

投资评级：增持(首次)

杉杉股份(600884)

## 拟并购 LG 偏光片，锂电材料巨轮再起

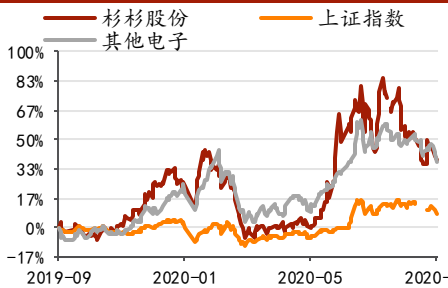
## 市场数据 2020-09-24

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 10.34       |
| 一年内最低/最高(元) | 10.07/16.46 |
| 市盈率         | 111.6       |
| 市净率         | 1.47        |

## 基础数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 净资产收益率(%) | 2.40  |
| 资产负债率(%)  | 45.6  |
| 总股本(亿股)   | 16.28 |

## 最近12月股价走势



## 联系信息

|                          |              |
|--------------------------|--------------|
| 龚斯闻                      | 分析师          |
| SAC 证书编号: S0160518050001 | 021-68592229 |
| gsw@ctsec.com            |              |
| 付正浩                      | 联系人          |
| fuzhenghao@ctsec.com     | 021-68592272 |
| 周森顺                      | 联系人          |
| zhoums@ctsec.com         | 021-68592219 |
| 林煜                       | 联系人          |
| liny@ctsec.com           | 021-68592290 |

## 相关报告

- 《杉杉股份(600884):业务增长稳健,成长空间广阔》 2019-04-28
- 《特斯拉深度报告:国产化引燃改变》 2020-03-26
- 《锂电正极专题报告:三元高景气,NCM811拔头筹》

## ● 杉杉锂电材料全国布局,全面发展名列前茅

杉杉最早布局锂电材料板块,负极、正极、电解液全面发展。公司在全国拥有六处负极生产基地,已建成产能15.40万吨/年,出货量仅次于贝特瑞,列行业第二;杉杉开发的高电压钴酸锂已经进入一线厂商供应链,同时加快高镍三元正极的研发生产,已经拥有4.12万吨 NCM、NCA 和前驱体等产能,整体出货量在正极企业中名列前茅;电解液板块实行垂直一体化的产能布局,六氟磷酸锂和溶剂齐头并进,同时建设衢州和东莞工厂,拥有2000吨六氟磷酸锂和4.00万吨溶剂的产能,产品扩展高端市场,进入海外一线企业客户供应链,随着终端需求增长有望迎来高速增长。

## ● 拟并购 LG 化学 LCD 偏光片,补齐国产偏光片短板

LG 化学是全球 LCD 偏光片的龙头,市占率 28%,全球第一,产能分布在亚太区域,中国 LCD 偏光片产业虽然大,但是不强,尚未完全国产化替代,杉杉股份拟并购偏光片材料,有望补齐国内产业短板,填补公司此领域空白,夯实公司长期发展基础。LG 化学偏光片板块业务 2019 年营收 89.54 亿元,净利润 6.23 亿元,收购估值约为 12 倍,若成功收购,有望显著增厚公司利润,成为公司新的增长极。

## ● 服装、投资业务经营稳健,为公司锦上添花

服装板块是公司传统强项,十分稳健,板块毛利稳持在 40%以上,并且持续建设品牌,扩宽网络销售渠道,继续促进板块发展;金融板块投资了宁波银行、稠州银行、洛阳钼业及类金融业务,投资回报率丰厚,2019 年收到现金分红总计 1.30 亿,显著增厚公司利润。

**投资建议与评级:** 公司电池材料板块有望企稳回升,新投产产能有望步入放量阶段,考虑公司尚未并购 LG 化学 LCD 偏光片业务,相应财务数据按未并表处理。预计公司 2020-2022 年营业收入为 80.01 亿元、97.01 亿元、106.72 亿元,净利润分别为 3.26 亿元、4.50 亿元、5.45 亿元,对应 EPS 分别为 0.20、0.28、0.33,给予公司“增持”评级。

**风险提示:** 新能源产业发展不及预期,并购项目进展不及预期。

表 1:公司财务及预测数据摘要

|                | 2018A | 2019A  | 2020E | 2021E | 2022E  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万)       | 8,853 | 8,680  | 8,001 | 9,701 | 10,672 |
| 增长率            | 7.0%  | -2.0%  | -7.8% | 21.3% | 10.0%  |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 1,115 | 270    | 326   | 450   | 545    |
| 增长率            | 24.5% | -75.8% | 20.9% | 38.0% | 21.1%  |
| 每股收益(元)        | 0.69  | 0.17   | 0.20  | 0.28  | 0.33   |
| 市盈率(倍)         | 15.3  | 63.4   | 52.4  | 38.0  | 31.3   |

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1、公司概况：成功转型新能源，锂电材料全面开花         | 4  |
| 1.1 服装企业成功转型新能源，全产业链布局塑造新能源标杆   | 4  |
| 2、发力新能源材料板块，跻身行业前茅              | 7  |
| 2.1 能源材料板块布局早，成长快               | 7  |
| 2.2 锂离子电池产业发展迅速，产业链迎来历史机遇       | 8  |
| 2.3 负极材料一马当先，快速发展壮大             | 9  |
| 2.4 正极：高压钴酸锂技术领先，积极布局高镍三元扩产     | 14 |
| 2.5 电解液：打造“无人工厂”提升核心竞争力         | 18 |
| 2.6 新能源汽车和能源管理稳步向好              | 22 |
| 3、拟并购 LG 化学偏光片，非新能源板块又添新动能      | 24 |
| 3.1 拟收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务，又一增长极 | 24 |
| 3.2 服装与投资稳健发展，有望锦上添花            | 26 |
| 4、盈利预测与投资建议                     | 28 |
| 5、风险提示                          | 28 |

## 图表目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程             | 4  |
| 图 2：公司 2019 年主营业务拆分    | 4  |
| 图 3：新能源板块业务占比拆分        | 4  |
| 图 4：公司业务布局             | 5  |
| 图 5：公司与实际控制人之间的产权及控制关系 | 6  |
| 图 6：公司营业收入及同比增速        | 6  |
| 图 7：公司归母净利润及同比增速       | 6  |
| 图 8：2017-2019 公司主营业务分解 | 7  |
| 图 9：公司新能源业务营收及同比增速     | 7  |
| 图 10：全球三种锂离子电池出货量      | 8  |
| 图 11：全球锂电出货量及同比增速      | 9  |
| 图 12：全球锂电市场规模及同比增速     | 9  |
| 图 13：主要锂电材料市场空间        | 9  |
| 图 14：公司负极材料产品          | 10 |
| 图 15：杉杉负极主要生产基地        | 10 |
| 图 16：公司负极材料营收及同比增速     | 11 |
| 图 17：公司负极材料毛利率情况       | 11 |
| 图 18：2018 年国内人造石墨市场格局  | 13 |
| 图 19：2019 年国内人造石墨市场格局  | 13 |
| 图 20：公司钴酸锂研发方向         | 15 |

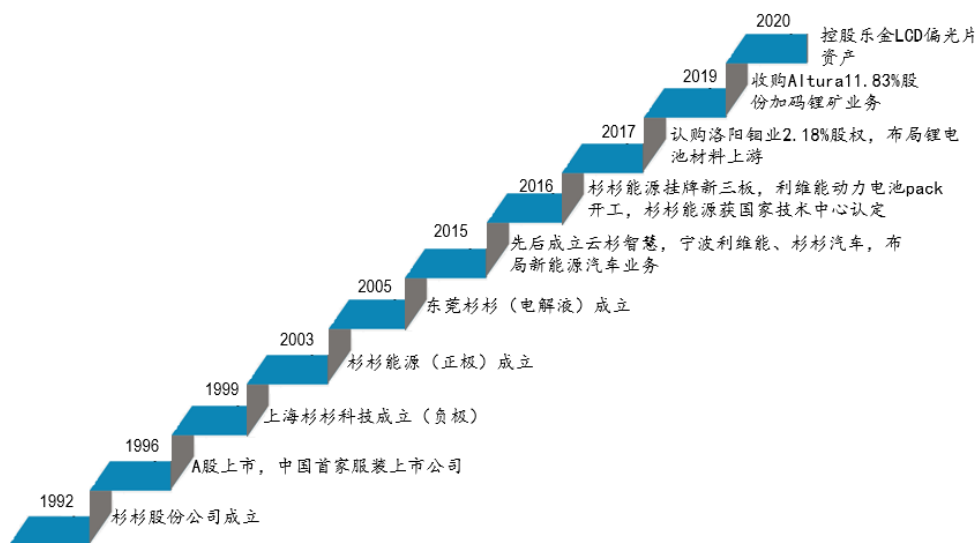
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 21: 2019 年全球主要企业钴酸锂产量情况 .....       | 15 |
| 图 22: 2018 年钴酸锂正极材料企业市场份额 .....       | 16 |
| 图 23: 2019 年钴酸锂正极材料企业市场份额 .....       | 16 |
| 图 24: 2018 年三元正极企业市占率 .....           | 17 |
| 图 25: 2019 年三元正极企业市占率 .....           | 17 |
| 图 26: 公司电解液营收及同比增速 .....              | 19 |
| 图 27: 公司电解液毛利率情况 .....                | 19 |
| 图 28: 2015-2019 年公司电解液产销情况 .....      | 19 |
| 图 29: 2018 年国内电解液竞争格局 .....           | 21 |
| 图 30: 2019 年国内电解液竞争格局 .....           | 21 |
| 图 31: 衢州杉杉六氟磷酸锂车间 .....               | 21 |
| 图 32: 衢州杉杉电解液车间 .....                 | 21 |
| 图 33: 2015-2018 年新能源汽车营收及同比增速 .....   | 22 |
| 图 34: 2012-2019 年 5 月国内公共充电桩保有量 ..... | 23 |
| 图 35: 至 2019 年 5 月国内公共充电桩竞争格局 .....   | 23 |
| 图 36: 公司光伏设备合作供应商 .....               | 23 |
| 图 37: 公司光伏研发优势 .....                  | 23 |
| 图 38: LG 化学旗下 LCD 偏光片交易结构 .....       | 24 |
| 图 39: 标的资产所覆盖产业链范围 .....              | 25 |
| 图 40: 偏光片各厂家产能占比 .....                | 25 |
| 图 41: 全球 TFT-LCD 销售额及增速 .....         | 26 |
| 图 42: 杉杉品牌服装营业收入及同比增速 .....           | 27 |
| 图 43: 杉杉品牌服装毛利率情况 .....               | 27 |
| 图 44: 公司投资营业收入及同比增速 .....             | 27 |
| 图 45: 公司投资毛利率情况 .....                 | 27 |
| <br>                                  |    |
| 表 1: 公司财务及预测数据摘要 .....                | 1  |
| 表 2: 主要负极企业产能及规划 .....                | 11 |
| 表 3: 锂电负极材料各种性能指标对比 .....             | 12 |
| 表 4: 上海杉杉部分人造石墨产品规格 .....             | 12 |
| 表 5: 国内硅碳负极材料布局进展 .....               | 13 |
| 表 6: 公司正极材料主要产品类型及应用场合 .....          | 14 |
| 表 7: 杉杉能源三元材料及三元前驱体产能情况 .....         | 17 |
| 表 8: 主要企业三元正极产能 .....                 | 18 |
| 表 9: 2018 年中国锂电材料年度竞争力排行 .....        | 18 |
| 表 10: 电解液企业下游客户 .....                 | 20 |

## 1、公司概况：成功转型新能源，锂电材料全面开花

### 1.1 服装企业成功转型新能源，全产业链布局塑造新能源标杆

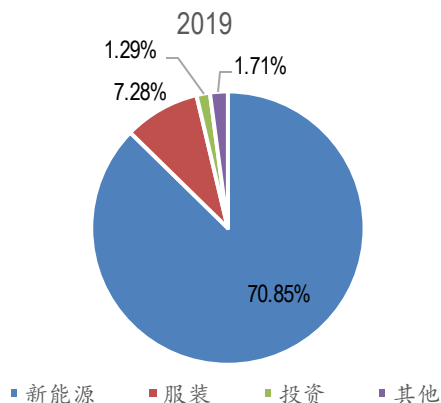
宁波杉杉股份有限公司成立于1992年，于1996年上交所上市，是中国服装业第一家上市企业。公司从1999年开始转型进军新能源产业领域，先后布局负极材料、正极材料和电解液等锂电材料，现在公司拥有四大主营业务板块：包括1. 新能源板块的正极材料(34.34%)、负极材料(23.78%)、电解液(5.35%)、光伏(6.21%)、新能源汽车(1.14%)、储能(0.03%); 2. 服装(7.28%); 3. 投资(1.29%); 4. 其他(1.71%) (2019年营收占比)。公司经过多年经营发展，现已成为全球规模最大的锂电池材料供应商，并致力于成为全球新能源产业的标杆企业。

图 1：公司发展历程



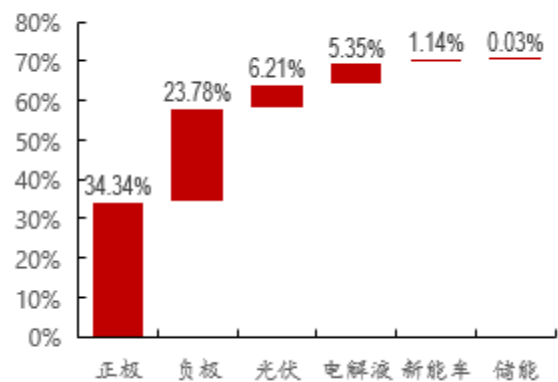
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：公司 2019 年主营业务拆分



数据来源：wind，财通证券研究所

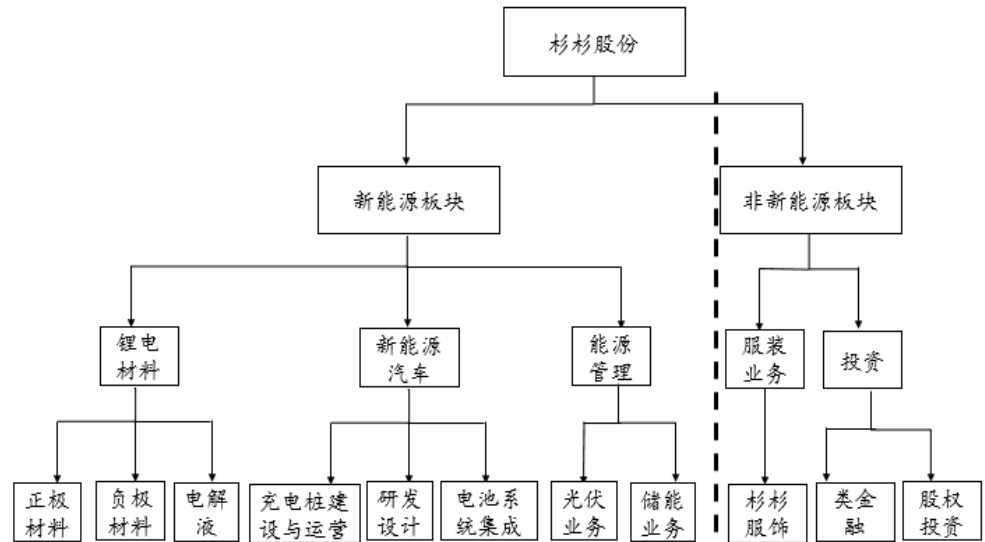
图 3：新能源板块业务占比拆分



数据来源：wind，财通证券研究所

新能源领域布局齐头并进，材料与能源并驾齐驱。上海杉杉于 1999 年成立，最早开展锂电负极材料业务，并逐步扩展到正极材料、电解液等业务，公司在 2003 年进军锂电正极材料市场，2005 年投身电池电解液领域。能源板块：2015 年开拓能源板块，包括电池系统集成、充电桩建设、整车研发与定制、能源管理。同时，公司向上游原材料端进行整合，2017 年与洛阳钼业开展合作。此外，公司开拓新的领域，于 2007 年公司进入创投行业，在 2012 年扩展为投资和类金融业务。公司现以新能源为主体，服装和金融服务的业务模式。

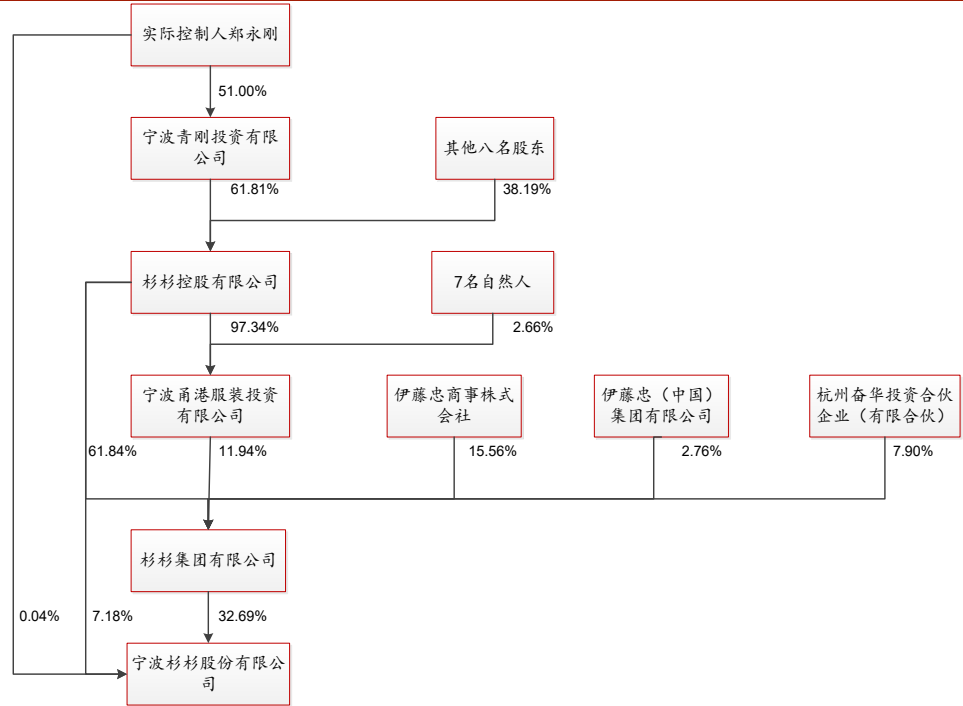
图 4：公司业务布局



数据来源：公司网站，财通证券研究所

股权结构优化，股权集中。公司第一大控股股东为杉杉集团，持股 23.79%，第二大股东为杉杉控股，持股 16.09%，实际控制人则是郑永刚先生，现任杉杉控股董事局主席。2019 年 7 月，杉杉控股将所持有的杉杉股份 100,000,000 股份转让给杉杉集团。此次收购旨在梳理公司股权架构，提高管理决策效率，实现产业专业化发展，收购完成后，公司控股股东仍为杉杉集团，持股比例达 32.69%，杉杉控股以 7.18% 的持股比例成为第二大股东。

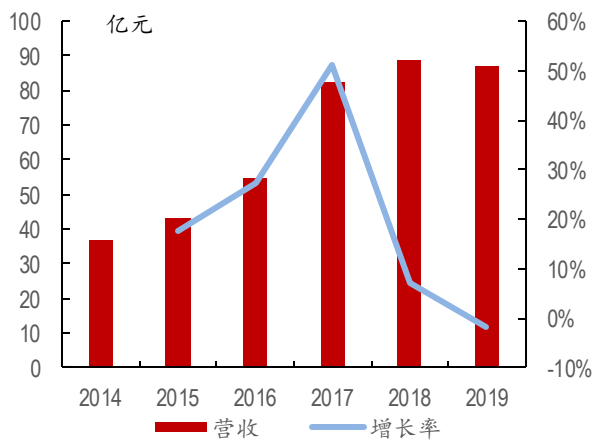
图 5：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源：公司公告，财通证券研究所

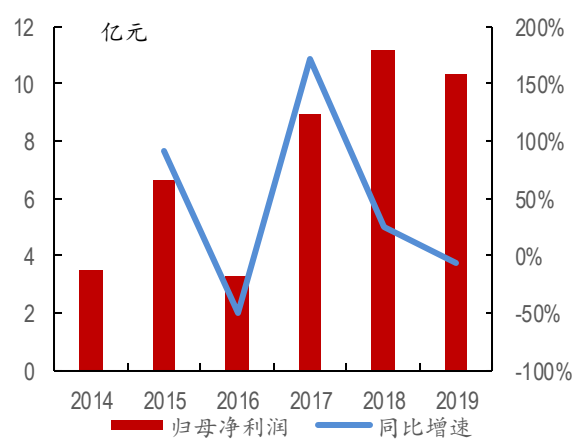
公司经营业绩持续稳定增长。2019 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 86.80 亿元和 10.36 亿元（2019 年净利润按更改前的会计准则进行计算），2014-2019 年期间公司整体经营业绩稳定增长，近 5 年公司营业收入与归母净利润 CAGR 分别为 18.86%和 24.38%。其中由于公司 2016 年减持了部分宁波银行的股票，导致投资净收益大幅减少，加之管理费用增加致使当年净利润下滑。

图 6：公司营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 7：公司归母净利润及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

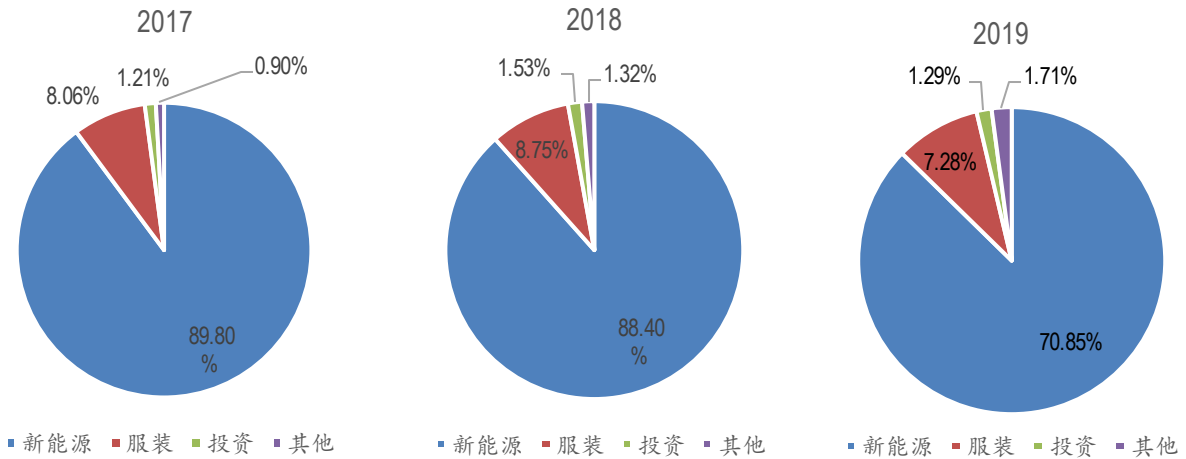
## 2、发力新能源材料板块，跻身行业前茅

### 2.1 能源材料板块布局早，成长快

公司坚持以新能源产业为战略核心，聚焦新能源业务。公司最早于1999年开拓负极材料业务，已经成功开发出四款负极材料，在全国六大基地布局负极材料生产基地，建成总产能15.4万吨/年。同时扩展正极、电解液业务等。

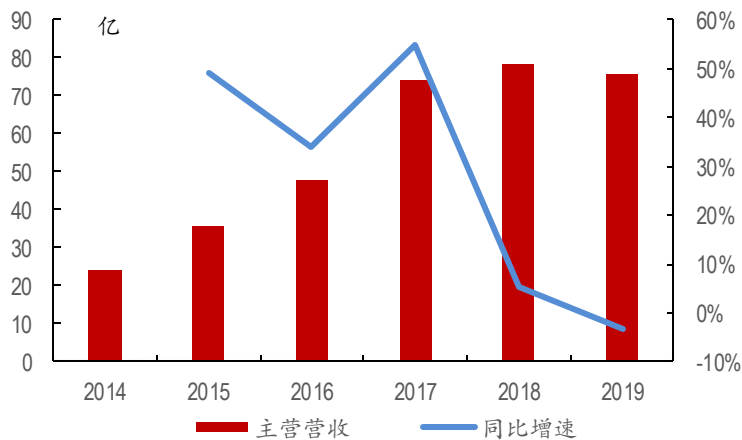
2017-2019年新能源业务占比均在70%以上，新能源产业业务收入成为公司的主要业绩支撑点。其中2019年锂电材料营收75.80亿元，公司注重新产品研发，整体研发投入高达4.12亿元，占2019年营收比例近4.75%。随着全球电动汽车以及消费市场和工业储能市场的需求向好，凭借锂电材料市场快速发展，公司有望进入新的增长期。

图8：2017-2019公司主营业务分解



数据来源：wind，财通证券研究所

图9：公司新能源业务营收及同比增速



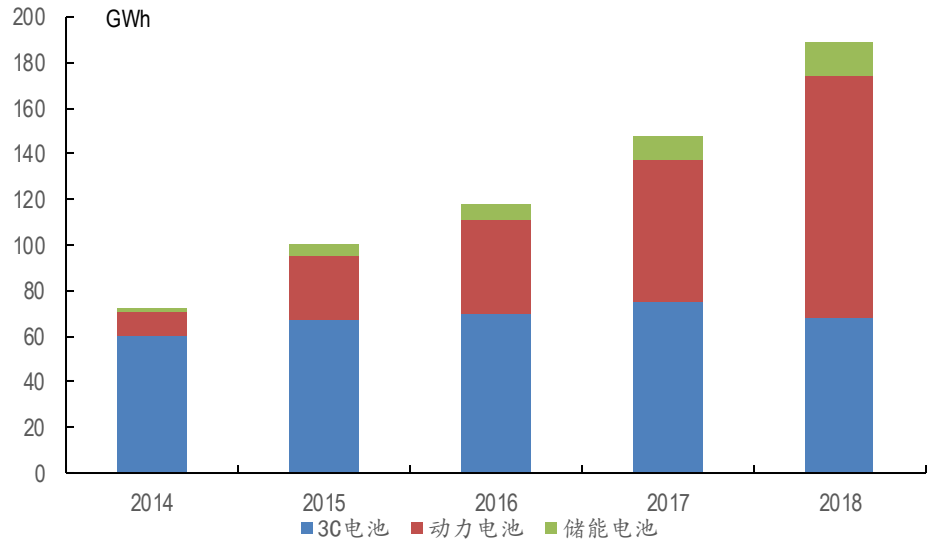
数据来源：wind，财通证券研究所



## 2.2 锂离子电池产业发展迅速，产业链迎来历史机遇

锂离子电池经过三十多年的发展，已经广泛的应用于消费电子、新能源汽车和储能等领域。从需求端数据来看，在新能源汽车壮大之前，消费电子用锂电池出货量是市场主导，随着新能源车快速发展，动力电池的比重越来越大，已经成为锂离子电池市场的主导。在能预期未来，锂离子电池随着新能源车行业的发展，在储能市场的增长和替代，其发展空间巨大，逐渐成为一个万亿市值的赛道。

图 10：全球三种锂离子电池出货量



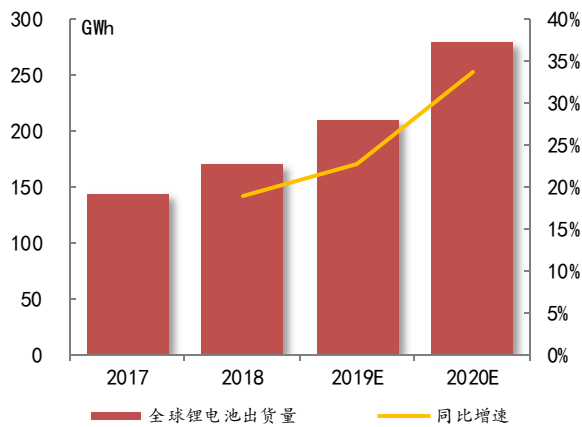
数据来源：GGII，财通证券研究所

锂离子电池整体行业还处在成长阶段，整个行业的出货量还在攀升，整体产业链还在壮大。预计今年全球锂电池出货量达 280GWh，全球市场规模有望达到 435 亿美元。从整个行业发展周期来看，3C 消费锂电池出货量相对稳定；储能处于萌芽时期，体量小但增速较快；动力电池迈入快速增长期，体量大增速快，目前全球新能源车渗透率不足为 2.4%，即将迎来快速增长期，预测到 2025 年全球 3C 锂离子电池出货量 100GWh，2025 年，全球新能源车渗透率 15%，新能源车销量 1200 万辆，对应动力锂离子电池出货量 600GWh，储能根据年均 35%复合增长率，到 2025 年，出货量有望达到 90GWh。全球锂离子电池的出货量有望达 790GWh，整个产业链市场空间将达 7500 亿元。

从整个产业链产值来看，2025 年正极空间将超过 2250 亿、负极约 525 亿，电解液约 825 亿元。

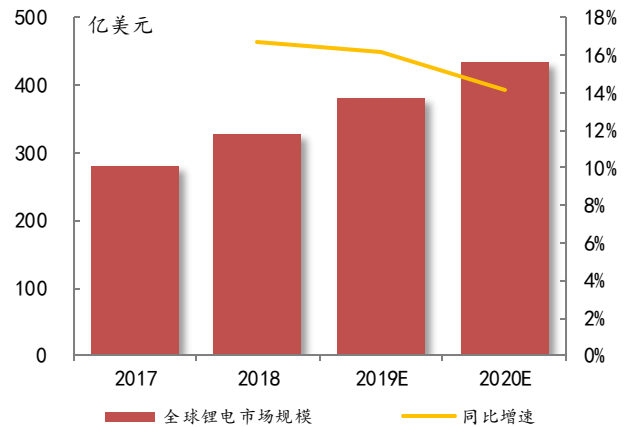


图 11：全球锂电出货量及同比增速



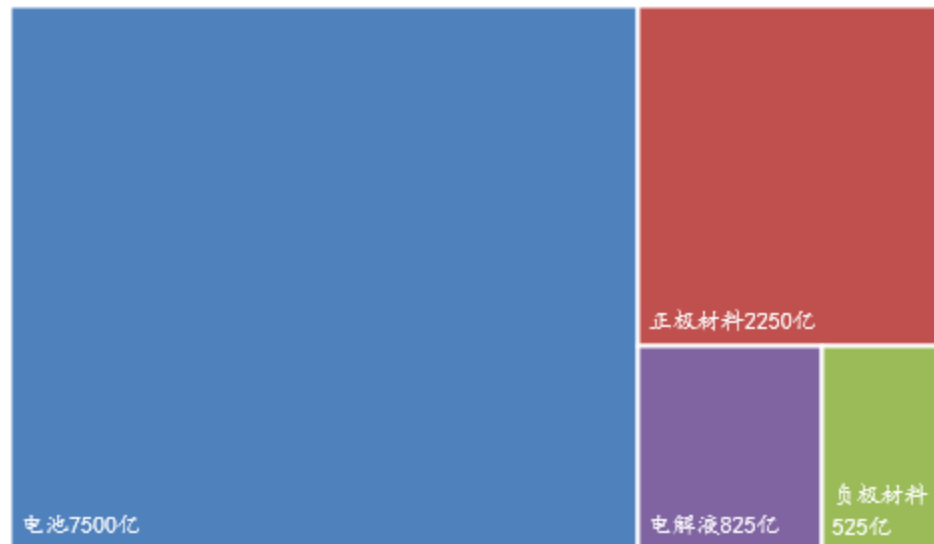
数据来源：GGII，财通证券研究所

图 12：全球锂电市场规模及同比增速



数据来源：GGII，财通证券研究所

图 13：主要锂电材料市场空间

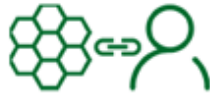


数据来源：根据数据预测，财通证券研究所

### 2.3 负极材料一马当先，快速发展壮大

公司是国内首批进入锂离子电池材料市场的企业，并率先布局负极材料，近年来公司业务发展迅速，已经成功开发出四款负极材料，并在上海、宁波、湖州、郴州、宁德、内蒙古等六地设有生产基地，建成总产能 15.4 万吨/年，总体规划产能 19.4 万吨/年。

图 14：公司负极材料产品



人造石墨

主要应用于高能量密度和高功率密度的 3C 数码、电动汽车用动力电池和储能领域。



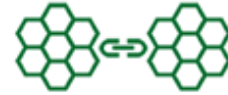
天然石墨

主要应用于高能量密度和高功率密度的 3C 数码、电动汽车用动力电池，以 3C 为主。



硅基负极

主要应用于高能量密度电动汽车用动力电池。



复合石墨

为满足客户的特殊需求，主要应用于 3C 数码、电动汽车用动力电池和储能领域，以 3C 为主。

数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 15：杉杉负极主要生产基地

产能布局



数据来源：公司官网，财通证券研究所

负极材料是影响锂电池能量密度的主要因素之一，目前按照材料类别分为碳材料和非碳质材料。碳材料负极进一步分类为天然石墨负极、人造石墨负极、中间相碳微球（MCMB）、软炭（如焦炭）负极、硬炭负极、碳纳米管、石墨烯、碳纤维等；其他非碳负极材料主要分为硅基及其复合材料、氮化物负极、锡基材料、钛酸锂、合金材料等。公司锂电池负极材料产品包括人造石墨、天然石墨、中间相碳微球、复合石墨及硅基负极材料，其中人造石墨产品处于行业领先地位。

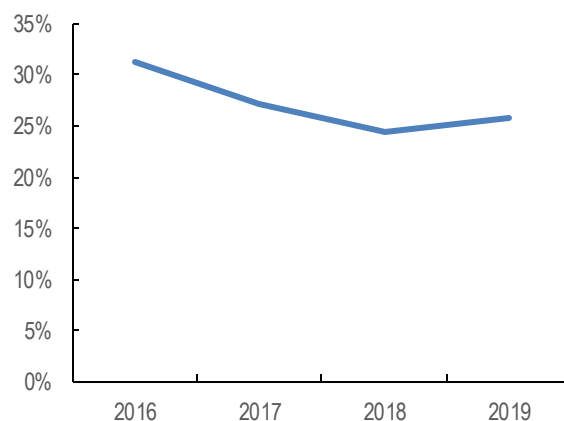
负极业务增长稳健，毛利率有望回升。2014-2019年，公司负极营业收入实现稳健增长，5年复合增速达20.6%，2018年公司负极营业收入为19.4亿元。2018年由于负极原材料成本的增加导致公司负极毛利率有所承压，较去年降低了2.78个百分点至24.41%。2018年公司启动内蒙古包头年产10万吨负极材料一体化一期项目，预计2019年中建成并逐步投产，有望缓解负极前端有效产能不足的局面。内蒙古包头一期项目从原材料加工、生料加工、石墨化、碳化到成品加工一体化生产，依托包头电费的低价优势，可大幅降低生产成本，公司负极产品毛利率有望企稳回升，有利于进一步增强负极材料业务的盈利能力和竞争优势。

图 16：公司负极材料营收及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 17：公司负极材料毛利率情况



数据来源：wind，财通证券研究所

表 2：主要负极企业产能及规划

| 企业   | 2017年产能 (万吨) | 2018年产能 (万吨) | 2019-2020年规划产能  | 主要客户                               |
|------|--------------|--------------|---|------------------------------------|
| 贝特瑞  | 5.8          | 5.8          | 江苏金坛规划负极产能8万吨，预计19年可释放1万吨。<br>山西在建3万吨人造石墨负极产能，预计19年可释放1万吨 | 三星、LG、日本松下、索尼、ATL、力神、比克、比亚迪、国轩高科   |
| 杉杉股份 | 3.8          | 3.8          | 包头扩建10万吨，2.4万吨将于19年2季度投产<br>宁德扩建5万吨。                      | LG、SONY、CATL、ATL、力神电池、比克电池、比亚迪、哈光宇 |
| 璞泰来  | 2            | 3            | 溧阳募投项目争取1年半达产，预计能到2019年能够达到5万吨产能。<br>内蒙古扩建2万吨，预计2020年释放。  | ATL、CATL、三星、LGC、比亚迪、力神、中航锂电、珠海光宇   |
| 中科星城 | 1.2          | 1.7          | 预计贵州进一步释放1万吨。   | 远东福斯特、比亚迪、星恒电源、湖北金泉、浙江超威           |
| 东莞凯金 | 1.2          | 2.5          | 广东河源扩建1.5万吨，预计将在19年释放                                     | CATL、力神、江苏天鹏、鹏辉能源                  |
| 翔丰华  | 1.5          | 2            | 福建三明预计2019年释放1万吨。   | 比亚迪、鹏辉、卓能电池                        |
| 江西正拓 | 1.7          | 1.7          |   | 深圳华粤宝、中山天贸、宁波维科比克                  |
| 深圳斯诺 | 1.5          | 1.5          | 内蒙古可释放1万吨   | 远东福斯特、迪凯特、沃特玛                      |

数据来源：真锂研究，财通证券研究所

**人造石墨：**目前市场上主流负极石墨产品主要包括天然石墨与人造石墨两大类。天然石墨虽具备成本和比容量优势，但循环寿命低，不适用于一些高端的应用场景，如智能手机、电动汽车等，因此人造石墨在动力电池及高端消费类电池领域的优势凸显出来。

**表 3：锂电负极材料各种性能指标对比**

| 负极材料   | 比容量<br>(mAh/g) | 首次效率 | 循环寿命     | 快充特征 |
|--------|----------------|------|----------|------|
| 天然石墨   | 340-370        | 90%  | >1000 次  | 一般   |
| 人造石墨   | 310-360        | 93%  | >1000 次  | 一般   |
| 中间相炭微球 | 300-340        | 94%  | >1000 次  | 一般   |
| 钛酸锂    | 160-170        | 99%  | >30000 次 | 最好   |
| 硅碳复合材料 | >1000          | 84%  | 300-500  | 差    |
| 负极材料   | 比容量<br>(mAh/g) | 首次效率 | 循环寿命     | 快充特征 |

数据来源：真锂研究。财通证券研究所

在 3C 数码领域，公司开发的 LKP 系列具有大容量、高压实、低膨胀的特点。在动力用领域，公司人造石墨产品处于行业领先地位，兼顾高能量密度与快充特性的人造石墨 QCG 系列和 LA 系列受到国内客户的青睐，并对海外动力电池厂商实现大批量供货。大容量且高低温性能优异的 EV7 系列已对国内主流动力电芯企业实现大批量供货。

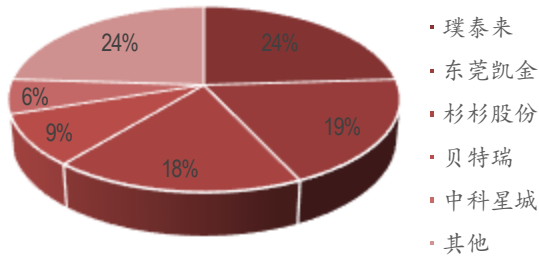
**表 4：上海杉杉部分人造石墨产品规格**

|               | 产品形态    | 真密度<br>g/cm <sup>3</sup> | 振实密度<br>g/cm <sup>3</sup> | 比表面积<br>m <sup>2</sup> /g | 灰分<br>% | 容量<br>mAh/g | 效率<br>% | 压实密度<br>g/cm <sup>3</sup> |
|---------------|---------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|---------|-------------|---------|---------------------------|
| 大容量产品-LA 系列   | LA1     | 2.25                     | 1.03                      | 1.9                       | 0.01    | 356.2       | 93.5    | 1.60-1.70                 |
| 大容量产品-LK 系列   | LK-P    | 2.25                     | 0.93                      | 1.8                       | 0.01    | 360.5       | 94      | 1.70-1.80                 |
| CE 数码类快充产品    | LKP-H   | 2.25                     | 0.94                      | 0.9                       | 0.01    | 357.8       | 93.2    | 1.65-1.75                 |
| xEV 产品-高倍率    | CAG-3MT | 2.21                     | 1.22                      | 1.5                       | 0.02    | 336.1       | 93.6    | 1.35-1.45                 |
| xEV 产品-高倍率兼低温 | EP7-H   | 2.22                     | 0.98                      | 1.7                       | 0.01    | 349.9       | 92      | 1.45-1.55                 |
| 大容量产品-LA 系列   | LA1     | 2.25                     | 1.03                      | 1.9                       | 0.01    | 356.2       | 93.5    | 1.60-1.70                 |

数据来源：公司官网，财通证券研究所

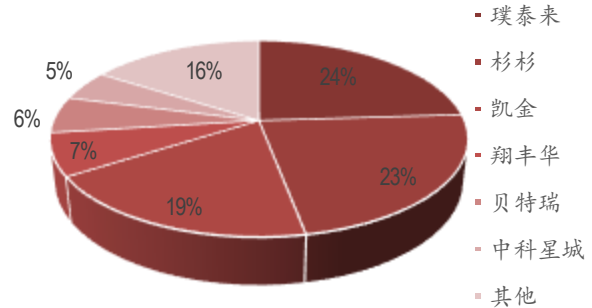
**负极材料三足鼎立，公司市占率稳步提升。**人造石墨负极材料形成“三大”竞争格局：贝特瑞、杉杉股份、璞泰来。公司在 2018 年和 2019Q1 年人造石墨市占率分别为 18%和 23%，市场份额增大。随着动力电池市场的高速发展，高端人造石墨供不应求。凭借公司在人造石墨领域深厚的技术积淀，我们认为公司 2019 年将全力发起动力类市场的份额争夺战，继续拉大与其他厂商市场份额的差距。

图 18：2018 年国内人造石墨市场格局



数据来源：GGII, 财通证券研究所

图 19：2019 年国内人造石墨市场格局



数据来源：GGII, 财通证券研究所

**硅碳负极：**伴随着国内新能源汽车的高速发展态势，加快提升电池能量密度、增强续航能力是大势所趋。根据《汽车产业中长期发展规划》，到 2020 年，动力电池单体比能量达到 300Wh/kg 以上，力争实现 350Wh/kg，系统比能量力争达到 260Wh/kg。正极选用高镍三元 NCM811、NCA，负极搭配高比容量硅碳材料是最佳出路，目前，多家材料厂商和电池厂商纷纷布局硅碳负极，公司硅碳负极已达到量产程度，且向多个客户送样测试，并取得了小批量订单。硅碳新材料方面，液相包覆硅氧、纳米硅、高容量硬碳等已开发成功。

表 5：国内硅碳负极材料布局进展

| 公司   | 布局进展  |
|------|---|
| 贝特瑞  | 硅碳负极材料 2017 年出货 1000 吨，第一代 BSCN、BISO、SIO-C 已经实现批量供货，第二代硅碳 BLSN 产品已经进入量产阶段；第三代高容量、高效率 CSC3 也已经完成小试，目前已经进入中试阶段。 |
| 上海杉杉 | 2017 年完成中试，2018 年计划实现量产，达到 2000 吨/年的产能。   |
| 江西紫宸 | 计划投资 50 亿元在在江苏溧阳建隔膜、负极材料等项目，包括与中科院物理所合作量产硅碳负极材料项目。  |
| 国轩高科 | 公司表示已经掌握硅基负极材料表面改性及材料预锂化等关键技术，硅碳负极产线预计将于 2018 年开工建设，有望于 2019 年投产。   |
| 比亚迪  | 目标是 2018 年电池比能量密度达到 240wh/kg，负极采用氧化硅或者纳米硅。  |
| 江西正拓 | 规划 2018 年实现量产，4000 吨/年的产能。  |
| 深圳斯诺 | 2017 年实现小规模供货，规划 2018 年量产。  |

数据来源：真锂研究，财通证券研究所

**战略收购湖州创亚，布局硅碳负极量产可期。**公司于 2017 年 4 月收购湖州创亚，并于 2019 年 3 月将其更名为湖州杉杉新能源科技有限公司。原湖州创亚成立于 2004 年，是一家国家级高新技术企业，公司一直致力于锂离子电池负极材料研

发、生产及销售，拥有世界一流研发及检测装备，如扫描电镜及能谱仪、X-射线衍射仪、比表面及孔径分析仪、电化学工作站等以及完整的锂离子电池制作测试线。

公司硅碳负极分为两个研究方向：硅基和硅氧基。其中硅基项目还在小试阶段；硅氧基项目已在中试阶段。目前公司研发的高容量类负极材料克容量达到 365mAh/g，现有成品产能达 10000 吨/年，碳化改性加工能力 3000 吨/年。伴随未来湖州杉杉不断进行技术创新提升材料性能，公司在全球锂离子电池负极材料领导者的霸主地位将得以巩固。

#### 2.4 正极：高压钴酸锂技术领先，积极布局高镍三元扩产

**高电压钴酸锂：**近年来，随着智能手机和平板电脑等智能终端的快速发展，元器件呈现高性能、轻薄化的发展趋势，对锂离子电池的能量密度提出越来越高的要求。钴酸锂材料作为第一代商品化的锂电池正极材料，具有较好的电化学性能和加工性能，电池体积比能量相对较高，但成本高，循环寿命低，安全性差。钴酸锂目前在手机和笔记本电脑及其它便携式电子设备有着广泛的应用。

**表 6：公司正极材料主要产品类型及应用场合**

|      |           |   |
|------|-----------|---|
| 正极材料 | 钴酸锂       | 主要应用于 3C 数码类锂电池产品，以及航模、无人机等产品所使用的小型锂电池。 |
|      | 镍钴锰三元材料   | 主要应用于 3C 数码类锂电池产品、动力电池及储能用锂电池。          |
|      | 锰酸锂       | 主要应用于对能量密度要求相对不高的锂电池。                   |
|      | 镍钴铝三元材料   | 对能量密度要求较高的动力电池为主。                       |
|      | 三元正极材料前驱体 | 用于烧结加工制造镍钴锰三元正极材料，为配套公司镍钴锰三元正极材料生产所用。   |

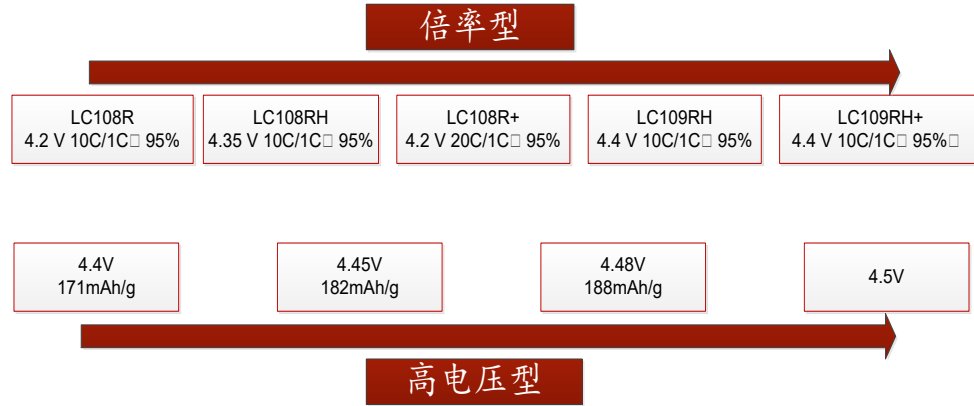
数据来源：公司年报，财通证券研究所

公司在高电压钴酸锂方面一直保持全球领导者的地位，公司产品 4.45V 钴酸锂具备高电压条件下高安全、耐高温、与浮充性能好等明显优势，采用自动化、智能化生产线进行批量稳定生产，降低了单位产品能耗、单位产品制造成本，保证产品的一致性和可靠性。目前代表钴酸锂行业商业化量产产品最高技术水平的 4.45V 高电压钴酸锂在 2018 年已经实现小批量的供货，预计在 2019 年将实现销量较大增长。2019 年 5 月 7 日，公司举行“全球首款 4.45V 高电压 LCO 正式大批量生产”投产仪式，成为全球首家成功开发 4.45V 钴酸锂并实现规模化生产的企业。此外，公司 4.48V 高电压钴酸锂已经完成产品的工艺定型，并且已批量送样给下游客户。公司钴酸锂研究方向朝着倍率型和高电压两个方向进行，伴



随可穿戴设备、VR 设备、智能家居等新兴应用领域的出现叠加 5G 时代的来临，高电压钴酸锂产销量的增长有利于带动公司业绩持续增长。

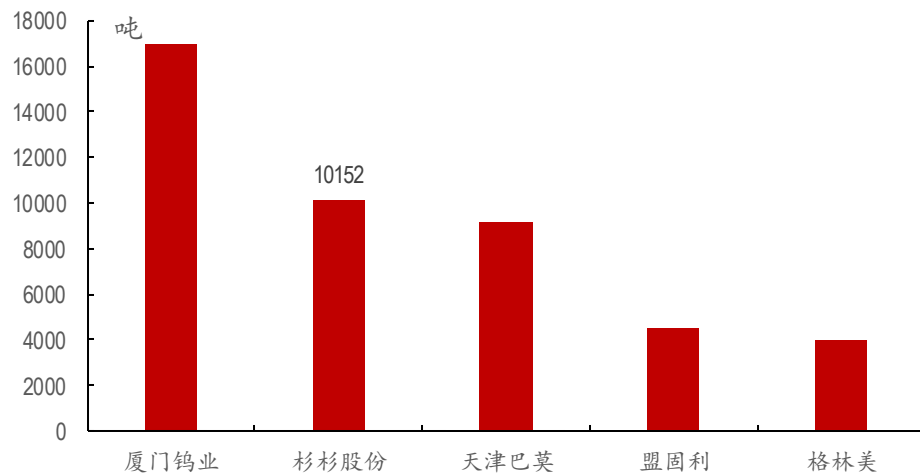
图 20：公司钴酸锂研发方向



数据来源：公司年报，财通证券研究所

2019 年全球钴酸锂正极材料市场出货量 7.9 万吨，同比增长 17.9%，其中中国市场产出量为 5.6 万吨，产销位居全球第一。杉杉公司钴酸锂正极材料产量居全球前列，2019 年产量已经超过 1 万吨。2017 年国内钴酸锂正极材料市场 CR3 为 70%，2018 年 CR3 为 56%，2019 年 CR3 为 64.4%。2019 年钴酸锂材料企业市场份额主要集中在厦门钨业、杉杉能源、天津巴莫。公司现有钴酸锂产能 1.2 万吨，2018-2019 年公司钴酸锂市场份额分别占据 16%和 18%，排名稳居前三。预计随着下游市场进一步打开，高端钴酸锂产品的放量有望夺得市场前排席位，公司高电压钴酸锂技术优势明显，市占率将会进一步提升。

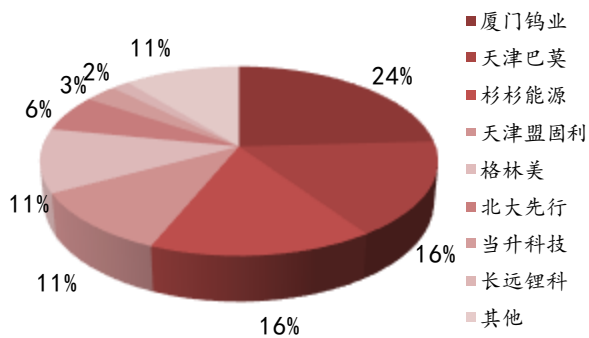
图 21：2019 年全球主要企业钴酸锂产量情况



数据来源：GGII，财通证券研究所

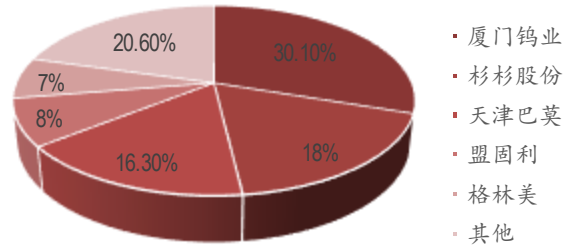


图 22：2018 年钴酸锂正极材料企业市场份额



数据来源：GGII，财通证券研究所

图 23：2019 年钴酸锂正极材料企业市场份额

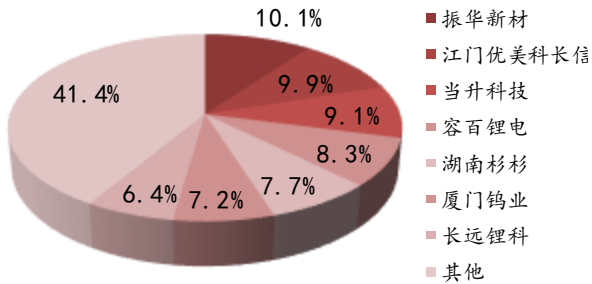


数据来源：GGII，财通证券研究所

**高镍三元正极：**随着新能源汽车市场化程度不断提高，新能源乘用车已成为拉动动力电池需求的主要引擎，叠加国家补贴的持续退坡，倒逼车企和动力电池企业的技术朝高能量密度发展。三元高镍化趋势明显，高镍正极材料已成为动力电池的主流方向，未来市场前景广阔。公司拥有长循环、高温性能优异的单晶 523、单晶 622 产品，现已经实现大规模应用；更高性能的镍 81 和镍 83 产品也已批量销售；公司重点开发的 NCMA 多元材料目前处于小试阶段。公司高镍产线采用进口辊道窑炉和回转窑炉，是国内首家使用回转窑炉进行二次烧结的企业。

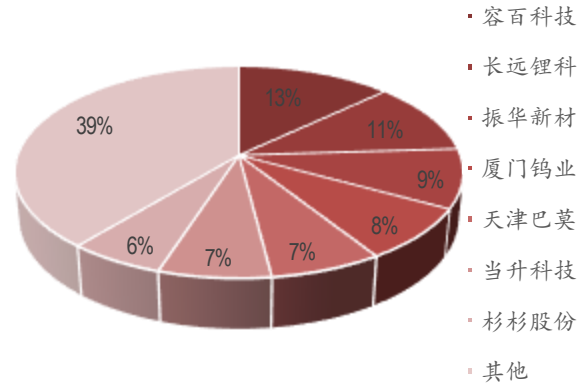
**三元正极行业格局分散，扩产能绑定大客户是关键。**2017 年我国三元正极材料 CR3 为 31.6%，CR5 近 47.1%，2018 年 CR3 为 29.1%，CR5 为 45.1%，排名前三的厂商之间市占率相差较小。三元正极材料行业集中度较低，行业格局较为分散，主要原因在于：一是普通三元技术壁垒低，新进入者较多；二是国家政策的导向，高能量密度的三元材料能让新能源车提升续航，下游厂商进而获得更多补贴；三是下游需求市场的打开，电池厂商和材料厂商竞相布局三元正极材料，产业链各大厂商竞争异常激烈。我们认为，未来正极材料分散的竞争格局将会重组，积极绑定下游优质大客户并具有高镍三元技术和产能优势的厂商将会占据市场主要。

图 24：2018 年三元正极企业市占率



数据来源：真锂研究，财通证券研究所

图 25：2019 年三元正极企业市占率



数据来源：GGII，财通证券研究所

扩张高镍产能，抢占市场份额。公司在宁夏石嘴山市启动了年产 7200 吨高镍三元及前驱体项目，并已于 2018 年 3 月陆续投产。2018 年 1 月启动了 10 万吨高能量密度锂离子电池正极材料项目，其中一期一阶段 1 万吨产能已于 2018 年年底陆续投试产，为未来有效产能的释放和市场份额的提高奠定了坚实的基础。2019 年 4 月，杉杉股份控股同意杉杉能源投资约 15.8 亿元人民币兴建锂离子电池高镍正极材料项目，设计综合产能 2.88 万吨/年，项目建成后，公司高镍生产能力将会显著提高，生产规模进一步扩大，有利于加快提升市场份额，行业龙头优势愈发明显。

表 7：杉杉能源三元材料及三元前驱体产能情况

| 产品类型  | 基地项目                | 产品             | 产能 (吨)                    | 工程进度                        |
|-------|---------------------|----------------|---------------------------|-----------------------------|
|       | 长沙麓谷工厂              | 三元材料           | 5000                      | 已投产                         |
|       | 宁夏石嘴山一期项目           | 三元材料           | 5000                      | 2016 年投产                    |
| 三元材料  | 宁乡一期产线项目、宁乡二期三元产线项目 | 三元材料、高镍三元材料    | 12000(二期月产 100 吨高镍三元材料项目) | 一期于 2015 年投产；二期于 2017 年陆续投产 |
|       | 宁夏石嘴山二期项目           | NCM622、811、NCA | 7200                      | 2018 年 3 月投产                |
|       | 长沙一期一阶段项目           | 钴酸锂、高镍三元材料     | 10000                     | 部分产线试投产                     |
|       | 杉杉能源锂离子电池高镍正极材料项目   | NCM811、NCA     | 28800                     | -                           |
| 三元前驱体 | 宁夏石嘴山一期项目           | 三元前驱体          | 5000                      | 2016 年投产                    |
|       | 宁夏石嘴山二期项目           | 高镍三元前驱体        | 7200                      | 2018 年 3 月投产                |

数据来源：公司公告，财通证券研究所

**表 8：主要企业三元正极产能**

| 厂商   | 现有产能<br>(万吨) | 规划新增产能<br>(万吨) | 主要客户                         |
|------|--------------|----------------|------------------------------|
| 杉杉能源 | 4.12         | 10             | ATL、比亚迪、LG、力神电池、哈光宇等         |
| 厦门钨业 | 3.65         | 2              | 松下、CATL、三星 SDI、LG 等          |
| 长远锂科 | 3.5          | 10             | 比亚迪、CATL、力神电池、创明、亿纬锂能        |
| 振华新材 | 3            | 3              | ATL、CATL、比亚迪、微宏动力等           |
| 当升科技 | 1.6          | 11.8           | 比亚迪、三星、LG、比克、孚能、卡耐等          |
| 容百锂电 | 1.7          | 11.5           | 比克、三星 SDI、LG、ATL 等           |
| 天津巴莫 | 3.4          | /              | 比亚迪、力神电池、三星、LG、哈光宇、维科精华等     |
| 北大先行 | 2.5          | /              | CATL、ATL、哈工大、力神、维科精华等        |
| 格林美  | 2            | 2              | 三星 SDI、ECOPRO、桑顿、容百科技、振华、捷威等 |

数据来源：真锂研究，财通证券研究所

公司的新能源业务板块涵盖正极、负极、电解液、储能、光伏、新能源汽车，是国内唯一一家同时涵盖正极、负极和电解液三大锂电主材的生产企业。公司目前产能规模、技术水平、市场份额、客户质量均处于行业领先水平。根据 2018 年度中国锂电新能源产业链年度竞争力品牌榜单，公司正极、负极和电解液业务子公司湖南杉杉能源科技股份有限公司、上海杉杉科技有限公司、东莞市杉杉电池材料有限公司分别位列正极、负极和电解液榜单的第一名、第二名和第四名。

**表 9：2018 年中国锂电材料年度竞争力排行**

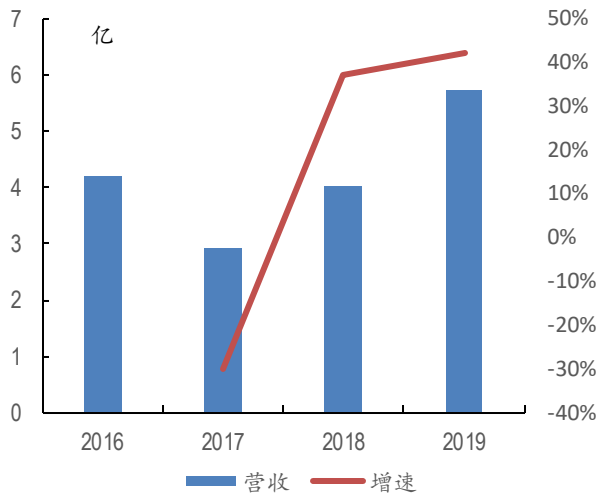
| 序号 | 正极材料        | 负极材料        | 电解液         |
|----|-------------|-------------|-------------|
| 1  | <b>杉杉能源</b> | 贝特瑞         | 新宙邦         |
| 2  | 厦门钨业        | <b>上海杉杉</b> | 天赐材料        |
| 3  | 容百科技        | 江西紫宸        | 国泰华荣        |
| 4  | 当升科技        | 中科星城        | <b>东莞杉杉</b> |
| 5  | 格林美         | 江西正拓        | 香河昆仑        |

数据来源：财通证券研究所

## 2.5 电解液：打造“无人工厂”提升核心竞争力

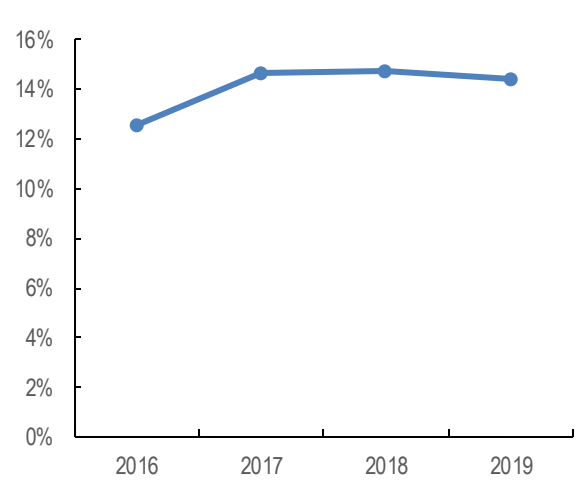
2018 年，公司电解液业务营收达到 4.03 亿元，同比增速为 37.1%。公司近 3 年电解液毛利率逐渐升高，2018 年毛利率达到 14.8%，较去年增加 0.07 个百分点。未来随着公司高端电解液产品占比持续提升，毛利率有望继续上升。

图 26：公司电解液营收及同比增速



数据来源：wind, 财通证券研究所

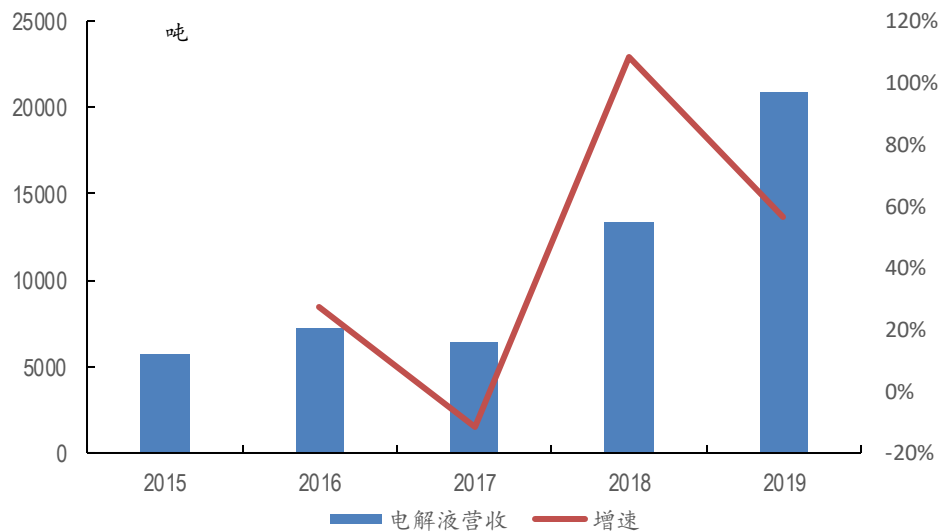
图 27：公司电解液毛利率情况



数据来源：wind, 财通证券研究所

2017 年受到六氟磷酸锂价格下跌影响导致公司高价六氟磷酸锂库存减值，叠加廊坊杉杉生产经营情况不佳，公司电解液销量下滑。2018 年得益于公司加大电解液板块市场开发力度，拓宽动力电池大客户渠道，如国轩高科、亿纬锂能等，使得电解液产销量翻倍增长，2018 年电解液产销量分别达 13797 吨和 13383 吨，产销同比分别增长 101.5%和 108.6%。

图 28：2015-2019 年公司电解液产销情况



数据来源：公司年报, 财通证券研究所

**表 10：电解液企业下游客户**

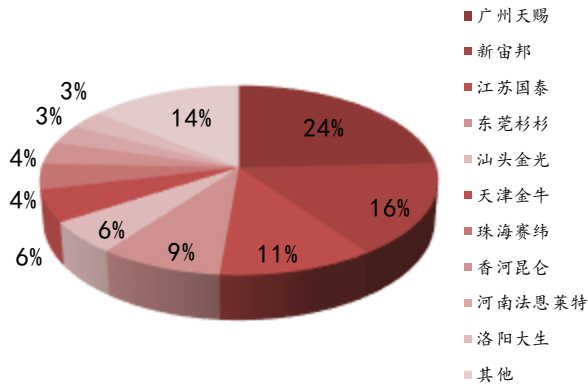
| 厂商   | 国内客户  | 国外客户                               |
|------|---|------------------------------------|
| 新宙邦  | 比克、比亚迪、亿纬锂能、力神、珠光宇、CATL、中航锂电、格力银隆   | LG 化学、三星 SDI、松下、村田（索尼）、NEC、MAXWELL |
| 天赐材料 | CATL、ATL、力神、国轩高科、万向、哈光宇、维科、比亚迪、沃特玛、卓能   | LG 化学、索尼                           |
| 珠海赛纬 | 孚能、卡耐、桑顿、鹏辉、沃特玛、超威创元、路华集团、迈科、天劲股份、卓能  | —                                  |
| 国泰华荣 | CATL、力神、国轩高科、ATL  | LG 化学、三星 SDI、松下、索尼、Maxell          |
| 天津金牛 | 力神、福斯特、国轩高科、中航锂电、珠光宇、比克、天津捷威  | ATL、三星 SDI、村田（索尼）                  |
| 东莞杉杉 | 比亚迪、比克、ATL、东莞创明、沃特玛、 <b>国轩高科、亿纬锂能</b>   | 三星 SDI、松下、索尼、LG 化学、SKI             |
| 金光高科 | 深圳华明、汉派、优科、沃特玛、比亚迪  | —                                  |
| 香河昆仑 | 盟固利、北京国能、微宏动力、天丰电源、孚能科技、深圳豪鹏、钱江锂电、天津力神、山东玉皇、温岭恒泰、兴海能源、安徽朗越、安徽天时、瑟福能源、新中能源、东莞宇隆、唐山航天万源 | —                                  |
| 北化所  | 南都电源、中航锂电、双登集团、捷威动力、德赛电池、鹏辉能源、动力源   | —                                  |
| 香河昆仑 | 盟固利、北京国能、微宏动力、天丰电源、孚能科技、深圳豪鹏、钱江锂电、天津力神、山东玉皇、温岭恒泰、兴海能源、安徽朗越、安徽天时、瑟福能源、新中能源、东莞宇隆、唐山航天万源 | —                                  |

数据来源：真锂研究，财通证券研究所

市场份额有所提升，高端电解液产品量产在即。从竞争格局来看，国内电解液 2017 和 2018 年 CR3 分别为 54%和 51%，CR5 为 66%和 66%，公司电解液出货量占比由 2017 的 6%提升到 2018 年的 9%，目前，公司电解液产品着眼于三元高镍、高电压、高压实体系、低含量 FEC 硅碳电解液、快速充电和启停类倍率型电解液的开发与应用，主要向软包三元 811 配石墨动力电解液、4.45-4.48V 钴酸锂 3C 电解液、48V/12V 启停等功率电解液、高镍 811/硅方形动力电解液、三元高镍 811/SIOX-21700 动力电解液方向发展，推动产品大批量产。未来伴随高镍和高电压体系电解液比例的增加，新功能电解液的需求将保持高增长，市面上低端重复的电解液产能将逐渐淘汰，公司有望借此快速占领高端产品市场，进一步提升市场份额。

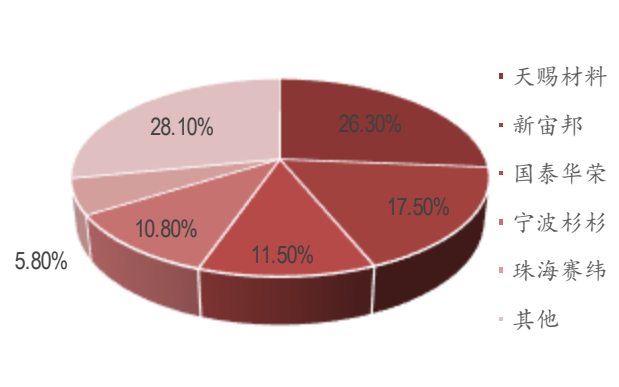


图 29：2018 年国内电解液竞争格局



数据来源：真锂研究，财通证券研究所

图 30：2019 年国内电解液竞争格局



数据来源：GGII，财通证券研究所

打造电解液“无人工厂”，一体化产业布局提升产品核心竞争力。自 2005 年公司进军电解液产业，电解液业务发展一直不温不火。2016 年 6 月公司增资衢州杉杉（前身为巨化凯蓝），携手巨化集团共同投资“年产 2000 吨六氟磷酸锂、2 万吨锂离子电池电解液的一体化项目”。公司战略性布局电解液主要原材料六氟磷酸锂，致力于打造高端电解液产品。公司是国内首家采用国际主流的动态结晶技术生产六氟磷酸锂的企业。

衢州杉杉是全国第一家完全按照国家化工标准、对标国际电解液生产厂的标准来设计建设的工厂，也是首批获得汽车供应商资格的锂离子电池材料供应商之一。目前，衢州杉杉通过自动化改造，包括包装桶的自动清洗、添加剂的自动加料、锂盐的自动加料和电解液的自动灌装和产线的自动化改造和工艺的改进，进一步提高产品的生产效率和合格率。当前，六氟磷酸锂技术壁垒高，高端产能仍然稀缺，中低端产能过剩的结构性矛盾日益凸显，未来公司自产高端六氟磷酸锂带来差异化竞争优势，有望享受行业发展红利。

图 31：衢州杉杉六氟磷酸锂车间



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 32：衢州杉杉电解液车间

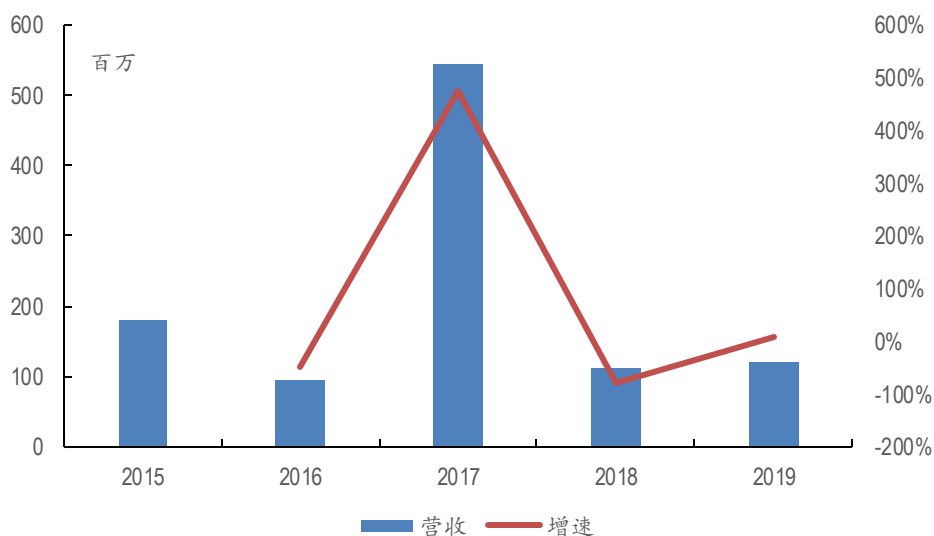


数据来源：公司官网，财通证券研究所

## 2.6 新能源汽车和能源管理稳步向好

**新能源汽车：**公司新能源汽车板块包括充电桩建设及运营、整车设计与研发和电池系统集成。2018 年新能源汽车业务实现主营业务收入 1.13 亿元，同比下降 79.2%，主要是由于蒙古青杉新能源客车销量同比减少，宁波利维能和广州云杉智行新能源汽车有限公司退出合并报表范围等所致。

图 33：2015-2018 年新能源汽车营收及同比增速

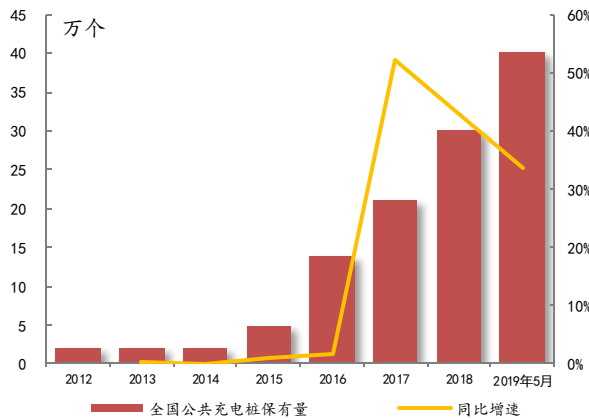


数据来源：wind，财通证券研究所

**持续推进新能源汽车充电桩建设及运营。**杉杉股份旗下云杉智慧是一家国家高新技术企业，云杉智慧依托“车网协同、智能互联、专业运维”的商业模式，围绕充电站投资建设运营和新能源汽车综合运营进行产业布局，致力于打造中国最具影响力的城市级新能源出行服务平台。截至 2019 年 5 月，公司共拥有公共充电桩数量 7358 个，市场份额占据第八位。2019 年，公司智慧充电桩业务在持续加强城市快充站建设的同时，将推进 SaaS 运营平台的加盟业务，发挥公司专业运维能力，并继续推进充电桩业务的独立融资。伴随 2019 年电动汽车推广的地方财政补贴对象从车辆购置转为充电设施建设运营，国内公共充电桩的建设将加速推进，公司有望在充电桩建设与运营业务上获取业绩增长点，尽享行业发展红利。

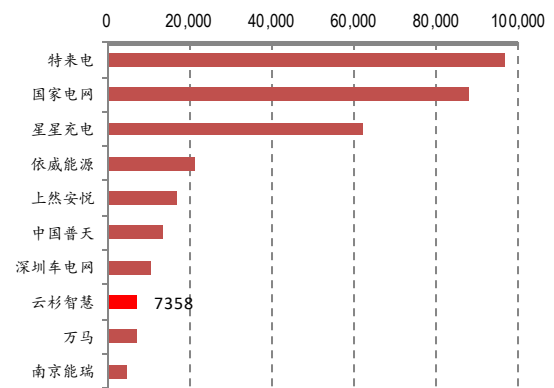


图 34：2012-2019 年 5 月国内公共充电桩保有量



数据来源：充电联盟，财通证券研究所

图 35：至 2019 年 5 月国内公共充电桩竞争格局



数据来源：充电联盟，财通证券研究所

**能源管理：公司能源管理服务业务主要包含储能和光伏。**储能业务定位于锂电储能系统的“制造+运营”，推进工商业用户侧储能业务，同时参与光伏+储能、梯次电池公交系统系统的循环应用等新业务的拓展。截至 2018 年末，公司储能项目累计签约 400MWH，其中已并网项目 13.3MWH。

杉杉股份旗下尤利卡主要业务包括电池片生产、太阳能组件生产及销售、太阳能光伏电站建设与运营。公司积极与全球顶级光伏设备供应商合作，引进德国、意大利、西班牙和美国进口的全自动化生产设备，以及日本的管理和内控体系，产品质量定位高端。目前公司拥有组件和电池片产能共 1GW 以上，主要在欧洲、日本和中国等市场销售，并在中东、南美、非洲和东南亚等新兴市场布局。受到国内 531 光伏新政影响，2018 年尤里卡实现主营收入 7.05 亿元，同比下降 16.71%。2019 年 1 月 7 日，国家两部委发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，平价上网将是行业发展一大趋势。公司有望抓住契机，高效推进光伏电站开发与建设，积极研发创新，加强产品质量提升，提升光伏产品竞争力。

图 36：公司光伏设备合作供应商



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 37：公司光伏研发优势



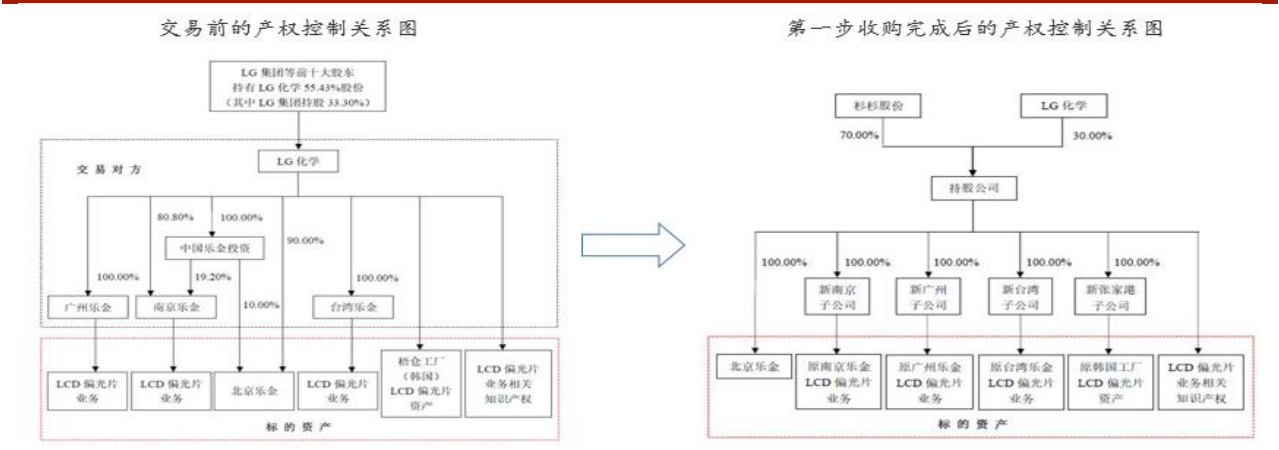
数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 3、拟并购 LG 化学偏光片，非新能源板块又添新动能

#### 3.1 拟收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务，又一增长极

杉杉股份完整收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务，标的资产基准购买价为 11 亿美金，交易结构分两次进行，先购买持股公司 70% 股权，合计 7.7 亿美元，在未来三年购买剩余 30% 股权。具体包括：1. 北京乐金 100% 股权；2. 南京乐金 LCD 偏光片业务；3. 广州乐金 LCD 偏光片业务；4. 台湾乐金 LCD 偏光片业务；5. 韩国工厂 LCD 偏光片资产；6. LCD 偏光片业务相关知识产权。

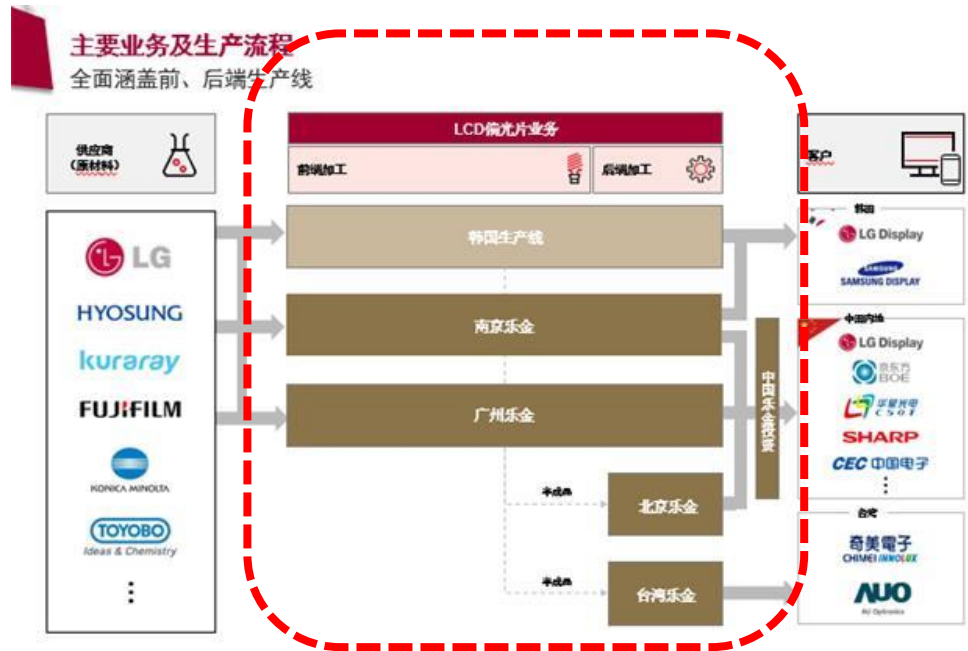
图 38：LG 化学旗下 LCD 偏光片交易结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

LG 是全球 LCD 核心原材料偏光片龙头，核心材料偏光片尚未完全国产化替代。LG 化学在 1997 年成立 LCD 偏光片业务，主要从事 LCD 偏光片研发，生产与销售。偏光片是生产 LCD 关键部件，LCD 广泛应用于电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑及智能手机等消费类电子产品。

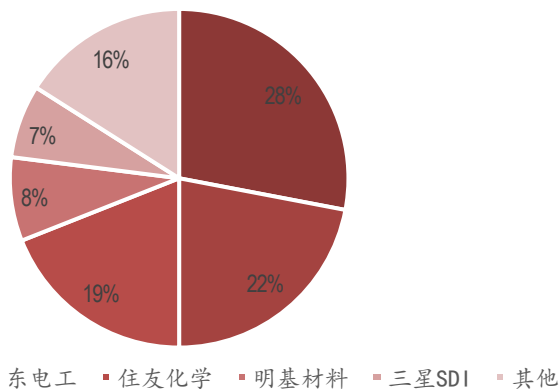
图 39：标的资产所覆盖产业链范围



数据来源：公司公告，财通证券研究所

拟并购 LG 化学偏光片业务，跻身龙头行业。偏光片技术门槛高，市场主要被 LG 化学、住友化学、日东电工等几大厂商垄断。2019 年，韩国偏光片产能居全球第一，占比 35%，主要包括 LG 化学及三星 SDI，日东电工韩国子公司 Koreno 公司，住友化学韩国子公司东友精密化学；排名第二是日本，占比 27%，主要包括日东电工、住友化学、三立子、宝莱等；中国大陆地区排第三，主要包括盛波光电、三利谱等；中国台湾地区产能占比约 17%，主要包括奇美材料和明基材料，以及住友化学台湾子公司等。

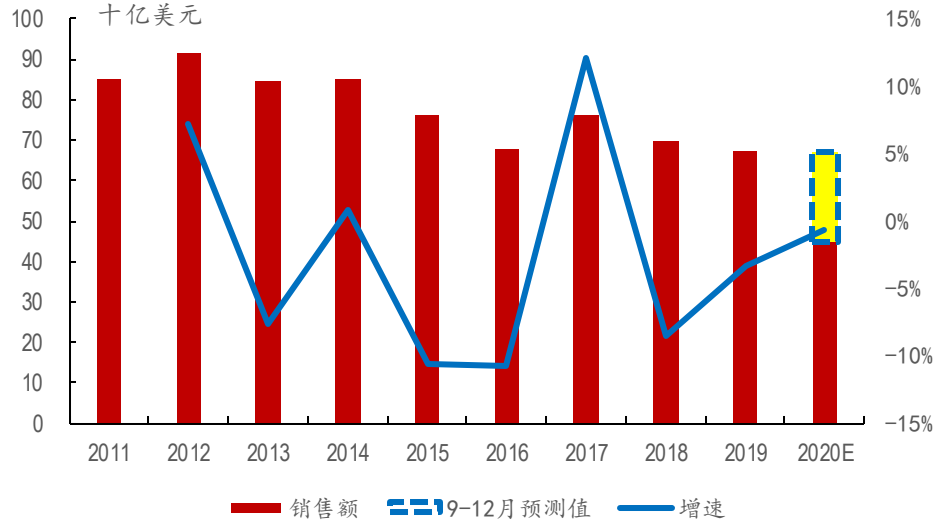
图 40：偏光片各厂家产能占比



数据来源：洛图科技，财通证券研究所

TFT-LCD 市场占全球 LCD 市场 90%以上，近五年，全球 LCD 市场经历价跌量涨的变化。受此影响，近几年全球 TFT-LCD 销售额整体表现为小幅下降的趋势。

图 41：全球 TFT-LCD 销售额及增速

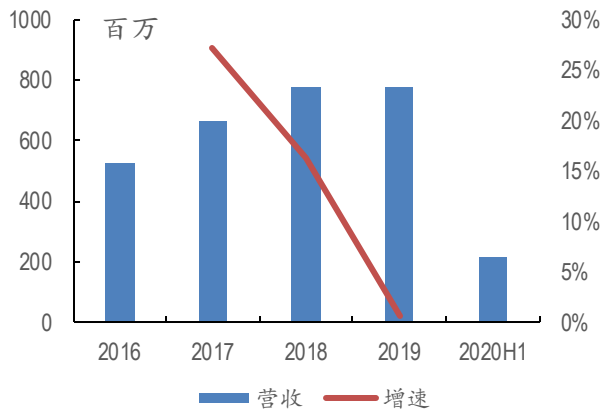


数据来源：wind，财通证券研究所

### 3.2 服装与投资稳健发展，有望锦上添花

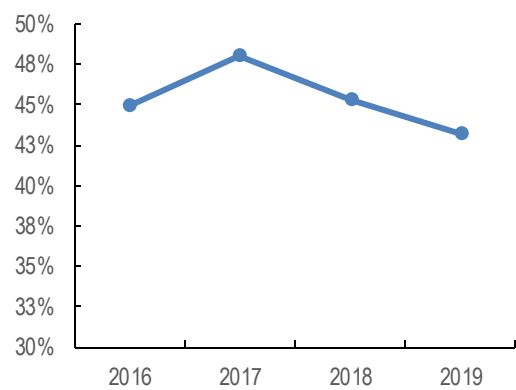
公司以控股子公司杉杉品牌公司为运营平台开展服装品牌运营业务，由于公司聚焦在新能源领域，为了使服装业务得到更好融资平台，2018 年 6 月杉杉品牌公司拆分服装业务在 H 股上市，股票代码为“1749”，股票简称“杉杉品牌”。公司是中国男装行业的领先企业之一，旗下包括三个品牌：FIRS、SHANSHAN、LUBIAM，其中 FIRS 品牌享有相当高的市场认可度。2018 年，服装业务实现主营业务收入 77,429.91 万元，同比增长 16.2%，主要系 SHANSHAN 品牌加盟商合作安排的收入大幅增加；公司近 5 年服装毛利率维持在 40%以上，2018 年达到 45%。2020 受疫情影响，服装板块受影响调整。未来杉杉品牌公司将继续依托两大核心品牌（即 FIRS、SHANSHAN）的组合优势，拓宽销售网络，增大市场品牌推广力度，推动业绩稳步增长。

图 42：杉杉品牌服装营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

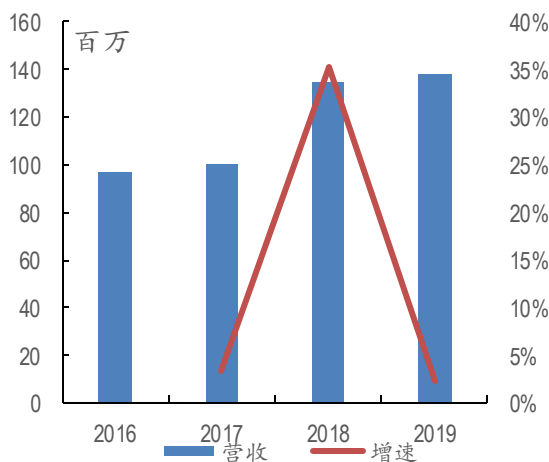
图 43：杉杉品牌服装毛利率情况



数据来源：wind，财通证券研究所

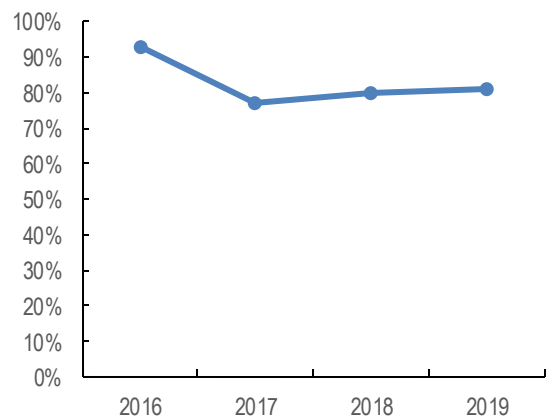
**投资：公司投资业务包括金融股权投资及类金融等业务。**金融股权投资主要为宁波银行、稠州银行和洛阳钼业，持股比例分别为 1.97%、7.06%和 2.18%。2018 年投资回报丰厚，分别收到宁波银行现金分红 6,701.21 万元，稠州银行长期股权投资收益 10,521.05 万元和洛阳钼业现金分红 3581.15 万元，公司类金融业务包括融资租赁业务、商业保理业务及咨询服务。杉杉股份旗下富银融资租赁主要负责融资租赁和商业保理业务，该公司于 2017 年 5 月 23 日在香港联交所创业板上市交易（股票代码：8452）。此外，为优化金融板块布局，公司以总价 9.36 亿元人民币的价格竞得穗甬控股 30% 股权。

图 44：公司投资营业收入及同比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图 45：公司投资毛利率情况



数据来源：wind，财通证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

杉杉股份原有业务为为新能源、服装、投资，并购 LG 化学后新增 LCD 偏光片业务，与原有业务属不同赛道，关联性小，不存在赋能协同或排斥等，因此认为原有估值合理，只需考虑 LCD 增量部分对公司的影响。

1. 公告拟收购 LG 化学 LCD 偏光片前，杉杉股份市值约 125 亿，公司的 PE 为 36 倍。
2. 根据公告，标的资产 LG 化学偏光片资产 2019 年净利润为 6.15 亿元，70% 权益归属杉杉，利润为 4.31 亿元，假设今年业绩持平，考虑 A 股上市公司 LCD 相关公司 PE 平均估值约为 30 倍，对应此部分估值为 129 亿元
3. 根据两大业务板块加和，公司收购达成市值约为 254 亿元
4. 对杉杉原有业务 2020-2022 年归母净利润预测 3.20 亿元、4.50 亿元、5.40 亿元，此部分对应市值 115 亿元、162 亿元、194 亿元；LCD 偏光片业务净利润 5.70 亿元、6.30 亿元、7.00 亿元，假设对应股权占比 70%，80%，90%，对应并表净利润 3.99 亿元、5.04 亿元、6.30 亿元，对应市值 119 亿元、151 亿元、189 亿元。结合两部分市值贡献，预计公司 2020-2022 年整体市值 234 亿元、313 亿元、383 亿元。

基于审慎原则，我们给予公司增持评级。

#### 5、风险提示

- 1、新能源材料板块增长不及预期。
- 2、公司产能推进计划落实不及预期。
- 3、并购标的整合风险，标的分部在韩国，台湾等地区，管理等存在不确定因素。后续交易存在不确定性，商务谈判中遇到较大分歧，导致后续交易无法进行。



**公司财务报表及指标预测**

| 公司财务报表及指标预测       |               |               |               |               |               | 公司财务报表及指标预测    |              |              |              |              |              |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表               | 2018A         | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         | 财务指标           | 2018A        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>营业收入</b>       | <b>8,853</b>  | <b>8,680</b>  | <b>8,001</b>  | <b>9,701</b>  | <b>10,672</b> | <b>成长性</b>     |              |              |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 6,897         | 6,839         | 6,641         | 7,950         | 8,687         | 营业收入增长率        | 7.0%         | -2.0%        | -7.8%        | 21.3%        | 10.0%        |
| 营业税费              | 57            | 46            | 50            | 60            | 65            | 营业利润增长率        | 24.4%        | -75.8%       | 33.4%        | 40.7%        | 24.6%        |
| 销售费用              | 428           | 493           | 482           | 535           | 589           | 净利润增长率         | 24.5%        | -75.8%       | 20.9%        | 38.0%        | 21.1%        |
| 管理费用              | 478           | 489           | 507           | 638           | 663           | EBITDA 增长率     | 45.0%        | -31.6%       | -31.0%       | 30.3%        | 20.3%        |
| 财务费用              | 274           | 272           | 80            | 97            | 107           | EBIT 增长率       | 47.5%        | -42.7%       | -48.3%       | 38.0%        | 22.8%        |
| 资产减值损失            | 136           | -87           | -121          | -120          | -120          | NOPLAT 增长率     | 24.4%        | -53.5%       | -31.2%       | 36.3%        | 24.0%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -1            | -1            | 0             | -0            | 0             | 投资资本增长率        | 63.1%        | 10.8%        | 17.7%        | 11.9%        | 2.0%         |
| 投资和汇兑收益           | 1,091         | 217           | 135           | 158           | 189           | 净资产增长率         | 12.5%        | 8.8%         | 19.8%        | -3.4%        | 0.2%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>1,537</b>  | <b>373</b>    | <b>497</b>    | <b>699</b>    | <b>871</b>    | <b>利润率</b>     |              |              |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | -3            | -19           | -18           | -15           | -23           | 毛利率            | 22.1%        | 21.2%        | 17.0%        | 18.1%        | 18.6%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>1,534</b>  | <b>353</b>    | <b>479</b>    | <b>684</b>    | <b>848</b>    | 营业利润率          | 17.4%        | 4.3%         | 6.2%         | 7.2%         | 8.2%         |
| 减: 所得税            | 286           | -22           | 88            | 132           | 157           | 净利润率           | 12.6%        | 3.1%         | 4.1%         | 4.6%         | 5.1%         |
| <b>净利润</b>        | <b>1,115</b>  | <b>270</b>    | <b>326</b>    | <b>450</b>    | <b>545</b>    | EBITDA/营业收入    | 25.7%        | 18.0%        | 13.4%        | 14.5%        | 15.8%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2018A</b>  | <b>2019A</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  | EBIT/营业收入      | 22.0%        | 12.9%        | 7.2%         | 8.2%         | 9.2%         |
| 货币资金              | 2,620         | 2,307         | 1,466         | 776           | 854           | <b>运营效率</b>    |              |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 固定资产周转天数       | 131          | 178          | 229          | 211          | 209          |
| 应收账款              | 2,829         | 2,972         | 2,120         | 4,199         | 2,759         | 流动营业资本周转天数     | 130          | 127          | 142          | 126          | 128          |
| 应收票据              | 649           | 44            | 932           | 155           | 962           | 流动资产周转天数       | 399          | 419          | 433          | 359          | 338          |
| 预付账款              | 343           | 404           | 305           | 564           | 378           | 应收账款周转天数       | 117          | 120          | 115          | 117          | 117          |
| 存货                | 2,327         | 1,289         | 2,647         | 2,116         | 2,866         | 存货周转天数         | 95           | 75           | 89           | 88           | 84           |
| 其他流动资产            | 1,610         | 2,829         | 1,930         | 2,123         | 2,294         | 总资产周转天数        | 926          | 1,005        | 1,151        | 991          | 941          |
| 可供出售金融资产          | 3,874         | -             | 3,426         | 2,433         | 1,953         | 投资资本周转天数       | 344          | 459          | 569          | 538          | 522          |
| 持有至到期投资           | -             | -             | -             | -             | -             | <b>投资回报率</b>   |              |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 2,624         | 2,658         | 3,097         | 3,644         | 3,984         | ROE            | 10.4%        | 2.3%         | 2.3%         | 3.3%         | 4.0%         |
| 投资性房地产            | -             | -             | 30            | 60            | 90            | ROA            | 5.3%         | 1.5%         | 1.5%         | 2.0%         | 2.4%         |
| 固定资产              | 3,820         | 4,782         | 5,404         | 5,986         | 6,426         | ROIC           | 22.9%        | 6.5%         | 4.1%         | 4.7%         | 5.2%         |
| 在建工程              | 1,137         | 1,534         | 1,927         | 2,235         | 2,601         | <b>费用率</b>     |              |              |              |              |              |
| 无形资产              | 517           | 747           | 836           | 967           | 1,100         | 销售费用率          | 4.8%         | 5.7%         | 6.0%         | 5.5%         | 5.5%         |
| 其他非流动资产           | 1,101         | 5,449         | 2,034         | 1,984         | 2,271         | 管理费用率          | 5.4%         | 5.6%         | 6.3%         | 6.6%         | 6.2%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>23,449</b> | <b>25,016</b> | <b>26,154</b> | <b>27,243</b> | <b>28,538</b> | 财务费用率          | 3.1%         | 3.1%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         |
| 短期债务              | 2,947         | 3,547         | 900           | 1,200         | 1,500         | 三费/营业收入        | 13.3%        | 14.5%        | 13.4%        | 13.1%        | 12.7%        |
| 应付账款              | 1,858         | 1,549         | 1,743         | 2,442         | 1,892         | <b>偿债能力</b>    |              |              |              |              |              |
| 应付票据              | 1,057         | 1,077         | 1,251         | 1,519         | 1,409         | 资产负债率          | 46.6%        | 45.6%        | 39.7%        | 44.3%        | 44.4%        |
| 其他流动负债            | 3,094         | 2,406         | 2,081         | 2,512         | 2,391         | 负债权益比          | 87.3%        | 83.7%        | 65.8%        | 79.6%        | 79.8%        |
| 长期借款              | 1,107         | 1,603         | 3,000         | 3,600         | 4,000         | 流动比率           | 1.16         | 1.15         | 1.57         | 1.29         | 1.41         |
| 其他非流动负债           | 863           | 1,213         | 1,758         | 1,278         | 1,416         | 速动比率           | 0.90         | 1.00         | 1.13         | 1.02         | 1.01         |
| <b>负债总额</b>       | <b>10,927</b> | <b>11,395</b> | <b>10,733</b> | <b>12,551</b> | <b>12,608</b> | 利息保障倍数         | 7.10         | 4.10         | 7.21         | 8.20         | 9.16         |
| 少数股东权益            | 1,815         | 1,798         | 1,863         | 1,965         | 2,110         | <b>分红指标</b>    |              |              |              |              |              |
| 股本                | 1,123         | 1,123         | 1,628         | 1,628         | 1,628         | DPS(元)         | 0.06         | 0.08         | 0.04         | 0.07         | 0.11         |
| 留存收益              | 8,237         | 9,149         | 12,830        | 12,168        | 12,054        | 分红比率           | 8.1%         | 49.9%        | 21.8%        | 26.6%        | 32.8%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>12,522</b> | <b>13,620</b> | <b>16,321</b> | <b>15,761</b> | <b>15,792</b> | 股息收益率          | 0.5%         | 0.8%         | 0.4%         | 0.7%         | 1.0%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2018A</b>  | <b>2019A</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 净利润               | 1,248         | 375           | 326           | 450           | 545           | EPS(元)         | 0.69         | 0.17         | 0.20         | 0.28         | 0.33         |
| 加: 折旧和摊销          | 348           | 467           | 499           | 606           | 709           | BVPS(元)        | 6.58         | 7.26         | 8.88         | 8.47         | 8.40         |
| 资产减值准备            | 136           | 87            | -121          | -120          | -120          | PE(X)          | 15.3         | 63.4         | 52.4         | 38.0         | 31.3         |
| 公允价值变动损失          | 1             | 1             | 0             | -0            | 0             | PB(X)          | 1.6          | 1.4          | 1.2          | 1.2          | 1.2          |
| 财务费用              | 339           | 278           | 80            | 97            | 107           | P/FCF          | -10.7        | -28.7        | -9.0         | 365.6        | -39.8        |
| 投资收益              | -1,091        | -217          | -135          | -158          | -189          | P/S            | 1.9          | 2.0          | 2.1          | 1.8          | 1.6          |
| 少数股东损益            | 132           | 105           | 65            | 102           | 145           | EV/EBITDA      | 5.1          | 7.4          | 15.2         | 13.3         | 11.3         |
| 营运资金的变动           | -1,729        | -5,111        | 2,925         | -942          | -1,199        | CAGR(%)        | -23.8%       | 22.6%        | -27.1%       | -23.8%       | 22.6%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>540</b>    | <b>886</b>    | <b>3,640</b>  | <b>35</b>     | <b>-2</b>     | PEG            | -0.6         | 2.8          | -1.9         | -1.6         | 1.4          |
| 投资活动产生现金流量        | -1,705        | -1,033        | -4,733        | -408          | -895          | ROIC/WACC      | 2.5          | 0.7          | 0.4          | 0.5          | 0.6          |
| 融资活动产生现金流量        | 2,175         | 79            | 253           | -317          | 975           | REP            | 0.4          | 1.4          | 2.7          | 2.4          | 2.2          |

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所



## 信息披露

### 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。