

证券研究报告

公司研究

点评报告

杉杉股份(600884)

投资评级：买入

上次评级：买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号：S1500520090001

联系电话：010-83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

执业编号：S1500522020001

联系电话：18373169614

邮箱：zhangpeng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

一体化持续推进，龙头优势地位显著

2023年4月20日

- 公司发布2022年报，实现收入217.02亿元，同比增长4.84%；实现归母净利润26.91亿元，同比下降19.42%；实现扣非后归母净利润23.29亿元，同比上升23.53%。
- 人造石墨龙头地位稳固，石墨化自供率有望持续提升。根据鑫椽资讯数据，2022年公司负极材料人造石墨出货量蝉联全球第一，龙头地位进一步巩固。海外市场方面，公司海外销售量同比增长超过50%，涨幅高于海外需求增速。同时公司新型硅基材料实现海外客户的吨级供货，新的中大型项目已通过海外客户的测试和审核，海外客户认可度持续提升。此外，公司全力推进一体化产线战略布局，加快石墨化自给率提升与工艺升级。公司加速推进四川眉山和云南安宁一体化基地的扩产，并优先建设石墨产能，其中四川眉山基地一期石墨化产能已于2022年第三季度开始投试产，云南安宁基地一期项目计划于2023年第三季度投试产。
- 硬碳、硅基等新产品进一步推向市场，技术优势显著。1) 公司液相包覆技术持续迭代升级，采用新一代液相包覆技术的快充产品已独家供应头部动力电池企业，领先优势进一步扩大。2) 公司硅基负极产品在国内外应用同步取得较大突破，已实现在消费电子、动力市场的产业化应用。公司硅基产品不断迭代更新，其中硅氧负极产品第一、二代已实现批量供应，第三、四代硅氧产品开发、认证中；新一代高容量高首效的硅碳产品基础款开发完成，核心专利已获得国内授权并申请国际专利中。基于下游客户需求，公司规划了浙江宁波4万吨级硅基负极产能，其中一期1万吨产能已开始建设，预计2024年初投试产。3) 公司钠离子电池用硬碳负极产品的容量、高温和加工性能领先，已实现海内外客户的送样验证，国内客户已实现吨级销售。
- 偏光片综合实力领先，市占率持续突破。根据矢野经济研究所发布的数据显示，2022年公司偏光片全球市场份额从2021年的25%大幅增长至2022年的29%，持续保持全球第一，龙头地位进一步巩固。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别是33、38、42亿元，同比增长24%、14%和10%，截止4月19日的市值对应23-24年PE为11、10倍，维持“买入”评级。
- 风险因素：行业需求不及预期风险；原材料价格波动风险；新技术开发的风险。

重要财务指标		单位：百万元			
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,699	21,702	22,609	24,930	27,155
同比(%)	151.9%	4.8%	4.2%	10.3%	8.9%
归属母公司净利润	3,340	2,691	3,332	3,794	4,161
同比(%)	2320.0%	-19.4%	23.8%	13.8%	9.7%
毛利率(%)	25.0%	24.0%	27.0%	28.2%	27.2%
ROE(%)	17.6%	11.7%	12.6%	12.6%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	2.04	1.23	1.47	1.68	1.84
P/E(倍)	16.06	14.80	11.27	9.90	9.03
P/B(倍)	3.71	1.79	1.42	1.24	1.09
EV/EBITDA	16.61	10.51	8.25	6.94	6.02

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年4月20日收盘价

资产负债表						利润表					
		单位：百万元						单位：百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,978	18,943	23,109	24,746	27,742	营业总收入	20,699	21,702	22,609	24,930	27,155
货币资金	9,295	4,742	5,806	6,341	8,649	营业成本	15,519	16,487	16,496	17,893	19,760
应收票据	35	228	248	273	298	营业税金及附加	72	80	79	87	95
应收账款	3,959	4,695	6,184	6,474	6,676	销售费用	205	281	317	299	353
预付账款	837	1,392	1,402	1,521	1,680	管理费用	654	713	904	947	896
存货	3,043	5,030	6,324	6,860	7,035	研发费用	716	953	1,029	997	1,032
其他	1,808	2,856	3,144	3,278	3,405	财务费用	654	696	454	461	388
非流动资产	21,311	25,983	28,242	29,839	31,150	减值损失合计	-388	-138	-20	-20	-14
长期股权投资	6,325	6,917	6,917	6,917	6,917	投资净收益	2,389	888	633	249	272
固定资产(合计)	7,463	8,351	9,833	10,632	10,955	其他	-183	156	216	234	252
无形资产	1,627	1,758	1,838	1,915	1,990	营业利润	4,699	3,397	4,158	4,710	5,140
其他	5,895	8,956	9,653	10,375	11,288	营业外收支	-24	-2	2	2	2
资产总计	40,288	44,925	51,351	54,585	58,892	利润总额	4,674	3,395	4,160	4,712	5,142
流动负债	13,309	12,899	13,971	13,295	13,334	所得税	1,104	570	707	801	874
短期借款	4,339	3,928	4,950	3,000	2,400	净利润	3,570	2,825	3,453	3,911	4,268
应付票据	1,250	2,040	2,260	2,451	2,707	少数股东损益	231	134	121	117	107
应付账款	2,321	3,149	2,712	3,431	3,790	归属母公司净利润	3,340	2,691	3,332	3,794	4,161
其他	5,398	3,782	4,050	4,413	4,438	EBITDA	4,418	4,529	5,555	6,243	6,714
非流动负债	7,629	7,896	9,796	9,796	9,796	EPS(当年) (元)	2.04	1.23	1.47	1.68	1.84
长期借款	3,370	4,176	6,076	6,076	6,076						
其他	4,259	3,720	3,720	3,720	3,720	现金流量表					
负债合计	20,938	20,795	23,767	23,091	23,130						
少数股东权益	422	1,077	1,198	1,315	1,422	经营活动现金流	-364	506	1,379	5,594	5,743
归属母公司股东权益	18,928	23,053	26,386	30,179	34,340	净利润	3,570	2,825	3,453	3,911	4,268
负债和股东权益	40,288	44,925	51,351	54,585	58,892	折旧摊销	1,075	1,245	1,061	1,187	1,291
						财务费用	690	807	535	559	496
						投资损失	-2,389	-888	-633	-249	-272
						营运资金变动	-4,183	-3,734	-3,065	153	-72
						其它	872	251	28	33	32
						投资活动现金流	-3,540	-4,949	-2,702	-2,550	-2,339
						资本支出	-1,343	-4,245	-3,298	-2,798	-2,598
						长期投资	-3,279	-661	0	0	0
						其他	1,082	-43	596	248	259
						筹资活动现金流	10,047	-329	2,386	-2,509	-1,096
						吸收投资	3,242	3,210	0	0	0
						借款	10,592	11,595	2,922	-1,950	-600
						支付利息或股息	-590	-909	-535	-559	-496
						现金净增加额	6,116	-4,768	1,064	535	2,308

重要财务指标					
		单位：百万元			
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,699	21,702	22,609	24,930	27,155
同比(%)	151.9%	4.8%	4.2%	10.3%	8.9%
归属母公司净利润	3,340	2,691	3,332	3,794	4,161
同比(%)	2320.0%	-19.4%	23.8%	13.8%	9.7%
毛利率(%)	25.0%	24.0%	27.0%	28.2%	27.2%
ROE(%)	17.6%	11.7%	12.6%	12.6%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	2.04	1.23	1.47	1.68	1.84
P/E(倍)	16.06	14.80	11.27	9.90	9.03
P/B(倍)	3.71	1.79	1.42	1.24	1.09
EV/EBITDA	16.61	10.51	8.25	6.94	6.02

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2 年行业研究经验，2022 年 7 月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com

华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。