

璞泰来 (603659. SH) / 电力设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 18 日

评级：增持（维持）

市场价格：19.29 元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

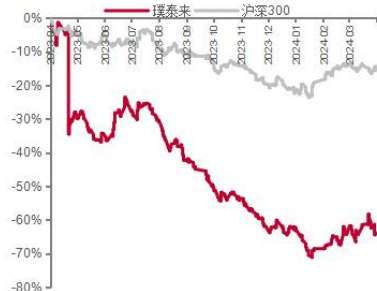
Email: zhubr@zts.com.cn

研究助理：王欣悦

Email: wangxy23@zts.com.cn

基本状况

总股本（百万股）	2,138
流通股本（百万股）	2,015
市价（元）	19.29
市值（百万元）	41,242
流通市值（百万元）	38,862

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《23Q3 净利率同环比下滑，受资产减值影响大》20231102

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,464	15,340	16,710	19,376	22,802
增长率 YoY%	72%	-1%	9%	16%	18%
净利润（百万元）	3,104	1,912	2,705	3,405	4,057
增长率 YoY%	78%	-38%	42%	26%	19%
每股收益（元）	1.45	0.89	1.27	1.59	1.90
每股现金流量	0.57	0.52	1.69	1.90	2.11
净资产收益率	22%	10%	13%	14%	14%
P/E	13.3	21.6	15.2	12.1	10.2
P/B	3.1	2.3	2.1	1.8	1.5

备注：股价取自 2024 年 4 月 17 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司 23 年实现营收 153.4 亿元，同比下降 1%；归母净利润 19.1 亿元，同比下降 38%；扣非净利润 17.8 亿元，同比下降 40%。其中，23Q4 实现收入 36.5 亿元，环比下滑 6%；归母净利润 2.8 亿元，环比下降 13%；扣非净利润 2.3 亿元，环比下降 20%。24Q1 实现营收 30.3 亿元，同比下降 18%；归母净利润 4.5 亿元，同比下降 37%，环比提升 57%；扣非净利润 4.2 亿元，同比下降 38%，环比提升 79%。
- 存货减值变化影响公司盈利。**受行业激烈竞争和去库存的影响，23 年公司盈利能力有所下滑。23 年公司净利率 13.93%，同比下降 7.57pct。其中 23Q4 净利率 8.40%，环比下降 1.62pct。原因可能在于 23 年公司计提各项资产减值总计 10.6 亿元；其中 23Q4 计入的减值准备为 5.8 亿元，包括存货跌价及合同履行成本减值损失 5.9 亿元，主要是负极业务前期高成本存货减值。24Q1 计提资产减值 0.61 亿元，较 23Q3 减少 5.22 亿元，24Q1 净利率 16.72%，同比上升 8.32pct。
- 负极材料业务盈利能力承压。**公司 2023 年实现负极销量 15.5 万吨，同比增长 11%。展望后续，我们预计 24Q2 负极价格稳定，并且不再有减值压力。随着产能利用率提升、产品结构改善、四川新产能成本降低，负极吨净利有望持续改善。涂覆隔膜量利双增，设备+PVDF 贡献盈利。2023 年涂覆膜销量 52.7 亿平，同比增长 22%，市占率达 40.73%。
- 考虑到负极行业产能扩张较快、需求增速放缓叠加下游客户去库存的影响，**负极价格仍有下降趋势，我们预计公司 24-26 年归母净利润 27.05、34.05、40.57 亿（24-25 年前值为 33.04、40.21 亿），对应 PE 估值 15.2、12.1、10.2 倍，考虑到随着高成本存货消化公司 24Q1 资产减值计提已明显缩小，净利率有望逐渐企稳，对公司维持“增持”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、市场竞争加剧风险、原材料价格变动风险、产能扩张不及预期等。

图表 1: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,102	8,779	12,704	17,059	营业收入	15,340	16,710	19,376	22,802
应收票据	589	642	744	876	营业成本	10,287	11,225	12,752	14,907
应收账款	3,238	3,402	3,798	4,405	税金及附加	113	123	97	91
预付账款	370	404	459	537	销售费用	214	234	271	319
存货	11,478	12,524	14,228	16,632	管理费用	648	702	814	958
合同资产	465	507	588	692	研发费用	961	1,086	1,259	1,482
其他流动资产	3,891	4,102	4,513	5,042	财务费用	76	113	61	98
流动资产合计	28,669	29,853	36,447	44,551	信用减值损失	17	-50	-50	-50
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1,075	-120	-100	-100
长期股权投资	420	420	420	420	公允价值变动收益	29	29	29	29
固定资产	6,809	6,534	6,346	6,237	投资收益	24	24	24	24
在建工程	5,077	5,177	5,177	5,077	其他收益	328	328	300	300
无形资产	913	1,128	1,321	1,495	营业利润	2,364	3,437	4,323	5,148
其他非流动资产	1,787	1,822	1,850	1,873	营业外收入	6	7	7	7
非流动资产合计	15,006	15,081	15,115	15,102	营业外支出	19	19	19	19
资产合计	43,675	44,934	51,562	59,653	利润总额	2,351	3,425	4,311	5,136
短期借款	3,670	97	226	335	所得税	214	401	505	601
应付票据	3,390	3,699	4,202	4,912	净利润	2,137	3,024	3,806	4,535
应付账款	3,922	4,279	4,861	5,683	少数股东损益	225	319	401	478
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,912	2,705	3,405	4,057
合同负债	4,326	4,713	5,465	6,431	NOPLAT	2,206	3,124	3,860	4,622
其他应付款	1,164	1,164	1,164	1,164	EPS (按最新股本摊薄)	0.89	1.27	1.59	1.90
一年内到期的非流动负债	2,005	2,005	2,005	2,005					
其他流动负债	1,914	2,060	2,317	2,669	主要财务比率				
流动负债合计	20,391	18,017	20,240	23,199	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3,955	4,981	6,007	7,032	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-0.8%	8.9%	15.9%	17.7%
其他非流动负债	599	599	599	599	EBIT增长率	-33.5%	45.8%	23.6%	19.7%
非流动负债合计	4,554	5,580	6,605	7,631	归母公司净利润增长率	-38.4%	41.5%	25.9%	19.1%
负债合计	24,945	23,596	26,845	30,829	获利能力				
归属母公司所有者权益	17,774	20,063	23,040	26,670	毛利率	32.9%	32.8%	34.2%	34.6%
少数股东权益	956	1,274	1,676	2,154	净利率	13.9%	18.1%	19.6%	19.9%
所有者权益合计	18,730	21,338	24,716	28,824	ROE	10.2%	12.7%	13.8%	14.1%
负债和股东权益	43,675	44,934	51,562	59,653	ROIC	9.6%	13.9%	14.6%	14.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	57.1%	52.5%	52.1%	51.7%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	54.6%	36.0%	35.8%	34.6%
经营活动现金流	1,118	3,618	4,071	4,518	流动比率	1.4	1.7	1.8	1.9
现金收益	2,958	3,968	4,698	5,470	速动比率	0.8	1.0	1.1	1.2
存货影响	-443	-1,046	-1,704	-2,404	营运能力				
经营性应收影响	1,829	-130	-454	-716	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应付影响	-77	666	1,086	1,531	应收账款周转天数	85	72	67	65
其他影响	-3,149	160	445	637	应付账款周转天数	151	132	129	127
投资活动现金流	-4,984	-852	-812	-772	存货周转天数	394	385	378	373
资本支出	-4,667	-870	-837	-802	每股指标(元)				
股权投资	-32	0	0	0	每股收益	0.89	1.27	1.59	1.90
其他长期资产变化	-285	18	25	30	每股经营现金流	0.52	1.69	1.90	2.11
融资活动现金流	6,592	-3,089	666	609	每股净资产	8.31	9.38	10.78	12.47
借款增加	2,633	-2,548	1,155	1,135	估值比率				
股利及利息支付	-786	-1,020	-1,188	-1,417	P/E	22	15	12	10
股东融资	3,474	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	1,271	479	699	891	EV/EBITDA	101	73	62	53

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。