

璞泰来 (603659.SZ) / 电力设备

证券研究报告/公司点评

2023年4月24日

评级：增持（维持）

市场价格：51.11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

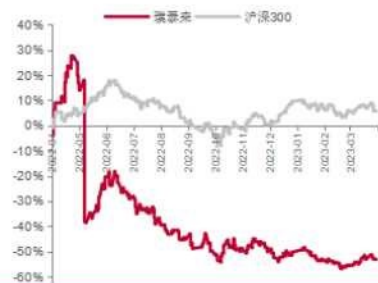
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,996	15,464	22,168	27,782	32,307
增长率 YoY%	70%	72%	43%	25%	16%
净利润（百万元）	1,749	3,104	3,813	5,092	6,002
增长率 YoY%	162%	78%	23%	34%	18%
每股收益（元）	1.26	2.23	2.74	3.66	4.32
每股现金流量	1.24	0.88	2.19	3.59	4.42
净资产收益率	16%	22%	21%	22%	21%
P/E	40.6	22.9	18.6	14.0	11.8
P/B	6.8	5.3	4.2	3.3	2.6

备注：股价取自 2023 年 4 月 21 日收盘价

基本状况

总股本（百万股）	1,391
流通股本（百万股）	1,387
市价（元）	51.11
市值（百万元）	71,085
流通市值（百万元）	70,912

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：公司发布 2023 年一季报**，实现营收 37.0 亿元，同比增长 18%；归母净利润 7.0 亿元，同比增长 10%；扣非净利润 6.8 亿元，同比增长 11%。
- 盈利能力略有下滑。现金流方面**，公司 2023 年一季度经营性现金流为 -4.95 亿元，同比下降 258%，环比下降 147%。主要原因为锂电池国内客户付款以银行票据结算为主，经营性票据净额较多。若合并经营性票据流和经营性现金流，合并计算的净额为正，同口径下同比上升。**盈利能力方面**，2023 第一季度毛利率为 34.3%，同比下降 11%，环比下降 4%。净利率为 21%，同比下降 3.45%，环比下降 1%。**费用率方面**，2023 年一季度销售、管理、财务和研发费用率分别为 1.5%、3.6%、0.8% 和 5.5%，同比增加 113%、22%、43% 和 -21%。
- 负极材料**。截至 2022 年年末，公司负极材料有效年产能 15 万吨，出货量 13.95 万吨，同比增加 49.15%。其四川紫宸一期 10 万吨一体化负极项目厂房等基础设施建设已基本完成，进入设备安装和调试阶段，预计 2023 年下半年投产。
- 基膜涂覆一体化**：截至 2022 年年末，公司涂覆隔膜及加工销量 43 亿平，基膜产能 5 亿 m²/年、纳米氧化铝及勃姆石 2 万吨/年、PVDF 0.6 万吨/年及涂覆隔膜加工 60 亿 m²/年。在隔膜基膜方面，四川卓勤一期 4 亿 m²基膜涂覆一体化项目设备安装调试已经完成，其隔膜产品正处于产品认证和逐步批量出货阶段；在涂覆粘结剂方面，东阳光氟树脂一期 1 万吨 PVDF 有望在 2023 年二季度建成投产。
- 盈利预测**：预计 23 年负极出货 25 万吨，涂覆膜出货 58 亿平，23Q2-Q3 会有基膜线投产。预计 23-24 年归母净利润 38、51 亿（前值为 41.8、52.3 亿），对应 PE 估值 18.6、14.0 倍，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。

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,405	6,948	12,808	19,811	营业收入	15,464	22,168	27,782	32,307
应收票据	276	395	495	576	营业成本	9,950	14,933	18,689	21,818
应收账款	3,996	5,551	6,735	7,735	税金及附加	96	138	139	129
预付账款	680	1,021	1,277	1,491	销售费用	196	288	389	420
存货	11,035	16,562	20,728	24,197	管理费用	621	842	1,028	1,131
合同资产	354	507	635	739	研发费用	921	1,219	1,445	1,680
其他流动资产	2,588	3,022	3,386	3,680	财务费用	-19	96	72	114
流动资产合计	24,980	33,499	45,429	57,489	信用减值损失	-68	-68	-68	-68
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-160	-160	-50	-50
长期股权投资	388	388	388	388	公允价值变动收益	6	6	6	6
固定资产	5,698	5,559	5,493	5,493	投资收益	28	28	28	28
在建工程	2,546	2,646	2,646	2,546	其他收益	177	177	200	300
无形资产	634	749	852	945	营业利润	3,684	4,636	6,138	7,234
其他非流动资产	1,452	1,636	1,783	1,901	营业外收入	7	8	8	8
非流动资产合计	10,718	10,977	11,162	11,272	营业外支出	20	20	20	20
资产合计	35,697	44,476	56,591	68,762	利润总额	3,671	4,624	6,126	7,222
短期借款	3,273	97	226	335	所得税	347	541	674	794
应付票据	3,029	4,546	5,690	6,642	净利润	3,324	4,083	5,452	6,428
应付账款	4,731	7,100	8,886	10,373	少数股东损益	220	270	361	425
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,104	3,813	5,091	6,003
合同负债	4,792	6,869	8,609	10,011	NOPLAT	3,307	4,168	5,516	6,529
其他应付款	793	793	793	793	EPS (按最新股本摊薄)	2.23	2.74	3.66	4.32
一年内到期的非流动负债	794	794	794	794					
其他流动负债	927	1,173	1,372	1,499	主要财务比率				
流动负债合计	18,338	21,371	26,369	30,447	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	2,930	4,873	6,816	8,759	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	71.9%	43.4%	25.3%	16.3%
其他非流动负债	460	460	460	460	EBIT增长率	80.5%	29.2%	31.3%	18.4%
非流动负债合计	3,390	5,333	7,276	9,219	归母公司净利润增长率	77.5%	22.8%	33.5%	17.9%
负债合计	21,728	26,704	33,645	39,666	获利能力				
归属母公司所有者权益	13,457	16,990	21,803	27,527	毛利率	35.7%	32.6%	32.7%	32.5%
少数股东权益	512	782	1,143	1,568	净利率	21.5%	18.4%	19.6%	19.9%
所有者权益合计	13,969	17,772	22,946	29,096	ROE	22.2%	21.5%	22.2%	20.6%
负债和股东权益	35,697	44,476	56,591	68,762	ROIC	20.1%	22.7%	22.1%	20.3%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	60.9%	60.0%	59.5%	57.7%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	53.4%	35.0%	36.2%	35.6%
经营活动现金流	1,223	3,041	4,987	6,152	流动比率	1.4	1.6	1.7	1.9
现金收益	3,876	4,845	6,225	7,276	速动比率	0.8	0.8	0.9	1.1
存货影响	-6,071	-5,527	-4,166	-3,469	营运能力				
经营性应收影响	-2,174	-1,855	-1,490	-1,245	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	2,794	3,886	2,929	2,440	应收账款周转天数	69	78	80	81
其他影响	2,799	1,691	1,489	1,150	应付账款周转天数	135	143	154	159
投资活动现金流	-3,043	-890	-850	-810	存货周转天数	289	333	359	371
资本支出	-3,105	-742	-738	-727	每股指标 (元)				
股权投资	-41	0	0	0	每股收益	2.23	2.74	3.66	4.32
其他长期资产变化	103	-148	-112	-83	每股经营现金流	0.88	2.19	3.59	4.42
融资活动现金流	3,925	-1,608	1,723	1,660	每股净资产	9.68	12.22	15.68	19.79
借款增加	4,706	-1,234	2,073	2,052	估值比率				
股利及利息支付	-513	-667	-846	-1,054	P/E	23	19	14	12
股东融资	347	0	0	0	P/B	5	4	3	3
其他影响	-615	293	496	662	EV/EBITDA	101	79	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。