

业绩基本符合预期，打造锂电+偏光片“双引擎”



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——杉杉股份 2020 年半年度报告点评

事件

杉杉股份发布 2020 年半年度报告，2020 年上半年，公司实现营业收入 32.10 亿元，同比减少 27.71%；归属于上市公司股东的净利润 1.00 亿元，同比减少 54.30%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净亏损 2720.56 万元，去年同期则为净利润 1.62 亿元；基本每股收益 0.080 元。

点评

❖ 业绩基本符合预期，二季度明显回暖

受疫情影响与下游终端需求疲软等因素影响，今年上半年公司实现扣非归属母公司的净利润-2,720.56 万元，同比下降 116.83%，各项业务的归属母公司的净利润均出现一定程度下滑，其中锂电材料业务 3,219.77 万元 (yoy-82.44%)，能源管理服务业务 911.31 万元 (yoy-25.73%)，其他新能源业务亏损 -4,875.76 万元 (同比减亏 564.77 万元)，服装业务亏损 4,927.68 万元 (yoy-871.58%)。但从单季度表现看，Q2 公司业绩明显改善，单季度实现营业收入 19.88 亿元，环比增长 62.64%，同比下降 17.48%，但同比降幅较 Q1 明显收窄。随着疫情影响减弱、新能源汽车需求回暖，下半年公司锂电业务有望进一步回暖。

❖ 正极业务：钴酸锂销量逆市上扬，三元业务疲软

上半年正极材料销量出现一定下滑，杉杉能源实现销售量 9,040 吨，同比下降 11%。其中，因消费电子景气度较高，公司钴酸锂销量逆市上扬、稳中有增，同比增长 7%；疫情影响下，国内新能源汽车产销下滑明显，动力电池装机量骤减，公司三元材料销量同比下降 23%。此外，上半年原材料钴和锂的价格持续下降，叠加下游需求低迷、行业竞争加剧，使得正极材料售价同比下降，影响盈利水平。

❖ 负极业务：海外订单坚挺，包头一期投产提升公司竞争力

公司负极材料业务以动力为主，受国内新能源汽车市场产销量大幅下降的影响，销量出现明显下滑。上半年公司负极业务实现销售量 19,287 吨，同比下降 15%；实现主营业务收入 9.53 亿元，同比下降 27.33%；归属母公司的净利润 2,491.06 万元，同比下降 75.35%。但负极材料的海外订单表现亮眼，凭借公司性能领先的高容量快充材料以及疫情期间稳定的供货能力，2020 年上半年海外客户销售量实现同比正增长。此外，公司内蒙古包头项目一期 4 万吨产线已全部拉通，随着下半年包头项目的逐步上量，凭借包头的电价优势以及公司行业领先的箱体炉石墨化技术，预计将有效降低委外比例和产品成本，提升综合竞争力。

❖ 投资能力卓越，参与宁波银行定增浮盈超 50%

公司的投资能力出色，当前持有的金融股权投资主要为稠州银行、宁波银行和洛阳钼业，均取得较好的分红收益和资本利得。今年上半年，公司全资子公司杉杉创投通过单一资产管理计划，以 21.07 元/股的价格认购宁波银行非公开发行 A 股股票 1898 万股，截至 8 月 24 日收盘，宁波银行股价为 33.37 元/股，

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	制造/汽车
报告时间	2020/8/24
前收盘价	11.84 元
公司评级	增持评级

分析师

黄博

证书编号：S1100519090001
huangbo@cczq.com

张天楠

证书编号：S1100520070001
zhangtiannan@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

本次投资浮盈已高达 58.38%。

❖ 拟收购 LG 偏光片业务，打造双轮驱动新引擎

公司是国内唯一横跨正极、负极和电解液三大锂电材料的生产企业，现已形成正极 6 万吨、负极 12 万吨、电解液 4 万吨的产能规模，是国内最大的锂电材料综合供应商之一，产能规模、技术水平、客户质量、市场份额均处于行业领先水平。对于现有锂电材料业务，公司短期内首要战略是加快提高产能利用率，稳步提高市场份额，巩固并不断提高公司在锂电材料行业的市场地位。同时，公司正加速推进对 LG 偏光片业务的收购进程，若上市公司顺利完成收购，有望打造新的利润增长点，形成“锂电材料”+“LCD 偏光片”双轮驱动。拟收购标的公司 2019 财年实现营业收入约 98.86 亿元，为上市公司 2019 年营业收入的 113.89%，收购完成后，将大幅增厚上市公司的收入和利润体量，提升公司的核心竞争力。

❖ 长期成长空间无虞，维持“增持”评级

不考虑收购影响，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 81.5、98.8、111.2 亿元；归属母公司股东净利润分别为 3.09、4.29、5.46 亿元；EPS 分别为 0.19、0.26、0.34 元/股，对应当前 PE 分别为 62、45、35 倍。我们看好公司的长期成长空间，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**收购进展不及预期；锂电材料业务不及预期；存货跌价等。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	8680	8148	9880	11119
+/-%	-2%	-6%	21%	13%
归属母公司股东净利润(百万)	270	309	429	546
+/-%	-76%	15%	39%	27%
EPS(元)	0.17	0.19	0.26	0.34
PE	71.44	62.29	44.92	35.28

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/8/24

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	FALSE	13246	14433	15367
现金	2307	6306	6463	6448
应收账款	2972	2679	3261	3683
其他应收款	169	187	222	247
预付账款	404	380	450	506
存货	1289	1570	1762	1999
其他流动资产	-7141	2124	2275	2484
非流动资产	15171	13043	12897	13338
长期投资	2658	2446	2546	2532
固定资产	4782	5115	5013	4695
无形资产	747	930	1122	1311
其他非流动资产	6984	4552	4216	4800
资产总计	25016	26289	27330	28705
流动负债	8579	8431	8905	9438
短期借款	3547	3254	3300	3326
应付账款	1549	1586	1909	2099
其他流动负债	3483	3591	3695	4013
非流动负债	2816	3886	3809	3835
长期借款	1603	2603	2603	2603
其他非流动负债	1213	1283	1206	1232
负债合计	11395	12317	12714	13274
少数股东权益	1798	1975	2220	2532
股本	1123	1628	1628	1628
资本公积	4091	3586	3586	3586
留存收益	5058	6783	7182	7685
归属母公司股东权益	11823	11997	12395	12899
负债和股东权益	25016	26289	27330	28705

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	886	4399	285	396
净利润	375	486	674	859
折旧摊销	467	477	526	550
财务费用	272	335	279	279
投资损失	-217	-200	-200	-200
营运资金变动	-176	356	-546	-526
其他经营现金流	165	2945	-448	-565
投资活动现金流	-1033	-1078	289	-156
资本支出	1915	0	0	0
长期投资	-689	1079	-330	129
其他投资现金流	194	1	-41	-27
筹资活动现金流	79	679	-418	-255
短期借款	600	-293	47	26
长期借款	496	1000	0	0
普通股增加	0	505	0	0
资本公积增加	3	-505	0	0
其他筹资现金流	-1020	-28	-465	-281
现金净增加额	-66	4000	156	-15

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8853	8680	8148	9880	11119
营业成本	6897	6839	6579	7925	8799
营业税金及附加	57	46	51	59	65
营业费用	428	493	426	525	594
管理费用	478	489	453	552	620
财务费用	274	272	335	279	279
资产减值损失	-136	-87	-103	-98	-100
公允价值变动收益	-1	-1	0	0	0
投资净收益	1091	217	200	200	200
营业利润	1537	373	607	838	1062
营业外收入	8	8	8	8	8
营业外支出	11	28	22	24	23
利润总额	1534	353	593	822	1047
所得税	286	-22	107	148	188
净利润	1248	375	486	674	859
少数股东损益	132	105	177	245	312
归属母公司净利润	1115	270	309	429	546
EBITDA	2159	1112	1419	1643	1892
EPS (元)	0.99	0.24	0.19	0.26	0.34

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.0%	-2.0%	-6.1%	21.3%	12.5%
营业利润	24.4%	-75.8%	62.9%	38.1%	26.7%
归属于母公司净利润	24.5%	-75.8%	14.7%	38.7%	27.3%
获利能力					
毛利率(%)	22.1%	21.2%	19.3%	19.8%	20.9%
净利率(%)	12.6%	3.1%	3.8%	4.3%	4.9%
ROE(%)	10.4%	2.3%	2.6%	3.5%	4.2%
ROIC(%)	15.8%	6.5%	7.8%	9.1%	10.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6%	45.6%	46.9%	46.5%	46.2%
净负债比率(%)	55.81%	55.84%	59.65%	57.42%	55.43%
流动比率	1.16	1.15	1.57	1.62	1.63
速动比率	0.89	0.99	1.38	1.41	1.41
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.36	0.32	0.37	0.40
应收账款周转率	3	3	3	3	3
应付账款周转率	4.22	4.01	4.20	4.53	4.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.17	0.19	0.26	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.54	2.70	0.18	0.24
每股净资产(最新摊薄)	6.58	7.26	7.37	7.61	7.92
估值比率					
P/E	17.28	71.44	62.29	44.92	35.28
P/B	1.80	1.63	1.61	1.56	1.49
EV/EBITDA	10	20	16	14	12

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004