

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

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

中国大陆偏光片资产完成交割, 双轮驱动正式开启

2021年02月07日

事件: 公司发布公告, 公司从2021年2月1日起将北京乐金100%股权、南京乐金LCD偏光片业务、广州乐金LCD偏光片业务、原LG化学持有的LCD偏光片资产以及LCD偏光片业务有关知识产权纳入合并范围。

点评:

- **中国大陆资产完成交割, 后续将推进相关审计、中国台湾地区偏光片业务交割和杉金光电剩余30%股权交割事宜。**在偏光片资产交割完成后将进行相关审计工作, 并根据审计结果对最终交易价格进行调整以及进行相应款项的收付; 中国台湾地区偏光片资产将在获得中国台湾经济部投资审议委员会批准后实施, 但该部分资产仅占转让总价的4.5%, 影响有限; 杉金光电剩余30%股权公司将分三年, 分别以5%、10%和15%的比例受让。
- **韩籍高管及专家悉数留任, 交割完成后将迅速进入正常经营状态。**根据公司官方资讯, 偏光片资产原经营团队维持不变, 原中高层干部、韩国籍管理和技术专家悉数留任, 继续效力新公司, LG化学还转移了相关研发人员, 协助技术研发和研发中心构筑等业务, 相关人员均与新公司杉金光电签署劳动合同; 同时杉金光电也与客户和供应商进行了充分沟通, 现有的合作关系和合作方式将继续维持。
- **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%以上, 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:** 由于相关审计公司仍在推进, 从利润表角度, 我们预计偏光片资产2021-2022年实现营收131和150亿元, 净利润15.0和18.1亿元, 以2021年并表11个月计, 预计杉杉股份2020-2022年实现营收80.8、230.4和283.0亿元, 同比增长-6.9%、185.2%和22.8%; 归母净利5.1、20.8和28.6亿元, 同比增长89.1%、307.9%和37.3%, 对应2020-2022年PE分别为49.6、12.2和8.9x, 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	23,041	28,298
增长率 YoY%	7.0%	-2.0%	-6.9%	185.2%	22.8%
归母净利润(百万元)	1,115	270	510	2,081	2,856
增长率 YoY%	24.5%	-75.8%	89.1%	307.9%	37.3%
毛利率%	22.1%	21.2%	21.1%	22.4%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	1.28	1.75
市净率 P/E(倍)	18.86	81.52	49.6	12.2	8.9

资料来源：万得，信达证券研发中心预测； 股价为2021年02月05日收盘价

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@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	sunsiya@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。	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。