

证券研究报告
公司研究
点评报告
杉杉股份 (600884. SH)
投资评级 买入

上次评级 买入

武浩

S1500520090001

010-83326711

wuhao@cindasc.com

陈磊

S1500520090003

010-83326706

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

面板产业的皇冠，锂电材料的明珠

2021年04月30日

事件：公司发布2021年一季度报告。2021Q1公司实现营收40.0亿元，同比增长227%；归母净利3.0亿元，同比扭亏为盈；公司归母净利高于业绩预告上限，盈利超预期。

点评：

- **偏光片盈利超预期，行业景气有望带动盈利持续提升。**公司收购偏光片业务2月并表，2-3月实现归母净利1.93亿元，高于预告上限，根据备考审阅报告，偏光片业务1月实现净利润0.76亿元，2-3月平均单月0.97亿元，盈利持续改善，我们认为主要得益面板行业景气，需求向好，同时公司自身产能利用率提升。后续来看，公司偏光片业务盈利有望持续提升，主要得益：1.进口退税相关申报工作落地；2.杉金光电有望获得高新技术企业税率优惠；3.定增完成后财务费用降低；4.产能利用率进一步提升，挖潜增效等。
- **锂电材料业绩大幅改善。**2021Q1公司正、负极材料和电解液分别实现归母净利0.74、1.02和0.07亿元，同比均实现大幅增长。我们测算公司2021Q1正、负极材料单吨净利分别在1.2和0.6万元/吨左右，单吨盈利大幅改善主要得益公司充分发挥一体化产线、供应链管理和成本管控等优势，同时受益锂电材料需求旺盛原材料价格上扬。
- **非公开发行事项持续推进，财务费用减少改善盈利能力。**公司4月26日召开董事会审议通过非公开发行A股股票相关议案，后续经股东大会及证监会审核通过后，通过股东融资置换偏光片收购借款，有望降低相关利息支出，进一步提升盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年实现营收251.8、266.6和318.6亿元，同比增长206.4%、5.9%和19.5%，归母净利18.7、22.8和30.1亿元，同比增长1252%、22.2%和32.1%，当前股价对应PE为13.8、11.3和8.5x，维持“买入”评级。
- **风险因素：**行业需求不及预期风险；原材料价格波动风险；进口退税、高新技术企业申报，定增进程不及预期风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	8,680	8,216	25,175	26,656	31,860
增长率 YoY %	-2.0%	-5.3%	206.4%	5.9%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	270	138	1,866	2,280	3,011
增长率 YoY%	-75.8%	-48.9%	1252.3%	22.2%	32.1%
毛利率%	21.2%	18.4%	20.3%	21.6%	21.9%
净资产收益率ROE%	2.3%	1.1%	13.1%	13.8%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.08	1.15	1.40	1.85
市盈率 P/E(倍)	81.52	212.70	13.75	11.25	8.52
市净率 P/B(倍)	1.86	2.37	1.80	1.55	1.31

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年4月29日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	9,845	10,709	20,989	21,072	23,730	
货币资金	2,307	3,083	2,775	2,220	1,998	
应收票据	44	78	239	253	302	
应收账款	2,972	3,377	9,003	9,872	12,097	
预付账款	404	229	956	981	1,067	
存货	1,289	1,622	4,398	4,009	4,088	
其他	2,829	2,320	3,618	3,737	4,179	
非流动资产	15,171	13,832	15,692	17,571	19,629	
长期股权投资	2,658	2,751	2,751	2,751	2,751	
固定资产	4,782	5,823	7,080	8,353	9,736	
无形资产	747	841	1,003	1,131	1,276	
其他	6,984	4,417	4,859	5,337	5,867	
资产总计	25,016	24,541	36,681	38,643	43,360	
流动负债	8,579	6,850	16,260	15,111	15,942	
短期借款	3,547	2,597	5,099	3,782	2,308	
应付票据	1,077	1,177	3,523	3,670	4,366	
应付账款	1,549	1,619	4,933	4,974	6,012	
其他	2,406	1,457	2,705	2,685	3,256	
非流动负债	2,816	3,783	4,319	4,747	5,089	
长期借款	1,603	2,673	3,208	3,637	3,979	
其他	1,213	1,110	1,110	1,110	1,110	
负债合计	11,395	10,633	20,579	19,858	21,032	
少数股东权	1,798	1,499	1,829	2,231	2,762	
归属母公司	11,823	12,408	14,274	16,554	19,565	
负债和股东	25,016	24,541	36,681	38,643	43,360	

重要财务指		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	8,680	8,216	25,175	26,656	31,860	
同比	-2.0%	-5.3%	206.4%	5.9%	19.5%	
归属母公司	270	138	1,866	2,280	3,011	
同比	-75.8%	-48.9%	1252.3%	22.2%	32.1%	
毛利率	21.2%	18.4%	20.3%	21.6%	21.9%	
ROE%	2.3%	1.1%	13.1%	13.8%	15.4%	
EPS(摊	0.17	0.08	1.15	1.40	1.85	
P/E	81.52	212.70	13.75	11.25	8.52	
P/B	1.86	2.37	1.80	1.55	1.31	
EV/EBITDA	22.15	38.00	14.96	11.18	8.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	8,680	8,216	25,175	26,656	31,860	
营业成本	6,839	6,703	20,068	20,905	24,870	
营业税金及	46	49	150	159	190	
销售费用	493	302	856	840	956	
管理费用	489	505	1,259	1,280	1,466	
研发费用	412	393	1,083	1,093	1,274	
财务费用	272	279	310	377	339	
减值损失合	-87	-76	-149	-139	-145	
投资净收益	217	389	806	853	1,020	
其他	114	11	506	468	557	
营业利润	373	309	2,612	3,185	4,197	
营业外收支	-19	-46	-29	-29	-29	
利润总额	353	263	2,583	3,156	4,168	
所得税	-22	58	387	473	625	
净利润	375	205	2,196	2,683	3,542	
少数股东损	105	67	329	402	531	
归属母公司	270	138	1,866	2,280	3,011	
EBITDA	868	838	2,106	2,789	3,482	
EPS(当	0.17	0.08	1.15	1.40	1.85	

现金流量表		单位:				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现	886	329	-1,760	2,086	2,597	
净利润	375	205	2,196	2,683	3,542	
折旧摊销	467	575	347	409	378	
财务费用	278	382	369	427	381	
投资损失	-217	-389	-806	-853	-1,020	
营运资金变	-176	-642	-3,813	-590	-698	
其它	158	198	-53	10	13	
投资活动现	-1,033	662	-1,217	-1,324	-1,307	
资本支出	-1,891	-610	-2,217	-2,331	-2,476	
长期投资	745	2,156	0	0	0	
其他	114	-884	1,001	1,006	1,170	
筹资活动现	79	-466	2,669	-1,316	-1,512	
吸收投资	2	10	0	0	0	
借款	610	78	3,037	-889	-1,131	
支付利息或	-570	-556	-369	-427	-381	
现金流净增	-66	519	-308	-555	-222	

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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。