

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

杉杉股份(600884)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

陈磊

执业编号: S1500520090003

联系电话: 010-83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

## 相关研究

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

## 收购偏光片进程持续推进，受益面板上行周期

2021年02月02日

**事件:** 公司发布第十届董事会第九次会议决议公告，本次董事会会议表决通过同意本次重大资产重组相关补充协议及附属协议的议案。

(注: 本次重大资产重组指杉杉股份收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务及相关资产 70%的权益)

**点评:**

- **附属协议内容包括偏光片资产交割的多项重要前提。**审议的附属协议内容主要包括: 1. 杉杉股份和 LG 化学关于持股公司的合资合同和章程; 2. LG 化学向持股公司及其子公司转让广州、南京、北京偏光片资产的股权转让协议; LG 化学持有持股公司剩余 30% 股权未来转让安排; LG 化学向持股公司的原材料供应协议; 知识产权转让、许可协议及 RTP 技术与设备许可协议等。
- **附属协议通过，收购偏光片进程持续加速。**根据公司与 LG 化学协议，本次偏光片资产收购将先由 LG 化学设立持股公司，杉杉股份通过增资方式取得 70% 股权，并通过持股公司间接购买 LG 化学旗下偏光片资产。从目前进度看，杉杉股份已完成对持股公司控股，并已审议通过持股公司对各地偏光片资产的收购。公司收购偏光片进程持续推进，后续资产交割有望加速落地。
- **面板产业链上行周期，核心原材料供应短缺。**受海外产能退出及疫情影响需求向好，面板价格自 2020 年中以来已有 30% 以上涨幅，且 2021 供需仍处紧平衡，以京东方 A 业绩预告中枢计，其 2020Q2-Q4 单季扣非归母净利润分别为 3.3、10.6 和 17.6 亿元，盈利持续向好。偏光片是面板核心原材料之一，占面板总成本的 10% 左右，受偏光片产能由日韩向国内切换，供需同样紧张，将显著受益面板上行周期。
- **LG 化学偏光片资产属全球顶尖资产，将显著增厚公司业绩。**LG 化学偏光片资产为全球第一的偏光片资产，2019 年大型偏光片产品全球市占率 27%，具备很高的技术、规模、客户壁垒。杉杉股份收购完成后，在技术领先基础上，将充分受益国内在成本、客户、税率等方面的优势，显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资评级:** 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%，归母净利润 5.1、7.0 和 10.4 亿元，同比增长 89.1%、37.8% 和 48.5%，针对 LG 偏光片资产，我们预计 2020-2022 年可贡献净利润 11、13.2、14.1 亿元。假设 2021 年全年并表，则 2021-2022 年公司整体净利润为 20.2 和 24.5 亿元，对应 PE 为 14.1x 和 11.7x，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。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
增长率 YoY %	7.0%	-2.0%	-6.9%	36.2%	20.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,115	270	510	703	1,044
增长率 YoY%	24.5%	-75.8%	89.1%	37.8%	48.5%
毛利率%	22.1%	21.2%	21.1%	21.1%	22.0%
净资产收益率ROE%	10.4%	2.3%	4.0%	5.2%	7.2%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	0.43	0.64
市盈率 P/E(倍)	18.86	81.52	57.54	41.74	28.10
市净率 P/B(倍)	1.96	1.86	2.29	2.17	2.01

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 01 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元					
会计年度		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>		10,376	9,845	9,561	10,755	11,753	<b>营业收入</b>		8,853	8,680	8,080	11,006	13,286	
货币资金		2,620	2,307	2,076	1,661	1,495	<b>营业成本</b>		6,897	6,839	6,373	8,679	10,368	
应收票据		649	44	41	56	68	<b>营业税金及附加</b>		57	46	43	58	70	
应收账款		2,829	2,972	2,666	3,639	4,442	<b>销售费用</b>		428	493	452	583	678	
预付账款		343	404	379	487	604	<b>管理费用</b>		478	489	477	616	585	
存货		2,327	1,289	1,397	1,665	1,704	<b>研发费用</b>		375	412	350	473	571	
<b>其他</b>		1,610	2,829	3,001	3,248	3,441	<b>财务费用</b>		274	272	221	231	261	
<b>非流动资产</b>		13,073	15,171	16,352	17,659	19,061	<b>减值损失合计</b>		136	-87	-48	-54	-56	
长期股权投资		2,624	2,658	2,658	2,658	2,658	<b>投资净收益</b>		1,091	217	259	330	372	
固定资产		3,820	4,782	5,502	6,268	7,179	<b>其他</b>		-35	114	343	343	387	
无形资产		517	747	933	1,141	1,338	<b>营业利润</b>		1,537	373	717	984	1,457	
其他		6,112	6,984	7,259	7,591	7,886	<b>营业外收支</b>		-3	-19	-11	-11	-11	
<b>资产总计</b>		23,449	25,016	25,913	28,413	30,815	<b>利润总额</b>		1,534	353	706	973	1,446	
<b>流动负债</b>		8,956	8,579	8,371	10,044	11,217	<b>所得税</b>		286	-22	106	146	217	
短期借款		2,947	3,547	3,207	3,665	4,177	<b>净利润</b>		1,248	375	600	827	1,229	
应付票据		1,057	1,077	1,004	1,367	1,633	<b>少数股东损益</b>		132	105	90	124	184	
应付账款		1,858	1,549	1,539	2,133	2,466	<b>归属母公司</b>		1,115	270	510	703	1,044	
其他		3,094	2,406	2,621	2,879	2,940	<b>EBITDA</b>		967	868	625	827	1,251	
<b>非流动负债</b>		1,970	2,816	2,816	2,816	2,816	<b>EPS (当期)</b>		0.69	0.17	0.31	0.43	0.64	
长期借款		1,107	1,603	1,603	1,603	1,603								
其他		863	1,213	1,213	1,213	1,213								
<b>负债合计</b>		10,927	11,395	11,187	12,860	14,033								
少数股东权益		1,815	1,798	1,888	2,012	2,196								
归属母公司		10,707	11,823	12,838	13,541	14,586								
<b>负债和股东权益</b>		23,449	25,016	25,913	28,413	30,815								
<b>重要财务指标</b>		单位:百万元					现金流量表							
会计年度		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	经营活动现金流							单位:百万元
营业收入		8,853	8,680	8,080	11,006	13,286	净利润		1,248	375	600	827	1,229	
同比		7.0%	-2.0%	-6.9%	36.2%	20.7%	折旧摊销		348	467	240	231	236	
归属母公司净利润		1,115	270	510	703	1,044	财务费用		339	278	265	268	292	
同比		24.5%	-75.8%	89.1%	37.8%	48.5%	投资损失		-1,091	-217	-259	-330	-372	
毛利率(%)		22.1%	21.2%	21.1%	21.1%	22.0%	营运资金变动		-336	-176	143	-444	-555	
ROE%		10.4%	2.3%	4.0%	5.2%	7.2%	其它		33	158	-170	-113	-110	
EPS(摊薄)(元)		0.69	0.17	0.31	0.43	0.64	投资活动现金流		-1,705	-1,033	-951	-1,044	-1,105	
P/E		18.86	81.52	57.54	41.74	28.10	资本支出		-1,684	-1,891	-1,399	-1,524	-1,630	
P/B		1.96	1.86	2.29	2.17	2.01	长期投资		-178	745	0	0	0	
EV/EBITDA		18.60	22.15	53.27	41.31	27.86	其他		158	114	448	480	525	
							筹资活动现金流		2,175	79	-99	190	219	
							吸收投资		2,124	2	505	0	0	
							借款		394	610	-339	458	512	
							支付利息或		-391	-570	-265	-268	-292	
							现金流净增加额		1,019	-66	-231	-415	-166	

## 研究团队简介

**武浩：**电力设备新能源行业分析师，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：**电力设备新能源行业分析师，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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 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。