璞泰来（603659）

公司研究/点评报告

毛利率大幅提升，负极+隔膜高增长可期

—2021 年一季报点评

点评报告/电力设备及新能源 | 2021 年 04 月 13 日

一、事件概述

2021 年 4 月 11 日，公司发布 2021 年一季报，报告期内公司营收为 17.39 亿元，同比增长 112.43%，归母净利润为 3.35 亿元，同比增长 260.21%

二、分析与判断

➢ 负极一体化叠加涂覆膜放量，毛利率同环比提升 7 个百分点以上

公司 21Q1 毛利率为 37.77%，同比 20Q1 增长了 7.36 个百分点，环比 20Q4 增长了 7.13 个百分点。净利率为 19.27%，同比增长 7.70 个百分点，环比增长 4.95 个百分点。盈利能力改善我们预计主要受益于：1）一体化布局带来的利润增长，主营石墨化的山东兴丰于 2020 年 12 月完成完全控股，同时内蒙紫宸的 2 万吨负极材料前工序和溧阳紫宸可转债 3 万吨碳化工序产能于 2021 年初投产，公司石墨化和碳化自供率进一步提高增厚利润，我们预计 21Q1 不考虑石墨化的单吨净利润维持在 0.8 万元/吨左右。2）公司隔膜涂覆加工维持增长，自 2018 年以来，隔膜业务营收占比不断提升，2020 年隔膜业务毛利率约为 42%，高于公司平均水平 10 个百分点，占比提升带动盈利能力改善。

➢ 归母净利润创单季记录，经营活动现金流量净额同环比大增

公司 21Q1 归母净利润为 3.35 亿元，同比增长 260.21%，环比增长 32.60%，不考虑 21Q1 和 20Q4 分别计提的 0.47、0.91 亿元减值影响，经营性业绩环比仍有 11.24%的增长。公司 21Q1 经营活动现金流量净额为 4.42 亿元，同比增长 183.46%，环比增长 11.69%，净现比为 132%，同比改善明显。费用率方面，公司 21Q1 三费率为 6.89%，同比下降了 6.62 个百分点，营收同比大幅增加带来费用率下降；21Q1 公司持续加大产品开发投入，研发费用率为 6.28%，同比提升 1.52 个百分点，环比提升 0.87 个百分点。

➢ 负极、隔膜未来持续扩产，业绩有望快速提升

负极：我们预计，公司 2021 年负极出货量将达到 9 万吨左右，2021 年底前将具有 10 万吨负极材料及其配套的石墨化、碳化加工的有效产能，自供比例持续提高，有望进一步稳定利润。公司还将投资不少于 80 亿建设四川紫宸 20 万吨一体化产能，未来 5 年负极一体化产能将达到 40 万吨。

隔膜：我们预计，2021 年将达到 20 亿平产能。未来公司将投资不超过 60 亿元用于 20 亿平基膜和涂覆一体化项目，2023 年规划产能达 35-40 亿平。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.59、15.95、22.01 亿元，同比分别增长 88.5%、26.7%、38.0%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 40、31、23 倍。参考 CS 新能车指数 114 倍 PE（TTM），考虑到下游需求释放，公司作为负极和隔膜龙头高速扩产满足需求，增长确定性较高，并通过一体化布局稳定利润，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

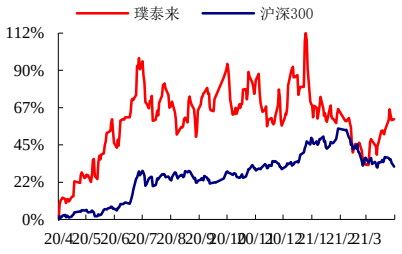
终端新能源车销量不及预期；竞争加剧影响公司盈利性。

推荐 首次评级

当前价格： 100.2 元

交易数据	2021-4-12
近 12 个月最高/最低(元)	132.6/62.9
总股本（百万股）	496
流通股本（百万股）	444
流通股比例（%）	89.48
总市值（亿元）	497
流通市值（亿元）	445

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证 S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

研究助理：李京波

执业证 S0100121020004

电话： 021-60876734

邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,281	7,132	9,711	14,022
增长率（%）	10.0	35.1	36.2	44.4
归属母公司股东净利润（百万元）	668	1,259	1,595	2,201
增长率（%）	2.5	88.5	26.7	38.0
每股收益（元）	1.52	2.54	3.22	4.44
PE（现价）	65.9	39.5	31.2	22.6
PB	5.6	4.9	4.2	3.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**5,281**	**7,132**	**9,711**	**14,022**
营业成本	3,613	4,822	6,658	9,677
营业税金及附加	41	55	75	108
销售费用	115	178	233	322
管理费用	212	287	390	564
研发费用	264	392	534	771
EBIT	1,036	1,398	1,821	2,579
财务费用	162	(17)	28	106
资产减值损失	(44)	0	0	(0)
投资收益	8	7	7	7
营业利润	**826**	**1,482**	**1,860**	**2,540**
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	**815**	**1,482**	**1,860**	**2,540**
所得税	89	163	205	279
净利润	727	1,319	1,655	2,261
归属于母公司净利润	**668**	**1,259**	**1,595**	**2,201**
EBITDA	**1,239**	**1,736**	**2,349**	**3,299**

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5030	2936	2534	283
应收账款及票据	1700	2140	2913	4206
预付款项	124	145	200	290
存货	2237	3657	4332	7066
其他流动资产	278	278	278	278
流动资产合计	**10373**	**10145**	**11280**	**14041**
长期股权投资	247	254	261	268
固定资产	2457	4457	6457	8457
无形资产	242	242	242	243
非流动资产合计	**4113**	**6792**	**9781**	**13078**
资产合计	**14486**	**16937**	**21061**	**27119**
短期借款	1228	1228	1228	1228
应付账款及票据	2255	2893	3995	5806
其他流动负债	65	65	65	65
流动负债合计	**5302**	**6433**	**7903**	**10499**
长期借款	0	0	1000	2200
其他长期负债	184	184	184	184
非流动负债合计	**269**	**269**	**1269**	**2469**
负债合计	**5571**	**6703**	**9172**	**12969**
股本	496	496	496	496
少数股东权益	1	61	121	181
股东权益合计	**8915**	**10234**	**11889**	**14150**
负债和股东权益合计	**14486**	**16937**	**21061**	**27119**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.0	35.1	36.2	44.4
EBIT 增长率	23.0	35.0	30.3	41.6
净利润增长率	2.5	88.5	26.7	38.0
盈利能力				
毛利率	31.6	32.4	31.4	31.0
净利润率	12.6	17.6	16.4	15.7
总资产收益率 ROA	4.6	7.4	7.6	8.1
净资产收益率 ROE	7.5	12.4	13.6	15.8
偿债能力				
流动比率	2.0	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.5	1.0	0.9	0.7
现金比率	1.1	0.6	0.4	0.1
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	100.9	95.0	93.0	91.0
存货周转天数	224.3	220.0	216.0	212.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
每股指标（元）				
每股收益	1.5	2.5	3.2	4.4
每股净资产	18.0	20.5	23.7	28.2
每股经营现金流	1.2	1.9	4.4	3.2
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	65.9	39.5	31.2	22.6
PB	5.6	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	30.6	22.6	17.2	13.0
股息收益率	0.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	727	1,319	1,655	2,261
折旧和摊销	247	338	528	720
营运资金变动	(500)	(734)	(68)	(1,515)
经营活动现金流	**571**	**959**	**2,178**	**1,585**
资本开支	750	3,010	3,510	4,010
投资	136	0	0	0
投资活动现金流	**(608)**	**(3,010)**	**(3,510)**	**(4,010)**
股权募资	4,597	0	0	0
债务募资	367	0	1,000	300
筹资活动现金流	**4,396**	**(43)**	**931**	**173**
现金净流量	**4,358**	**(2,094)**	**(401)**	**(2,252)**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于潇，于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。