

## 杉杉股份 (600884)

## 两大赛道高景气，Q1业绩超预期

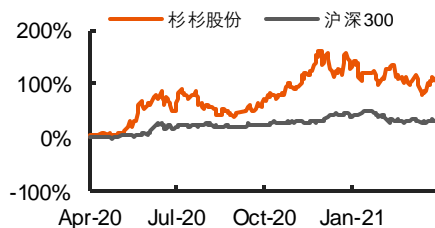
## 强烈推荐 (维持)

现价：15.2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)	247.46
流通 A 股市值(亿元)	247.46
每股净资产(元)	7.72
资产负债率(%)	59.1

## 行情走势图



## 证券分析师

<b>朱栋</b>	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 zhudong615@pingan.com.cn
<b>皮秀</b>	投资咨询资格编号 S1060517070004 010-56800184 pixiu809@pingan.com.cn
<b>王霖</b>	投资咨询资格编号 S1060520120002 wanglin272@pingan.com.cn

## 研究助理

<b>王子越</b>	一般从业资格编号 S1060120090038 wangziyue395@pingan.com.cn
------------	--

## 投资要点

## 事项：

公司发布21年一季度报，报告期内实现营业收入39.99亿元，同比增长227.17%；实现归属于上市公司股东的净利润3.02亿元，同比扭亏；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.81亿元。

## 平安观点：

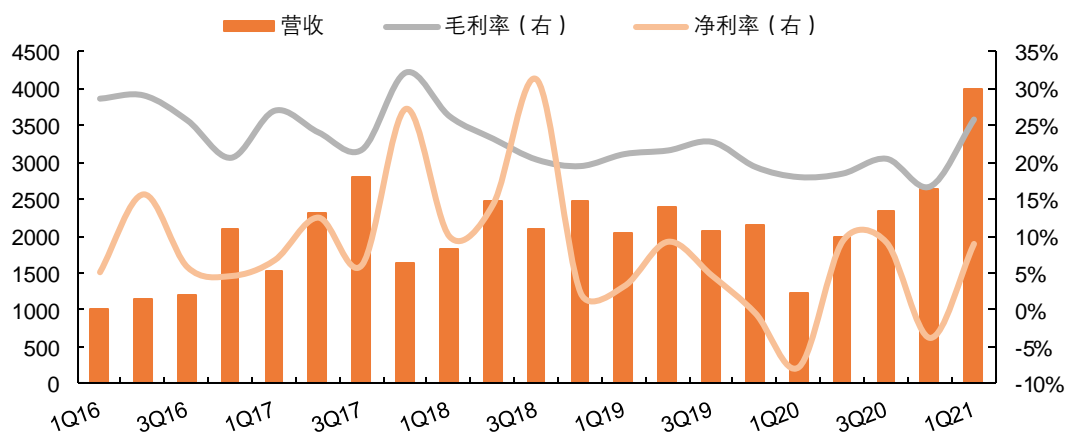
- **偏光片并表，净利润超预期上限：**偏光片并表叠加锂电和光伏产销量的快速增长，公司1Q21实现营收39.99亿元，同比增长227.17%，环比增长50.7%；归母净利润3.02亿元，同环比皆大幅扭亏，超出2.8亿元的预告上限。其中，正极归母净利润0.74亿元，同比扭亏，预计Q1出货超过1万吨，单吨净利1万元左右；负极归母净利润1.02亿元，预计Q1出货2-2.5万吨，单吨净利超过0.5万元；电解液小幅盈利，主要系电解液和六氟价格上涨；偏光片贡献1.93亿元，超出1.8亿元的预告上限。Q1公司综合毛利率25.78%，同比增加7.8pct，环比增加9pct，净利率8.97%。Q1公司两大主业锂电材料和偏光片皆处于高景气阶段，支撑盈利修复上行；锂电材料单吨盈利环比继续改善，偏光片业务量价齐升，同时进口退税政策落地，有望进一步增厚公司利润。
- **资产规模扩大，现金流短期承压：**由于并表因素，多个会计科目出现较大增长。其中货币资金47.04亿元，较期初增长53%；应收账款52.3亿元，较期初增长54.77%；合同负债2.6亿元，较期初增长359%，主要系子公司杉杉能源锁定年度订单，导致预收款项增加。偏光片业务本期经营性现金流净额为-10.29亿元，系偏光片公司交割完成后立即进入正常运营状态，受账期影响，应收账款大幅增加；同时，由于交割前偏光片业务原材料存货水平较低，交割完成后对原材料存货进行了适当补充所致。偏光片业务的收购短期内拉低了公司整体现金流水平，随着公司的正常运营，现金流有望得到改善。
- **产能加速建设，客户不断开拓：**在负极方面，公司计划投资15亿元启动

	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)	91.7	179.3	13.9	10.3	8.1
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.5	1.3

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；在偏光片方面，韩国两条搬迁产线预计 21 年末在广州投产，张家港两条新建产线预计于 22 年末试生产，投产后将有助于提升偏光片业务规模和市占率。客户开拓方面，公司与蜂巢能源近期在国家会展中心签署战略合作协议，双方在正负极以及其他锂电项目方面的合作进一步升级。此外，公司拟定增不超过 31 亿元，全部用于偏光片资产的收购；通过置换前期相应规模的并购贷，财务费用将进一步降低。

- **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 21-23 年归母净利润预测分别为 17.8/24.0/30.5 亿元，对应 4 月 28 日收盘价 PE 分别为 13.9/10.3/8.1 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

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	24541	33132	35498	40635
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	3783	4449	4814	4879
长期借款	2673	3339	3704	3769
其他非流动负债	1110	1110	1110	1110
<b>负债合计</b>	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
<b>归属母公司股东权益</b>	12408	14042	16297	19197
<b>负债和股东权益</b>	24541	33132	35498	40635

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	519	-1332	234	633

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	309	2802	4157	5015
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	50	30	36	39
<b>利润总额</b>	263	2777	4125	4981
所得税	58	219	615	567
<b>净利润</b>	205	2558	3510	4413
少数股东损益	67	778	1108	1367
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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
<b>获利能力</b>				
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
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	179.3	13.9	10.3	8.1
P/B	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	27.3	9.2	6.7	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