

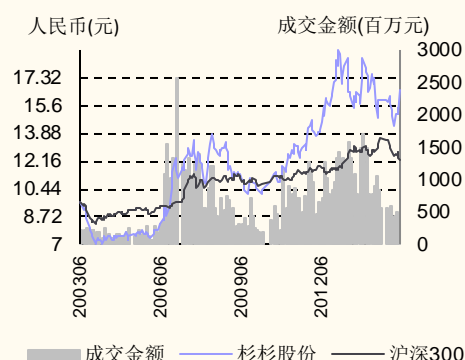
杉杉股份 (600884.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 16.57 元
 目标价格(人民币): 25.80-25.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.28
已上市流通 A 股(亿股)	16.28
总市值(亿元)	269.76
年内股价最高最低(元)	19.02/7.00
沪深 300 指数	5263
上证指数	3502



偏光片+ 锂电材料双轮驱动，公司迈入发展快车道

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,853	8,680	8,580	21,600	28,850
营业收入增长率	7.05%	-1.96%	-1.15%	151.75%	33.56%
归母净利润(百万元)	1,115	270	535	1,808	2,503
归母净利润增长率	24.46%	-75.81%	98.18%	238.14%	38.45%
摊薄每股收益(元)	0.993	0.240	0.328	0.920	1.274
每股经营性现金流净额	0.48	0.72	1.06	-0.08	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.42%	2.28%	4.38%	10.75%	13.19%
P/E	13.01	56.22	50.45	18.01	13.01
P/B	1.35	1.28	2.21	1.94	1.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **锂电材料龙头，积极受益新能源车快速发展。**公司深耕锂电材料，与全球主流锂电池制造商建立了长期稳定的合作关系，包括 ATL、LGC、宁德时代、国轩高科、比亚迪、亿纬锂能、三星 SDI 等。2019 年度中国锂电新能源产业链年度竞争力品牌榜单上，公司正极、负极和电解液业务分别位列榜单的第一名、第三名和第四名。未来在全球新能源汽车快速发展、正极材料价格回暖及公司产能提升的驱动下，锂电材料业务有望迎来快速发展，进一步提升盈利能力。
- **收购 LG 化学偏光片资产，转型发展再下一城。**公司收购 LG 化学偏光片及相关资产 70% 股权的中国大陆资产完成交割，收购后原中高层干部、韩国籍管理和技术专家已悉数留任，团队稳定，预测公司将加大激励及考核力度，调动团队积极性，有望进一步发挥产业链、产能、成本、效率等优势，杉杉光电开启新征程。
- **大力扩产，将深度受益中国面板产能大幅提升。**目前公司拥有 8 条偏光片产线，但是韩国 2 条产线处于停产状态，未来有望搬至国内开动生产，并在张家港新增 2 条产线，产能将大幅提升。公司收购的 LG 化学偏光片资产是全球龙头，2019 年全球市占率 23%，第二及第三是日本的日东电工及住友化学。以京东方及 TCL 为首的中国大陆面板厂持续扩产，全球市占率不断提升，2019 年，中国大陆大尺寸 LCD 面板产能全球占比约 47%，预测到 2025 年将达到 71.6%，公司产能、成本、效率及本土化优势明显，有望进一步提升市占率。全球偏光片稳健增长，预测 2021 年之后偏光片市场的供需情况将趋于紧张，2024 年更是会出阶段性短缺，公司偏光片业务综合优势明显，有望实现快速增长。

盈利估值与估值:

- 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.33、0.92 (按照定增完成，19.648 亿股摊薄 EPS)、1.27 元 (按照 19.648 亿股摊薄 EPS)，现有价格 (16.57 元) 对应 PE 为 50.4、18.0、13.0 倍。公司是偏光片龙头，锂电材料优势明显，未来在新能源车及国内面板产能大幅增加的拉动下，具有较好成长空间，给予公司 2021 年 28 倍估值，“买入”评级，目标价 25.8 元。

风险:

- 偏光片业务整合风险、原材料供应的风险、锂电材料竞争激烈的风险。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、锂电材料龙头，收购 LG 化学偏光片资产，转型发展再下一城.....	5
1.1 公司为全球偏光片龙头、国内领先的锂电材料供应商.....	5
1.2 公司营收稳健增长，受益正极材料价格持续回暖.....	6
1.3.锂电材料龙头，兼具技术研发、产能规模、客户资源.....	8
1.4 收购 LG 化学偏光片资产，转型发展再下一城.....	10
二、全球偏光片稳健增长，大尺寸、高端市场几乎被日韩垄断.....	11
2.1 偏光片，LCD 面板中的关键材料.....	11
2.2 LCD 面板需求稳健增长，韩厂逐渐退出，中国厂商产能持续提升.....	12
2.3 偏光片稳健增长，预测 2021 年之后偏光片业务供需趋于紧张.....	17
2.4 偏光片竞争格局：高端被日韩垄断，国产化率较低.....	18
三、收购 LG 化学偏光片业务，深度受益国内面板产能大幅提升.....	19
3.1 收购 LG 化学偏光片及相关资产 70%股权，中国大陆资产完成交割.....	19
3.2 现有 8 条生产线稼动率有望大幅提升，并积极扩产.....	20
3.3 产品 80%应用于 TV，积极受益中国面板厂扩产.....	22
3.4 收购后团队稳定，有望进一步发挥产业链、成本、效率优势，杉金光电开启新征程.....	24
四、新能源汽车快速发展，公司锂电材料迎来发展新机遇.....	25
4.1 正极材料，受益需求增长、价格回暖，盈利能力有望恢复.....	25
4.2 负极材料产能大幅提升，有望继续保持快速发展.....	26
4.3 电解液优质客户拓展、产能提升，有望扭亏.....	27
五、盈利预测与投资建议.....	28
5.1 盈利预测.....	28
5.2 投资建议：给予公司目标价 25.8 元.....	29
六、风险提示.....	30

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：2019 年公司主营业务收入占比.....	6
图表 3：2019 年公司主营业务毛利占比.....	6
图表 4：公司历史营收情况.....	6
图表 5：公司历史归母净利润情况.....	6
图表 6：2020 年 H2 新能源车需求大幅回暖.....	7
图表 7：2020 年 H2 正极材料价格持续回暖.....	7
图表 8：2019 年公司 ROE 下滑.....	7
图表 9：2020 年公司净利率略有回暖.....	7

图表 10: 正极原材料价格升高导致公司毛利率降低.....	7
图表 11: 公司期间费率保持稳定.....	7
图表 12: 公司总资产周转率略有下降.....	8
图表 13: 公司资产负债率基本稳健.....	8
图表 14: 公司应收账款周转天数略有上升.....	8
图表 15: 公司存货周转天数略有下降.....	8
图表 16: 公司研发费率持续提升.....	9
图表 17: 公司负极材料规划产能 19.4 万吨.....	9
图表 18: 公司正极材料规划产能 20 万吨.....	9
图表 19: 公司近三年前五大客户销售额占比.....	10
图表 20: 收购的 LG 化学标的资产产业链.....	10
图表 21: 收购的 LG 化学标的资产情况.....	11
图表 22: LG 化学偏光片资产营收情况 (亿元).....	11
图表 23: LG 化学偏光片资产净利润情况 (亿元).....	11
图表 24: 偏光片在面板中的应用.....	12
图表 25: 偏光片基板结构.....	12
图表 26: 偏光片主要工艺流程.....	12
图表 27: 全球 G7-11 TFT-LCD 面板产能情况.....	13
图表 28: 2016-2020 全球 TV 出货量与增长 (百万台, %).....	14
图表 29: 2016-2020 全球 TV 分区域出货量与增长 (百万台, %).....	14
图表 30: 2020 年全球 TV 面板分尺寸出货占比及增长情况 (M, %).....	15
图表 31: 2020 年全球电视面板厂出货量及出货面积 (M, m ² , %).....	16
图表 32: 2020 年 5-12 月全球 TV 面板主流尺寸价格增长率.....	16
图表 33: 全球显示器面板季度出货量及预测 (Mpcs).....	17
图表 34: 全球显示器面板主力尺寸占比变化.....	17
图表 35: 2020 年显示器面板出货量表现及 2021 年规划 (Mpcs, %).....	17
图表 36: 全球偏光片市场规模及增长 (亿美元).....	18
图表 37: 国内偏光片市场规模及增长 (亿美元).....	18
图表 38: 全球偏光片供需情况.....	18
图表 39: 2016-2019 年全球偏光片竞争格局.....	19
图表 40: 2019 年全球偏光片竞争格局.....	19
图表 41: 2019 年 LG 显示和三星显示偏光片供应商占比.....	19
图表 42: 2019 年 LG 化学和三星 SDI 各客户占比.....	19
图表 43: 购买完成后的产权控制关系图.....	20
图表 44: 公司目前偏光片产线情况.....	21
图表 45: 不同宽幅偏光板产线裁切利用率情况.....	21
图表 46: 公司主要产品的产量、库存、销量情况.....	22
图表 47: 主要产线产能利用率变动情况.....	22
图表 48: 2018-2020 年 Q1 偏光片价格变化情况 (元/平方米).....	22

图表 49: 公司产品应用领域占比 (亿元)	23
图表 50: 2019 年公司产品应用领域占比.....	23
图表 51: 公司前五大客户情况	23
图表 52: 2019 年前五大供应商情况.....	24
图表 53: 全球各区域 LCD 产能情况.....	25
图表 54: 预测 2020 年全球前五大 LCD 面板厂占比	25
图表 55: 预测 2025 年全球前五大 LCD 面板厂占比	25
图表 56: 公司近几年正极材料营收及增长 (亿元)	26
图表 57: 公司近几年正极材料利润及增长 (亿元)	26
图表 58: 公司近几年正极材料销量及增长 (万吨)	26
图表 59: 公司近几年正极材料销售价格趋势 (万元/吨)	26
图表 60: 公司近几年负极业务营收及增长 (亿元)	27
图表 61: 公司近几年负极业务利润及增长 (亿元)	27
图表 62: 公司近几年负极业务量及增长 (万吨)	27
图表 63: 公司近几年负极业务销售价格趋势 (万元/吨)	27
图表 64: 公司近几年电解液营收及增长 (亿元)	28
图表 65: 公司近几年电解液业务利润 (万元)	28
图表 66: 2020-2025 年中国新能源汽车销量及增长率预测.....	28
图表 67: 公司各业务营收及毛利率预测.....	29
图表 68: 给予公司目标价 25.8 元 (28*2021EPS)	30

一、锂电材料龙头，收购 LG 化学偏光片资产，转型发展再下一城

1.1 公司为全球偏光片龙头、国内领先的锂电材料供应商

- 杉杉股份成立于 1992 年，于 1996 年在上交所挂牌上市，成为国内首家上市的服装品牌；1999 年率先进军锂离子电池负极材料产业，并在随后几年布局锂离子电池正极材料和电解液领域；2007 年公司为实现产融结合，布局创投、融资租赁等类金融产业；2015 年开始，分别布局了电池系统集成、能源管理服务、充电桩建设及新能源汽车运营等业务；2019 年度中国锂电新能源产业链年度竞争力品牌榜单上，公司正极、负极和电解液业务分别位列榜单的第一名、第三名和第四名。
- 2020 年 6 月公司启动 LG 化学偏光片资产收购项目，2021 年 2 月 4 日，公司发布公告，收购 LG 化学 70% 股权的中国大陆资产完成交割，后续将继续推进台湾乐金 LCD 偏光片业务的交割工作；剩余 30% 股权的事宜将在中国大陆交割日后一周年、二周年、三周年时点按照 5%、10%、15% 的比例分别受让。公司收购的 LG 化学偏光片资产是全球偏光片行业龙头，2019 年全球市占率 23%，排名第一。
- 2020 年 6 月，公司发布公告，计划定向发行不超过 3.368 亿股本，发行价格为 9.31 元/股，计募集资金总额不超过 31.358 亿元，用于收购 LG 化学偏光片资产，目前定增正在推进中。

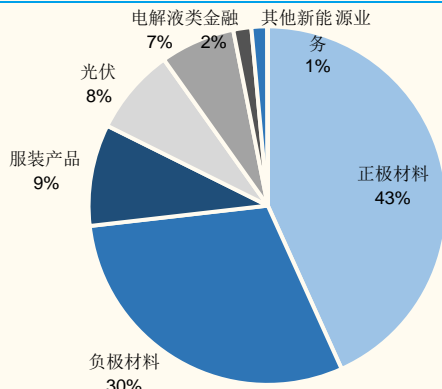
图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

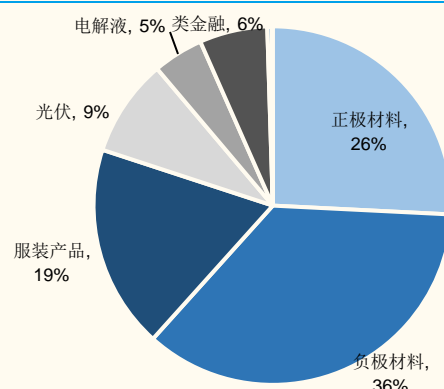
- 公司主营业务可分为偏光片、新能源板块和非新能源板块。新能源板块业务包括锂电池正极材料、锂电池负极材料、电解液、光伏、新能源汽车、储能；非新能源板块包括服装（2020 年下半年已剥离）、类金融业务（2020 年下半年已剥离）、创投。2019 年新能源业务总体营收占当年营业收入 89%，其中正极材料、负极材料分别占比 43%、30%，合计 73%，为公司贡献主要营收。毛利方面，负极材料、正极材料的毛利占比分别为 36%、26%，合计 62%。

图表 2: 2019 年公司主营业务收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 2019 年公司主营业务毛利占比

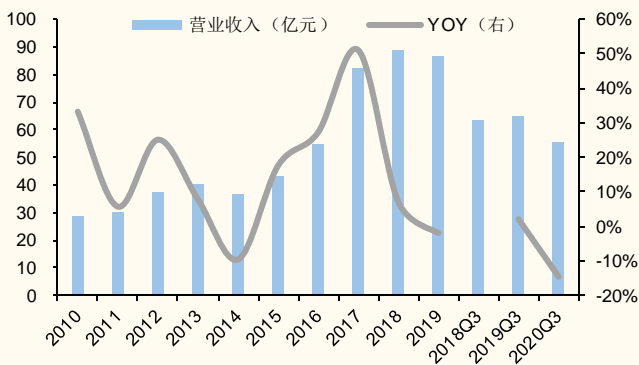


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 公司营收稳健增长, 受益正极材料价格持续回暖

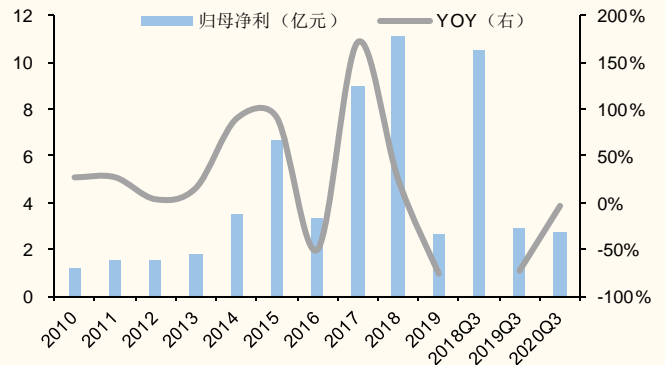
- 公司营收稳健增长, 业绩受正极材料价格影响波动较大, 2020 年 H2 正极材料价格持续回暖。** 1) 2019 年实现营收 86.8 亿元, 同比下降 1.96%, 2009~2019 年公司营收 CAGR 为 15%; 2019 年公司归母净利润仅为 2.7 亿, 同比下降 75.8%, 2009~2019 年公司归母净利 CAGR 为 11%。公司整体营收、净利在波动中实现增长, 2019 年公司业绩大幅下滑主要系会计政策变更、正极材料价格大幅下降影响, 会计政策变更导致公司抛售宁波银行股票所获投资收益 9.68 亿元转入归属股东的累计盈余而非“投资收益”, 若依循旧准则计算, 2019 年归母净利润应为 10.36 亿; 正极材料业务受上游原材料钴价下降、价格大幅下滑, 叠加新能源车销量不佳导致公司正极材料经营业绩同比大幅下滑。2) 2020 年前三季度公司营收为 55.6 亿元, 同减 2%; 归母净利润为 2.78 亿, 同减 4%。业绩继续下滑主要系正极材料业务受疫情影响、下游需求疲软, 以及原材料价格持续下降导致。但由于长期价格下跌导致产业产能逐步出清, 叠加 H2 新能源车需求大幅回暖, 正极材料价格持续攀升, 2020 年 Q3 公司营收为 23.5 亿元、同比增长 13%, 预计 2021 年正极材料价格维持高位、公司业绩大幅改善。

图表 4: 公司历史营收情况



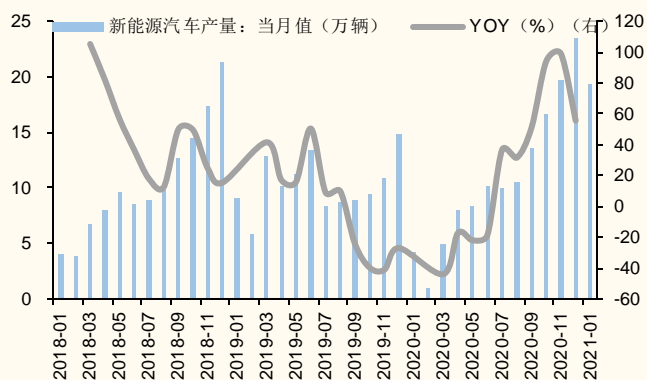
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 公司历史归母净利润情况



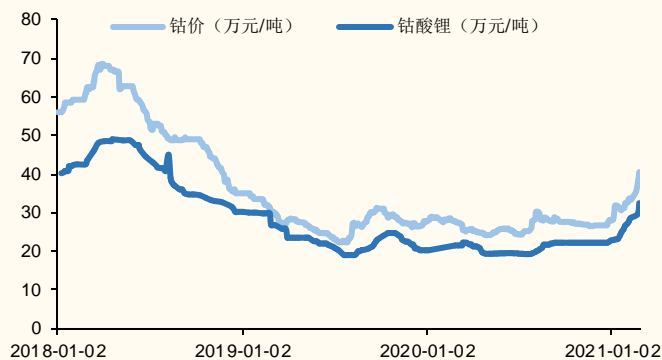
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 2020 年 H2 新能源车需求大幅回暖



来源: 公司公告, 国金证券研究所

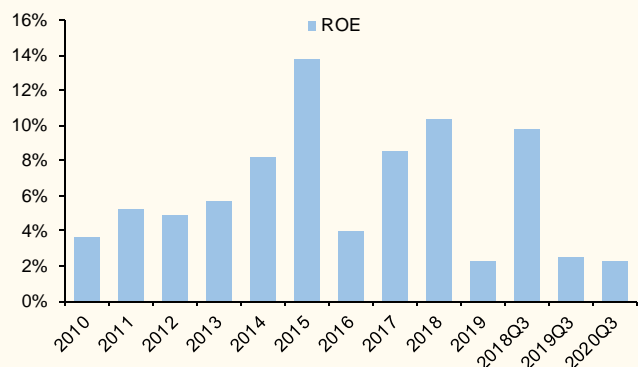
图表 7: 2020 年 H2 正极材料价格持续回暖



来源: 公司公告, 国金证券研究所

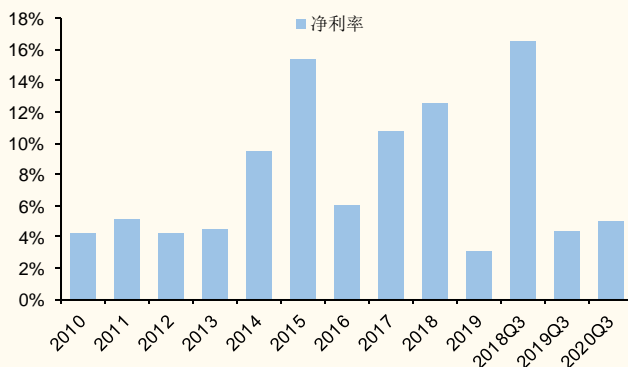
- 2019 年公司 ROE 仅为 2.3%，净利率为 4.3%，毛利率为 21%。2019 年公司盈利能力大幅下滑主要系会计政策变更、正极材料价格大幅下降影响。预计伴随正极材料价格回暖，公司盈利能力持续回暖。

图表 8: 2019 年公司 ROE 下滑



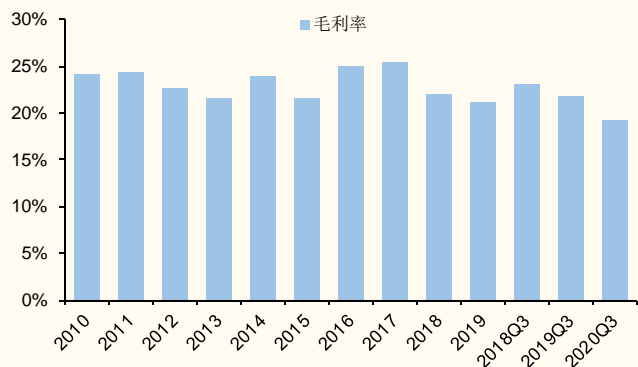
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 2020 年公司净利率略有回暖



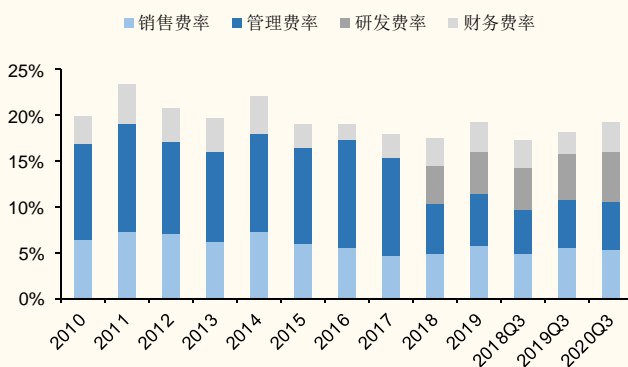
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 正极原材料价格升高导致公司毛利率降低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

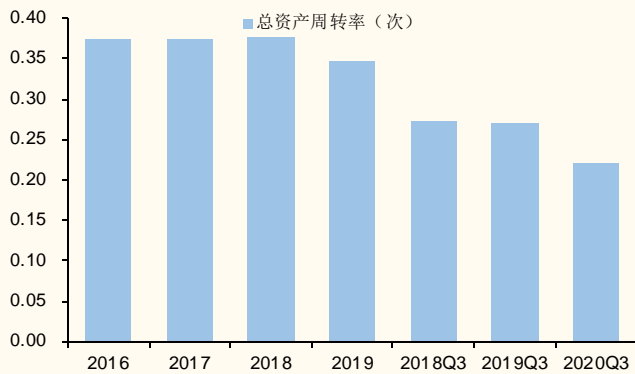
图表 11: 公司期间费率保持稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

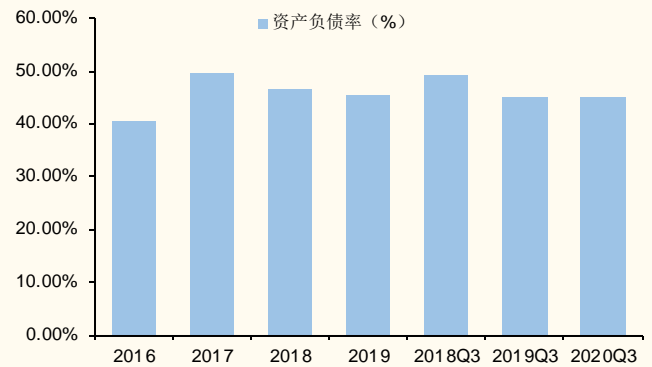
- 公司资产周转率、负债率保持平稳。1) 2019 年公司的资产周转率为 0.35 次, 近年资产周转率保持相对稳定, 其中应收账款周转天数略有提升、回款放缓, 存货周转天数持续下降。2) 2019 年公司负债率为 46%, 公司负债率总体保持平稳, 财务经营较为稳健。

图表 12: 公司总资产周转率略有下降



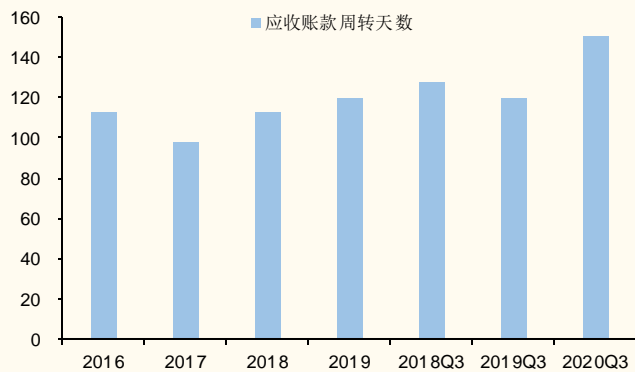
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 公司资产负债率基本稳健



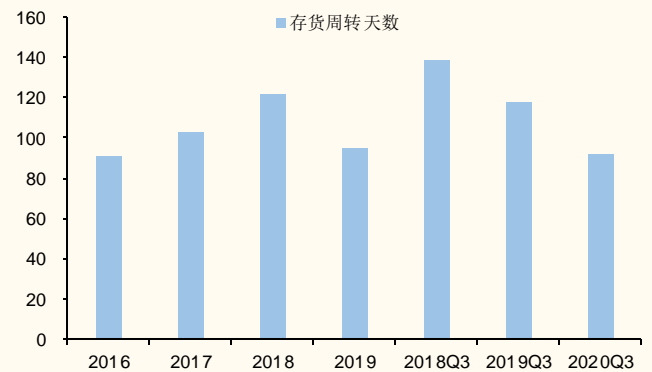
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 公司应收账款周转天数略有上升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 公司存货周转天数略有下降

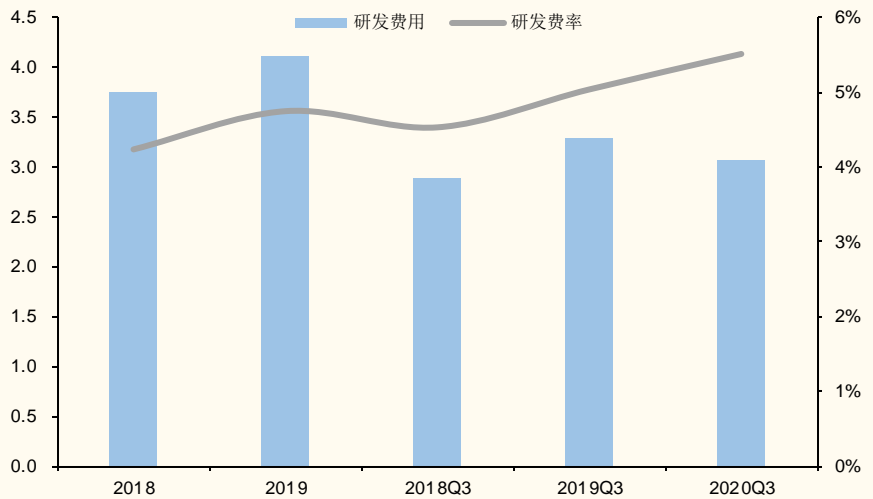


来源: wind, 国金证券研究所

1.3. 锂电材料龙头，兼具技术研发、产能规模、客户资源

- 技术优势:** 公司在锂电材料领域深耕多年，钴酸锂正极材料在消费电子领域保持领先市占率。2019 年公司研发投入达 4.11 亿元，占营业收入比例为 4.75%，近年来研发费率持续攀升。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有正极材料授权专利 103 项，负极材料授权专利 107 项，电解液授权专利 68 项。

图表 16: 公司研发费率持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

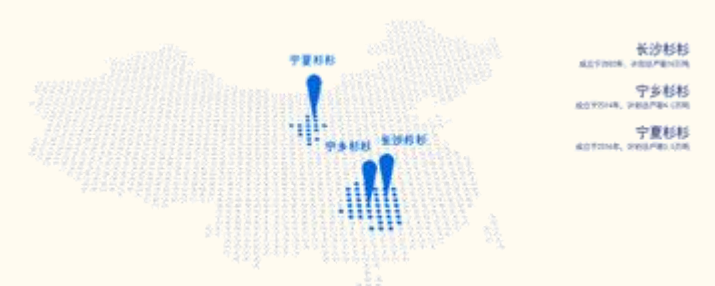
- 规模优势:** 1) 截止 2020 年 H1, 公司拥有正极材料产能 6 万吨, 负极材料产能 12 万吨, 电解液产能 4 万吨。2) 正极材料方面, 公司在宁乡、宁夏、长沙设有生产基地、总体规划产能 20 万吨。3) 负极材料方面, 公司在上海、宁波、湖州、郴州、宁德、内蒙古等六地设有生产基地、总体规划产能 19.4 万吨/年, 2020 年 H1 公司内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化项目一期产线已全部拉通。

图表 17: 公司负极材料规划产能 19.4 万吨



来源: 公司官网, 国金证券研究所

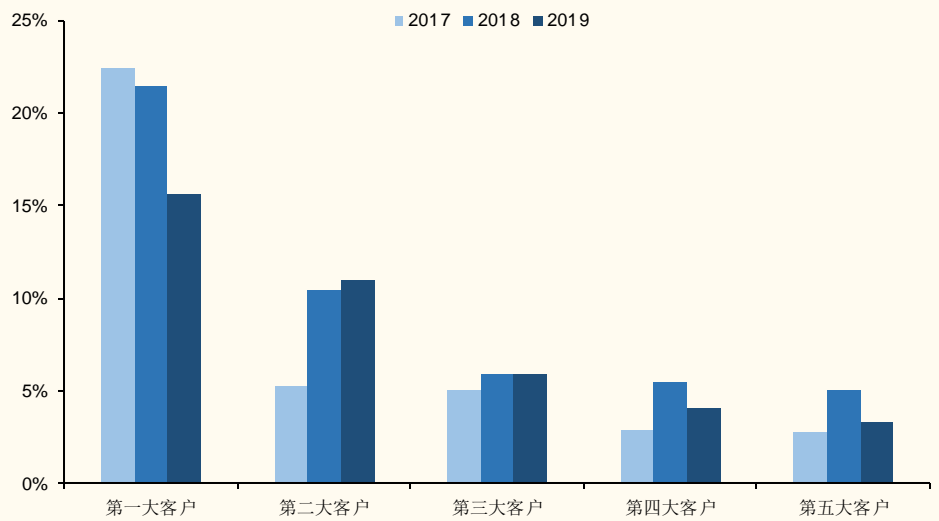
图表 18: 公司正极材料规划产能 20 万吨



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 公司客户涵盖国内外主流锂电企业。** 公司凭借在锂电材料领域的市场积累, 以及优质的产品和技术服务, 与全球主流锂电池制造商建立了长期稳定的合作关系, 包括 ATL、LGC、宁德时代、国轩高科、比亚迪、力神、亿纬锂能、三星 SDI 等国内外主流的电芯企业。2019 年度, 公司前 5 大客户销售额 34.78 亿元, 占年度销售总额的 40%。公司以市场和产品为导向, 与客户保持密切业务往来, 及时获取客户需求并快速响应, 在客户群中营造良好口碑。

图表 19: 公司近三年前五大客户销售额占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.4 收购 LG 化学偏光片资产, 转型发展再下一城

- 公司收购的 LG 化学偏光片资产处于 LCD 行业产业链中游, 上游核心原材料为 PVA 和 TAC 等化学材料, 主要供应商为 LG 化学、可乐丽、富士胶片、韩国晓星等; 下游客户主要为京东方、LG Display、华星光电等 LCD 制造商。

图表 20: 收购的 LG 化学标的资产产业链



来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

- 截止到 2020 年 3 月 31 日, LG 化学偏光片业务及相关资产总资产 73.93 亿元, 净资产 43.09 亿元, 资产负债率 41.72%。

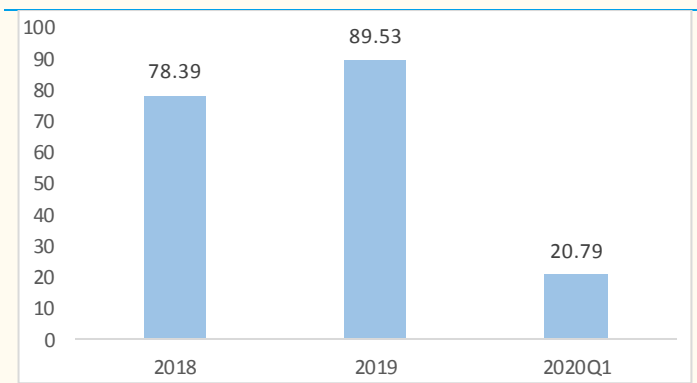
图表 21: 收购的 LG 化学标的资产情况

项目	2020年3月31日	2019年12月31日	2018年12月31日
标的资产			
总资产	739,351.20	742,594.39	705,412.45
净资产	430,911.64	338,636.66	357,123.26
资产负债率	41.72%	54.40%	49.37%

来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

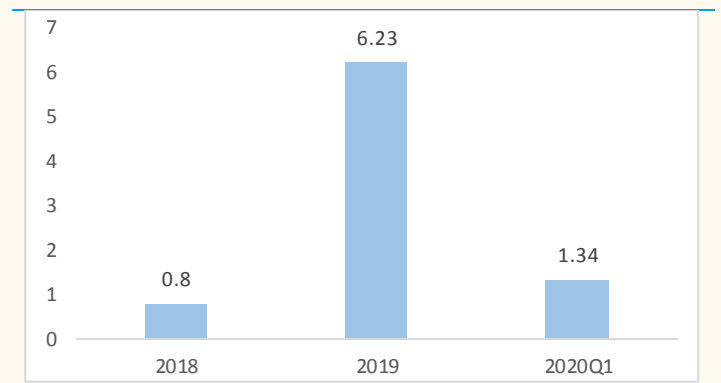
- 公司收购的 LG 化学偏光片业务 2018 年实现营收 78.4 亿元, 利润 0.8 亿元, 2019 年盈利能力提升明显, 实现营收 89.5 亿元, 净利润 6.23 亿元, 2020 年 Q1 实现营收 20.8 亿元, 利润 1.34 亿元。
- 2020 年受益于电视、笔电、显示器等应用需求旺盛, 预测 2020 年营收 95-100 亿元, 利润 11-13 亿元。

图表 22: LG 化学偏光片资产营收情况 (亿元)



来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

图表 23: LG 化学偏光片资产净利润情况 (亿元)



来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

- 公司在转型发展上迈出了坚实的步伐, 锂电材料取得了较好的发展, 未来有望随着电动汽车的快速发展持续受益。大尺寸偏光片业务国内非常薄弱, 市占率非常低, 而中国已发展成为全球最大的面板生产基地, 大尺寸偏光片国产化需求迫切, 公司收购 LG 化学偏光片业务, 在转型发展上再下一城, 锂电材料和偏光片业务双轮驱动, 公司有望迈入发展快车道。

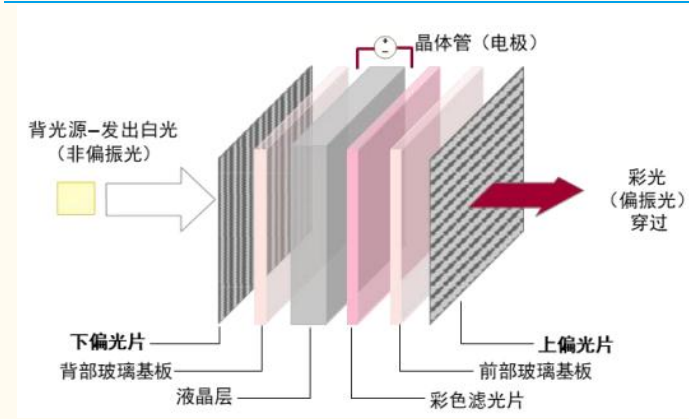
二、全球偏光片稳健增长, 大尺寸、高端市场几乎被日韩垄断

2.1 偏光片, LCD 面板中的关键材料

- 偏光片全称为偏振光片, 可控制特定光束的偏振方向。LCD 模组中有两张偏光片分别贴附于玻璃基板两侧, 下偏光片用于将背光源产生的光束转换为偏振光, 上偏光片用于解析经液晶电调制后的偏振光, 产生明暗对比, 从而显示出画面。LCD 模组的成像必须依靠偏振光, 少了任何一张偏光片, LCD 模组都不能显示图像。
- 偏光片是一种结构复杂的复合薄膜, 通常由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜、PSA 等材料复合制成。
- 偏光片的基本结构包括: 最中间的 PVA (聚乙烯醇), 两层 TAC (三醋酸纤维素), PSA film (压敏胶), Release film (离型膜) 和 Protective film (保护膜)。其中, 起到偏振作用的是 PVA 层, 但是 PVA 极易水解, 为了保护偏光膜的物理特性, 因此在 PVA 的两侧各复合一层具有高光透过

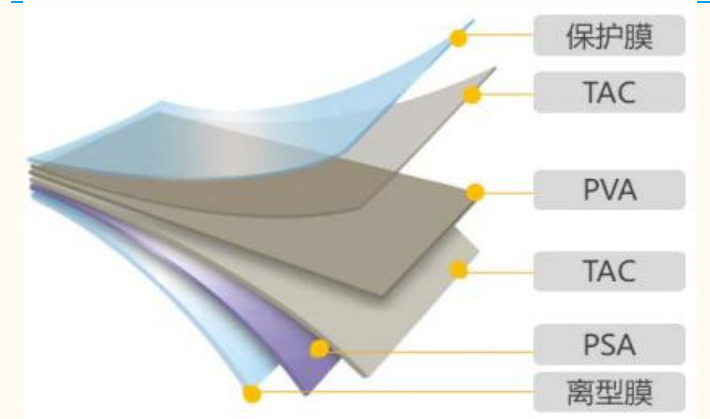
率、耐水性好又有一定机械强度的(TAC)薄膜进行防护,这就形成了偏光片基板。

图表 24: 偏光片在面板中的应用



来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

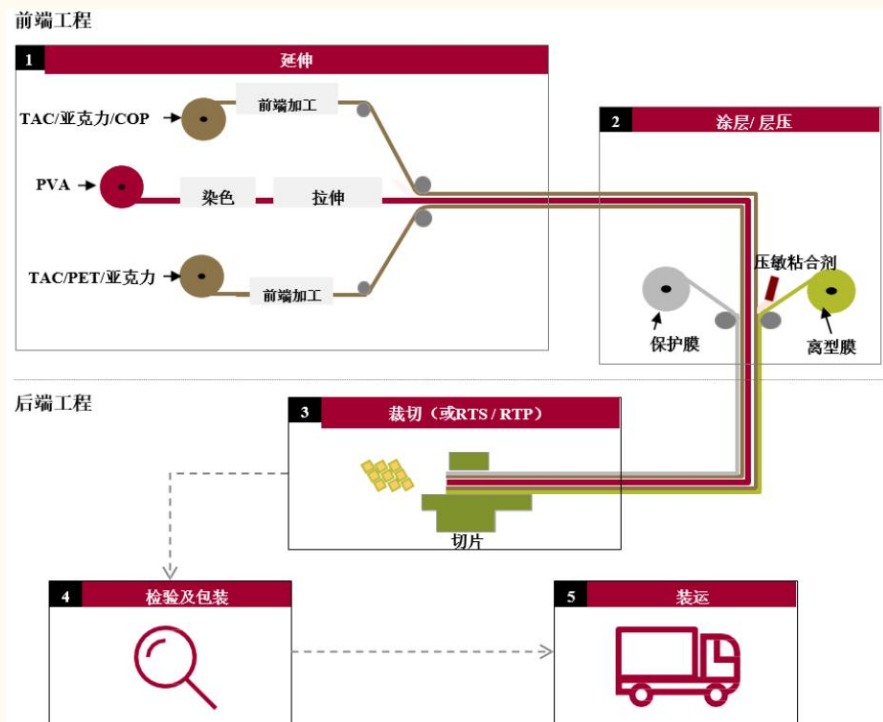
图表 25: 偏光片基板结构



来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

- 偏光片的生产流程包括前端工程 and 后端工程两部分, 其中前端工程是核心环节, 主要包括延伸、涂层/层压; 后端工程主要是对前端工程产出的偏光片卷材进行裁切加工, 形成偏光片成品。

图表 26: 偏光片主要工艺流程



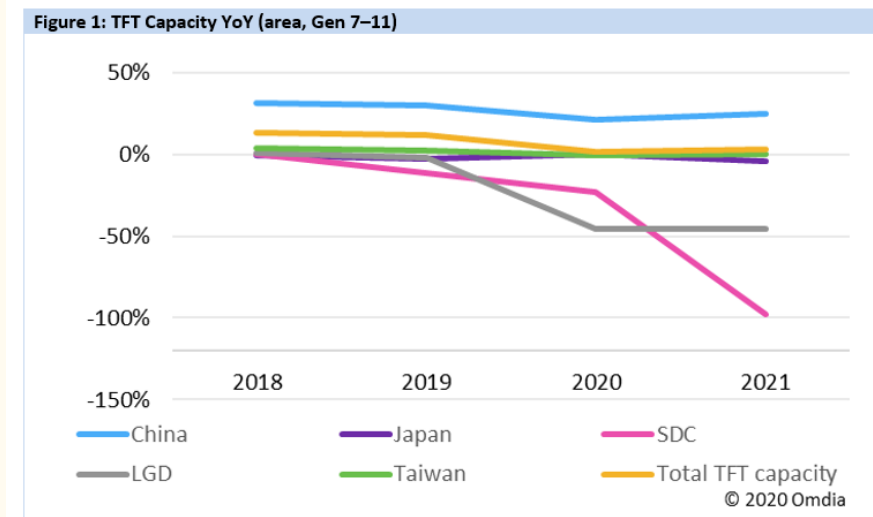
来源: analysismason, 国金证券研究所

2.2 LCD 面板需求稳健增长, 韩厂逐渐退出, 中国厂商产能持续提升

- 三星显示和 LG 显示宣布将停止在韩国的所有液晶电视面板生产线。三星显示补充说, 它将在 2020 年内关闭其在韩国的所有 LCD 面板厂。尽管 LG 显示将维持信息技术 (IT) 和公共信息显示 (PID) 面板的生产, 但由于电视面板厂的关闭, 其产能不可避免地将会降低。

- 三星显示的产能将在 2020 年减少 23%，在 2021 年减少 98%。同时，LG 显示的产能在 2020 年和 2021 年预计均将减少 46%。
- 虽然韩国面板制造商的 TFT 产能呈下降趋势，但是中国面板制造商的产能正在增加，与 2019 年相比，全球面板需求预计从 2020 年到 2021 年有所增长。

图表 27: 全球 G7-11 TFT-LCD 面板产能情况

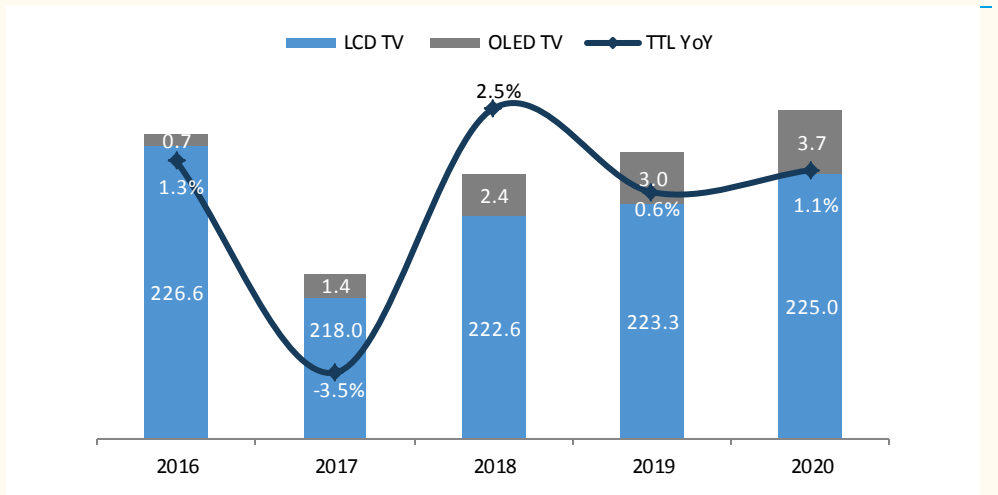


来源: Omdia, 国金证券研究所

(1) 2020 年全球 TV 出货面积同比增长 7.4%，预测 2021 年保持稳定

- 2020 年新冠疫情给全球经济带来了巨大冲击，却催生了居家办公、教育、娱乐需求的增长，中大屏显示终端迎来市场规模的整体逆势增长。AVC 数据显示，2020 年全球 TV 出货量 228.8M，同比增长 1.1%，其中 OLED TV 出货 3.7M，同比增长 25.4%；出货面积 149.7M m²，同比增长 7.4%；出货平均尺寸 47 英寸，同比增长 1.4 英寸。
- 展望 2021 年，虽然全球疫情形势依然严峻，但宏观环境于 TV 需求仍有利好因素。IMF 预测 2021 年全球经济会恢复性增长 5.5%，疫情常态化推动了部分行业居家办公常态化、在线教育的需求持续增长；东京奥运会、欧洲杯、美洲杯等赛事延期到 2021 年举办，非现场观看赛事需求预计会带动上半年 TV 出货增长；但 2020 年下半年美、欧市场 TV 需求高速增长基数过高，以及整机涨价对 TV 需求会有一定程度的抑制作用，预计下半年全球 TV 出货会有所下降。
- AVC 预测 2021 年全球 TV 出货同比持平。

图表 28: 2016-2020 全球 TV 出货量与增长 (百万台, %)

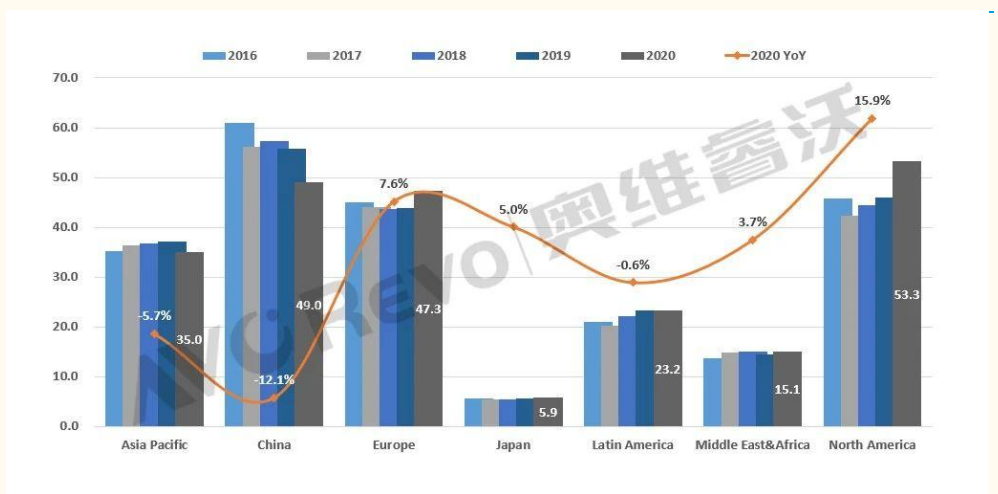


来源: Omida, 国金证券研究所

■ 全球 TV 欧美区需求强劲, 中国区下滑, 新兴市场平稳。

- 北美出货首次突破 50M 来到 53.3M, 同比增长 15.9%, 超越中国成全球最大市场。在首轮 2.2 万亿美元经济救助方案推行之下, 居民可支配收入增长、房贷利率创新低、房产销量创新高、北美 TV 零售强劲, 拉动北美 TV 出货暴涨。
- 美、欧等发达国家为了稳定经济, 纷纷推出巨额的财政和货币政策刺激, 国内消费需求依然强劲, 2020 年美、欧 TV 市场份额分别增至 23.3%、20.7%。
- 在欧盟与英国一揽子经济刺激措施与“宅经济”消费需求增长之下, 2020 年欧洲出货 47.3M, 同比增长 7.6%。受欧洲杯延期举办影响, 2021 年上半年欧洲 TV 出货预计维持增长。
- 2020 年中国区出货 49M 回落到 50M 以下, 同比下降 12.1%。
- 新兴市场中, 亚太与拉美上半年深受疫情影响需求急速下降, 下半年拉美需求快速恢复, 增长 11.2%, 全年出货仅微降 0.6%, 亚太下半年出货同比持平, 全年出货下降 5.7%; 中东非 2020 年出货增长 3.7%。
- 日本 2020 年出货增长 5%, 东京奥运会延期到 2021 年举办预计会带动 TV 出货增长。

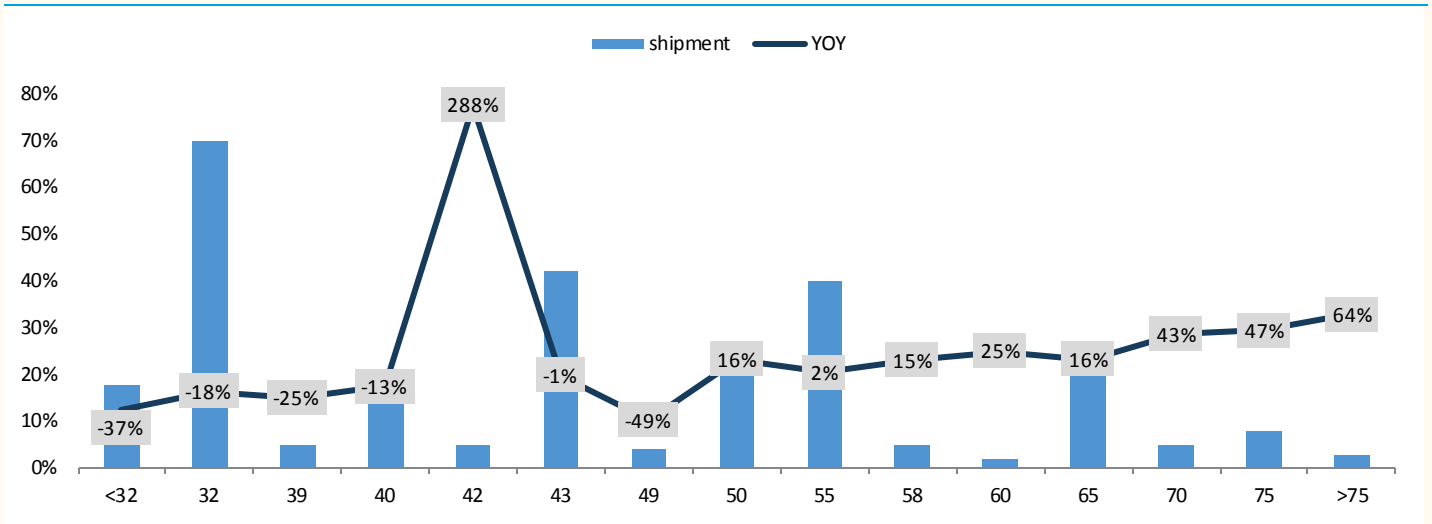
图表 29: 2016-2020 全球 TV 分区域出货量与增长 (百万台, %)



来源: Omida, 国金证券研究所

- **电视向大尺寸方向发展，2020 年全球平均尺寸增长了 2.1 英寸。**电视面板出货继续向大尺寸化迈进，过去几年，电视面板平均尺寸年增长在 0.2-1.2 英寸之间。根据 AVC 数据，2020 年平均尺寸增长了 2.1 英寸，达到 45.7 英寸。小尺寸方面，32 英寸及以下尺寸市场转移，出货量大幅下降。42 英寸出货增长来自于 Sharp 出货增加。43 英寸出货同比基本持平。中大尺寸方面，50/58/70 英寸出货量增长受益于国内 G8.6 产能提升。55 英寸出货小幅增长，是由于国内头部面板厂出货的增长。65/75 英寸由于 G10.5 产能提升，出货量大幅增长。80 英寸以上出货集中在 82/85/86 英寸，主要是韩系和台系面板厂出货，国内 BOE、CSOT 面板厂 80 英寸以上出货处于快速增长阶段。

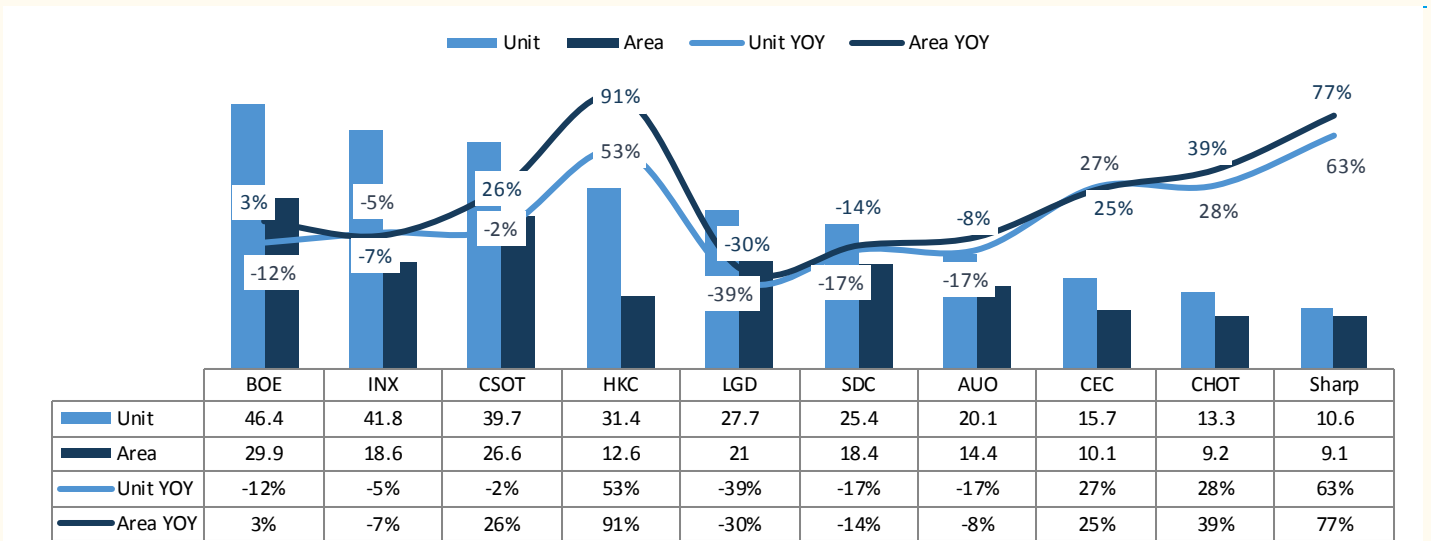
图表 30：2020 年全球 TV 面板分尺寸出货占比及增长情况 (M, %)



来源：AVC，国金证券研究所

- **中国厂商保持较好增长，韩系厂商大幅下滑。**
- 在电视面板出货面积方面，华星光电、HKC（惠科）、CHOT（中电彩虹）、Sharp（夏普）、CEC-Panda（中电熊猫）保持了较好的增长，韩国三星显示（SDC）、LG 显示则出现了大幅下降。
- **京东方在电视面板出货量及面积保持行业第一。**京东方电视面板 2020 年出货量 46.4M，同比下降 12%，出货面积 29.9M，同比增长 3%。BOE 武汉 G10.5 逐渐爬坡，带动整体大尺寸产能继续增长。由于 IT 面板分流 G8.5 产能，TV 产能从 G8.5 向 G10.5 转移明显。尺寸方面，大尺寸出货持续领先，43/65/75 英寸 2020 年出货量全球第一。收购中电熊猫的产线后，2021 年 BOE 产能进一步提升，尺寸结构将得到补充。
- **华星光电出货面积排名第二，55 英寸排名第一。**华星光电电视面板 2020 年出货量 39.7M，同比下降 2%，出货面积 26.6 M m²，同比大幅增长 26%，出货面积排名第二。大尺寸出货大幅增长，55 英寸 2020 年出货全球第一，65/75 英寸保持高增长，85 英寸出货量增长 7933%。随着产能的增加，CSOT 布局更多赛道，增加更多 IT 面板投片量。深圳 T7 产线预计 2021 年一季度小规模量产，CSOT 收购苏州三星 G8.5 后整体产能将得到扩充。
- 根据 AVC 预测，2021 年电视面板出货量 275M，同比小幅增长 1%。

图表 31: 2020 年全球电视面板厂出货量及出货面积 (M, m², %)

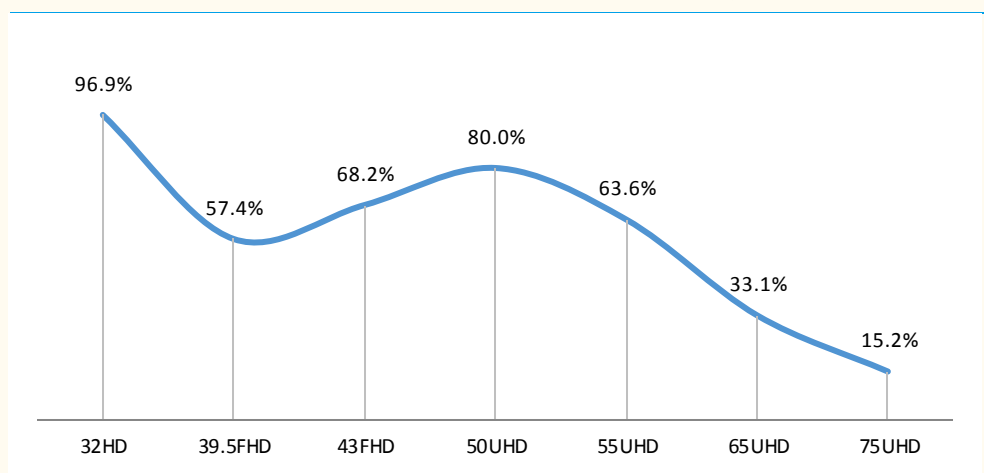


来源: AVC, 国金证券研究所

■ 2020 年下半年, 电视面板价额持续上涨。

- 随着二季度末电视面板需求的持续增长, 电视面板一直供不应求, 6 月份开始面板价格一路上涨, 根据 AVC 数据, 相比 5 月份的价格最低点, 中小尺寸 32/39.5/43/50/55 英寸 Open cell 面板价格年内涨幅 50%-100%, 而大尺寸 65 英寸、75 英寸 Open cell 面板价格也分别上涨 33%、15%, 面板价格大幅上涨为面板厂带来可观的盈利。2020 年末, 电视面板需求依然热度不减, 上游玻璃基板、IC 及偏光片等材料缺货导致面板产能吃紧, NEG 玻璃熔炉停电事件则进一步强化了市场的紧张情绪, 推高了面板涨价的空间。

图表 32: 2020 年 5-12 月全球 TV 面板主流尺寸价格增长率



来源: AVC, 国金证券研究所

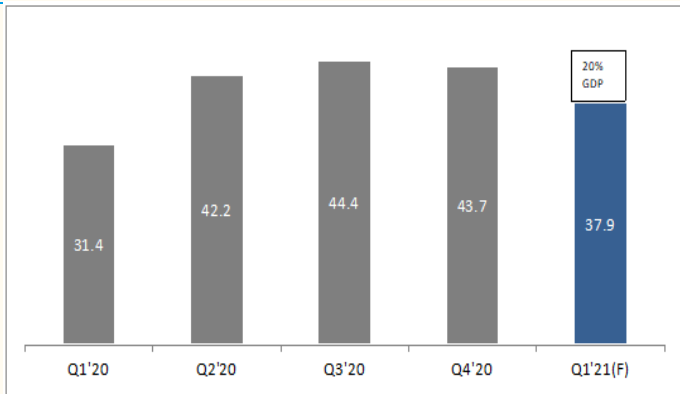
(2) 2020 年显示面板出货面积同比增长 19.7%, 预测 2021 年同比增长 3%

- 全球新冠疫情催生了“宅经济”的需求, 远程办公及在线教育拉动了显示面板需求的快速增长, AVC 数据显示, 显示面板 2020 年出货总量为 161.8Mpcs, 同比增长 12.7%, 出货面积 27.6M m², 同比增长 19.7%。
- 2020 年面板需求呈现逐季向上的趋势, 2021 年一季度, 海外疫情依旧严峻, “宅经济”需求保持旺盛, 面板供应端 SDC 和 INX 快速减量, 其他

面板厂增量计划受到本身产能限制，同时上游 IC 的持续缺货也严重影响了面板的产出稳定性，一季度供需紧张的局面有进一步加剧趋势，供应规模与市场需求预计存在 20% 左右的差距，价格涨幅保持较高水位。

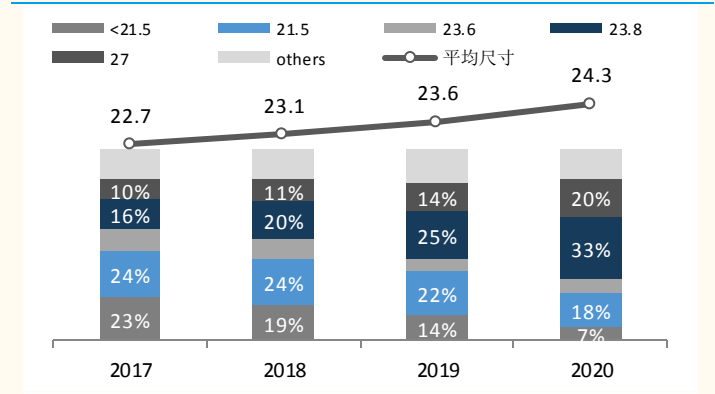
- **全球显示面板向大尺寸方向发展。**总体来看，2020 年全年 23.8/27 英寸需求持续强劲，供应端积极配合，出货占比大幅增长；21.5 英寸虽然需求旺盛，但因为收益性不如中大尺寸，供应意愿不强，18.5/19.5 英寸需求由低转高，但供应产能分配严重受限，小尺寸出货占比由 36% 大幅下滑到 25%。面板企业在产能紧缺的情况下，以利润为主要考量，进行供应优先级排序，助推显示器面板尺寸结构加速大型化，2020 年平均尺寸达到 24.3 英寸，涨幅创新高。

图表 33: 全球显示器面板季度出货量及预测 (Mpcs)



来源: AVC, 国金证券研究所

图表 34: 全球显示器面板主力尺寸占比变化



来源: AVC, 国金证券研究所

- **预测 2021 年面板出货总量同比增长 3%。**2020 年显示面板整体出货量同比大增，预测 2021 年面板出货总量预测达到 166M，同比增长 3%，供应端长期策略仍是大尺寸化、高端化，预测 2021 年显示器面板尺寸结构会继续向 23.8/27 英寸等中大尺寸集中。

图表 35: 2020 年显示器面板出货量表现及 2021 年规划 (Mpcs, %)

面板厂	Y2021(BP)	YOY	Y2020	YOY
BOE	54	26%	42.8	23%
LGD	38	13%	33.6	7%
AUO	30	17%	25.7	0%
HKC	18	718%	2.2	-
INX	16.5	-21%	20.9	-11%
CSOT	15	142%	6.2	343%
CEC-Panda	3.5	-69%	11.2	6%
SDC	2.5	-87%	19.2	19%
TTL	177.5	10%	161.8	13%

来源: AVC, 国金证券研究所

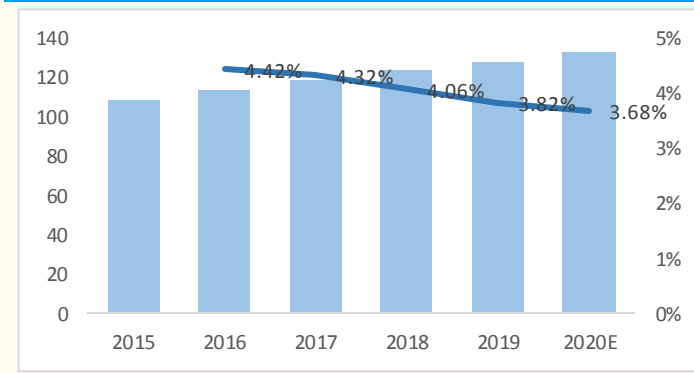
2.3 偏光片稳健增长，预测 2021 年之后偏光片业务供需趋于紧张

- **全球偏光片稳健增长，中国增速高于全球。**
- **预测 2020 年市场规模达到 132.5 亿美元。**2019 年，全球偏光片市场规模为 127.8 亿美元，预测 2020 年市场规模达到 132.5 亿美元，同比增长

3.68%。国内偏光片市场增速高于全球，2019 年国内偏光片市场规模为 47.5 亿美元，预测 2020 年市场规模达到 53.2 亿美元，同比增长 12%。

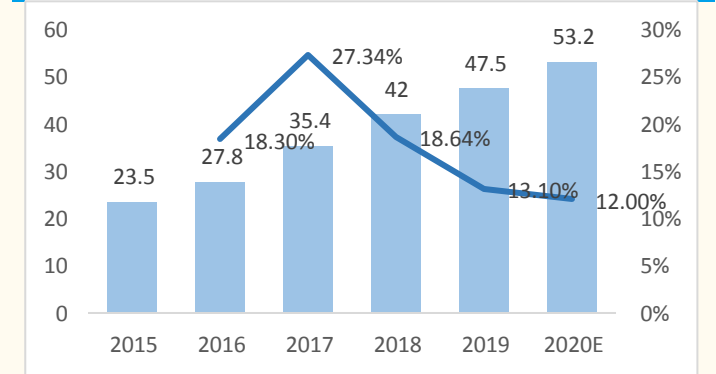
- **预测 2020 年中国偏光片市场规模占全球比达到 40.2%**。以京东方、华兴光电为首的中国 LCD 面板企业大力扩产，产能不断提升，中国 LCD 在全球的占比逐渐加大，也带动了偏光片的需求，2015 年，中国偏光片市场规模占全球比例为 21.6%，预测 2020 年将达到 40.2%。

图表 36: 全球偏光片市场规模及增长 (亿美元)



来源: AVC, 国金证券研究所

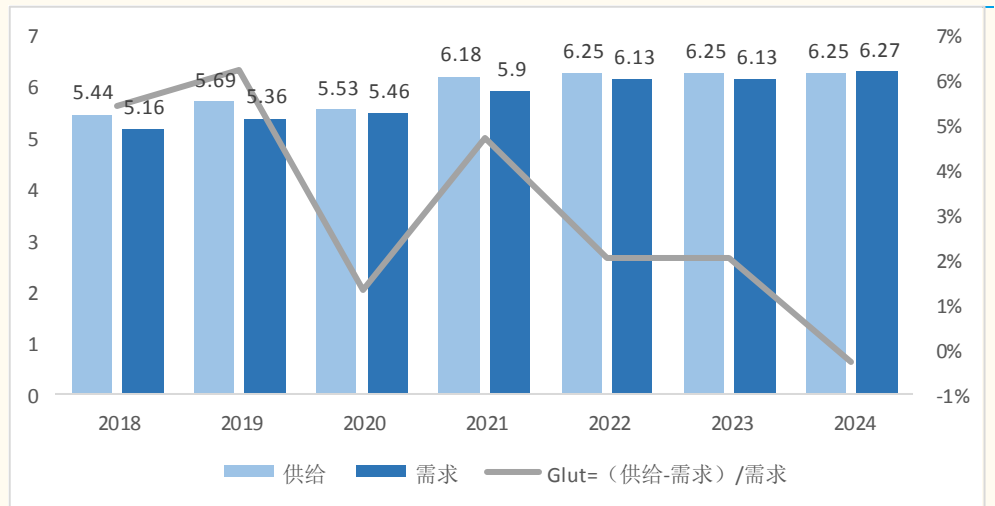
图表 37: 国内偏光片市场规模及增长 (亿美元)



来源: AVC, 国金证券研究所

- **2020 年下半年开始偏光片需求旺盛。**
- 虽然韩国面板制造商的 TFT 产能呈下降趋势，但是中国面板制造商的产能正在增加，与 2019 年相比，全球面板需求预计从 2020 年到 2021 年有所增长。
- 2020 年下半年全球面板需求持续旺盛，预测偏光片的供应预计将持续紧张至 2021 年，甚至短缺。即使韩国面板制造商的订单不足，但由于全球偏光片产能紧缺，偏光片产量仍能保持在一定水平。根据 Omdia 的数据，2018 年至 2024 年偏光片市场需求逐年提高，各年 glut 值分别为 5.4%、6.2%、1.3%、4.7%、2.0%、2.0%和-0.3%，2021 年之后偏光片市场的供需情况将趋于紧张，2024 年更是会出阶段性短缺的情况。

图表 38: 全球偏光片供需情况



来源: Omdia, 国金证券研究所

2.4 偏光片竞争格局: 高端被日韩垄断, 国产化率较低

- 偏光片技术门槛较高，日韩企业占据较大市场份额，2019 年，韩国 LG 化学、三星 SDI、日本住友化学及日东电工合计占比达到 77%，市场集中度

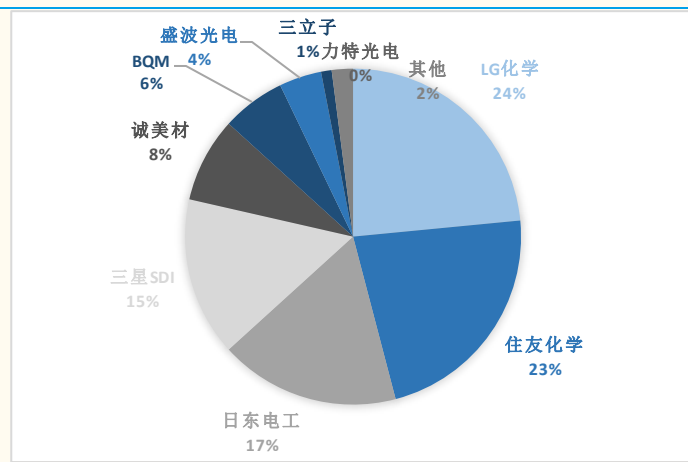
高，LG 化学占比第一，市占率达到 23%。中国偏光片企业主要有盛波光电及三利谱，但是市占率较低，2019 年盛波光电市占率仅为 4%。

图表 39: 2016-2019 年全球偏光片竞争格局

公司	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
LG 化学	23%	27%	29%	25%
住友化学	22%	23%	22%	27%
日东电工	17%	21%	23%	23%
三星 SDI	15%	15%	12%	8%
诚美材	8%	5%	5%	5%
BQM	6%	6%	6%	6%
盛波光电	4%	1%	2%	1%
三立子	1%	2%	2%	4%
力特光电	0%	1%	1%	1%
其他	2%	0%	0%	1%

来源: AVC, 国金证券研究所

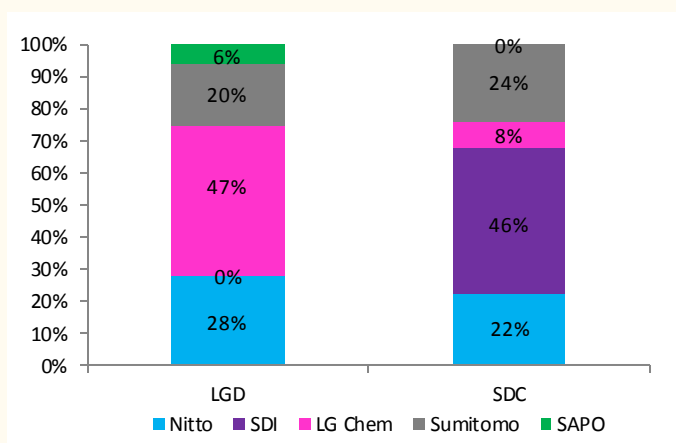
图表 40: 2019 年全球偏光片竞争格局



来源: AVC, 国金证券研究所

- 2019 年 LG 显示偏光片自给率 47%。
- LG 显示偏光片的最大供应商是 LG 化学，占比达到 47%，其次是日东电工，占比 28%，住友化学排第三，占比 20%。
- LG 化学最大的偏光片客户是 LG 显示，占比 36.3%，其次是京东方，占比 30.6%，华兴光电排名第三，占比 9.2%。
- 2019 年三星显示偏光片自给率 46%。
- 三星显示偏光片最大的供应商是三星 SDI，占比达到 46%，其次是住友化学，占比 24%，地洞电动排第三，占比 22%，LG 化学排第四，占比 8%。
- 三星 SDI 最大的偏光片客户是三星显示，占比 40.6%，其次是京东方，占比 24.8%，华兴光电排名第三，占比 14.7%。

图表 41: 2019 年 LG 显示和三星显示偏光片供应商占比



来源: Omdia, 国金证券研究所

图表 42: 2019 年 LG 化学和三星 SDI 各客户占比

客户	三星 SDI	LG 化学
BOE	24.8%	30.6%
CEC	4.3%	5.4%
CHOT	5.2%	0.0%
CSOT	14.7%	9.2%
HKC	7.4%	2.4%
Innolus	3.0%	4.4%
LG Display	0.0%	36.3%
Samsung Display	40.6%	4.3%
Sharp	0.0%	7.3%
Total	100.0%	100.0%

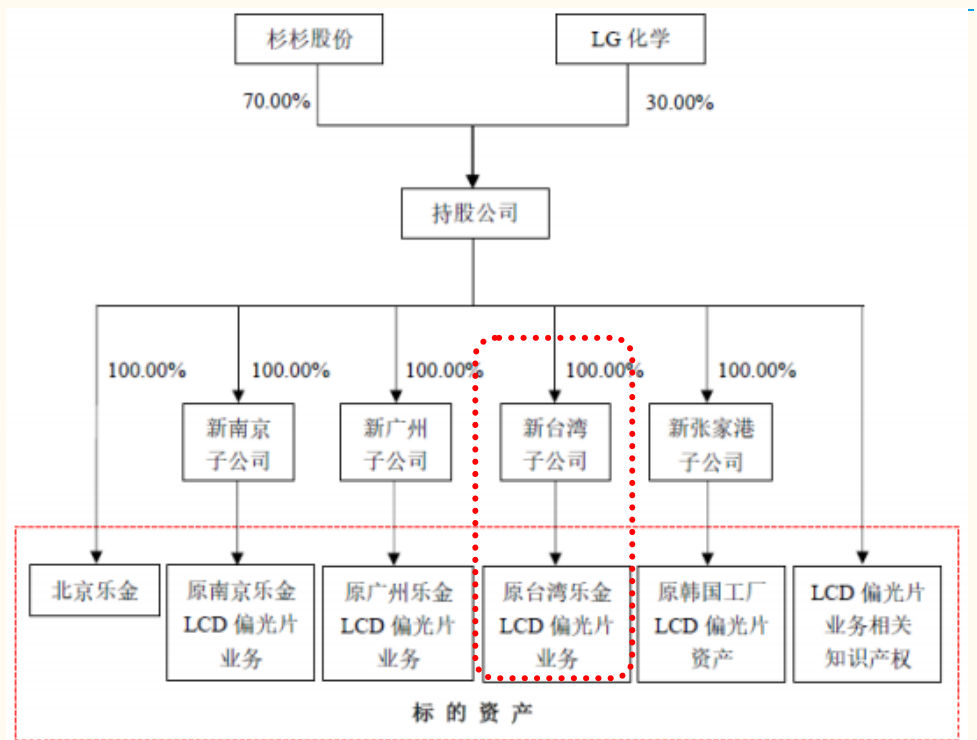
来源: Omdia, 国金证券研究所

三、收购 LG 化学偏光片业务，深度受益国内面板产能大幅提升

3.1 收购 LG 化学偏光片及相关资产 70% 股权，中国大陆资产完成交割

- 2021年2月4日，公司发布公告，收购LG化学70%股权的中国大陆资产完成交割，标的资产的基准购买价为11亿美元，本次交易的基准购买价为7.7亿美元。中国大陆交割相关标的资产包括：（1）乐金化学显示器材料（北京）有限公司（以下简称“北京乐金”）的100%股权；（2）乐金化学（南京）信息电子材料有限公司（以下简称“南京乐金”）的LCD偏光片业务；（3）乐金化学（广州）信息电子材料有限公司（以下简称“广州乐金”）的LCD偏光片业务；（4）LG化学直接持有的LCD偏光片资产；（5）LG化学直接持有的与LCD偏光片业务有关知识产权。
- 后续将继续推进台湾乐金LCD偏光片业务的交割工作；剩余30%股权的事宜将在中国大陆交割日后一周年、二周年、三周年时点按照5%、10%、15%的比例分别受让。

图表 43: 购买完成后的产权控制关系图



来源：重大资产购买报告书，国金证券研究所

3.2 现有 8 条生产线稼动率有望大幅提升，并积极扩产

- 截至 2020 年 3 月 31 日，拥有 8 条 LCD 偏光片前端工程生产线，包括 3 条 1,490mm 产线（南京 2 条、广州 1 条）、4 条 2,300mm 产线（南京 2 条、韩国 2 条）以及 1 条 2,600mm 产线（广州），合计满载产能 1.02 亿元平方米。

图表 44: 公司目前偏光片产线情况

序号	产线地点	产线名称	产线宽幅 (mm)	满载情况产能 (万平米/年)
1	南京	南京 1 号线	2,300	1440.00
2	南京	南京 2 号线	1,490	1440.00
3	南京	南京 3 号线	2,300	1440.00
4	南京	南京 4 号线	1,490	1320.00
5	广州	广州 1 号线	1,490	1200.00
6	广州	广州 2 号线	2,600	1440.00
7	韩国梧仓	梧仓 1 号线	2,300	960.00
8	韩国梧仓	梧仓 2 号线	2,300	960.00
合计				10,200.00

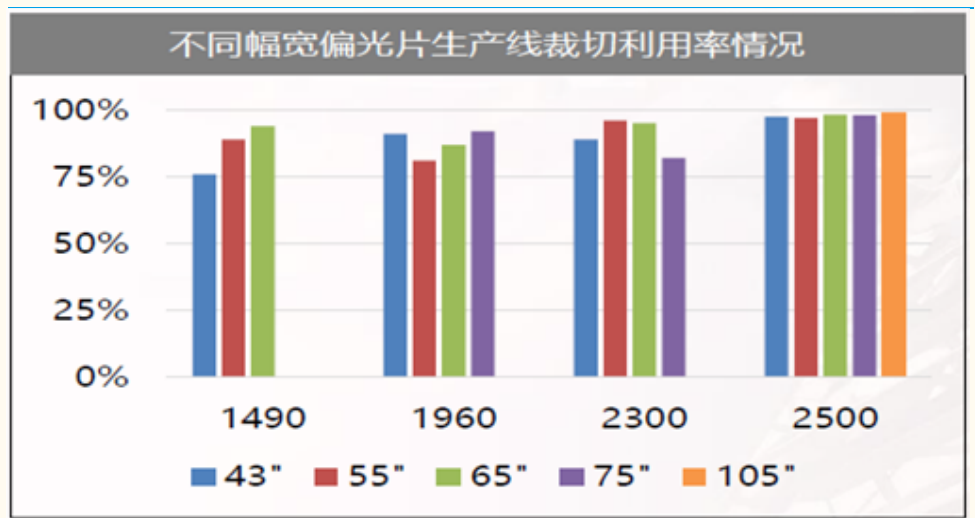
来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

注 1: 上表产能 (万平米/年) 指前端加工生产线偏光片卷材每年的最大生产长度;

注 2: 广州 2 号线于 2020 年 3 月底投产, 当月实际产量较小。

- 2300mm 在大尺寸液晶面板用偏光板的裁切效率较高, 2500mm 可以将产品最大切割面积从 65 寸扩大至 105 寸, 可以极大的降低公司的单位面积成本, 进一步提升公司在大尺寸偏光板领域的竞争力, 公司在广州具有 2600mm 产线, 具有核心竞争力。

图表 45: 不同宽幅偏光板产线裁切利用率情况



来源: 三利谱, 国金证券研究所

- 公司稼动率还有较大提升空间。2018 年-2020 年 Q1, 公司南京产线稼动率保持在 81%~93%, 广州产线逐步提升, 韩国产线在 2020 年停产, 目前处于停产状态, 2020 年 Q1, 公司总体稼动率仅为 63.9%, 具有较大的提升空间。
- 韩国 2 条产线有望搬至国内, 张家港新增 2 条产线, 产能大幅提升。公司计划将韩国梧仓工厂产线 2 条产线搬到国内, 3 月 4 日, 公司发布公司, 计划在张家港建设 2 条 1490mm 宽幅 LCD 用偏光片生产线, 规划产能约 4000 万平方米/年; 以及配套后加工设备、动力及环保设施, 固定资产投资金额约 21.87 亿元人民币, 项目建设期: 预计 2021 年 9 月开工建设, 总建设周期约 27 个月。未来公司还有望在广州季张家港再新增产线, 产能大幅提升。

- 产销率不断提升。公司 2018 年产销率为 73.2%，2019 年提升到了 85.8%，2020 年 Q1 提升到了 100.7%。

图表 46: 公司主要产品的产量、库存、销量情况

产品	项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
偏光片	产量 (万平方米)	2,330	11,400	12,960
	销量 (万平方米)	2,346	9,782	9,488
	期末库存 (万元)	11,199	11,011	16,640
	产销率 (%)	100.7%	85.8%	73.2%

来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

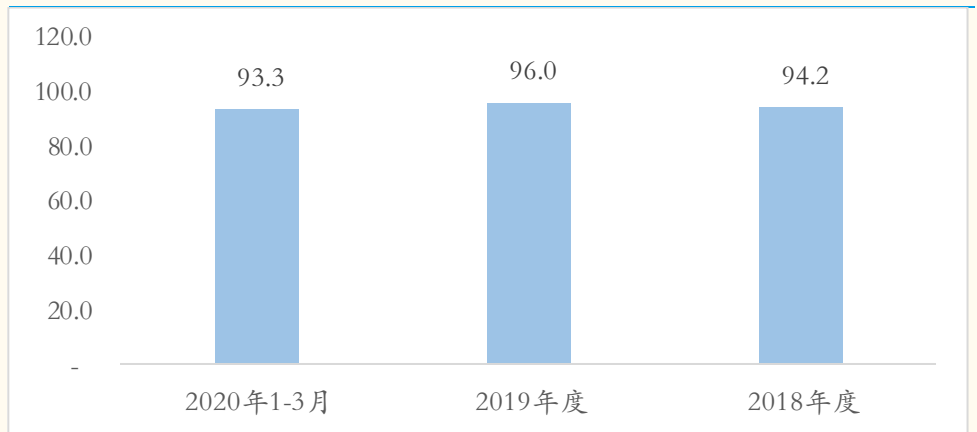
图表 47: 主要产线产能利用率变动情况

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
南京乐金产线	81.0%	86.6%	92.4%
广州乐金产线	56.0%	28.0%	-
韩国梧仓工厂产线	-	68.0%	95.7%
总产能利用率	63.9%	81.0%	93.2%

来源: AVC, 国金证券研究所

- 公司偏光片价格保持平稳。2018 年, 公司产品价格为 94.2 元/平方米, 2019 年达到 96 元/平方米, 2020 年 Q1 小幅回落至 93.3 元/平方米, 整体来看, 保持稳定。

图表 48: 2018-2020 年 Q1 偏光片价格变化情况 (元/平方米)



来源: 重大资产购买报告书, 国金证券研究所

3.3 产品 80%应用于 TV, 积极受益中国面板厂扩产

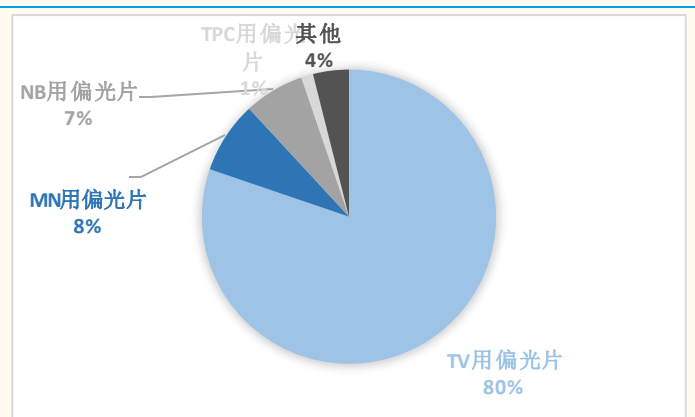
- 公司 80%的偏光片产品应用于 TV。公司的偏光片产品应用于大尺寸面板为主, 2019 年, 公司应用于 TV 的偏光片占比 80.2%, 显示器用占比 7.9%, 笔记本电脑用占比 6.6%, 平板电脑用占比 1.3%。

图表 49: 公司产品应用领域占比 (亿元)

产品	2020 年 1-3 月		2019 年度		2018 年度	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
TV 用偏光片	17.25	83.0%	71.84	80.2%	60.64	77.4%
MN 用偏光片	1.52	7.3%	7.07	7.9%	6.41	8.2%
NB 用偏光片	1.25	6.0%	5.93	6.6%	7.21	9.2%
TPC 偏光片	0.19	0.9%	1.18	1.3%	1.30	1.7%
其他	0.57	2.8%	3.52	3.9%	2.83	3.6%
合计	20.80	100.0%	89.54	100.0%	78.40	100.0%

来源: AVC, 国金证券研究所

图表 50: 2019 年公司产品应用领域占比



来源: AVC, 国金证券研究所

- 2019 年前五大客户合计占营收比 82%。公司主要客户面板厂, 2019 年, LG 是第一大客户, 合计占营收比 32.9%, 第二大客户为京东方, 占营收比 31.75%, 第三大客户为华星光电, 占比 9.33%。未来随着京东方、华星光电等中国面板厂的产能释放, 公司将深度受益。

图表 51: 公司前五大客户情况

年度	序号	客户名称	销售金额 (亿元)	占营业收入比例
2020 年 1-3 月	1	京东方	7.04	33.85%
	2	LG Display	4.66	22.43%
		LG 化学	0.93	4.49%
		LG 小计	5.60	26.92%
	3	华星光电	2.74	13.16%
	4	彩虹光电	1.38	6.64%
	5	三星显示	0.93	4.46%
		合计	17.68	85.03%
2019 年	1	LG Display	25.68	28.68%
		LG 化学	3.81	4.25%
		LG International Japan	0.02	0.02%
		LG 小计	29.51	32.96%
	2	京东方	28.43	31.75%
	3	华星光电	8.35	9.33%
	4	彩虹光电	3.97	4.43%
5	三星显示	3.62	4.05%	
		合计	73.88	82.52%
2018 年	1	LG Display	23.02	29.36%
		LG 化学	4.50	5.74%
		LG International Japan	0.09262	0.12%
		LG 小计	27.62	35.23%
	2	京东方	23.41	29.87%
	3	华星光电	8.04	10.26%
4	南京鸿富夏	4.16	5.30%	

	5	三星显示	3.42	4.36%
	合计		66.65	85.02%

来源：重大资产购买报告书，国金证券研究所

3.4 收购后团队稳定，有望进一步发挥产业链、成本、效率优势，杉金光电开启新征程

- **原经营和技术团队全部留任。**交割完成后，原经营团队维持不变。原中高层干部 53 人，韩国籍管理和技术专家 38 人已悉数留任，继续效力新公司。同时，LG 化学还转移了相关的研发人员，协助技术研发和研发中心构筑等业务。杉金光电与客户和供应商也已进行了充分沟通，现有的合作关系和合作方式将继续维持。目前杉金光电已迅速进入正常经营状态。LG 化学核心人员朱志勇，南大毕业，在 LG 化学工作了 18 年，积累了丰富的经验，目前任杉金光电总经理，与杉杉股份高管团队融合较好，认同公司经营理念，有望进一步发挥本土化优势，提升运营效率。
- **产业链优势明显。**公司偏光片上游原材料主要来自于日韩，2019 年，采购 LG 化学 33.52 亿元，占营业成本比例高达 43.7%，其他四家则是日系厂商。日本伊藤忠商事株式会社是公司股东，持有杉杉集团 16.03% 的股权，未来在原材料采购成本及供货保障方面将具有核心竞争优势。

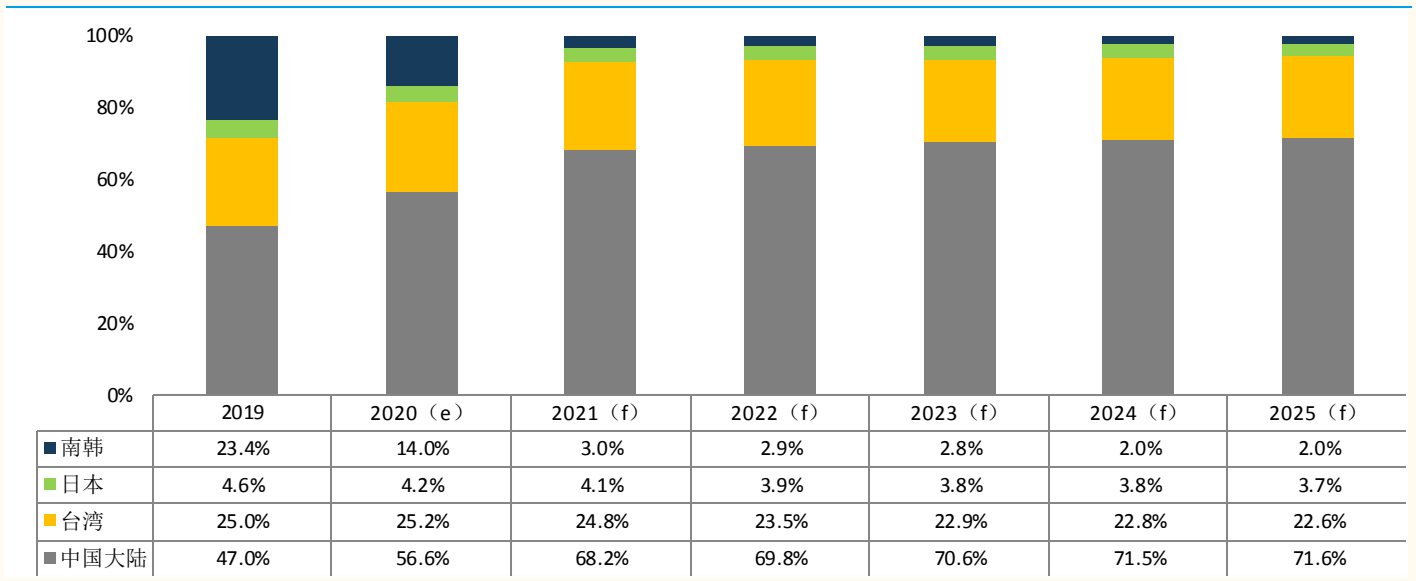
图表 52：2019 年前五大供应商情况

序号	供应商名称	采购金额 (亿元)	占营业成本比例
1	LG 化学	33.52	43.73%
2	Fuji Film Corporation	7.46	9.73%
3	Mitsubishi Chemical Corporation	6.48	8.46%
4	Marubeni Corporation	3.30	4.30%
5	Fujimori Kogyo Co.,Ltd	1.96	2.55%
合计		52.71	68.77%

来源：重大资产购买报告书，国金证券研究所

- **2020 年前三季度，中国 LCD 面板全球占比 54.5%。**根据中国光学光电子行业协会液晶分会统计数据，2020 年前三季度全球显示器件产值 827.23 亿美元，同比增长 8.6%；出货面积 17800 万平方米，同比增长 5.7%。中国大陆显示器件 2020 年前三季度数据为 TFT-LCD 出货面积 9701 万平方米、全球占比 54.5%，产值 266.85 亿美元；AMOLED 出货面积 109 万平方米、全球占比 0.6%，产值 27.09 亿美元。
- **2025 年中国大陆大尺寸 LCD 产能全球占比将超过 70%。**京东方、TCL 华星继续扩大 10.5/11 代面板产能，加上预计于 2021 年以内分别完成对中电熊猫南京与成都 8.5/8.6 代厂、SDC 苏州 8.5 代厂股权收购，DIGITIMES 预测两大面板巨头合计产能占比可望从 2019 年 24.5% 提升到 2025 年的 49%。2019 年起，中国大陆已是全球大尺寸 LCD 产能最大的地区(包括韩系厂商在国内设置的 LCD 厂产能)。2020 年中国大陆大尺寸 LCD 产能占比将达到 56.6%，预估 2021 年达 68.2%。

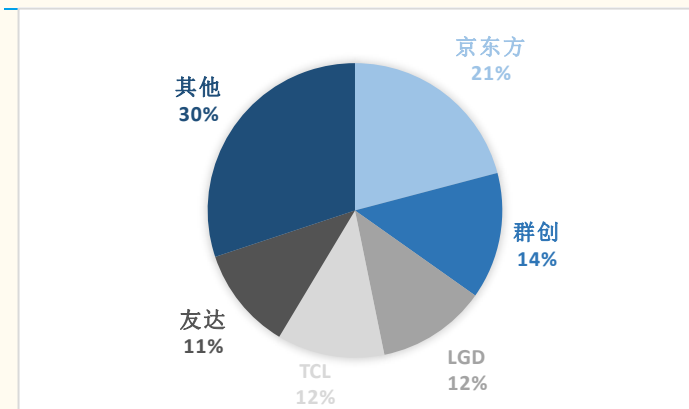
图表 53: 全球各区域 LCD 产能情况



来源: DIGITIMES Research, 国金证券研究所

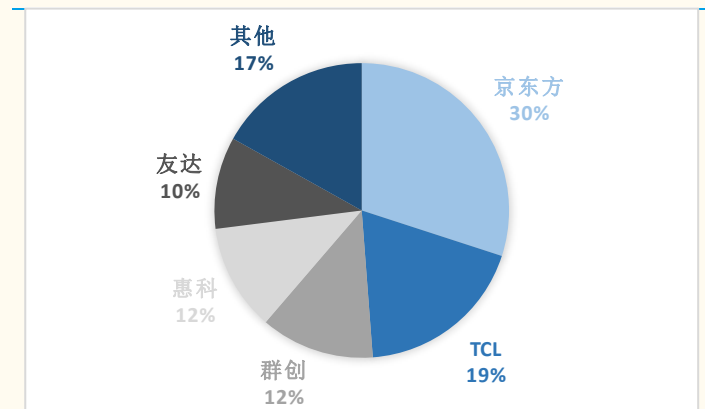
- 2020 年全球前五大 LCD 面板厂将是京东方(20.9%)、群创(13.9%)、LGD(12.0%)、TCL 科技/TCL 华星(11.8%)及友达(11.3%)。预测 2025 年全球前五大 LCD 面板厂将是京东方(30.0%)、TCL 科技/TCL 华星(18.8%)、群创(12.5%)、惠科(11.7%)及友达(10.1%)。

图表 54: 预测 2020 年全球前五大 LCD 面板厂占比



来源: DIGITIMES, 国金证券研究所

图表 55: 预测 2025 年全球前五大 LCD 面板厂占比



来源: DIGITIMES, 国金证券研究所

- 综合来看, 公司有望进一步整合资源, 提升产能, 降低成本, 提升运行效率, 充分发挥产业链优势, 未来有望实现 1+1 远大于 2 的效果。

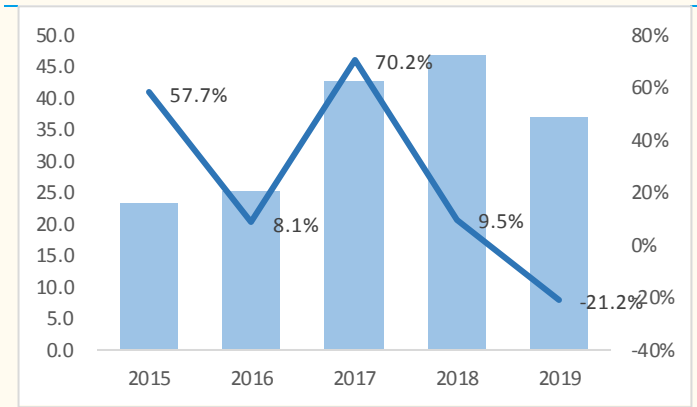
四、新能源汽车快速发展, 公司锂电材料迎来发展新机遇

4.1 正极材料, 受益需求增长、价格回暖, 盈利能力有望恢复

- 2015-2018 年, 公司正极材料实现了较好的发展, 营收和利润快速增长。2019 年营收和利润出现了大幅下滑, 营收 36.7 亿元, 同比下滑 21.2%, 净利润 2.8 亿元, 同比下滑 45.52%, 主要由于正极材料价格大幅下滑。2020 年上半年, 受到疫情影响, 正极材料营收 13.4 亿元, 同比下滑 30%, 净利润 0.23 亿元, 同比下滑 81.7%。
- 2019 年正极材料业绩下滑主要由于价格大幅下降。2019 年, 上游原材料四氧化三钴、三元前驱体和碳酸锂价格大幅下滑, 原材料成本占正极材料的成本在 90%左右, 正极产品采用成本加法定价。因此原材料钴和锂的

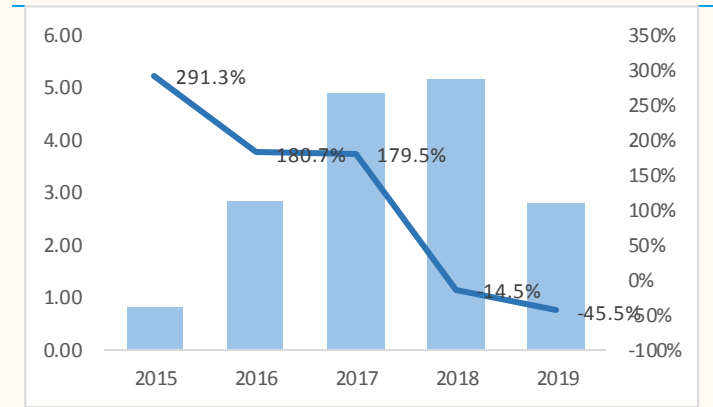
价格持续大幅下降使得正极材料售价也大幅下降，进而导致毛利率出现下滑；另外 2019 年下半年新能源汽车补贴大幅退坡，主机厂和动力电池厂对成本控制更加严苛，成本压力的传导促使公司三元材料平均售价下滑，盈利空间下降。

图表 56: 公司近几年正极材料营收及增长 (亿元)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

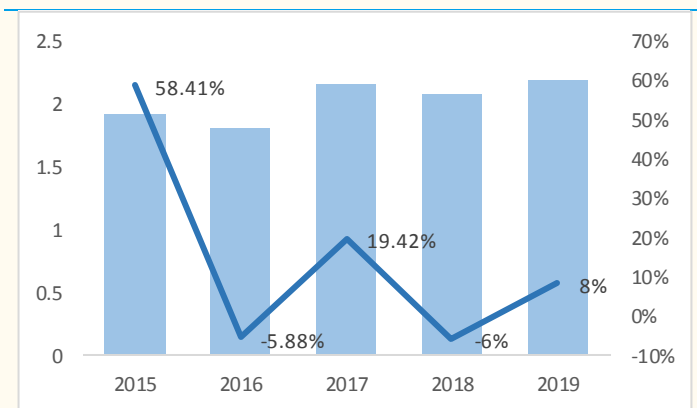
图表 57: 公司近几年正极材料利润及增长 (亿元)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

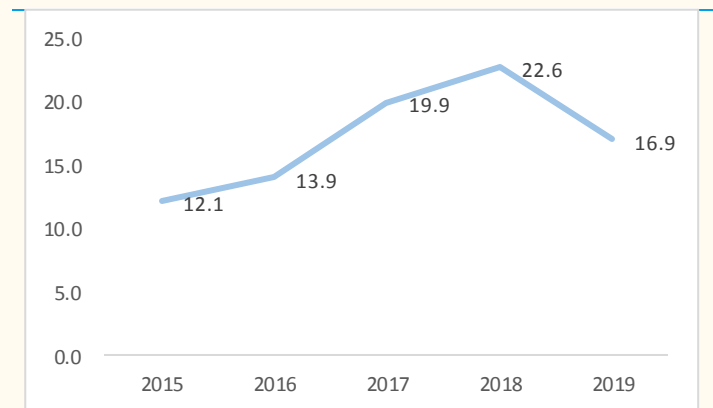
- 公司正极材料销量保持平稳, 售价大幅下降。近几年, 公司正极材料销量平稳, 2019 年销量 2.17 万吨, 同比增长 8%。销售价格方面, 2019 年出现了大幅下滑, 从 2018 年的 22.6 万元/吨下滑到了 2019 年的 16.9 万元/吨。

图表 58: 公司近几年正极材料销量及增长 (万吨)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

图表 59: 公司近几年正极材料销售价格趋势 (万元/吨)



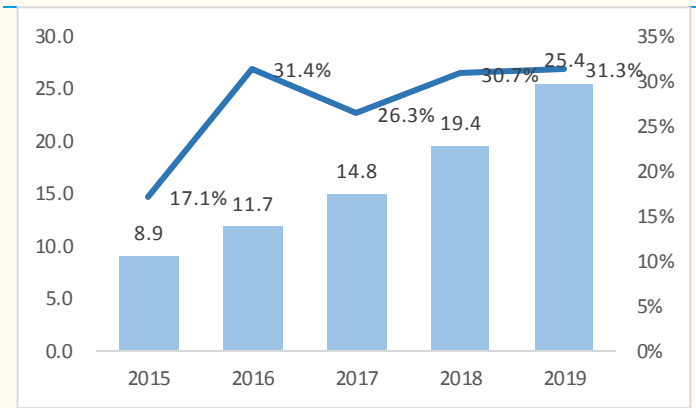
来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

- 产能提升、需求增长、价格回暖, 正极材料趋势向好。截止到 2020 年 6 月 30 日, 公司正极材料产能达到 6 万吨, 2020 年下半年, 全球电动汽车迎来高速增长, 在需求驱动下, 正极材料价格开始回暖, 研判公司正极材料业务有望快速增长, 盈利能力有望逐步恢复。

4.2 负极材料产能大幅提升, 有望继续保持快速发展

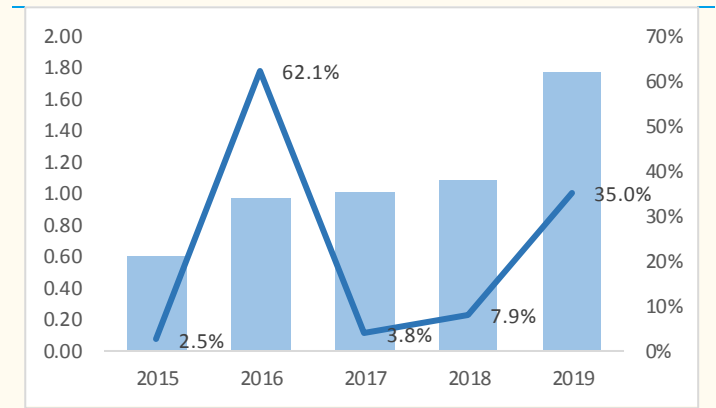
- 负极材料营收利润稳健增长。近几年, 公司负极材料业务保持了较好的发展势头, 2019 年实现销售收入 25.4 亿元, 同比增长 31.3%, 净利润 1.76 亿元, 同比增长 35%。2020 年上半年受到疫情影响, 中国新能源汽车销量仅为 39.3 万辆, 同比下降了 37.4%, 公司负极材料也受到拖累, 实现营收 9.5 亿元, 同比下滑 27.3%, 净利润 0.3 亿元, 同比下滑 75.4%。

图表 60: 公司近几年负极业务营收及增长 (亿元)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

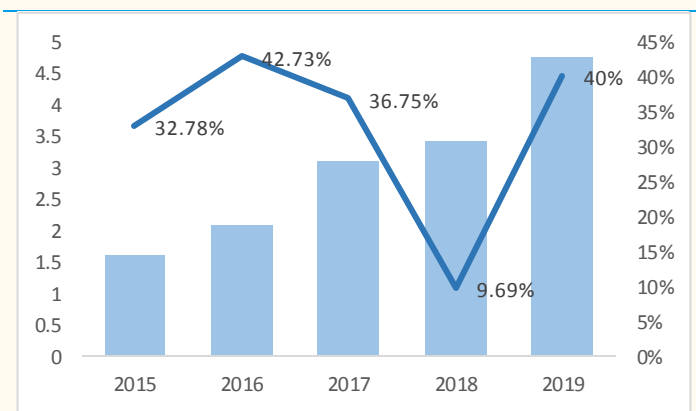
图表 61: 公司近几年负极业务利润及增长 (亿元)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

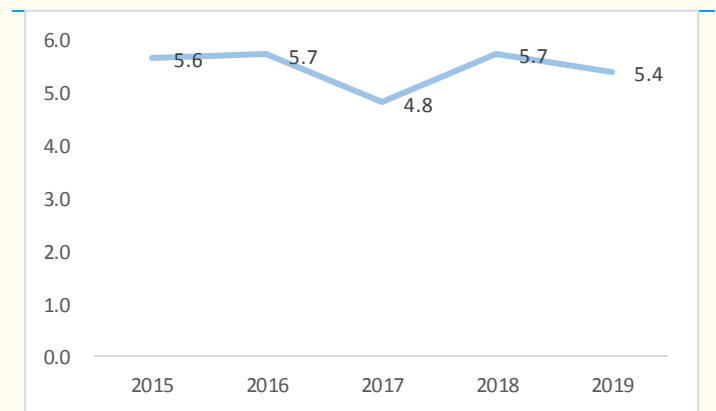
- 公司负极材料销量不断提升, 价格保持平稳。2019 年负极材料销量达到 4.73 万吨, 比增长 40%; 价格方面相对平稳, 在 4.8-5.7 万元/吨范围内波动。

图表 62: 公司近几年负极业务量及增长 (万吨)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

图表 63: 公司近几年负极业务销售价格趋势 (万元/吨)



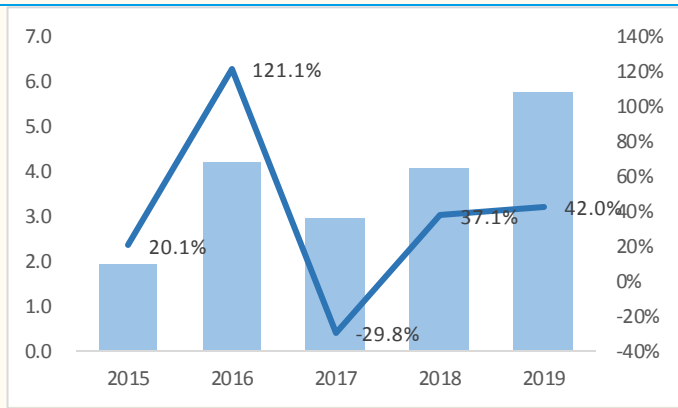
来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

- 负极材料产能已达 12 万吨。在负极材料方面, 公司大力扩产负极材料, 目前内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化项目一期产线已全部拉通, 内蒙古电价便宜, 有利于公司进一步降低成本, 提升盈利能力。截止到 2020 年上半年, 公司负极材料产能达到 12 万吨, 未来负极材料业务有望迎来快速增长。

4.3 电解液优质客户拓展、产能提升, 有望扭亏

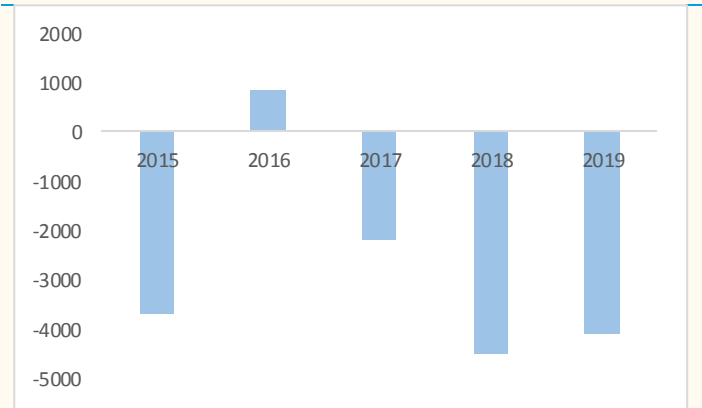
- 公司电解液业务营收从 2015 年的 1.9 亿元提升到 2019 年的 5.7 亿元, 2018、2019 出现了较好的增长, 2020 年上半年受到疫情影响, 实现营收 2 亿元, 同比下滑 23%, 净利润亏损 1071 万元。
- 截止到 2020 年 6 月 30 日, 公司的电解液产能已达到 4 万吨。我们研判, 随着需求的拉动, 公司在国轩高科、亿纬锂能等优质客户的销量增长, 电解液业务有望扭亏, 并实现盈利。

图表 64: 公司近几年电解液营收及增长 (亿元)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

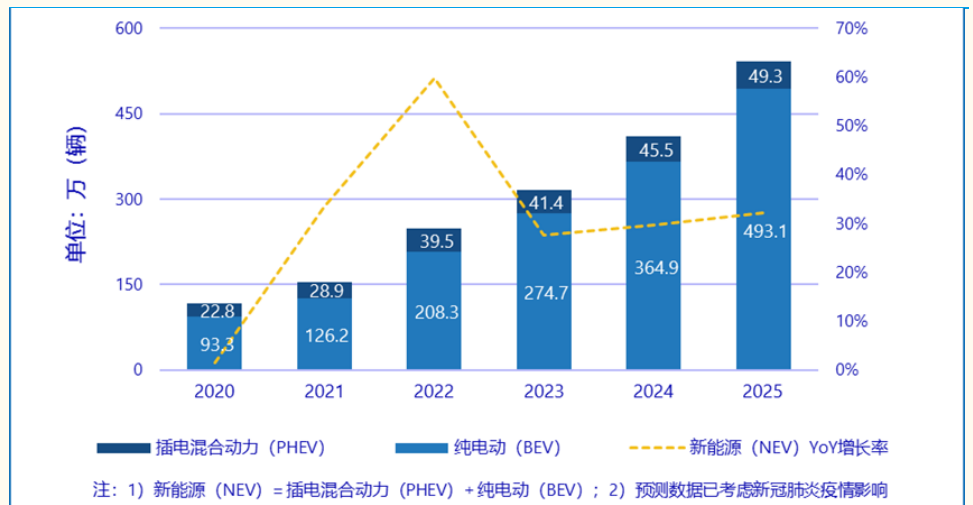
图表 65: 公司近几年电解液业务利润 (万元)



来源: 公司定期报告, 国金证券研究所

- **全球新能源汽车快速发展, 公司锂电材料业务迎来发展良机。** IDC 预测, 2020 至 2025 年的年均复合增长率 (CAGR) 将达到 36.1%, 到 2025 年新能源汽车销量将达到约 542 万辆, 纯电动汽车在新能源汽车市场占据的份额将由 2020 年的 80.3% 提升至 2025 年的 90.9%; 高工锂电预测, 2021 年全球新能源汽车销量在 418-468 万辆, 预计 2025 年销量将达到 1120-1389 万辆。公司之前正极、负极材料受行业需求及价格下降因素的影响较大, 正极材料利润出现了下滑, 目前正极材料价格已逐渐回暖, 负极材料价格保持稳定, 电解液优质客户开拓进展顺利, 未来公司锂电材料业务规模效应将进一步显现, 盈利能力有望进一步提升。

图表 66: 2020-2025 年中国新能源汽车销量及增长率预测



来源: IDC, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- **预测 2020-2022 年公司分别实现营收 85.8、216、288.5 亿元, 同比增长-1.2%、151.7%、33.6%。**
- **预测正极、负极材料迎来快速增长。** 预测 2020-2022 年原有锂电材料及相关业务营收 87.5 亿、116 亿、145.5 亿。主要驱动力是正极、负极材料, 一方面是需求拉动, 新能源汽车迎来快速发展期, IDC 预测, 2020 至 2025 年的年均复合增长率 (CAGR) 将达到 36.1%, 到 2025 年新能源汽

车销量将达到约 542 万辆，纯电动汽车在新能源汽车市场占据的份额将由 2020 年的 80.3% 提升至 2025 年的 90.9%；高工锂电预测，2021 年全球新能源汽车销量在 418-468 万辆，预计 2025 年销量将达到 1120-1389 万辆；另一方面，公司产能正在逐步提升，截止到 2020 年 6 月 30 日，公司正极材料产能已达到 6 万吨，而公司 2019 年正极材料的销量仅为 2.17 万吨，预测未来随着电动汽车需求的增长，公司正极及负极材料将迎来快速增长。

- 预测偏光片业务深度受益于京东方及 TCL 产能提升。预测偏光片业务 2021-2022 年营收 110 亿（按照 2021 年 2 月开始并表）、143 亿。虽然 2022 年全球面板增长平稳，但是以京东方和 TCL 为首的中国大陆面板产能将积极提升，中国大陆大尺寸面板全球占比将从 2019 年的 47% 提升到 2022 年的 69.8%，杉杉股份本土化优势明显，将显著受益，一方面是受益于中国大陆面板产能提升，另一方面是公司在京东方、TCL 等客户的份额也将积极提升。
- 预测 2020-2022 年公司分别实现净利 5.35、18.1、25.0 亿元，同比增长 98.4%、237.6%、38.5%。

图表 67：公司各业务营收及毛利率预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
偏光片（亿元）	78.4	89.5	100	110	143
增长		14.2%	11.7%	10.0%	30.0%
毛利率			19%	20%	20%
正极材料（亿元）	46.6	36.7	41.5	60.0	80.0
增长	9.5%	-21.2%	12.9%	44.6%	33.3%
毛利率	17.1%	12.8%	12%	14%	14%
负极材料（亿元）	19.4	25.4	25.5	38	52
增长	30.7%	31.3%	0.2%	49.0%	36.8%
毛利率	24.41%	25.80%	25.00%	26.00%	26.5%
电解液（亿元）	4.0	5.7	5.8	8	10.5
增长	37.1%	42.0%	1.2%	37.9%	31.3%
毛利率	14.76%	14.40%	14%	16%	17%
其他业务（亿元）	18.46	18.89	13	10	13
增长		2.3%	-31.2%	-23.1%	30.0%
毛利率	25%	25%	20%	23%	23%
营收合计（亿元）	88.5	86.8	85.8	216.0	288.5
增长	7.05%	-1.96%	-1.2%	151.7%	33.6%
毛利率	22.10%	21.20%	17.2%	20.2%	20.1%

来源：Wind，国金证券研究所

5.2 投资建议：给予公司目标价 25.8 元

- 预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.33、0.92（按照定增发行完成，19.648 亿股本测算，完全摊薄 EPS）、1.27 元（按照 19.648 亿股本测算，完全摊薄 EPS），现有价格（16.57 元）对应 PE 为 50.4、18.0、13.0 倍。公司是全球偏光片龙头，国内锂电材料领先供应商，未来在新能源汽车及国内大尺寸面板产能大幅增加的拉动下，具有较好的成长空间，给予公司 2021 年 28 倍估值，“买入”评级，目标价 25.8 元。

图表 68: 给予公司目标价 25.8 元 (28*2021EPS)

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002876.SZ	三利谱	61.38	76.6	0.49	1.03	1.99	2.93	99.0	59.6	30.8	20.9
000725.SZ	京东方	6.23	2168	0.06	0.14	0.32	0.41	82.3	44.5	19.5	15.2
000100.SZ	TCL 科技	8.94	1254	0.19	0.29	0.57	0.66	23.1	31.1	15.7	13.5
603659.SH	璞泰来	91.4	453.4	1.5	1.48	2.13	2.78	56.9	61.8	42.9	32.9
002993.SZ	激智科技	47.6	73.8	0.42	0.88	1.55	2.15	59.1	36.6	30.7	22.1
平均								64.0	46.7	27.9	20.9
600884.SH	杉杉股份	16.57	269.8	0.24	0.33	0.92	1.27	69.04	50.4	18.0	13.0

来源: wind, 国金证券研究所

六、风险提示

- **电解液亏损的风险:** 公司电解液业务营收有增长, 但还是处在亏损的状态, 存在价格下降, 竞争激励的风险。
- **正极材料价格下降的风险:** 2019 年由于售价下降, 公司正极材料业务营收及利润均出现了大幅下滑, 后期价格能否持续回暖, 需进一步观察。
- **负极材料需求风险:** 公司在负极材料方面布局产能较大, 如果需求不达预期, 则存在成本高的风险。
- **LG 显示业务退出的风险:** 2019 年公司第一大客户是 LG 显示, 营收占比 32.96%, LG 计划逐步退出显示业务, 对公司业务会产生一定的影响。
- **偏光片业务整合风险:** 公司原有锂电材料业务与偏光片业务没有相关性, 后期存在整合、效率提升的风险。
- **公司二股东杉杉控股持有公司的 5.37% 的股份被司法冻结风险。**
- **定增风险:** 公司计划定向发行不超过 3.368 亿 股本, 发行价格为 9.31 元/股, 计募集资金总额不超过 31.358 亿元, 用于收购 LG 化学偏光片资产, 目前尚未完成。
- **原材料供应的风险:** 公司上游原材料依赖日韩供应商, 存在采购不能及时保障及涨价风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,271	8,853	8,680	8,580	21,600	28,850	货币资金	1,667	2,620	2,307	2,710	2,827	3,768
增长率		7.0%	-2.0%	-1.2%	151.7%	33.6%	应收款项	3,461	3,699	3,532	2,983	7,267	9,072
主营业务成本	-6,171	-6,897	-6,839	-7,103	-17,244	-23,055	存货	2,334	2,327	1,289	1,557	3,307	4,421
%销售收入	74.6%	77.9%	78.8%	82.8%	79.8%	79.9%	其他流动资产	1,783	1,731	2,717	2,247	1,640	1,072
毛利	2,099	1,956	1,840	1,477	4,356	5,796	流动资产	9,245	10,376	9,845	9,497	15,040	18,334
%销售收入	25.4%	22.1%	21.2%	17.2%	20.2%	20.1%	%总资产	41.9%	44.3%	39.4%	38.0%	42.1%	45.8%
营业税金及附加	-59	-57	-46	-43	-108	-144	长期投资	8,441	7,133	7,579	7,579	7,579	7,579
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,650	4,957	6,317	6,513	10,845	11,777
销售费用	-386	-428	-493	-322	-665	-847	%总资产	16.5%	21.1%	25.3%	26.1%	30.4%	29.4%
%销售收入	4.7%	4.8%	5.7%	3.8%	3.1%	2.9%	无形资产	584	697	937	948	1,730	1,742
管理费用	-885	-478	-489	-309	-648	-866	非流动资产	12,829	13,073	15,171	15,500	20,674	21,678
%销售收入	10.7%	5.4%	5.6%	3.6%	3.0%	3.0%	%总资产	58.1%	55.7%	60.6%	62.0%	57.9%	54.2%
研发费用	0	-375	-412	-378	-648	-866	资产总计	22,073	23,449	25,016	24,997	35,714	40,012
%销售收入	0.0%	4.2%	4.7%	4.4%	3.0%	3.0%	短期借款	3,143	4,991	4,760	3,998	6,827	6,762
息税前利润 (EBIT)	770	619	401	426	2,287	3,073	应付款项	3,455	3,557	2,874	3,053	4,814	6,436
%销售收入	9.3%	7.0%	4.6%	5.0%	10.6%	10.7%	其他流动负债	281	408	946	906	1,870	2,101
财务费用	-224	-274	-272	-274	-394	-374	流动负债	6,879	8,956	8,579	7,956	13,511	15,299
%销售收入	2.7%	3.1%	3.1%	3.2%	1.8%	1.3%	长期贷款	866	1,107	1,603	1,603	1,603	1,603
资产减值损失	-141	-136	-87	-47	-148	-137	其他长期负债	3,199	863	1,213	1,392	1,834	2,081
公允价值变动收益	0	-1	-1	250	0	0	负债	10,943	10,927	11,395	10,951	16,949	18,983
投资收益	692	1,091	217	100	200	200	普通股股东权益	10,433	10,707	11,823	12,199	16,818	18,981
%税前利润	55.6%	71.1%	61.4%	14.2%	8.9%	6.5%	其中：股本	1,123	1,123	1,123	1,628	1,965	1,965
营业利润	1,236	1,537	373	704	2,245	3,063	未分配利润	2,924	3,901	4,804	5,143	6,668	8,832
营业利润率	14.9%	17.4%	4.3%	8.2%	10.4%	10.6%	少数股东权益	697	1,815	1,798	1,848	1,948	2,048
营业外收支	9	-3	-19	0	0	0	负债股东权益合计	22,073	23,449	25,016	24,997	35,714	40,012
税前利润	1,245	1,534	353	704	2,245	3,063	比率分析						
利润率	15.1%	17.3%	4.1%	8.2%	10.4%	10.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-235	-286	22	-120	-337	-459	每股指标						
所得税率	18.9%	18.7%	-6.2%	17.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.798	0.993	0.240	0.328	0.920	1.274
净利润	1,010	1,248	375	585	1,908	2,603	每股净资产	9.292	9.536	10.530	7.493	8.559	9.661
少数股东损益	114	132	105	50	100	100	每股经营现金净流	-0.340	0.481	0.717	1.060	-0.078	1.500
归属于母公司的净利润	896	1,115	270	535	1,808	2,503	每股股利	0.080	0.060	0.080	0.120	0.144	0.173
净利率	10.8%	12.6%	3.1%	6.2%	8.4%	8.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.59%	10.42%	2.28%	4.38%	10.75%	13.19%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	4.06%	4.76%	1.08%	2.14%	5.06%	6.26%
净利润	1,010	1,248	375	585	1,908	2,603	投入资本收益率	3.68%	2.64%	2.07%	1.74%	6.99%	8.71%
少数股东损益	114	132	105	50	100	100	增长率						
非现金支出	415	484	554	580	955	1,252	主营业务收入增长率	51.07%	7.05%	-1.96%	-1.15%	151.75%	33.56%
非经营收益	-500	-855	51	-14	191	282	EBIT增长率	102.86%	-19.58%	-35.27%	6.24%	437.23%	34.38%
营运资金变动	-1,306	-336	-176	575	-3,206	-1,189	净利润增长率	171.42%	24.46%	-75.81%	98.18%	238.14%	38.45%
经营活动现金净流	-381	540	804	1,725	-152	2,948	总资产增长率	51.33%	6.23%	6.68%	-0.07%	42.87%	12.03%
资本开支	-1,328	-1,684	-1,891	-849	-5,970	-2,110	资产管理能力						
投资	-2,133	-178	745	800	800	800	应收账款周转天数	99.8	114.3	122.0	100.0	110.0	105.0
其他	243	158	114	100	200	200	存货周转天数	104.7	123.3	96.5	80.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-3,218	-1,705	-1,033	51	-4,970	-1,110	应付账款周转天数	69.2	86.4	90.9	90.0	70.0	70.0
股权募资	196	2,124	2	39	3,094	0	固定资产周转天数	116.7	157.5	201.1	203.3	148.9	113.1
债权募资	1,898	394	610	-889	2,829	-65	偿债能力						
其他	351	-335	-531	-524	-684	-831	净负债/股东权益	27.76%	27.78%	29.78%	24.50%	37.06%	32.08%
筹资活动现金净流	2,445	2,183	80	-1,373	5,239	-896	EBIT利息保障倍数	3.4	2.3	1.5	1.6	5.8	8.2
现金净流量	-1,154	1,019	-148	403	117	942	资产负债率	49.58%	46.60%	45.55%	43.81%	47.46%	47.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	7	18
增持	0	0	0	1	11
中性	0	0	2	3	11
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.67	1.64	1.83

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402