额	5030	3884	2500	4000	5000
P/B	6.76	7.91	6.36	4.98	3.90	企业自由现金流	1115	134	(6284)	(743)	(3220)
EV/EBITDA	53.58	39.24	22.40	16.25	13.31	权益自由现金流	757	31	(4057)	2740	2600

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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