

杉杉股份(600884)

报告日期: 2023年04月22日

## 2022年业绩不及预期,一体化布局强化负极优势

### ——杉杉股份(600884)2022年年报点评

#### 投资事件

- 1) 2022年,公司实现总收入217.02亿元,同比增长4.84%;归母净利润26.91亿元,同比下降19.42%;扣非归母净利润23.29亿元,同比增长23.53%;毛利率24.03%,同比下降1.0个百分点;归母净利率12.40%,同比下降3.7个百分点。  
2) 2022年第四季度,公司营收58.61亿元,同比增长17.51%,环比增长25.70%,归母净利润4.82亿元,同比下降14.72%,环比下降11.93%;扣非归母净利润3.66亿元,同比下降33.54%,环比下降32.46%;毛利率19.73%,环比下降6.43个百分点;归母净利率8.23%,环比下降2.58个百分点。

#### 投资要点

- **产能快速释放带动负极销量同比高增,一体化、出海布局巩固龙头地位**  
22年公司负极实现营收80.58亿元,同比增长94.63%,主要系出货18.29万吨同比增长81.06%,海外持续突破销量同比增长超过50%(高于海外行业增速),人造石墨出货量蝉联全球第一,全球负极产量市占率达13.27%。22年单吨净利0.50万元/吨,同比下降15.36%,22年负极毛利率22.13%,同步下滑6.49个百分点,主要系石墨化外协加工价格受产能供需错配影响在上半年显著上升,石油焦、针状焦价格波动也影响毛利率。公司规划四川20万吨、云南30万吨一体化基地,总规划达70万吨,未来适时启动海外产能基地建设实现海外市场供应链本土化,强化全球龙头竞争力。
- **硅基、硬碳负极市场推广提速,深化上游焦类布局保供降本**  
1) 新型负极方面,公司目前硅基产品已经在消费、动力市场实现产业化,硅氧一二代实现批量供应,宁波4万吨硅基负极一期1万吨产能预计2024年初投试产,此外公司钠电用硬碳负极性能领先已送样海内外客户,国内实现吨级销售;2) 供应链布局方面,公司与上游焦类供应商展开深度合作,积极推进低成本焦的验证替代,保供降本;3) 生产工艺和设备方面,公司加快推进连续石墨化技术应用,大幅降低单吨石墨化能耗及成本,通过革新装备将形成国内首家石墨连续生产的大型工厂,有效提升设备利用率和自动化程度,降低单吨投资成本。
- **逆面板景气下行偏光片盈利提升,加强中小型偏光片开发力度实现全覆盖**  
22年偏光片实现营收103.30亿元,同比增长3.89%,销量12686万m<sup>2</sup>,同比增长11.94%,全球份额从21年的25%大幅增长至22年的29%,持续保持全球第一。通过工艺升级、效率提升,叠加原材料下降,在单价同比下滑7.19%下,单平盈利达10.99元/m<sup>2</sup>,同比增长4.03%,毛利率实现26.71%,同比增长2.12个百分点。目前公司广州、张家港、四川三地产线建设稳步推进中,通过持续夯实大尺寸产品竞争力,加强高端中小型偏光片的开发力度实现产品全面覆盖,深化与全球领先的面板制造商京东方、华星光电、LG显示、夏普等客户和合作关系,全球偏光片龙头地位将进一步巩固。
- **电解液业务受价格下行影响盈利下滑,非主营业务逐步完成剥离**  
公司电解液业务出货量小幅增长,但受行业价格下滑影响,收入和单吨净利分别同步下滑19.31%和64.89%。公司持续落实聚焦战略,专注核心主业发展,持续推进非核心业务的剥离,充电桩业务、储能业务、锂盐业务均已完成出售,23年2月完成电解液业务子公司衢州杉杉的51%股权出售交割,于23年4月完成光伏电站资产的出售协议签署。
- **盈利预测及估值**  
**下调盈利预测,维持“买入评级”。**公司是全球负极材料和偏光片头部供应商,负极产能和石墨化率稳步提升。考虑到产业链短期去库存和负极行业竞争因素,我们下调公司23-24年盈利预测,预计23-24年归母净利润为27.18、36.80亿元(23-24年下调前分别为44.71、53.94亿元),新增2025年归母净利润预测为44.86亿元,对应EPS为1.20、1.63、1.98元/股,当前股价对应的PE分别为14、10、8倍。维持“买入”评级。
- **风险提示**  
新能源车销量不及预期,市场竞争加剧,新产品开拓不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	21701.62	25289.61	32102.61	35485.30
(+/-)(%)	4.84%	16.53%	26.94%	10.54%
归母净利润	2691.26	2718.22	3679.82	4486.03
(+/-)(%)	-19.42%	1.00%	35.38%	21.91%
每股收益(元)	1.19	1.20	1.63	1.98
P/E	13.74	13.60	10.05	8.24
ROE(%)	12.38%	10.67%	12.80%	13.58%

资料来源:浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷  
执业证书号: S1230521120004  
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 黄华栋  
执业证书号: S1230522100003  
huanghuadong@stocke.com.cn

研究助理: 杨子伟  
yangziwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥16.33
总市值(百万元)	36,970.68
总股本(百万股)	2,263.97

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《回购计划彰显信心,新技术新产品同业领先——杉杉股份(600884)回购事件点评》  
2022.12.29
- 《盈利能力增强,一体化产能有序释放强化成本优势——杉杉股份(600884)三季报点评》  
2022.10.31
- 《负极一体化持续推进,新品放量可期——杉杉股份2022年三季报业绩预告点评》  
2022.10.25

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	18943	22174	27113	32939
现金	4742	9303	7284	17320
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6080	8588	10031	10550
其它应收款	492	387	407	427
预付账款	1392	1392	1392	1392
存货	5030	1301	6797	2048
其他	1207	1202	1202	1202
<b>非流动资产</b>	25983	27102	27804	27187
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	6917	6917	6917	6917
固定资产	8350	10987	12489	12824
无形资产	1758	1672	1565	1455
在建工程	4879	3439	2720	1860
其他	4078	4086	4113	4131
<b>资产总计</b>	44925	49276	54918	60126
<b>流动负债</b>	12899	14049	15326	15327
短期借款	3928	4125	4331	4548
应付款项	5189	6142	7214	6998
预收账款	161	161	161	161
其他	3621	3620	3620	3620
<b>非流动负债</b>	7896	8400	8901	9399
长期借款	4176	4676	5176	5676
其他	3720	3724	3725	3723
<b>负债合计</b>	20795	22449	24227	24726
少数股东权益	1077	1212	1396	1619
归属母公司股东权益	23053	25615	29295	33781
<b>负债和股东权益</b>	44925	49276	54918	60126

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	506	6366	(481)	10418
净利润	2825	2854	3863	4710
折旧摊销	1125	929	1369	1680
财务费用	696	638	686	687
投资损失	(888)	(355)	(517)	(674)
营运资金变动	(1300)	(1446)	(390)	(758)
其它	(1952)	3746	(5492)	4774
<b>投资活动现金流</b>	(4949)	(1705)	(1558)	(412)
资本支出	(3813)	(2025)	(2031)	(1042)
长期投资	(592)	0	0	0
其他	(545)	320	473	629
<b>筹资活动现金流</b>	(329)	(99)	20	30
短期借款	(411)	196	206	217
长期借款	806	500	500	500
其他	(724)	(796)	(686)	(687)
<b>现金净增加额</b>	(4772)	4561	(2019)	10035

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	21702	25290	32103	35485
营业成本	16487	19943	25510	27862
营业税金及附加	80	93	119	131
营业费用	281	202	225	248
管理费用	713	632	770	852
研发费用	953	1012	1188	1313
财务费用	696	638	686	687
资产减值损失	148	0	0	0
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	888	355	517	674
其他经营收益	168	174	174	174
<b>营业利润</b>	3397	3297	4295	5241
营业外收支	(2)	60	250	300
<b>利润总额</b>	3395	3357	4545	5541
所得税	570	504	682	831
<b>净利润</b>	2825	2854	3863	4710
少数股东损益	134	135	183	224
<b>归属母公司净利润</b>	2691	2718	3680	4486
EBITDA	4956	4834	6487	7779
EPS (最新摊薄)	1.19	1.20	1.63	1.98

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.84%	16.53%	26.94%	10.54%
营业利润	-27.69%	-2.95%	30.26%	22.02%
归属母公司净利润	-19.42%	1.00%	35.38%	21.91%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.03%	21.14%	20.53%	21.48%
净利率	13.02%	11.28%	12.03%	13.27%
ROE	12.38%	10.67%	12.80%	13.58%
ROIC	8.85%	8.45%	9.96%	10.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.29%	45.56%	44.12%	41.12%
净负债比率	48.13%	47.69%	47.10%	49.05%
流动比率	1.47	1.58	1.77	2.15
速动比率	1.08	1.49	1.33	2.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.54	0.62	0.62
应收账款周转率	4.72	4.00	4.00	4.00
应付账款周转率	6.03	5.50	5.50	5.50
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.19	1.20	1.63	1.98
每股经营现金	0.22	2.81	-0.21	4.60
每股净资产	10.18	11.31	12.94	14.92
<b>估值比率</b>				
P/E	13.74	13.60	10.05	8.24
P/B	1.60	1.44	1.26	1.09
EV/EBITDA	10.19	8.80	7.01	4.67

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>