

杉杉股份 (600884)

借力巴斯夫，正极业务迎来突破

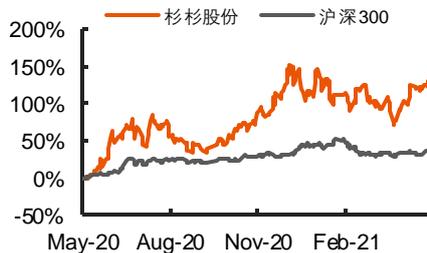
强烈推荐 (维持)

现价: 17.17 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)	279.53
流通 A 股市值(亿元)	279.53
每股净资产(元)	7.72
资产负债率(%)	59.1

行情走势图



相关研究报告

《杉杉股份*600884*两大赛道高景气，Q1 业绩超预期》2021-04-29

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

王霖 投资咨询资格编号
S1060520120002
wanglin272@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:

公司发布公告，全资子公司宁波新能源和甬湘投资拟与BASF SE签署《股权收购协议》，就BASF购买杉杉能源部分股权事项达成一致意见。交易完成后，公司对杉杉能源的持股比例将由原来的68.6%降至49%，公司将不再对杉杉能源实施控制，杉杉能源将不再纳入公司合并报表范围；BASF拥有剩余51%的股权。

平安观点:

- **引入战略合作方，正极业务迎来突破：**本次杉杉转让合计 19.64% 股权的交易对价为 17 亿元，对应正极业务整体估值达到 87 亿元，对应 20 年 2 亿元净利润，PE 为 43 倍。正极业务是公司第一大业务，2020 年营收规模达到 38.5 亿元，同比增长 5%，占比 47%。此次股权转让后正极业务整体出表，利润部分计入投资收益，归母利润比例下降 19.6%。尽管短期内公司整体营收和利润规模有所缩减，但长期来看正极业务迎来突破契机和长远发展。交割日初步定于 21 年 8 月 31 日，最晚 12 月 31 日，我们预计正极业务将于今年四季度出表。
- **巴斯夫正极全球化布局，杉杉有望借力出海：**巴斯夫是全球最大的化工企业之一，在锂电材料方面拥有正极和电解液的生产研发经验。公司于 2017 年出售电解液专利和生产基地退出电解液业务，但在三元正极方面大力布局。公司在中国、美国、日本、芬兰等地区推进正极材料、前驱体以及资源端的全产业链布局，于 2015 年和 2017 年与日本户田工业先后在日本和美国建立合资工厂；在技术方面，公司拥有美国阿贡实验室三元专利授权，并积极研发储备高镍三元、富锂锰基和全固态电池材料等前沿技术，在全球主要地区都建立了电池材料研发中心。我们认为在欧洲车企希望摆脱对亚洲供应商依赖的大背景下，本土电池和电池材料企业有望得到大力扶持，杉杉有望通过与巴斯夫的合作推进其海外尤其是欧洲市场的开拓与客户结构的优化，提升其盈利能力和市场份额。

	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)	103.6	202.6	15.7	11.6	9.2
P/B(倍)	2.4	2.3	2.0	1.7	1.5

- **正极业务复苏，一体化提升盈利能力：**20 年公司正极材料销量 3 万吨，同比增长 38.44%，市占率 5.8%；单吨净利 0.67 万元，其中下半年 0.86 万元/吨，较上半年大幅回升。21 年一季度公司正极出货超过 1 万吨，单吨净利进一步提升至 0.9-1 万元。正极成品业务的放权并不影响公司在上游的布局，21 年下半年永杉锂业一期 2.5 万吨锂盐产能投产，将在一年内向杉杉能源出售价值 8 亿元的碳酸锂和氢氧化锂产品；除此之外，公司与吉利、紫金矿业成立常青新能源建设钴镍冶炼、三元前驱体和废旧电池利用生产线，同时参股洛阳钼业、Altura 等优质钴锂资源。公司在正极业务的一体化布局有望带动盈利能力继续提升。
- **投资建议：**公司自 20 年以来业务结构发生较大变化，确立了锂电材料和偏光片双轮驱动的战略方向，并通过引入战投、控股变参股的方式刺激正极业务的竞争活力。考虑到业务整合尚处于进行中，我们暂不调整原有营收和利润结构，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 5 月 20 号收盘价 PE 分别为 15.7/11.6/9.2 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了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。

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	202.6	15.7	11.6	9.2
P/B	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	30.2	10.1	7.4	6.4

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