

杉杉股份 (600884)

核心业务利润改善，并购落定步入发展新阶段

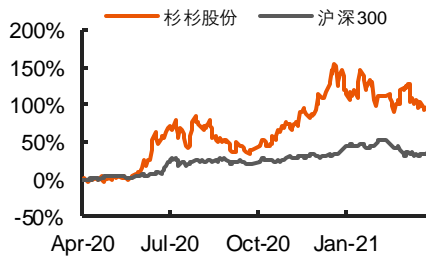
强烈推荐 (维持)

现价: 14.92 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)	242.90
流通 A 股市值(亿元)	242.90
每股净资产(元)	7.62
资产负债率(%)	43.3

行情走势图



相关研究报告

《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》 2021-02-18

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



投资要点

事项:

公司发布2020年年报。2020年实现营业收入82.16亿元,同比下降5.35%;归母净利润1.38亿元,同比下降48.85%;扣非归母净利润-1.64亿元。公司计划向全体股东每10股派发现金红利0.9元(含税)。公司预计21年一季度实现归母净利润2.5-2.8亿元,同比扭亏。

平安观点:

■ **锂电业务表现稳定,非核心业务拖累全年利润:** 20 年公司正极、负极、电解液、光伏和其他业务营收分别为 38.5/25.2/5.5/7.9/5.1 亿元,核心业务锂电材料营收合计 69.2 亿元,同比增长 1.8%,营收占比 84.2%,同比增加 6pct。全年归母净利润下滑近 50%,主要由于: 1) 非核心业务大幅计提减值致利润下滑明显,20 年计提资产减值损失 0.76 亿元、信用减值损失 1.3 亿元,充电桩、新能源汽车和服装业务分别亏损 0.9/1.53/0.5 亿元,光伏业务净利润下滑 56%至 0.32 亿元; 2) 长期股权投资收益下降,穗甬控股确认投资收益-0.7 亿元; 3) 期内公司陆续处置所持金融资产,导致相关权益带来的现金分红同比下降 0.42 亿元。**分季度来看**, Q4 营收 26.53 亿元,同比增长 22.5%,环比增长 12.8%,归母净利润-1.4 亿元,其中公允价值变动收益-1.9 亿元,资产和信用减值计提 1.65 亿元。总体来看,20 年公司锂电业务表现稳定, Q4 减值的集中大幅计提以及公允价值变动的影响使得利润表现低于预期;随着非核心业务的清理和资产剥离,21 年这些业务对整体利润的拖累程度有望大幅降低。

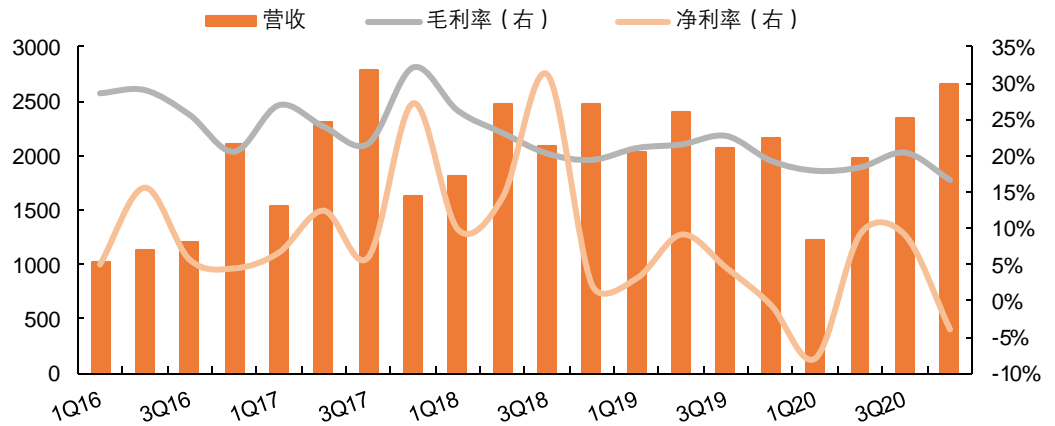
■ **正极量增价跌,盈利能力触底回升:** 20 年正极业务营收 38.48 亿元,同比增长 4.7%;归母净利润 1.39 亿元,同比下降 27.8%;毛利率 12.38%,同比减少 0.46pct。受益于小动力市场需求的快速增加及 20 年下半年新能源汽车市场持续复苏,三元材料销量大幅增长,全年正极材料销量 3 万吨,同比增长 38.44%,市占率 5.8%;受原材料价格下降的影响,20 年正极均价 12.81 万元/吨,同比下降 24.3%;单吨净利 0.67 万元,同比下降 48%,

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,680	8,216	24,721	32,632	38,371
YoY (%)	-2.0	-5.3	200.9	32.0	17.6
净利润(百万元)	270	138	1,780	2,402	3,046
YoY (%)	-75.8	-48.9	1190.1	34.9	26.8
毛利率 (%)	21.2	18.4	17.9	19.0	19.7
净利率 (%)	3.1	1.7	7.2	7.4	7.9
ROE (%)	2.8	1.5	15.7	17.8	18.4
EPS(摊薄/元)	0.17	0.08	1.09	1.48	1.87
P/E(倍)	90.0	176.0	13.6	10.1	8.0
P/B(倍)	2.1	2.0	1.7	1.5	1.3

其中下半年 0.86 万元/吨,较上半年大幅回升 244%。公司 4.48V 高压钴酸锂已批量供应全球主流消费客户,高镍单晶三元和 NCMA 已通过主要动力电池客户的测试,预计会成为未来公司正极材料业务的主要增量;随着正极产能利用率的提升以及原材料价格的持续强势,单吨净利有望继续提升。

- **负极价格承压,石墨化投产提升盈利能力:** 20 年负极业务营收 25.18 亿元,同比微降 1.03%;归母净利润 1.75 亿元,同比增长 18.76%;受益于内蒙古石墨化产能的释放和消费类产品占比提高,毛利率达到 27.72%,同比提升 1.92pct。20 年负极销量 5.9 万吨,同比增长 24.47%,市占率 16.2%,其中海外客户销量增长 53%;受市场竞争加剧的影响,20 年公司负极均价下降 20.5%至 4.27 万元/吨;单吨净利 0.36 万元,同比基本持平,其中下半年 0.46 万元/吨,较上半年回升 187%。公司于 21 年 4 月投资 15 亿元启动内蒙古一体化二期 6 万吨(石墨化 5.2 万吨)项目的建设,项目建成后,负极产能将达到 18 万吨,石墨化 9.4 万吨,自供率 50%,有效降低负极单吨成本。
- **电解液实现扭亏,客户结构优化:** 20 年电解液业务营收 5.49 亿元,同比下降 4.77%;归母净利润-28 万元,基本实现盈亏平衡,其中下半年盈利 1000 万元;毛利率 14%,同比减少 0.4pct。20 年公司电解液销量近 2 万吨,同比下降 4.76%,市占率 8%,主要系为加强信用风险管控,优化客户结构,减少与回款能力差的客户的合作;20 年电解液均价 2.76 万元/吨,同比持平。供应链方面,年产 2000 吨六氟磷酸锂产线逐步拉通,同时自产部分添加剂,将部分缓解原材料供应紧张的局面;叠加老装置的计提结束以及应收款管控的加强,电解液业务盈利空间有望继续扩大。
- **偏光片并表增厚利润,一季度业绩符合预期:** 其他业务方面,服装以及类金融业务分别于 20 年 7 月和 21 年 1 月实现出表,公司对储能、充电桩、锂离子电容和新能源车设计与研发业务采取停止新增投入、收缩业务规模、精简人员和控制费用等措施,推动非核心业务的剥离和出表;同时偏光片业务从 21 年 2 月起 100%并表。20 年非经常性损益 3 亿元,主要包括 1.3 亿元的政府补贴以及 2.4 亿元的投资收益;销售费用率 3.7%,同比减少 2pct,主要由于服装业务出表带来销售费用的大幅下降。公司预告 21 年一季度归母净利润 2.5-2.8 亿元,符合预期,其中偏光片贡献 1.6-1.8 亿元;我们预计锂电材料贡献 1.3-1.5 亿元,其他业务合计亏损 0.2-0.5 亿元。
- **投资建议:** 公司 20 年进行了较大规模的业务重组,确立了锂电材料和偏光片双轮驱动的战略方向,通过产品升级和客户的开拓扩大销售规模,并通过一体化布局提升盈利能力;同时逐步剥离非核心的业务,减少该类业务对主业的拖累及利润侵蚀。我们维持公司 21/22 年归母净利润预测分别为 17.8/24.0 亿元,新增 23 年归母净利润预测 30.5 亿元,对应 4 月 3 日收盘价 PE 分别为 13.6/10.1/8.0 倍,维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 新能源汽车销量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,可能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。

图表1 杉杉股份分季度营业收入和利润率 单位：百万元



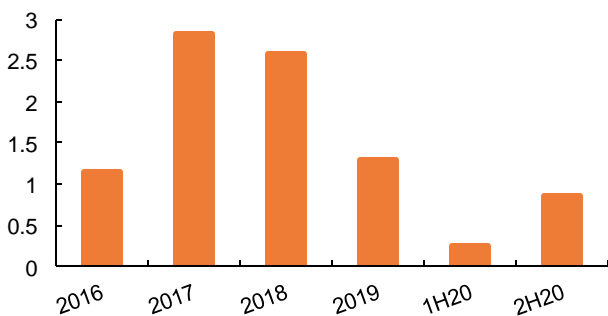
资料来源：wind、平安证券研究所

图表2 杉杉股份锂电材料经营数据

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
正极	销量(吨)	19081	17960	21447	20063	21704	30048
	毛利率(%)	12.92	20.91	24.67	17.13	12.84	12.38
	单价(万元/吨)	12.13	13.94	19.86	23.25	16.93	12.81
负极	销量(吨)	15837	22604	30912	33907	47381	58977
	毛利率	25.26	31.23	27.19	24.41	25.80	27.72
	单价(万元/吨)	5.64	5.19	4.79	5.72	5.37	4.27
电解液	销量(吨)	5695	7241	6416	13383	20901	19905
	毛利率	24.07	12.56	14.69	14.76	14.40	14.00
	单价(万元/吨)	3.33	5.79	4.59	3.01	2.74	2.76

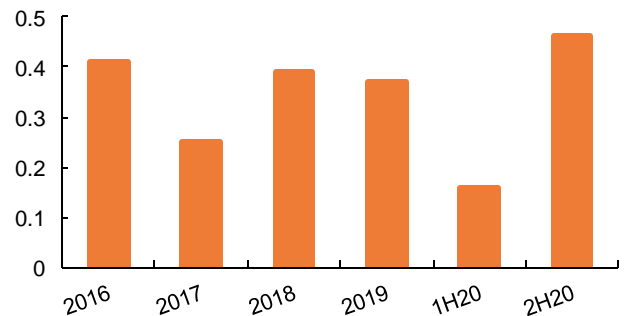
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 杉杉股份正极材料单吨净利 单位：万元/吨



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 杉杉股份负极材料单吨净利 单位：万元/吨



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10709	15898	17197	21273
现金	3083	2472	3263	3837
应收票据及应收账款	3455	5534	6332	7621
其他应收款	369	1251	888	1627
预付账款	229	760	871	1047
存货	1622	3793	3756	5053
其他流动资产	1951	2088	2088	2088
非流动资产	13832	17233	18301	19362
长期投资	2751	3243	3489	3786
固定资产	5823	8536	9120	9637
无形资产	841	933	1015	1121
其他非流动资产	4417	4521	4677	4818
资产总计	24541	33132	35498	40635
流动负债	6850	12364	11001	11807
短期借款	2597	3751	4336	4114
应付票据及应付账款	2796	4588	4218	3489
其他流动负债	1457	4025	2447	4204
非流动负债	3783	4449	4814	4879
长期借款	2673	3339	3704	3769
其他非流动负债	1110	1110	1110	1110
负债合计	10633	16813	15816	16686
少数股东权益	1499	2277	3385	4752
股本	1628	1628	1628	1628
资本公积	3600	3600	3600	3600
留存收益	6506	7966	9659	11305
归属母公司股东权益	12408	14042	16297	19197
负债和股东权益	24541	33132	35498	40635

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	329	896	1175	2153
净利润	205	2558	3510	4413
折旧摊销	575	618	797	882
财务费用	279	233	283	293
投资损失	-389	-560	-660	-660
营运资金变动	-642	-1954	-2755	-2775
其他经营现金流	301	0	0	0
投资活动现金流	662	-3460	-1204	-1283
资本支出	643	2909	821	764
长期投资	2220	-492	-285	-297
其他投资现金流	3526	-1042	-669	-816
筹资活动现金流	-466	1232	263	-237
短期借款	-950	433	28	-163
长期借款	1070	665	365	65
普通股增加	505	0	0	0
资本公积增加	-491	0	0	0
其他筹资现金流	-600	133	-130	-139
现金净增加额	519	-1332	234	633

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8216	24721	32632	38371
营业成本	6703	20306	26420	30829
营业税金及附加	49	62	82	96
营业费用	302	742	881	1036
管理费用	505	742	914	1074
研发费用	393	593	751	883
财务费用	279	233	283	293
资产减值损失	-76	0	0	0
其他收益	141	198	194	194
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	389	560	660	660
资产处置收益	-4	0	0	0
营业利润	309	2802	4157	5015
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	50	30	36	39
利润总额	263	2777	4125	4981
所得税	58	219	615	567
净利润	205	2558	3510	4413
少数股东损益	67	778	1108	1367
归属母公司净利润	138	1780	2402	3046
EBITDA	1083	3595	5172	6123
EPS(元)	0.08	1.09	1.48	1.87

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-5.3	200.9	32.0	17.6
营业利润(%)	-17.1	807.4	48.4	20.7
归属于母公司净利润(%)	-48.9	1190.1	34.9	26.8
获利能力				
毛利率(%)	18.4	17.9	19.0	19.7
净利率(%)	1.7	7.2	7.4	7.9
ROE(%)	1.5	15.7	17.8	18.4
ROIC(%)	2.1	12.1	14.2	15.9
偿债能力				
资产负债率(%)	43.3	50.7	44.6	41.1
净负债比率(%)	23.6	38.2	34.0	26.1
流动比率	1.6	1.3	1.6	1.8
速动比率	1.0	0.7	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	2.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	2.5	5.5	6.0	8.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	1.09	1.48	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.55	0.72	1.32
每股净资产(最新摊薄)	7.62	8.63	10.01	11.79
估值比率				
P/E	176.0	13.6	10.1	8.0
P/B	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	26.8	9.1	6.6	5.8

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