

证券研究报告

公司研究——事项点评

杉杉股份（600884.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.09.02

武 浩 行业分析师

职业编号：S1500520090001

联系电话：+86 10 83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

陈 磊 行业分析师

职业编号：S1500520090003

联系电话：+86 10 83326713

邮箱：chenleia@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

三季度业绩超预期，偏光片资产收购持续推进

2020 年 10 月 29 日

事件：公司发布 2020 年第三季度报告。2020 年前三季度公司实现营收 55.63 亿元，同比下降 14.61%，归母净利润 2.78 亿元，同比下降 3.52%，扣非归母净利润 0.69 亿元，同比下降 67.80%；毛利率 19.22%，同比下降 2.59ppt。

其中，2020 年第三季度，公司实现营收 23.53 亿元，同比增长 13.47%，环比增长 18.34%；归母净利润 1.78 亿元，同比增长 158.22%，环比下降 3.40%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 84.06%，环比增长 53.77%；毛利率 20.47%，同比下降 2.29ppt，环比增长 1.99ppt。

点评：

- **三季度锂电材料业务明显回升，推动公司业绩超预期。**公司 2020 年三季度单季实现扣非归母净利 0.96 亿元，同比环比均实现大幅增长。我们认为主要得益公司摆脱上半年新冠疫情不利影响，正极、负极和电解液三大锂电材料销量均实现环比增长，同时受益产能利用率提升及公司费用控制，单吨净利提升。此外，公司持有的稠州银行、宁波银行和洛阳钼业等金融股权投资，为公司三季度贡献投资收益及公允价值变动损益合计 1.4 亿元。
- **收购 LG 偏光片资产持续推进，盈利能力超群。**公司拟收购 LG 偏光片优质资产，9 月底已通过股东大会审议，将进入后续资产转让交割流程，在 LG 成立全资子公司基础上，完成杉杉股份向子公司注资、收购各地 LG 偏光片资产、工商备案等工作。通过本次收购，公司将成为 LCD 大尺寸偏光片行业龙头，受益于面板国产化及大尺寸化，LG 偏光片资产市场地位将进一步提高，迎来量价齐升的良好局面。
- **聚焦锂电材料及偏光片两大主业，提升资产收益率。**公司 2020 年上半年已完成对服装业务的剥离，同时对储能、新能源汽车及充电桩等亏损业务采取暂停投入，严控费用等措施降低支出，减少经营亏损，同时持续推进引入战略投资者等工作，提升公司整体资产收益率。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑公司收购 LG 偏光片资产盈利贡献，我们预计公司 2020-2022 年实现营收 80.80、110.06 和 132.86 亿元，同比增长-6.9%、36.2%和 20.7%，归母净利 5.04、6.85 和 10.12 亿元，同比增长 86.8%、36.0%和 47.7%，摊薄 EPS0.31、0.42 和 0.62 元/股。对应 2020-2022 年 PE 分别为 40.1、29.5 和 20.0x，维持对公司“买入”评级。
- **风险因素：**新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期，产品价格波动导致公司盈利不及预期，原材料价格波动风险，技术路线变化风险，重大资产购买不及预期等。

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位: 百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	8679.91	8079.71	11006.26	13286.13
增长率	-0.02	-0.07	0.36	0.21
归母净利润	269.81	503.87	685.03	1012.01
增长率	-0.76	0.87	0.36	0.48
EPS (元/股)	0.17	0.31	0.42	0.62
市盈率 (P/E)	81.52	40.06	29.47	19.95
市净率 (P/B)	1.86	1.57	1.49	1.39

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测, 注: 股价为 2020 年 10 月 28 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,376	9,845	9,900	11,519	12,997	营业总收入	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
货币资金	2,620	2,307	2,415	2,425	2,738	营业成本	6,897	6,839	6,373	8,679	10,368
应收票据	649	44	41	56	68	营业税金及附加	57	46	43	58	70
应收账款	2,829	2,972	2,666	3,639	4,442	销售费用	428	493	452	583	678
预付账款	343	404	379	487	604	管理费用	478	489	477	616	585
存货	2,327	1,289	1,397	1,665	1,704	研发费用	375	412	350	473	571
其他	1,610	2,829	3,001	3,248	3,441	财务费用	274	272	230	256	306
非流动资产	13,073	15,171	16,352	17,659	19,061	减值损失合计	136	-87	-48	-54	-56
长期股权投资	2,624	2,658	2,658	2,658	2,658	投资净收益	1,091	217	259	330	372
固定资产(合计)	3,820	4,782	5,502	6,268	7,179	其他	-35	114	343	343	387
无形资产	517	747	933	1,141	1,338	营业利润	1,537	373	709	959	1,412
其他	6,112	6,984	7,259	7,591	7,886	营业外收支	-3	-19	-11	-11	-11
资产总计	23,449	25,016	26,252	29,178	32,058	利润总额	1,534	353	697	948	1,401
流动负债	8,956	8,579	8,717	10,837	12,527	所得税	286	-22	105	142	210
短期借款	2,947	3,547	3,554	4,458	5,487	净利润	1,248	375	593	806	1,191
应付票据	1,057	1,077	1,004	1,367	1,633	少数股东损益	132	105	89	121	179
应付账款	1,858	1,549	1,539	2,133	2,466	归母公司净利润	1,115	270	504	685	1,012
其他	3,094	2,406	2,621	2,879	2,940	EBITDA	967	868	625	827	1,251
非流动负债	1,970	2,816	2,816	2,816	2,816	EPS(当年)(元)	0.69	0.17	0.31	0.42	0.62
长期借款	1,107	1,603	1,603	1,603	1,603	现金流量表					
其他	863	1,213	1,213	1,213	1,213	单位: 百万元					
负债合计	10,927	11,395	11,533	13,653	15,343	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1,815	1,798	1,887	2,008	2,186	经营活动现金流	540	886	821	446	734
归母股东权益	10,707	11,823	12,832	13,517	14,529	净利润	1,248	375	593	806	1,191
负债和股东权益	23,449	25,016	26,252	29,178	32,058	折旧摊销	348	467	240	231	236
重要财务指标						财务费用	339	278	274	296	345
单位: 百万元						投资损失	-1,091	-217	-259	-330	-372
主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	营运资金变动	-336	-176	143	-444	-555
营业总收入	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286	其它	33	158	-170	-113	-110
同比(%)	7.0%	-2.0%	-6.9%	36.2%	20.7%	投资活动现金流	-1,705	-1,033	-951	-1,044	-1,105
归母公司净利润	1,115	270	504	685	1,012	资本支出	-1,684	-1,891	-1,399	-1,524	-1,630
同比(%)	24.5%	-75.8%	86.8%	36.0%	47.7%	长期投资	-178	745	0	0	0
毛利率(%)	22.1%	21.2%	21.1%	21.1%	22.0%	其他	158	114	448	480	525
ROE(%)	10.4%	2.3%	3.9%	5.1%	7.0%	筹资活动现金流	2,175	79	238	608	684
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	0.42	0.62	吸收投资	2,124	2	505	0	0
P/E	18.86	81.52	40.06	29.47	19.95	借款	394	610	7	904	1,029
P/B	1.96	1.86	1.57	1.49	1.39	支付利息或股息	-391	-570	-274	-296	-345
EV/EBITDA	18.60	22.15	38.62	30.27	20.59	现金净增加额	1,019	-66	108	10	313

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业分析师，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。

陈磊，新能源与电力设备行业分析师，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@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。