

负极出货量高速增长，产能一体化延续扩张

增持 (维持)

——璞泰来 (603659) 点评报告

2022年05月10日

报告关键要素:

5月9日，高工锂电发布2022年Q1数据。第一季度国内动力电池装机量约46.87GWh，同比增长140%。受此带动，2022年Q1中国负极材料出货量达23.7万吨，同比增长76%。价格受石墨化供应紧缺，上游石油焦、针状焦等原材料价格上涨因素影响，Q1人造石墨负极均价同比增长5%-10%。目前负极材料企业订单饱满，供不应求，预计Q4前负极价格将高企。

投资要点:

锂电需求不断增长，负极龙头表现亮眼: 3月29日，公司发布2021年年度报告：2021年公司实现营收90.0亿元，同比增长70.4%；归母净利润达到17.5亿元，同比增长161.9%；扣非归母净利润16.6亿元，同比增长166.2%。全年负极材料销量9.72万吨，同比增长54.48%；公司涂覆隔膜及加工量达到21.71亿m²，同期国内湿法隔膜出货量61.70亿m²，占比高达35.19%，同比增长8.51pct，市占率大幅提升；锂电设备产销均大幅增长，产销量分别为716/477台，同比增长分别达到125.16%/125%。

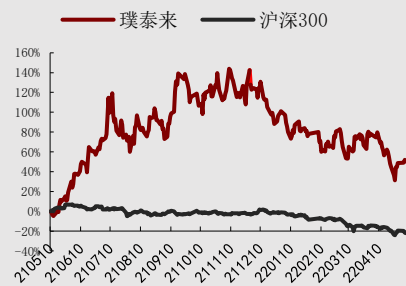
Q1成本管控有力，盈利能力有望延续高水平: 4月12日，公司发布2022年第一季度报告：Q1公司营收达到31.3亿元，同比增长80%；归母净利润6.4亿元，同比增长90.3%；扣非归母净利润达到6.1亿元，同比增长96%；2022年Q1公司盈利能力有所提升，Q1毛利率为38.7%，同比增长0.9pct，环比增长3.7pct；Q1期间费用率为11.7%，同比减少1.5pct，环比减少0.5pct，未来盈利能力有望延续较高水平。

产能一体化扩张，各项业务出货量有望高速增长: 据GGII预计，2025年中国锂电池出货量有望达到1456GWh，对应负极材料的需求量145.6万吨。同时，GGII统计Q1国内新增的负极材料扩产项目达21起，一体化项目达11起，一体化布局已经成为负极材料企业降本增效的主要手段。公司在负极业务方面，四川紫宸一体化一期10万吨产能预计22年下半年建成投产，二期10万吨产能预计23年底建成投产。我们预计公司22/23年负极产能分别达到19/30万吨，石墨化产能分别达到17/28万吨，自供比例有望突破90%。涂覆隔膜方面，公司积极推动四川卓勤定增募投项目和自有资金项目建设，2022年有望实现40亿平米

基础数据

总股本(百万股)	694.38
流通A股(百万股)	693.12
收盘价(元)	119.25
总市值(亿元)	828.05
流通A股市值(亿元)	826.54

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

业绩符合预期，负极龙头依旧坚挺
业绩符合预期，技术持续创新
万联证券研究所 20210317-公司年报点评-AAA-璞泰来(603659)年报点评报告

分析师:

周春林

执业证书编号: S0270518070001

电话: 021-60883486

邮箱: zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理:

黄星

电话: 13929126885

邮箱: huangxing@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8995.89	15526.85	22401.34	29815.89
增长比率(%)	70	73	44	33
净利润(百万元)	1748.73	2916.76	4125.47	5522.25
增长比率(%)	162	67	41	34
每股收益(元)	2.52	4.20	5.94	7.95
市盈率(倍)	47.35	28.39	20.07	14.99
市净率(倍)	7.90	6.18	4.72	3.59

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

以上的涂覆加工出货量。

盈利预测与投资建议：预计公司 22-24 年实现营业收入 155.27/224.01/298.16 亿，净利润 29.17/41.25/55.22 亿元，EPS 分别为 4.20/5.94/7.95 元/股，基于公司在动力电池高端负极领域的龙头地位，我们维持增持评级。

风险因素：宏观经济周期波动及下游行业产能过剩、产业政策变化、市场竞争加剧、原材料及委外加工价格变动、产品升级和新兴技术路线替代等。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8996	15527	22401	29816
%同比增速	70%	73%	44%	33%
营业成本	5789	10241	14774	19644
毛利	3207	5286	7627	10172
%营业收入	36%	34%	34%	34%
税金及附加	63	113	161	215
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	152	287	402	541
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	367	630	910	1211
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	543	883	1300	1719
%营业收入	6%	6%	6%	6%
财务费用	-5	135	303	383
%营业收入	0%	1%	1%	1%
资产减值损失	-118	0	0	0
信用减值损失	-52	0	0	0
其他收益	105	187	267	357
投资收益	8	16	22	30
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	2036	3441	4840	6491
%营业收入	23%	22%	22%	22%
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	2029	3441	4840	6491
%营业收入	23%	22%	22%	22%
所得税费用	246	403	574	767
净利润	1783	3038	4266	5725
%营业收入	20%	20%	19%	19%
归属于母公司的净利润	1749	2917	4125	5522
%同比增速	162%	67%	41%	34%
少数股东损益	34	121	141	202
EPS (元/股)	2.52	4.20	5.94	7.95

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.52	4.20	5.94	7.95
BVPS	15.10	19.30	25.24	33.20
PE	47.35	28.39	20.07	14.99
PEG	0.29	0.43	0.48	0.44
PB	7.90	6.18	4.72	3.59
EV/EBITDA	44.78	19.13	12.96	9.27
ROE	17%	22%	24%	24%
ROIC	14%	18%	19%	20%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3884	5813	10104	14876
交易性金融资产	1645	1645	1645	1645
应收票据及应收账款	1928	3885	5337	7222
存货	4964	7967	11885	15629
预付款项	689	930	1481	1907
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	387	433	504	568
流动资产合计	13497	20672	30955	41847
长期股权投资	347	360	360	360
固定资产	4653	6279	7759	8913
在建工程	1211	1085	1031	977
无形资产	480	645	834	1015
商誉	79	79	79	79
递延所得税资产	190	190	190	190
其他非流动资产	994	1010	1029	1048
资产总计	21450	30319	42238	54430
短期借款	1195	1145	1524	1984
应付票据及应付账款	4658	7625	11296	14888
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1726	2724	4088	5366
应付职工薪酬	265	426	635	836
应交税费	264	490	690	926
其他流动负债	2564	3260	4505	5837
流动负债合计	9477	14525	21215	27853
长期借款	987	1768	2732	2560
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	34	34	34	34
其他非流动负债	283	283	283	283
负债合计	10781	16611	24264	30731
归属于母公司的所有者权益	10487	13403	17529	23051
少数股东权益	183	304	445	647
股东权益	10669	13707	17974	23698
负债及股东权益	21450	30319	42238	54430

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1725	3775	5781	7257
投资	-126	-13	0	0
资本性支出	-2661	-2492	-2728	-2649
其他	-64	16	22	30
投资活动现金流净额	-2852	-2488	-2706	-2619
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2005	732	1343	288
筹资成本	-312	-90	-126	-155
其他	-1972	0	0	0
筹资活动现金流净额	-279	642	1216	133
现金净流量	-1415	1929	4291	4772

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场