

杉杉股份 (600884)

业绩触底迎来量利齐升，业务优化开启双轮驱动

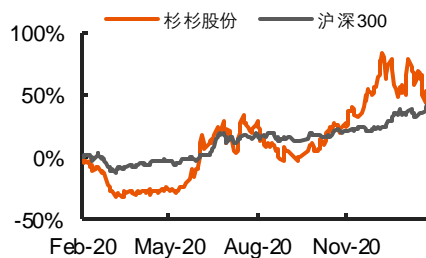
强烈推荐 (维持)

现价: 15.95 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.ssgf.net
大股东/持股	杉杉集团/32.69%
实际控制人	郑永刚
总股本(百万股)	1,628
流通 A 股(百万股)	1,628
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	259.67
流通 A 股市值(亿元)	259.67
每股净资产(元)	7.27
资产负债率(%)	45.2

行情走势图



相关研究报告

《杉杉股份“600884”营收平稳利润下滑，业务优化聚焦锂电》 2020-04-27

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
zhudong615@pingan.com.cn

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
pixiu809@pingan.com.cn

研究助理

王子越 一般从业资格编号
S1060120090038
wangziyue395@pingan.com.cn



平安观点:

■ **锂电材料盈利低点已过，迎来量利齐升的阶段：**20 年上半年受到宏观环境影响，公司锂电材料业务处于出货和盈利低点；下半年随着行业需求的强势回暖，相关业务迎来修复，正负极单吨盈利接近疫情前的正常水平，电解液盈利不断改善，预计 20 年正极出货量增长 30%-40%，负极和电解液出货持平或小幅增长。公司 20 年锂电材料无新增产能，后续投放节奏趋于稳健，随着产销的增加，产能利用率有望显著提升；正极、电解液、前驱体、六氟等环节迎来阶段性涨价，进一步支撑盈利上行。公司作为锂电材料龙头企业，产品种类丰富、技术储备深厚；正极遵循高压、高镍的产品迭代路线，负极将快充产品和硅基负极作为研发重点；电解液自产自研六氟及添加剂，与正负极的产品配套以及销售渠道协同将是一大看点。客户结构良好，正负极覆盖 ATL、宁德时代、力神、LG 化学等国内外主流电池企业，电解液目前以亿纬锂能、国轩高科、孚能科技、鹏辉能源等消费和国内二线动力厂商为主，有望充分受益于全球电动车行业的高速发展；公司锂电业务已进入量利齐升的发展阶段。

■ **并购偏光片优质资产，贡献稳定的利润来源：**LCD 适合 TV、显示器等传统市场，在未来较长时间内，在宽屏显示的主流应用领域需求量仍将依托屏幕尺寸提升而持续提升。标的资产隶属全球第一梯队，市场地位高、生产能力强、品牌优势突出、客户稳定。未来在液晶电视面板偏光片和手机显示屏偏光片产品市场规模扩大、自身市场份额不断提高、主要竞争对手逐步退出中国市场的情况下，销售收入有望实现稳定增长；同时标的资产通过原材料自产以及超大宽幅生产线的布局获得成本优势，盈利能力有望持续提升。我们预计 20-22 年偏光片业务将贡献营收 114/121/158 亿元，同比增长 15%/6%/31%；贡献净利润 8.3/11.4/14.2 亿元，同比增长 -7%/38%/24%。业务并表后将极大增厚公司整体利润，公司有望在五年时间成为全球最大的偏光片全产业链集团。

■ **业务结构持续优化，实控人全额参与定增彰显发展信心。**服装业务从 20 年下半年开始出表，类金融业务估计于 20 年年底出表，充电桩、储能能

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,853	8,680	8,709	24,982	33,651
YoY (%)	7.0	-2.0	0.3	186.9	34.7
净利润(百万元)	1,115	270	463	1,780	2,402
YoY (%)	24.5	-75.8	71.6	284.3	34.9
毛利率(%)	22.1	21.2	19.0	17.4	17.9
净利率(%)	12.6	3.1	5.3	7.1	7.1
ROE(%)	10.0	2.8	4.1	14.4	16.1
EPS(摊薄/元)	0.69	0.17	0.28	1.09	1.48
P/E(倍)	23.3	96.2	56.1	14.6	10.8
P/B(倍)	2.4	2.2	2.1	1.9	1.6

持低成本运营；公司聚焦锂电材料和偏光片双主业，业务结构进一步优化。实际控制人于 20 年 10 月回归公司董事会，亲自操刀管理公司各项业务；同时参与此次偏光片收购的全部增发，彰显对业务发展的信心。

- **投资建议：**由于公司从 20 年下半年开始经营和战略层面发生较为显著的变化，21 年业务范围进一步扩大；考虑偏光片并表因素，我们上调公司 20/21/22 年归母净利润至 4.63/17.80/24.02 亿元（前值 4.50/6.18/8.09 亿元），同比增长 72%/284%/35%，对应 2 月 10 日收盘价 PE 分别为 56.1/14.6/10.8 倍。我们看好行业高景气度下锂电业务的持续改善、偏光片优质资产贡献稳定的额外利润以及公司业务结构的精简和优化带来的经营效率的提升，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) **新能源汽车以及动力电池市场增速不及预期的风险。**若政策支持力度不及预期，产品升级以及电池技术的发展不及预期，将对新能源汽车的推广和动力电池的需求造成负面影响。2) **原材料价格大幅上涨的风险。**若上游原材料价格上涨超出预期，将导致成本上升；若不能将成本的增加有效转移给下游企业，将对公司盈利能力产生不利影响。3) **行业竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险。**新能源汽车市场的快速发展吸引众多供应商纷纷扩大产能，行业竞争加剧带来的价格战将显著影响企业的盈利能力。4) **业务结构调整不及预期的风险。**若其他业务的出表时间慢于预期，将影响公司利润的释放。

正文目录

一、 锂电材料：业务布局广泛，边际改善明显	6
1.1 盈利低点已过，先抑后扬拐点向上.....	6
1.2 产品积累深厚，客户结构优良	13
二、 偏光片：收购优质资产，再添增长动力	16
2.1 偏光片龙头，受益面板大尺寸化趋势	16
2.2 产能持续推进，业绩逐步释放	19
三、 盈利预测与估值分析	21
3.1 分业务盈利预测	21
3.2 估值分析与投资建议	22
四、 风险提示	23

图表目录

图表 1	杉杉正极材料营收情况 单位：百万元.....	6
图表 2	杉杉正极材料归母净利润情况 单位：百万元.....	6
图表 3	正极材料企业毛利率对比.....	6
图表 4	杉杉正极材料单吨净利情况 单位：万元.....	6
图表 5	杉杉负极材料营收情况 单位：百万元.....	7
图表 6	杉杉负极材料归母净利润情况 单位：百万元.....	7
图表 7	负极材料企业毛利率对比.....	7
图表 8	杉杉负极材料单吨净利情况 单位：万元.....	7
图表 9	杉杉电解液营收情况 单位：百万元.....	8
图表 10	杉杉电解液归母净利润情况 单位：百万元.....	8
图表 11	主要电解液企业毛利率情况.....	8
图表 12	杉杉电解液单吨净利情况 单位：万元.....	8
图表 13	杉杉锂电材料产能释放节奏 单位：万吨.....	9
图表 14	杉杉正极产能分布.....	9
图表 15	杉杉负极产能分布.....	10
图表 16	杉杉电解液产能分布.....	10
图表 17	杉杉电解液一体化经营战略.....	11
图表 18	杉杉锂电材料价格情况 单位：万元/吨.....	11
图表 19	正极材料价格走势 单位：万元/吨.....	12
图表 20	钴锂价格走势 单位：万元/吨.....	12
图表 21	国内负极材料价格走势 单位：万元/吨.....	12
图表 22	国内焦类原材料价格走势 单位：元/吨.....	12
图表 23	电解液主要原材料价格 单位：万元/吨.....	12
图表 24	20 年三季度以来电解液价格 单位：万元/吨.....	12
图表 25	杉杉正极销量 单位：万吨.....	13
图表 26	1H20 杉杉三元正极产量结构分布.....	13
图表 27	2019 年国内钴酸锂市场格局.....	13
图表 28	20 年前三季度国内三元材料市场格局.....	13
图表 29	杉杉负极材料销量稳步增长 单位：万吨.....	14
图表 30	2020 年前三季度国内负极材料格局.....	14
图表 31	杉杉电解液销量情况 单位：万吨.....	14
图表 32	2020 年前三季度国内电解液市场格局.....	14
图表 33	杉杉负极产品情况.....	15
图表 34	杉杉电解液锂盐及添加剂产品情况.....	15
图表 35	全球主流动力电池企业产能情况 单位：GWh.....	16
图表 36	国内 LCD 偏光片市场规模 单位：亿美元.....	17
图表 37	LCD 下游需求以 TV 为主.....	17

图表 38	全球 LCD 电视出货量 单位：百万台.....	17
图表 39	LCD 电视面板平均出货尺寸 单位：英寸.....	17
图表 40	LCD 与 OLED 对比.....	17
图表 41	1Q20 LG 化学偏光片客户分布（按销售额）.....	18
图表 42	2019 年全球偏光片市场格局.....	18
图表 43	LCD 偏光片成本结构.....	18
图表 44	标的资产偏光片业务降本措施.....	18
图表 45	LG 化学超宽幅偏光片产线数量超越竞争对手.....	19
图表 46	LG 偏光片营收利润预测.....	20
图表 47	杉杉股份分业务盈利预测 单位：百万元.....	21
图表 48	同行业估值对比.....	23

一、 锂电材料：业务布局广泛，边际改善明显

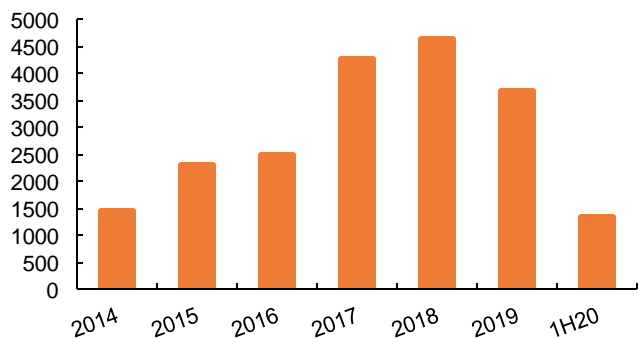
1.1 盈利低点已过，先抑后扬拐点向上

1.1.1 2020年下半年锂电业务盈利全面恢复

20年上半年受到疫情影响，公司锂电材料业务经历业绩低点；Q3随着国内新能源汽车的强势复苏以及海外市场的持续高增长，锂电材料单吨盈利改善明显；Q4行业延续高景气度，单吨盈利预计维持或继续提升。

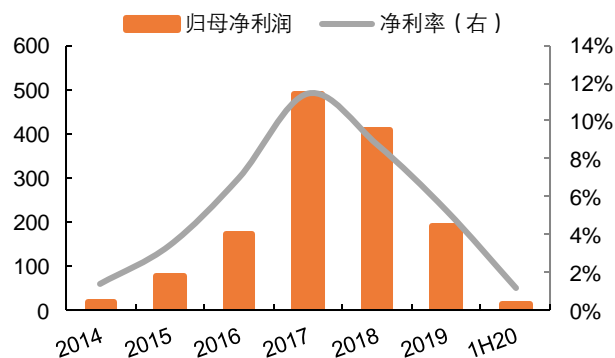
- **正极：营收利润波动幅度较大。**公司正极业务营收从2014年的14.7亿元增长至2019年的36.7亿元，复合增速20.1%；同期归母净利润从0.2亿元增长至1.9亿元，复合增速57.1%。公司正极材料营收和利润受到钴锂价格影响，波动幅度较大，2020年上半年新能源汽车市场需求疲软叠加金属价格的下滑，导致正极业绩出现较大调整，单吨净利降至0.25万元左右；下半年盈利有所恢复，预计单吨净利回升至0.9-1万元。

图表1 杉杉正极材料营收情况 单位：百万元



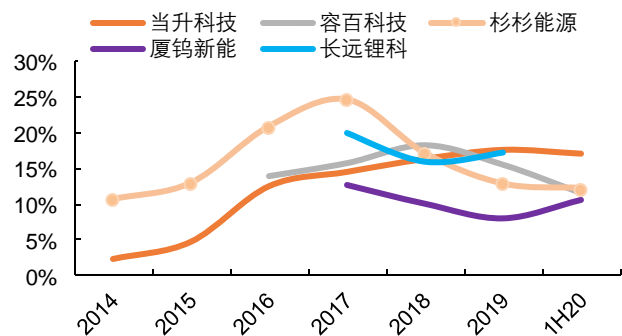
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 杉杉正极材料归母净利润情况 单位：百万元



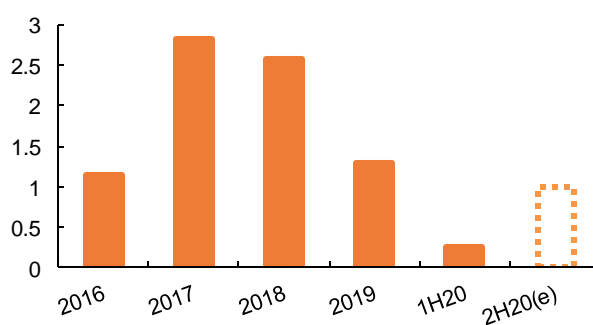
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 正极材料企业毛利率对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 杉杉正极材料单吨净利情况 单位：万元

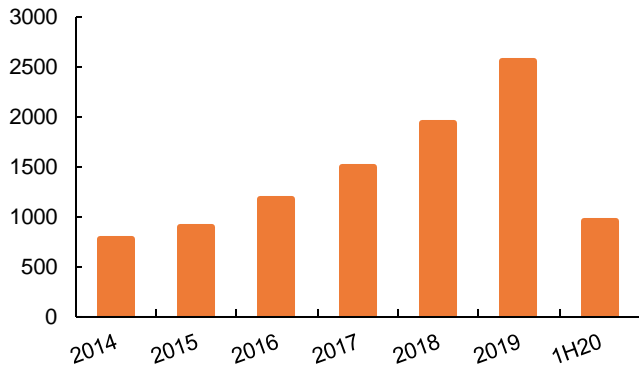


资料来源：公司公告，平安证券研究所

- **负极：营收利润稳步增长。**公司负极业务营收从2014年的7.6亿元增长至2019年的25.4亿元，复合增速27.2%；同期归母净利润从0.58亿元增长至1.47亿元，复合增速20.4%。2020

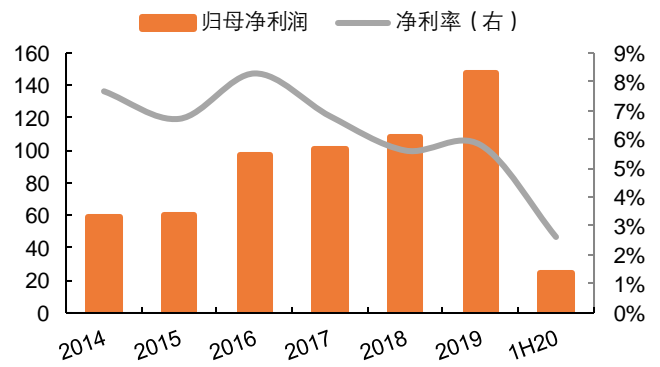
年上半年受到疫情影响,负极营收和净利润都有较大幅度的下滑,单吨净利将至 0.16 万元左右;下半年环比改善明显,预计单吨净利回升至 0.4-0.5 万元。

图表5 杉杉负极材料营收情况 单位:百万元



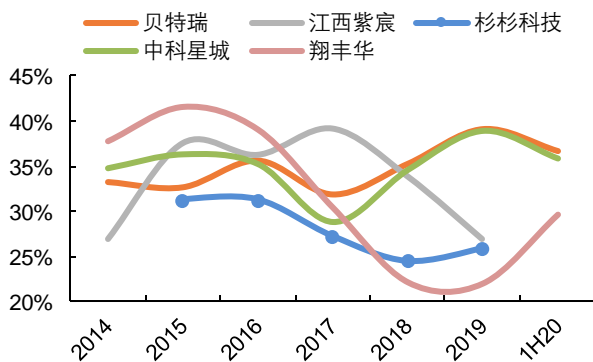
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表6 杉杉负极材料归母净利润情况 单位:百万元



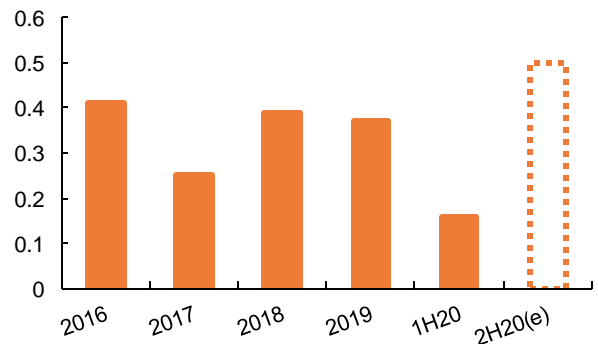
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表7 负极材料企业毛利率对比



资料来源:公司公告,平安证券研究所

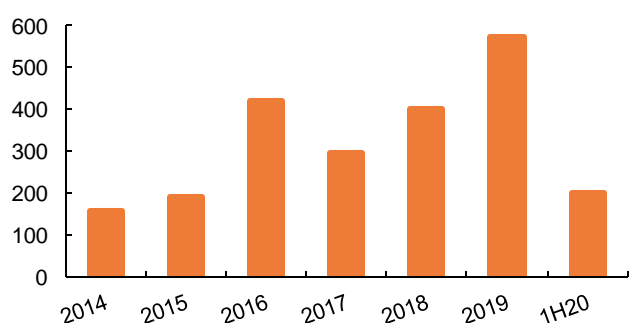
图表8 杉杉负极材料单吨净利情况 单位:万元



资料来源:公司公告,平安证券研究所

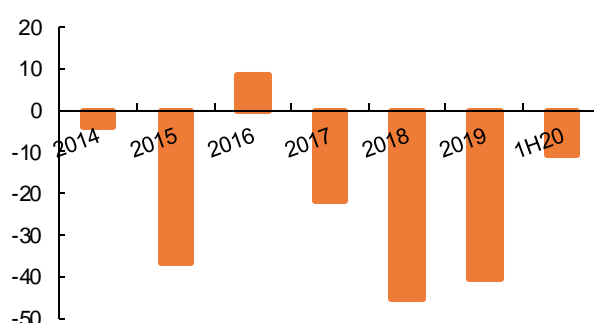
- **电解液: 折旧减值影响利润。**2014-2019年电解液营收从1.6亿元增长至5.7亿元,复合增速29%。2018年以来受益于公司加强电解液板块市场开发力度,拓宽动力电池大客户渠道,电解液业务营收快速增长,但由于老装置折旧、应收款减值、商誉减值等环节计提的原因,电解液业务暂处于亏损状态。20年上半年电解液单吨亏损0.15万元左右,预计下半年亏损继续收窄或实现盈亏平衡,21年实现扭亏为盈。

图表9 杉杉电解液营收情况 单位：百万元



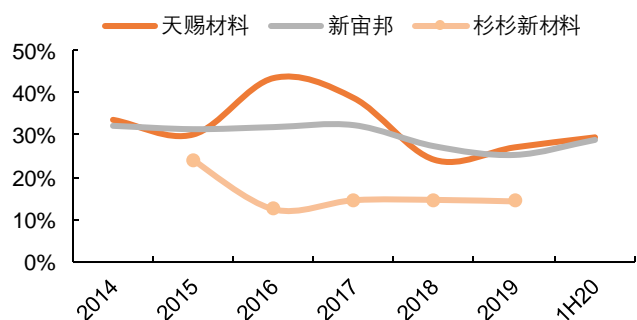
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 杉杉电解液归母净利润情况 单位：百万元



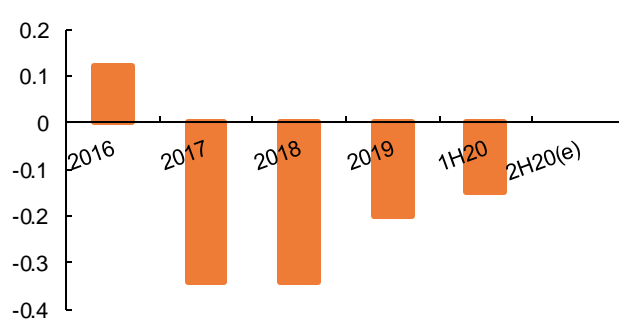
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 主要电解液企业毛利率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 杉杉电解液单吨净利情况 单位：万元

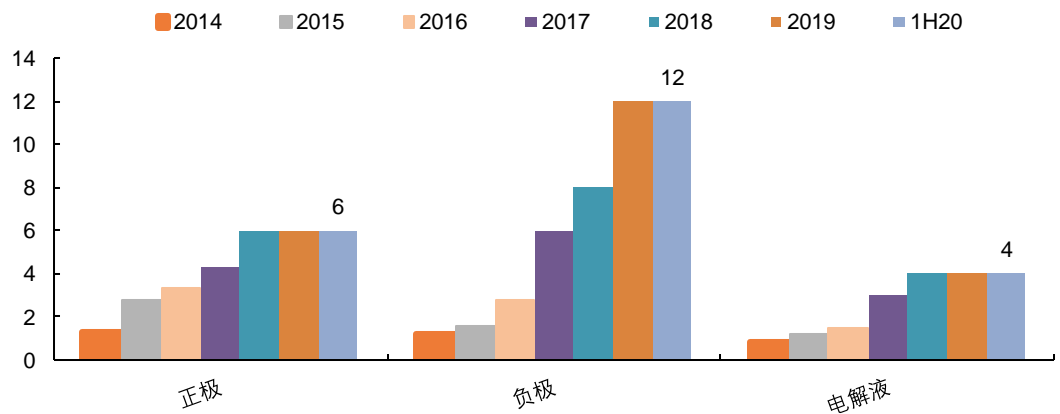


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.1.2 产能释放更趋稳健，一体化布局提升盈利水平

在产能建设方面，公司近年来产能释放节奏更趋稳健，20年锂电材料无新增产能投放，更多地消化已有产能，未来也会根据行业 and 客户需求逐步释放产能；在一体化布局方面，公司在多个环节着手产业链的上游延伸。我们认为产能的稳健释放带来的产能利用率的提升叠加一体化布局带来的原材料成本下降，有助于公司锂电业务增厚盈利水平。

图表13 杉杉锂电材料产能释放节奏 单位：万吨



资料来源：公司公告、平安证券研究所

- **正极远期产能达 20万吨。**截至 20 年上半年，公司正极产能 6 万吨，拥有长沙、宁乡和宁夏三个生产基地。根据公司官网信息，正极远期产能达 20 万吨，其中大长沙 10 万吨项目一期一阶段 1 万吨已经于 18 年投产，后续产能根据出货量和客户需求逐步释放。**在一体化方面**，公司在宁夏和宁乡自建前驱体产能共计 2 万吨，除自用外部分外供给其他正极厂商；对于钴、锂等资源，公司旗下公司永杉锂业规划年产 4.5 万吨锂盐项目，与吉利、紫金矿业合资成立常青新能源建设钴镍冶炼生产线、三元前驱体生产线和废旧锂电池资源化利用生产线，同时分别通过参股洛阳钼业、Altura Mining Limited 寻求在上游关键原材料方面的合作。

图表14 杉杉正极产能分布

	钴酸锂/锰酸锂	低镍三元	高镍三元	三元前驱体	正极合计	目标产能
长沙麓谷	8000	5000			13000	100000 (高镍 3 万吨)
大长沙 10 万吨项目		3000	7000		10000	
长沙宁乡一期	15000				15000	45000
长沙宁乡二期	2000	8000		8000	10000	
宁夏石嘴山一期		5000		5000	5000	55000
宁夏石嘴山二期			7200	7200	7200	
合计	25000	21000	14200	20200	60200	200000

资料来源：公司公告、公司官网、平安证券研究所

- **负极总规划产能达 18 万吨。**随着内蒙古一期项目中 4 万吨产能投放，截至 20 年上半年，公司共有负极产能 12 万吨以及石墨化产能 4.2 万吨 (郴州 1.4 万吨+内蒙古 2.8 万吨)；内蒙古一体化项目总规划产能达 10 万吨，公司于 20 年年末启动剩余 6 万吨的建设，并有望于 21 年开始逐步释放产能。全部投产后，公司负极产能将达到 18 万吨，石墨化产能也有望同步增长。

图表15 杉杉负极产能分布



资料来源：公司官网、平安证券研究所

- **电解液拥有两大生产基地。**杉杉新材料目前拥有 4 万吨电解液和 2000 吨六氟磷酸锂产能，包括东莞和衢州两个生产基地。其中衢州杉杉为公司与巨化股份的合作项目，双方从 2016 年开始建设年产 6000 吨六氟磷酸锂、5 万吨电解液的一体化项目。**在一体化方面**，除了自产六氟及部分六氟上游原材料外，公司还在包头拥有 2 万吨常规溶剂产能，同时研发和生产新型添加剂，进一步降低原材料成本、提升产品的溢价能力和综合竞争力。

图表16 杉杉电解液产能分布



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表17 杉杉电解液一体化经营战略

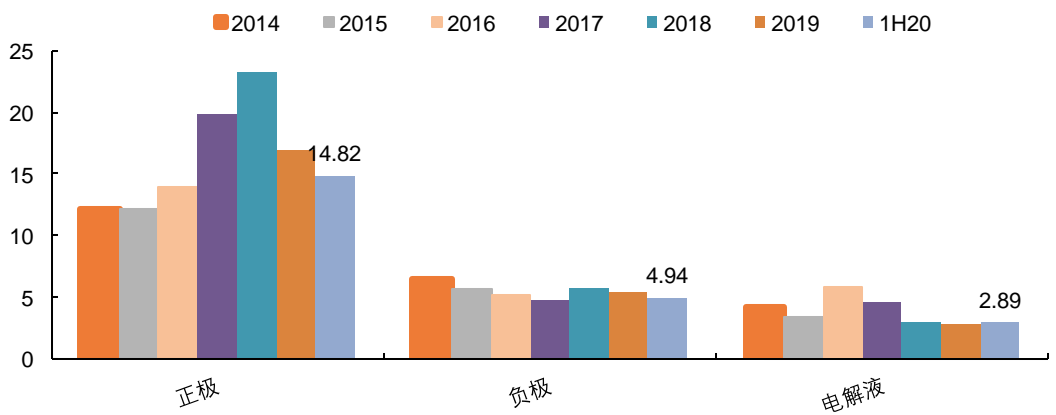


资料来源：公司官网、平安证券研究所

1.1.3 多环节迎来涨价，缓解产品降价压力

公司正极和负极产品从 18 年开始价格逐年下滑，电解液从 16 年开始价格进入下降通道，一方面由于产能过剩带来的原材料价格下跌，另一方面受到补贴退坡后下游主机厂和电池厂商的降本压力以及行业竞争加剧带来的降价压力的影响。与竞争对手相比，公司负极单吨均价处于较高水平，电解液单吨均价处于较低水平。

图表18 杉杉锂电材料价格情况 单位：万元/吨

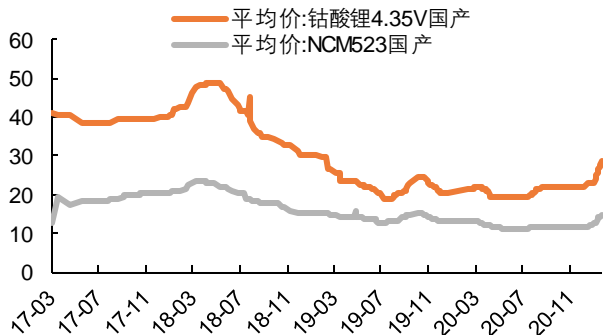


资料来源：公司公告、平安证券研究所

行业景气度提升，多个环节迎来涨价。20 年下半年开始，产业链中多个环节如碳酸锂、六氟、石油焦和针状焦等价格都出现反弹，主要由于长期的价格下跌导致企业盈利缩水甚至亏损，从而加速产能出清；行业需求复苏后，短期原材料出现供需缺口导致供不应求。由于定价模式的关系，正极和电解液环节的价格传导比较顺利，产品价格跟随原材料价格上涨，降价压力得到缓解；负极成本中原材料成本占比相对更低，但如果焦类价格持续上涨，将给负极厂商带来较大的盈利压力，使得其

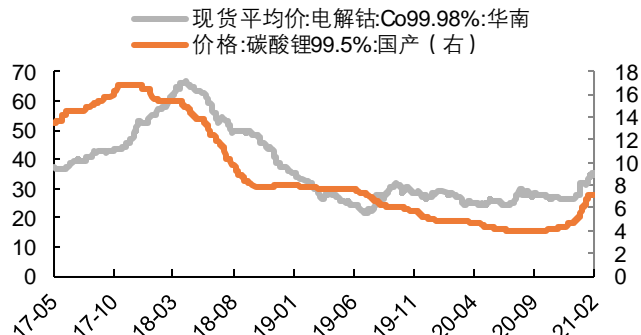
在与电池企业的谈判中拥有更多调价的底气。我们认为碳酸锂、六氟等环节有望维持 1-2 年时间的价格上涨周期，企业盈利空间或将进一步扩大。

图表19 正极材料价格走势 单位：万元/吨



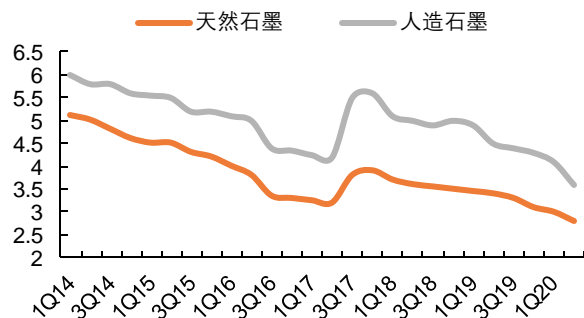
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表20 钴锂价格走势 单位：万元/吨



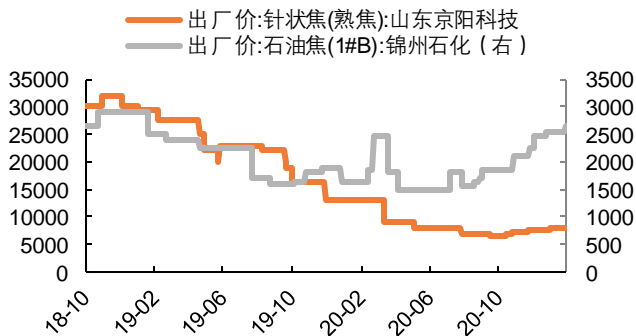
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 国内负极材料价格走势 单位：万元/吨



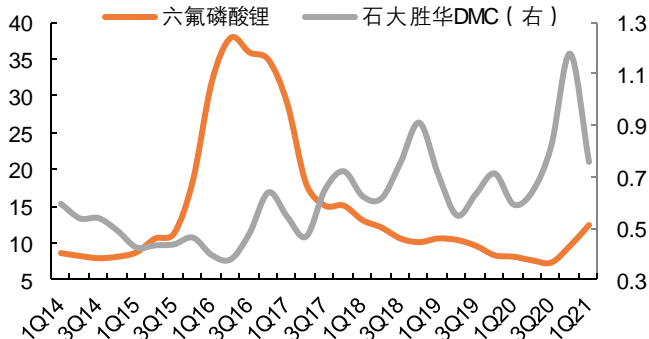
资料来源：高工锂电，平安证券研究所

图表22 国内焦类原材料价格走势 单位：元/吨



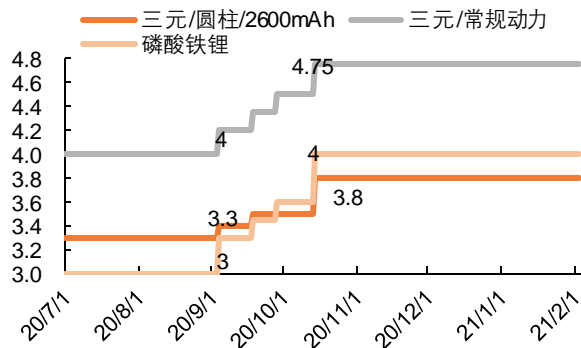
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 电解液主要原材料价格 单位：万元/吨



资料来源：高工锂电，Wind，平安证券研究所

图表24 20年三季度以来电解液价格 单位：万元/吨



资料来源：鑫椏锂电，平安证券研究所

1.2 产品积累深厚，客户结构优良

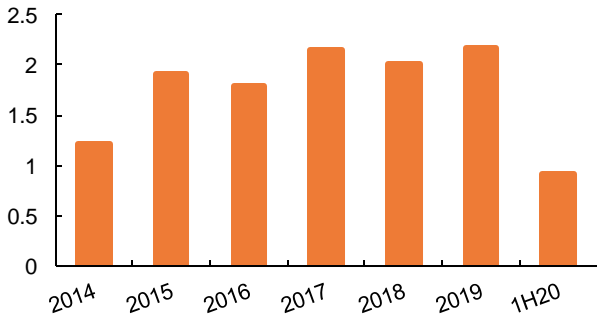
1.2.1 下半年出货快速增长，正负极一线地位稳固

20年伴随下游市场的回暖，公司锂电材料产销呈现快速增长的态势，三季度单季出货普遍接近上半年总体水平；高景气贯穿下半年甚至蔓延至21年一季度，企业排产持续旺盛。

- **正极：20年销量重回高增长。**受到下游需求和行业竞争激烈的影响，公司近年来正极出货量维持在2万吨上下。2020年上半年正极销量9040吨，同比下滑11%，主要由于三元出货量下降23%；但从三季度开始，正极材料出货量增长明显，预计前三季度累计出货1.8-2万吨，其中三元出货1万吨左右，以5系和6系为主；四季度将有望维持三季度的良好态势，预计20年全年正极出货量在3万吨左右。

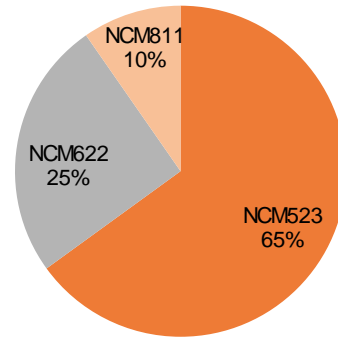
在行业地位上，公司在钴酸锂方面出货排名第二，仅次于厦门钨业，在三元方面也处于行业前列。总体来看，钴酸锂代表的消费领域格局较稳定，但三元材料公司之间份额差距不大，尚未出现明显的行业龙头，企业之间的竞争排名更多依赖于下游动力电池客户的表现。

图表25 杉杉正极销量 单位：万吨



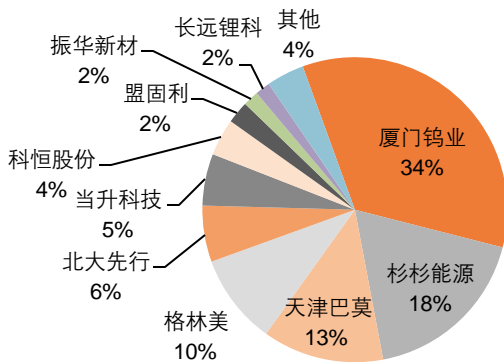
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 1H20 杉杉三元正极产量结构分布



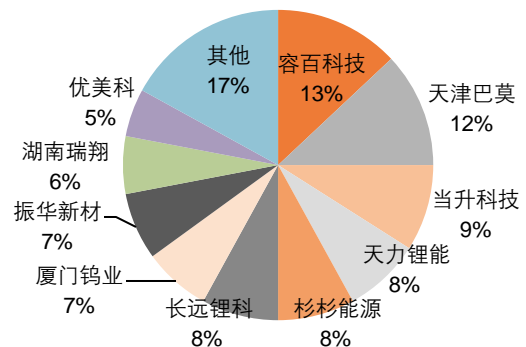
资料来源：高工锂电，平安证券研究所

图表27 2019年国内钴酸锂市场格局



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

图表28 20年前三季度国内三元材料市场格局

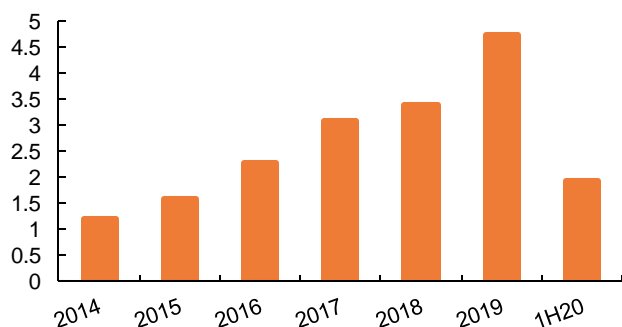


资料来源：高工锂电，平安证券研究所

- **负极：维持稳定增长的良好趋势。**受到国内市场的增长以及海外电池供应链的国产化渗透，公司近年来负极出货量维持稳定增长。2020年上半年负极销量1.93万吨，同比下滑15%；预计前三季度累计出货3.5万吨左右，20年全年出货量预计在5-5.5万吨，同比增长5%-15%。

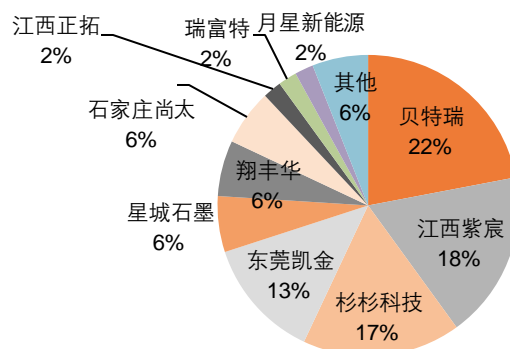
在行业地位上,公司负极出货在国内稳居前三,2020年前三季度市占率在17%左右,与贝特瑞、江西紫宸和东莞凯金同处第一梯队。

图表29 杉杉负极材料销量稳步增长 单位:万吨



资料来源:公司公告,平安证券研究所

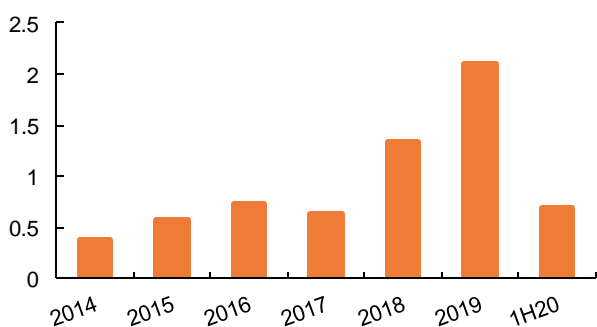
图表30 2020年前三季度国内负极材料格局



资料来源:高工锂电,平安证券研究所

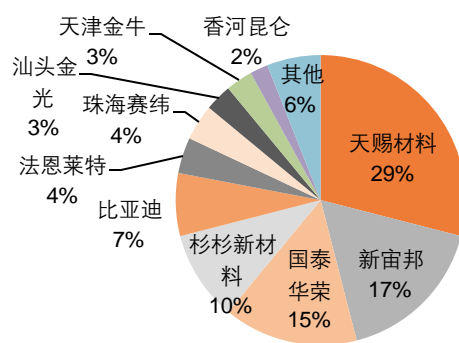
- **电解液:客户开拓顺利,销量快速增长。**由于客户的持续开拓以及实行以价换量的策略,公司电解液从2018年后进入快速增长期。2020年上半年电解液销量6990吨,同比下降19%;预计前三季度出货1.4万吨左右,20年全年电解液出货量2.1-2.3万吨,同比持平或小幅增长。在行业地位上,杉杉出货量排名第四,2020年前三季度市占率约为10%,在二线厂商中处于龙头地位;19年在出货量上超越国泰华荣进入前三,公司具备冲击一线梯队的潜力。

图表31 杉杉电解液销量情况 单位:万吨



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表32 2020年前三季度国内电解液市场格局



资料来源:高工锂电,平安证券研究所

1.2.2 丰富的产品体系有助于争取更多客户

产品体系丰富,渠道整合发挥协同效应。公司拥有丰富的产品体系,能够最大程度上满足下游客户的差异化需求,同时注重产品技术升级,研发方向契合行业发展趋势;截至20年上半年,公司已有正极材料授权专利103项,负极材料107项,电解液68项。在销售渠道方面,公司正负极产品的竞争力较强,而电解液能够依托于正负极产品实现恰当的适配和技术升级;若三大材料能够实现销售渠道方面的整合,较好地发挥产品端、销售端的协同效应,则公司电解液业务有望更进一步,实现对海内外一线动力电池客户的突破或者份额的提升。

- **正极方面,遵循高压、高镍的产品迭代路线。**公司在钴酸锂方面具有较强的技术优势,4.45V高压产品已实现批量供货,同时4.47V和4.48V高压钴酸锂产品已完成中试工艺定型,能够满

足高容量、高压实、高浮充性能和较好的高温循环性能。在三元材料方面，长循环要求的高镍单晶三元材料和 NCA 材料已量产。其他材料方面，公司重点开发的 NCMA 多元材料处于中试过程中，有望进入韩系客户的供应体系；下一代高温型单晶锰酸锂已完成中试，能够满足电池对高温下长循环性能要求。

- **负极方面，快充产品和硅基负极是研发重点。**公司负极产品出货以人造石墨为主，早在 2005 年就开发出 FSN 系列产品，是国内首款高容量、高首效的产业化人造石墨负极，具备低膨胀性、长寿命、高低温性能良好的特点；其他产品如 EV7 系列、QCG 系列等以高容量为特色，已经实现对国内外电池企业的广泛供货。顺应行业发展，公司研发重点在于快充产品和硅基负极，部分产品已进入测试或量产阶段。

图表 33 杉杉负极产品情况

产品类型	型号	产品特点	应用领域
人造石墨	FSN-1	老牌产品，极低膨胀特性、长循环寿命，兼顾高低温性能	EV/ESS, LFP/三元, 价格 3 万元以下
	SS1-P15	FSN-1 容量提升品	EV, LFP/三元方向
	EV7	高压实，具备常温 1.5C 充电性能&低温充电特性	EV, 三元方向，对国内主流动力电芯企业实现批量供货
	LKP-G5	高容量、高压实、低膨胀、长循环	数码主流产品
	LKP-Q2	1.5C 快充产品，兼顾高能量密度	数码 1.5C 充电方向
	QCG-X	具备 3-5C 快充特性、良好的低温充电性能	数码快充，动力快充，对外动力电池厂批量供货
	CP5-H	具备高倍率 (>10C) 充电特性，极低充电 & 低温 DCR	HEV 启停方向，超低温&高倍率充电方向
天然石墨	DMGS	具备良好加工性能&较高能量密度	圆柱数码方向
	GF1-S2	具备较好的低温充电特性	圆柱动力方向，方形动力方向
复合材料	RG-B	具备较高能量密度，较好的循环特性	圆柱数码、圆柱动力
	DFG	RG-B 升级款，具备 1.5C 快充特性	圆柱电动工具
硅氧负极	AS2	氧化亚硅纯品，具备较好的长循环特性	
	G1S-C450	氧化亚硅掺混石墨的复合品，容量可根据客户需求调配	

资料来源：公司官网、平安证券研究所

- **电解液方面**，除常规的电解液产品外，4.45V 高电压钴酸锂电解液已实现量产，4.48V 产品完成小试；高镍硅碳动力电池用电解液、180Wh/kg 以上高能量密度铁锂用动力电解液等新产品已量产。锂盐方面，采用动态结晶法技术生产高端六氟产品，除部分自用外，其余出口海外；添加剂方面，着手研发并量产电解液配方，包括提高浸润性的 JR 系列、三元高镍的 GN 系列、硅碳负极的 GT 系列以及锂盐添加剂等。

图表 34 杉杉电解液锂盐及添加剂产品情况

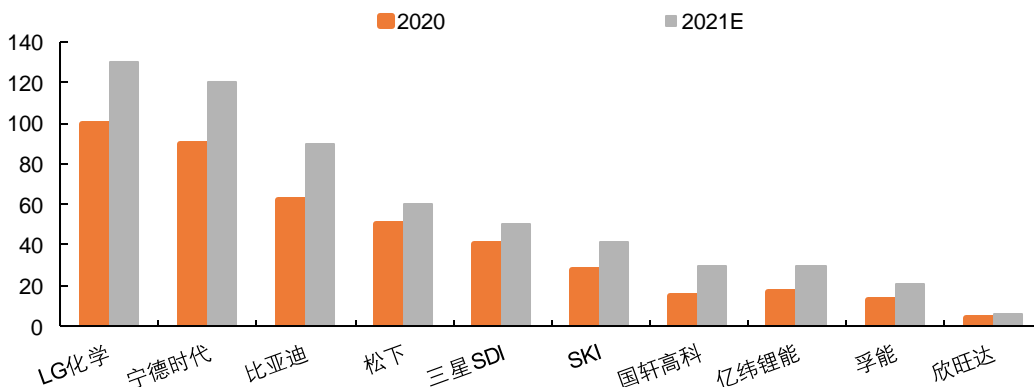
产品类型	型号	产品特点
六氟磷酸锂		采用动态结晶法技术，晶体一次成型、结晶完整、粒径均匀、流动性好、酸度低、不溶物低，制成的电解液导电性能好，能够配合高镍系正极材料提升锂电池性能
三元高镍添加剂	GN01	正极成膜，抑制正极金属离子脱出，络合正极表面反应脱出的重金属离子
	GN02	
	GN03	负极成膜，提高 SEI 膜高温高压下的耐分解能力；抑制高温胀气和兼顾低温循环

硅碳添加剂	GT01	头尾结构，立体成膜，弹性好
锂盐添加剂	N05	高低温效果好，成本低电性能良好，小试中
	N08	高电压低阻抗添加剂，可形成具有高锂离子通透性的钝化膜，具有完整的工艺路线，量产筹备中
	其他	LiBOB、LiBF ₄ 、LiODFB、LiPF ₂
低阻抗添加剂	JR01	提高正负极的界面浸润性，降低阻抗；提高电解液的氧化分解电位
	GR02	抗氧化性强，优化电极界面，降低界面阻抗，抑制析锂，改善低温循环

资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司客户基本覆盖海内外主流的消费电池和动力电池厂商。为应对全球范围内展开的电动化转型浪潮，各大动力电池企业都有较大规模的扩产计划，这为公司的长期发展提供了有力的支撑。

图表35 全球主流动力电池企业产能情况 单位：GWh



资料来源：公司公告、平安证券研究所

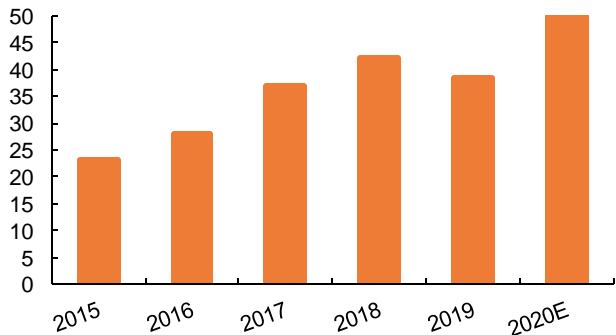
- **正极：消费类占比较高。**公司是ATL前两大正极供应商，主打的高压钴酸锂产品已实现对后者的批量供应；三元材料客户包括LG化学、比亚迪、力神、蜂巢能源等，用于消费或动力领域；锰酸锂材料主要供给星恒电源等两轮车客户。公司目前在动力类正极材料方面客户较少，还具有较大的提升空间。
- **负极：动力类占比较高。**负极主要客户包括LG化学、SKI、宁德时代、国轩高科、孚能科技、亿纬锂能等国内外主流动力电池厂以及ATL、三星SDI、索尼、珠海冠宇等消费类企业。国内客户方面，公司是宁德时代前三大负极供应商、孚能科技和ATL前两大负极供应商；海外客户方面，公司已经全面切入韩系动力电池厂商，成为LG化学、三星SDI人造石墨前两大供应商，海外客户出货占比有望进一步提升。背靠LG化学和宁德时代两大动力电池龙头客户，公司负极出货量有望实现快速增长。
- **电解液：二线客户为主。**电解液客户主要包括亿纬锂能、国轩高科、孚能科技、鹏辉能源、珠海冠宇等二线动力电池厂商或消费电池厂商。国内二线动力电池企业赢得海外主机厂认可，孚能、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科等得到大众、戴姆勒、现代起亚、雷诺日产、宝马定点或者直接入股，订单或将于21年集中开始交付。我们认为二线企业具备较强的业绩弹性和爆发力，有望为杉杉锂电材料贡献增量。

二、偏光片：收购优质资产，再添增长动力

2.1 偏光片龙头，受益面板大尺寸化趋势

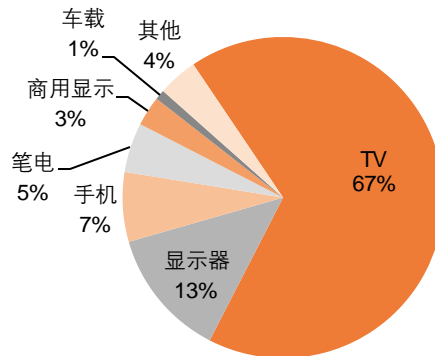
国内 LCD 偏光片市场规模增长。LCD 下游需求中，TV 占比接近 70%，屏幕的大尺寸化顺应消费升级的趋势，已成为 LCD 电视的主流发展方向；液晶面板出货量近年来保持稳定，未来偏光片行业的需求增长主要来源于下游 LCD 面板平均尺寸的增加。国内随着 LCD 面板高世代线的先后建立，LCD 面板产能快速增长，本土偏光片需求不断增加，整体增速将快于海外市场。

图表36 国内 LCD 偏光片市场规模 单位：亿美元



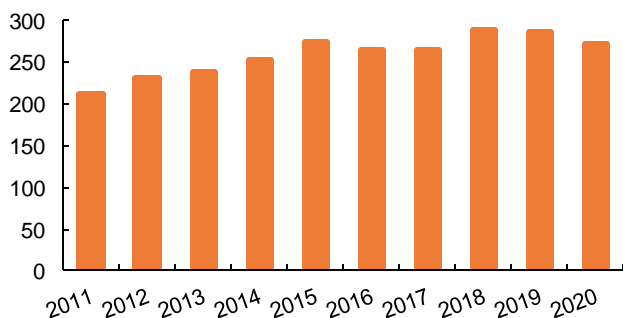
资料来源：重大资产购买报告书，平安证券研究所

图表37 LCD 下游需求以 TV 为主



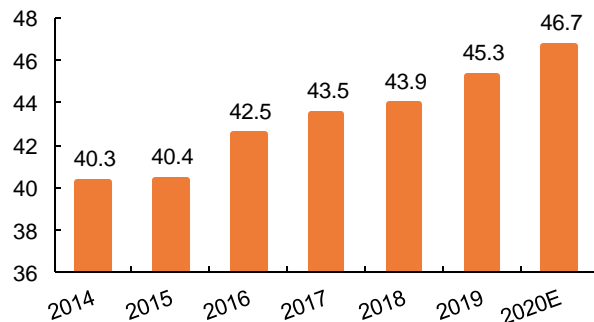
资料来源：智研咨询，平安证券研究所

图表38 全球 LCD 电视出货量 单位：百万台



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表39 LCD 电视面板平均出货尺寸 单位：英寸



资料来源：智研咨询，平安证券研究所

LCD 适合 TV、显示器等传统市场，较长时间内难以被取代。与 LCD 相比，OLED 自发光而无须背光源，屏幕具有厚度更薄、可弯折、色彩对比度高、耗电程度低、屏幕响应时间快等优点，但同时也有烧屏、频闪、寿命较短、成本较高等缺陷，因此适合于对屏幕素质和耗电要求较高、使用周期不长、轻薄化的手机领域，尤其适合价格较高、以曲面或折叠屏为卖点的高端智能机；而 LCD 在使用周期较长、性价比较高的传统 TV 和显示器等市场更有优势，同时 LCD 的技术也在发展，比如 QLED 和 MiniLED 本质上都是 LCD 在高端领域的运用。综上所述。我们认为 LCD 与 OLED 会维持较长时间的市场分割状态，LCD 在传统市场中的应用在较长时间内难以被取代。

图表40 LCD 与 OLED 对比

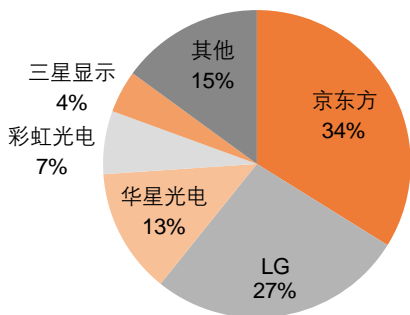
项目	LCD	OLED
成像原理	白色的背光穿透彩色薄膜显色	自发光，每个像素点可以独立工作
厚度	需要背光层，增加了厚度	不需要背光层，适合轻薄化产品
寿命	无机材料，寿命较长，适合使用周期较长的产品	有机材料，寿命较短，适合对使用周期要求不高的产品

塑性	不可大幅度弯曲	可弯曲、可折叠
耗电程度	背光全开或全关，耗电量较高	可以单独点亮某些像素点，降低耗电量
屏幕素质	OLED 对比 LCD：色彩对比度更好；屏幕几乎没有拖影，响应速度快；采取 PWM 调光，低亮度下发生频闪；相同分辨率下像素点密度不如 LCD；会发生烧屏现象	
成本	已实现规模化生产，成本低	良率较低，成本高

资料来源：知乎、平安证券研究所

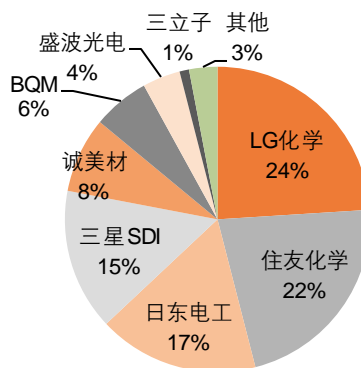
全球偏光片龙头，出货量稳定增长。LCD 偏光片市场集中度较高，2019 年全球 CR5 占比达到 86%。LG 化学出货量排名第一，销量规模接近一亿平米，客户包括 LG、京东方、华星光电等国内外主流面板企业，预计随着韩国企业逐步退出 LCD 市场，国内客户的占比会持续走高。标的资产依托增速更快的中国市场以及产品大尺寸升级带来的技术和规模生产优势，市占率有望继续提升。

图表41 1Q20 LG 化学偏光片客户分布（按销售额）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

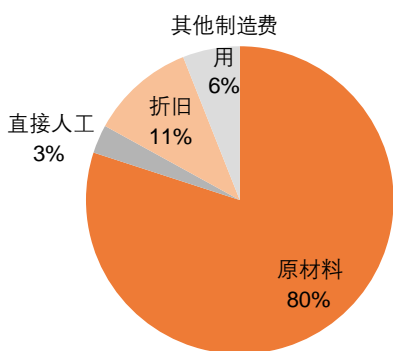
图表42 2019 年全球偏光片市场格局



资料来源：AVC，平安证券研究所

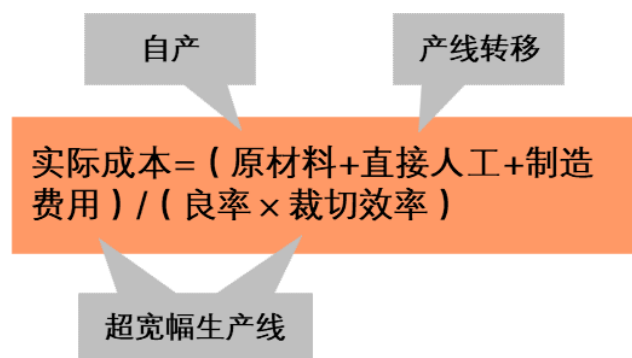
原材料自产+超大宽幅生产线获得成本优势。LCD 偏光片的成本结构中，原材料成本占比 80%左右，人工成本占比 2%-4%，制造费用占比 16%-18%；原材料占比较大，是影响偏光片成本的关键因素，同时直通率（=良率×裁切效率）能够显著影响盈利能力。

图表43 LCD 偏光片成本结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表44 标的资产偏光片业务降本措施








资料来源：公司公告，平安证券研究所

- **原材料方面**，标的资产计划在张家港投资建设 PMMA 生产线及表面涂覆生产线，项目预计 2021 年底建设完成，建成后将有效降低生产成本。

- **生产线方面**，标的资产当前超宽幅生产线产能超过竞争对手，拥有 5 条 2300mm 及以上生产线。更宽的生产线是增强成本竞争力的重要因素，因为更宽的生产线可以促进大尺寸面板偏光片的规模化生产，提高生产效率、降低制造费用；同时更宽的产线容易获得更高的裁切效率，从而提升产线的直通率，降低实际生产成本。

图表45 LG 化学超宽幅偏光片产线数量超越竞争对手

品牌	超过1,960毫米生产线数量(2021年)	超过2,200毫米生产线数量	宽幅生产线产能(百万平方米/年)	最大生产线宽度(毫米)
标的资产	5	5	124	2,600
 SUMITOMO CHEMICAL	2	1	42	2,300
 Nitto <small>Revolution for Customers</small>	2	0	28	1,960
 SAMSUNG SDI	1	1	44	2,300
 SAPPC	1	1	14	2,600
 CMMT	1	1	18	2,600

注：SAPPC 和 CMMT 产线预计将于 2020 年投产。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 产能建设持续推进，业绩逐步释放

偏光片产能建设持续推进。标的资产规划有南京、广州和张家港三处前端生产基地。南京 4 条产线合计产能 1.1 亿平米，20 年一季度受到疫情影响，产能利用率有所下滑，产销率维持高位。广州 1 号线设计产能 1788 万平米，已于 2019 年下半年投产，2 号线产能 3744 万平米，于 2020 年 3 月底投产；整体来看，广州产线尚处于爬坡的状态中，目前产能利用率较低。韩国梧仓的两条产线已经停产，处于待搬迁的状态中。此外，标的资产在北京、重庆、惠州、合肥、武汉、台湾等多地建有 50 条以上的后端生产基地，主要贴近下游客户。

偏光片业务利润有望逐步释放。我们预计随着产能的陆续推进、产能利用率的爬坡以及成本端的改善，偏光片业绩有望逐步释放。在以下的测算模型中，我们假设：

- 韩国梧仓产线搬迁顺利推进，张家港基地从 22 年开始投入生产，该基地单线产能提升 30%，20-22 年标的资产偏光片总产能达到 1.6/1.6/2.2 亿平米；
- 各工厂产能利用率提升，2022 年南京/广州/张家港工厂产能利用率分别提升至 90%/80%/60%，各工厂维持满产满销的状态，20-22 年标的资产偏光片出货量达到 1.2/1.3/1.7 亿平米；
- 标的资产采取降价获取市场份额的策略，20-22 年产品均价每平米 94/92/90 元，逐年降低；
- 净利率逐年提升，22 年南京、广州、张家港基地分别提升至 11%/10%/2%，提升环节来自于自产部分原材料、产线转移带来的人工成本的下降、产品直通率的提升、税率可能的下降等。

通过测算，我们预计 20-22 年偏光片业务将贡献营收 114/121/158 亿元，同比增长 15%/6%/31%；贡献净利润 8.3/11.4/14.2 亿元，同比增长-7%/38%/24%。业务并表后将极大增厚公司整体利润。

图表46 LG 偏光片营收利润预测

	2018	2019	1Q20	2020E	2021E	2022E
总产能（万平米/年）						
南京 1 号（2300mm）	3312	3312	3312	3312	3312	3312
南京 2 号（1490mm）	2146	2146	2146	2146	2146	2146
南京 3 号（2300mm）	3312	3312	3312	3312	3312	3312
南京 4 号（1320mm）	1967	1967	1967	1967	1967	1967
广州 1 号（1490mm）	0	1788	1788	1788	1788	1788
广州 2 号（2600mm）	0	0	3744	3744	3744	3744
梧仓/张家港 1 号（2300mm）	2208	2208	2208	0	0	2870
梧仓/张家港 2 号（2300mm）	2208	2208	2208	0	0	2870
产能利用率						
南京	92%	87%	81%	82%	86%	90%
广州	0%	28%	56%	60%	70%	80%
梧仓/张家港	96%	68%	0%	0%	0%	60%
合计	93%	81%	64%			
产销率						
南京	84%	100%	97%	100%	100%	100%
广州	0%	30%	50%	100%	100%	100%
梧仓/张家港	63%	31%	0%	100%	100%	100%
合计	73%	86%	101%			
销量（万平米）						
南京	8329	9301	2109	8804	9233	9663
广州	0	75	125	3319	3872	4426
梧仓/张家港	2663	930	0	0	0	3444
合计-南京+广州+张家港	10992	10307	2234	12123	13106	17533
产品单价（元/平米）						
	94.16	95.96	93.3	94	92	90
收入（百万元）						
南京	7842	8925	1967	8276	8495	8696
广州	0	72	117	3120	3563	3983
梧仓/张家港	2508	893	0	0	0	3100
合计-南京+广州+张家港	7842	8997	2084	11396	12057	15780
合计-草案披露	7840	8954	2080			
净利润（百万元）						
报表披露-草案净利润	80.58	623.12	134.89			
利润调整-专利使用费	160.40	189.42	49.72			
利润调整-内部交易抵消	108.66	164.92	45.85			
调整后净利润（百万元）	282.38	888.88	206.57	827.56	1141.32	1416.92
——南京				827.56	891.94	956.61
——广州				0.00	249.38	398.30
——张家港				0.00	0.00	62.00
净利率						
	3.6%	9.9%	9.9%	7.3%	9.5%	9.0%
——南京				10%	11%	11%
——广州				0%	7%	10%
——张家港				0%	0%	2%

注：红色字体部分代表假设值

资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、盈利预测与估值分析

3.1 分业务盈利预测

■ 锂电材料

公司是国内电池材料龙头企业，是国内唯一一家同时具备正极、负极和电解液生产能力的综合性锂电平台，正负极业务稳居行业一线、电解液业务为二线龙头并不断发力追赶，产品体系丰富、研发实力雄厚、客户覆盖广泛，将充分受益于全球电动化转型。我们预计 20-22 年公司正极材料出货量分别为 3.0/4.6/6.4 万吨，同比增长 40%/50%/40%；负极材料出货量分别为 5.2/7.8/10.6 万吨，同比增长 10%/50%/35%；电解液出货量分别为 2.2/3.2/4.5 万吨，同比增长 5%/45%/40%。

在价格方面，我们认为随着行业景气度的提升产能短期受限，正极和电解液产业链有望结束近年来价格单边下滑的趋势，于 21 年迎来趋势性的价格上调；负极价格有望保持平稳。在盈利方面，20 年上半年是公司的业绩低点，下半年正负极单吨利润已恢复至疫情前水平，电解液盈利不断改善；受益于一体化布局以及部分产品结构的变化，叠加 20 年上半年低基数的影响，21 年全年锂电材料毛利率和平均单吨净利有望提升。

■ 光伏业务

在巩固组件业务的基础上，子公司尤利卡继续推进分布式光伏电站开发建设。受益于全球碳中和步伐下组件销量提升与光伏电站并网装机容量的增加，以及外销市场开拓的加强，公司光伏业务有望实现年均 20%左右的稳定增长。

■ 其他业务

公司其他业务包括服装、充电桩、储能、整车设计、类金融、投资等，其中服装业务于 20 年 7 月出表，类金融业务预计也于 20 年年底出表；充电桩、储能、整车等业务一方面将维持低成本运营，逐步减少投入，另一方面将寻找战略投资者，转让股权实现出表，时间上具有不确定性。公司未来将专注于锂电材料和偏光片的双主业发展，资产的清理和业务的精简有助于提升盈利质量，减少不必要的资本开支。

图表47 杉杉股份分业务盈利预测 单位：百万元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
正极材料					
收入	4664.08	3674.34	4012.38	6740.80	9908.97
成本	3865.34	3202.47	3593.10	5741.75	8394.54
毛利	798.74	471.87	419.28	999.05	1514.43
毛利率(%)	17.13	12.84	10.45	14.82	15.28
销量(吨)	20063	21704	30386	45578	63810
单价(万元/吨)	23.25	16.93	13.20	14.79	15.53
负极材料					
收入	1937.94	2544.23	2574.76	3862.14	4953.20
成本	1464.98	1887.79	1877.58	2709.75	3542.07
毛利	472.96	656.44	697.18	1152.39	1411.13
毛利率(%)	24.41	25.80	27.08	29.84	28.49
销量(吨)	33907	47381	52119	78179	105541

单价(万元/吨)	5.72	5.37	4.94	4.94	4.69
电解液					
收入	403.42	572.88	661.68	1055.37	1551.40
成本	343.87	490.42	547.62	854.33	1236.56
毛利	59.54	82.47	114.05	201.04	314.84
毛利率(%)	14.76	14.40	17.24	19.05	20.29
销量(吨)	13383	20901	21946	31822	44550
单价(万元/吨)	3.01	2.74	3.02	3.32	3.48
偏光片					
收入				12057.25	15779.56
成本				10369.23	13412.62
毛利				1688.01	2366.93
毛利率(%)				14.00	15.00
光伏					
收入	704.68	663.91	796.69	956.03	1147.24
成本	567.32	503.61	597.52	717.02	826.01
毛利	137.36	160.30	199.17	239.01	321.23
毛利率(%)	19.49	24.15	25.00	25.00	28.00
充电桩、储能、投资等					
收入	233.86	307.63	310.23	310.23	310.23
成本	204.78	286.06	273.69	243.39	219.62
毛利	29.08	21.56	36.54	66.84	90.61
毛利率(%)	12.43	7.01	11.78	21.55	29.21
服装、类金融					
收入	909.45	916.91	353.07	0.00	0.00
成本	450.92	469.05	166.06	0.00	0.00
毛利	458.54	447.86	187.01	0.00	0.00
毛利率(%)	50.42	48.84	52.97	-	-
合计					
收入	8853.43	8679.90	8708.81	24981.82	33650.59
成本	6897.21	6839.40	7055.57	20635.48	27631.42
毛利	1956.22	1840.50	1653.24	4346.34	6019.17
毛利率(%)	22.10	21.20	18.98	17.40	17.89

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 估值分析与投资建议

锂电材料盈利低点已过，迎来量利齐升的阶段。20年上半年受到宏观环境影响，公司锂电材料业务处于盈利低点；下半年随着行业需求的强势回暖，锂电材料业务迎来修复，正负极单吨盈利接近疫情前的正常水平，电解液盈利不断改善。公司20年锂电材料无新增产能，后续投放节奏趋于稳健，随着产销的增加，产能利用率有望显著提升；正极、电解液、六氟等环节迎来阶段性涨价，进一步支撑盈利上行。公司作为锂电材料龙头企业，产品种类丰富、技术储备深厚、客户结构良好，有望充分受益于全球电动车行业的高速发展，锂电业务已进入量利齐升的阶段。

并购偏光片优质资产，贡献稳定的利润来源。LCD在未来较长时间内，在宽屏显示的主流应用领域需求量仍将依托屏幕尺寸提升而持续提升。标的资产隶属全球第一梯队，市场地位强、生产能力强、品牌优势突出、客户稳定。未来在液晶电视面板偏光片和手机显示屏偏光片产品市场规模扩大、自身市场份额不断提高、主要竞争对手逐步退出中国市场的情况下，销售收入有望实现稳定增长；同

时标的资产通过原材料自产以及超大宽幅生产线的布局获得成本优势，盈利能力有望持续提升。2月3日，公司公告偏光片业务已完成中国大陆交割，21年2月1日起将相关业务和知识产权纳入合并范围，公司有望在五年时间成为全球最大的偏光片全产业链集团。

业务结构持续优化，实控人全额参与定增彰显发展信心。服装业务从20年下半年开始出表，类金融业务估计于20年年底出表，充电桩、储能维持最低成本的运营；公司聚焦锂电材料和偏光片双主业，业务结构进一步优化。实际控制人于20年10月回归公司董事会，亲自操刀管理公司各项业务；同时参与此次偏光片收购的全部增发，彰显对业务发展的信心。

由于公司从20年下半年开始经营和战略层面发生较为显著的变化，21年业务范围进一步扩大；考虑偏光片并表因素，我们上调公司20/21/22年归母净利润至4.63/17.80/24.02亿元（前值4.50/6.18/8.09亿元），同比增长72%/284%/35%，对应2月10日收盘价PE分别为56.1/14.6/10.8倍。我们看好行业高景气度下锂电业务的持续改善、偏光片优质资产贡献稳定的额外利润以及公司业务结构的精简和优化带来的经营效率的提升，维持“强烈推荐”评级。

图表48 同行业估值对比

股票名称	股票代码	股价 2021/2/10	P/E				P/B			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
杉杉股份	600884	15.95	96.2	56.1	14.6	10.8	2.2	2.1	1.9	1.6
新宙邦	300037	84.99	107.4	64.9	50.0	38.7	9.9	7.2	6.5	5.6
天赐材料	002709	100.00	3346.4	79.2	58.7	48.2	19.6	15.8	12.7	10.4
宁德时代	300750	412.66	210.8	190.9	139.8	111.5	23.9	15.4	13.9	12.4
当升科技	300073	57.89	-125.6	69.1	45.0	34.4	8.4	7.4	6.4	5.4
璞泰来	603659	104.08	79.3	69.5	47.3	36.1	13.3	11.4	9.2	7.3
恩捷股份	002812	143.53	149.7	122.7	82.5	61.2	25.4	18.0	15.1	12.4
三利谱	002876	54.38	132.4	57.6	27.2	18.5	6.1	6.0	4.5	3.6

资料来源：Wind一致预期、平安证券研究所

四、风险提示

- 1、新能源汽车以及动力电池市场增速不及预期的风险。**当前国内仍处于补贴退坡期，行业需求的爆发时点仍然存在不确定性；若政策支持力度不及预期，产品升级以及电池技术的发展不及预期，将对新能源汽车的推广和动力电池的需求造成负面影响。
- 2、原材料价格大幅上涨的风险。**两大业务电池材料和偏光片原材料成本占比较高，若上游原材料价格上涨超出预期，将导致成本上升；若不能将成本的增加有效转移给下游企业，将对公司盈利能力产生不利影响。
- 3、行业竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险。**新能源汽车整车厂和电池厂对降本的需求比较迫切，对上游供应商的压价意愿较强。新能源汽车市场的快速发展吸引众多供应商纷纷扩大产能，行业竞争加剧带来的价格战将显著影响企业的盈利能力。
- 4、业务结构调整不及预期的风险。**公司目前处于业务转型和调整期，调整落地的时间点尚存在不确定性；若其他业务的出表时间慢于预期，将影响公司利润的释放。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9845	10360	15749	18043
现金	2307	1684	1749	2356
应收票据及应收账款	3016	2990	6094	7366
其他应收款	169	223	903	614
预付账款	404	564	685	810
存货	1289	2238	3657	4237
其他流动资产	2660	2660	2660	2660
非流动资产	15171	16734	20282	21352
长期投资	2658	3191	3834	4284
固定资产	4782	5718	8532	9075
无形资产	747	839	935	1023
其他非流动资产	6984	6986	6981	6970
资产总计	25016	27093	36030	39395
流动负债	8579	10138	16158	16179
短期借款	3547	4314	5948	5346
应付票据及应付账款	2626	3788	6530	7286
其他流动负债	2406	2036	3681	3547
非流动负债	2816	2895	3675	4154
长期借款	1603	1682	2462	2941
其他非流动负债	1213	1213	1213	1213
负债合计	11395	13033	19833	20333
少数股东权益	1798	1909	2462	3121
股本	1123	1628	1628	1628
资本公积	4091	3586	3586	3586
留存收益	5058	5499	7315	9584
归属母公司股东权益	11823	12151	13735	15941
负债和股东权益	25016	27093	36030	39395

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	886	1293	1670	2509
净利润	375	574	2333	3060
折旧摊销	467	447	627	805
财务费用	272	242	305	342
投资损失	-217	-217	-217	-232
营运资金变动	-176	447	-1238	-1366
其他经营现金流	165	-200	-140	-100
投资活动现金流	-1033	-1593	-3818	-1543
资本支出	1915	1030	2906	620
长期投资	689	-533	-442	-450
其他投资现金流	1572	-1096	-1355	-1373
筹资活动现金流	79	-1476	637	332
短期借款	600	-386	58	90
长期借款	496	79	779	479
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	-1169	-200	-238
现金净增加额	-66	-1776	-1512	1298

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8680	8709	24982	33651
营业成本	6839	7056	20635	27631
营业税金及附加	46	44	62	84
营业费用	493	453	849	1144
管理费用	489	435	749	1010
研发费用	412	479	600	808
财务费用	272	242	305	342
资产减值损失	-87	0	0	0
其他收益	195	195	195	195
公允价值变动收益	-1	200	140	100
投资净收益	217	217	217	232
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	373	612	2333	3159
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	28	8	8	8
利润总额	353	612	2333	3159
所得税	-22	38	0	98
净利润	375	574	2333	3060
少数股东损益	105	111	553	659
归属母公司净利润	270	463	1780	2402
EBITDA	1045	1253	3217	4258
EPS(元)	0.17	0.28	1.09	1.48

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	-2.0	0.3	186.9	34.7
营业利润(%)	-75.8	64.3	281.0	35.4
归属于母公司净利润(%)	-75.8	71.6	284.3	34.9
获利能力				
毛利率(%)	21.2	19.0	17.4	17.9
净利率(%)	3.1	5.3	7.1	7.1
ROE(%)	2.8	4.1	14.4	16.1
ROIC(%)	3.3	3.9	11.0	12.9
偿债能力				
资产负债率(%)	45.6	48.1	55.0	51.6
净负债比率(%)	34.4	38.1	49.4	39.8
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.8	0.9
应收账款周转率	2.7	2.9	5.5	5.0
应付账款周转率	2.5	2.2	4.0	4.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.28	1.09	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.79	1.03	1.54
每股净资产(最新摊薄)	7.26	7.46	8.44	9.79
估值比率				
P/E	96.2	56.1	14.6	10.8
P/B	2.2	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	31.1	26.5	11.3	8.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033