

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

锂电正极：携手巴斯夫，走向全球化

2021年05月20日

事件：公司公告 BASF 拟合计出资 17.03 亿元收购公司子公司宁波新能源和甬湘投资合计持有的杉杉能源 19.64% 股权，及杉杉能源其他小股东股权。交易完成后，公司对杉杉能源持股比例由 68.64% 降至 49%，不再并表，BASF 持有剩余 51% 股权。杉杉能源名称变更为“巴斯夫杉杉”。

点评：

- **交易对价符合预期，转让部分股权对公司归母净利润影响有限。**本次交易杉杉能源 100% 股权对应交易对价为 86.7 亿元，以 2020 净利润 2 亿元计，对应市盈率 43 倍，交易对价符合预期。交易后虽不再并表，但归母比例仅下降 19.64%，在开拓全球优质客户提升利润背景下，对公司净利润水平影响有限。后续交易仍需股东大会审议及中、韩、乌克兰相关政府部门经营者集中申报，除特殊情况外，预计交割不晚于今年 8 月 31 日，最后截止日为 12 月 31 日。
- **巴斯夫在锂电正极及汽车领域积累深厚，双方合作有望加速优质客户开拓。**巴斯夫拥有阿贡实验室全球锂电正极专利许可，经营有 HED™ 品牌三元正极材料，拥有日本、美国生产基地及德国试验基地；同时生产汽车用涂料及减震降噪产品。依托 BASF 拥有的全球领先车企合作资源、全球化产业布局、核心专利技术授权、国际品牌影响力等优势，将使杉杉能源快速融入并抢占全球市场，推进其海外市场开拓与客户结构优化，提升其盈利能力和市场占有率；同时也将有效弥补 BASF 正极材料业务的中国产能短缺，实现双方利益深度绑定。
- **正极材料一季度盈利超预期，一体化优势显现有望进一步增厚盈利水平。**2020 年公司正极材料销量 3 万吨，净利润 2 亿元，单吨净利 0.67 万元/吨，2021Q1 在产品价格上涨背景下，公司通过供应链管理，实现销量 1.1 万吨，净利润 1 亿元，单吨净利达 0.9 万元/吨。此外，公司永杉锂业一期 2.5 万吨产能将于 2021H2 投产，未来一年内拟向杉杉能源销售约 8 亿元碳酸锂及氢氧化锂产品，一体化布局增强正极材料盈利及抗风险能力。
- **盈利预测与投资评级：**由于相关资产尚未交易完成，我们暂维持盈利预测不变，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%，归母净利润 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 15.0、12.3 和 9.3x，维持“买入”评级。同时我们假设 8 月底交易完成，在原有盈利假设不变情况下，19.64% 股权转让对应全年约影响 0.2 亿左右归母净利润，规模有限，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				单位: 百万元	
主要财务指标	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%
归属母公司净利润	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 (摊薄)(元)	0.17	0.08	1.15	1.40	1.85
P/E	81.52	212.70	14.98	12.26	9.28
P/B	1.86	2.37	1.96	1.69	1.43
EV/EBITDA	22.15	38.00	16.05	12.00	9.35

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 5 月 20 日收盘价

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,845	10,709	20,989	21,072	23,730	营业总收入	8,680	8,216	25,175	26,656	31,860
货币资金	2,307	3,083	2,775	2,220	1,998	营业成本	6,839	6,703	20,068	20,905	24,870
应收票据	44	78	239	253	302	营业税金及附加	46	49	150	159	190
应收账款	2,972	3,377	9,003	9,872	12,097	销售费用	493	302	856	840	956
预付账款	404	229	956	981	1,067	管理费用	489	505	1,259	1,280	1,466
存货	1,289	1,622	4,398	4,009	4,088	研发费用	412	393	1,083	1,093	1,274
其他	2,829	2,320	3,618	3,737	4,179	财务费用	272	279	310	377	339
非流动资产	15,171	13,832	15,692	17,571	19,629	减值损失合计	-87	-76	-149	-139	-145
长期股权投资	2,658	2,751	2,751	2,751	2,751	投资净收益	217	389	806	853	1,020
固定资产(合计)	4,782	5,823	7,080	8,353	9,736	其他	114	11	506	468	557
无形资产	747	841	1,003	1,131	1,276	营业利润	373	309	2,612	3,185	4,197
其他	6,984	4,417	4,859	5,337	5,867	营业外收支	-19	-46	-29	-29	-29
资产总计	25,016	24,541	36,681	38,643	43,360	利润总额	353	263	2,583	3,156	4,168
流动负债	8,579	6,850	16,260	15,111	15,942	所得税	-22	58	387	473	625
短期借款	3,547	2,597	5,099	3,782	2,308	净利润	375	205	2,196	2,683	3,542
应付票据	1,077	1,177	3,523	3,670	4,366	少数股东损益	105	67	329	402	531
应付账款	1,549	1,619	4,933	4,974	6,012	归属母公司净利润	270	138	1,866	2,280	3,011
其他	2,406	1,457	2,705	2,685	3,256	EBITDA	868	838	2,106	2,789	3,482
非流动负债	2,816	3,783	4,319	4,747	5,089	EPS(当年) (元)	0.17	0.08	1.15	1.40	1.85
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	现金流量表				单位: 百万元	
负债合计	11,395	10,633	20,579	19,858	21,032	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,798	1,499	1,829	2,231	2,762	经营活动现金流	886	329	-1,760	2,086	2,597
归属母公司股东权益	11,823	12,408	14,274	16,554	19,565	净利润	375	205	2,196	2,683	3,542
负债和股东权益	25,016	24,541	36,681	38,643	43,360	折旧摊销	467	575	347	409	378
						财务费用	278	382	369	427	381
重要财务指标				单位: 百万元		投资损失	-217	-389	-806	-853	-1,020
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	营运资金变动	-176	-642	-3,813	-590	-698
营业总收入	8,680	8,216	25,175	26,656	31,860	其它	158	198	-53	10	13
同比(%)	-2.0%	-5.3%	206.4%	5.9%	19.5%	投资活动现金流	-1,033	662	-1,217	-1,324	-1,307
归属母公司净利润	270	138	1,866	2,280	3,011	资本支出	-1,891	-610	-2,217	-2,331	-2,476
同比(%)	-75.8%	-48.9%	1252.3%	22.2%	32.1%	长期投资	745	2,156	0	0	0
毛利率(%)	21.2%	18.4%	20.3%	21.6%	21.9%	其他	114	-884	1,001	1,006	1,170
ROE(%)	2.3%	1.1%	13.1%	13.8%	15.4%	筹资活动现金流	79	-466	2,669	-1,316	-1,512
EPS(摊薄) (元)	0.17	0.08	1.15	1.40	1.85	吸收投资	2	10	0	0	0
P/E	81.52	212.70	14.98	12.26	9.28	借款	610	78	3,037	-889	-1,131
P/B	1.86	2.37	1.96	1.69	1.43	支付利息或股息	-570	-556	-369	-427	-381
EV/EBITDA	22.15	38.00	16.05	12.00	9.35	现金净增加额	-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。