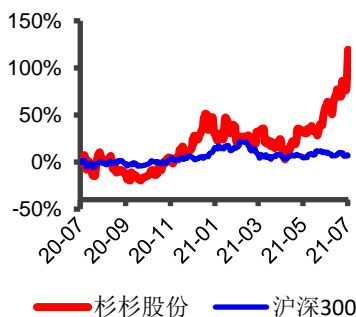


杉杉偏光片业务浅谈：杉金起航

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-07-08

收盘价（元）	27.47
近12个月最高/最低（元）	27.47/10.05
总股本（亿股）	16.28
流通股本（亿股）	16.28
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	447
流通市值（亿元）	447



分析师：华晋书

执业证书号：S0010521040001

邮箱：huajs@hazq.com

主要观点：

● 面板产能大陆领先，国产需求推动偏光片高景气

供需紧张+国产替代：偏光片下游需求巨大，国内厂商正在成长阶段，还需进口才能满足市场需求。据 IHS 数据，我国 LCD 面板需要偏光片面积为 4.38 亿平方米，而 2020 年我国偏光片产能仅为 2.07 亿平方米，供需缺口达 2.31 亿平方米。

竞争格局明朗，龙头占据微笑曲线上游：偏光片是显示面板的重要组成部分，偏光片约占液晶面板总成本的 10% 左右。偏光片技术门槛较高，主要被日本和韩国厂商占领，在 LCD 的市场竞争方面主要是 LG 化学、住友化学和三星 SDI，全球市场占有率接近 90%，在中国市场的占有率超过 90%。

收购 LG 业务，承接全球需求：沿用 LG 技术，确保其前沿性。杉金光电目前超宽幅产线全球市占率 40%，国内市占率 50%

● 新能源三重奏，正极负极电解液共同打造。

正极材料和世界 500 强公司巴斯夫合作将会带来机会，预计会成为未来公司的主要增量之一。巴斯夫在正极材料方面的领先技术有望快速让巴杉的正极材料从电子级别到动力级别的转换。

负极材料拥有较低生产成本优势，产能有望快速提高，同中科电气、璞泰来同为国内领先的负极企业。另有每年 4 万吨电解液和 2000 吨的六氟磷酸锂的产能。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年的营业收入分别是 245.18 亿元、331.85 亿、423.05 亿元，归母净利润分别是 18.03 亿元、24.15 亿元、33.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.10 元、1.47 元、2.02 元，对应的 PE 分别为 25 倍、19 倍、14 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

新冠疫情海外扩散导致下游需求不及预期；产品价格波动导致公司盈利不及预期风险；原材料价格波动风险。

重要财务指标

单位:百万元

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8216	24518	33185	42305
收入同比(%)	-5%	198%	35%	27%
归属母公司净利润	138	1803	2415	3317
净利润同比(%)	-49%	1206%	34%	37%
毛利率(%)	18.4%	25.0%	24.7%	25.4%
ROE(%)	1.5%	14.7%	17.5%	19.7%
每股收益(元)	0.08	1.10	1.47	2.02
P/E	324.06	25.01	18.67	13.59
P/B	3.60	3.18	2.76	2.34
EV/EBITDA	18	16	12	9

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 押注偏光片+新能源，华丽转身.....	5
1.1 逐步转型，面向科技新能源.....	5
1.2 股权稳定：公司实控人掌舵战略布局.....	5
1.3 财务分析：平稳转型，抛去浮华.....	6
2 杉金：拓展偏光片市场.....	9
2.1 偏光片市场供需缺口，催生国产需求.....	9
2.2 面板核心材料，偏光片高护城河.....	14
2.3 收购 LG 化学偏光片，拉开公司偏光片新篇章.....	16
3 发力锂电材料，正极负极电解液齐头并进.....	17
风险提示.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

图表目录

图表 1 杉杉股份发展历程	5
图表 2 公司主要股东及持股	6
图表 3 2014-2020 年公司营业收入 (亿元) 及增速	6
图表 4 2014-2020 年公司归母净利润 (亿元) 及增速	6
图表 5 2014-2020 年公司销售毛利率与净利率	7
图表 6 2018-2020 年按产品结构收入占比	7
图表 7 2017-2020 年公司研发费用及占比	8
图表 8 2014-2020 年公司销售、管理、财务费用率	8
图表 9 偏光片产业链	9
图表 10 2016-2018 年面板出货量占比	10
图表 11 2016-2020 年全球液晶面板出货面积 (万平方米)	10
图表 12 2017-2019 年各尺寸手机市场份额	11
图表 13 2016-2022 年 LCD 各厂商市场份额	11
图表 14 2016-2022 年全球面板产能国家占比	12
图表 15 2017-2019 年国产液晶面板厂商市场份额	12
图表 16 OLED 基本结构	13
图表 17 2019-2020 年电视所用面板材料出货量 (百万片)	13
图表 18 2016-2022 年 OLED 产能分布情况	14
图表 19 2016-2020 年不同尺寸 OLED 电视面板出货量 (百万片)	14
图表 20 偏光片基本结构	15
图表 21 标的资产收购完成后的产权控制关系图	16

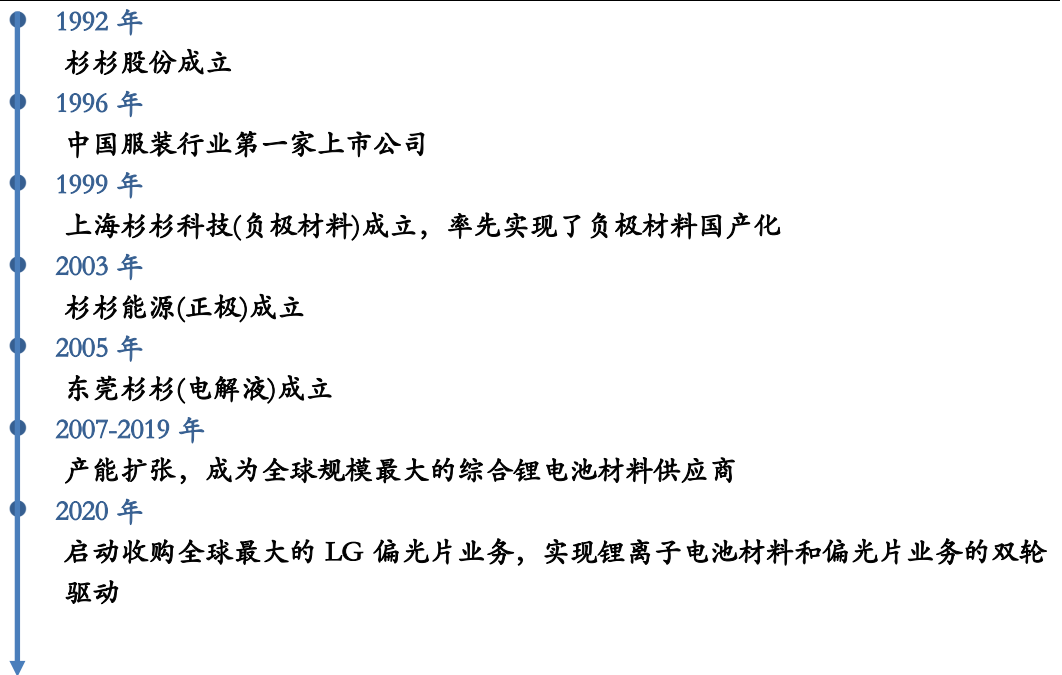
1 押注偏光片+新能源，华丽转身

1.1 逐步转型，面向科技新能源

宁波杉杉股份有限公司主要从事锂离子电池正极材料、负极材料和电解液的研发、生产和销售。主要产品包括钴酸锂、镍钴锰三元材料、锰酸锂、镍钴铝三元材料、三元正极材料前驱体、人造石墨、天然石墨、硅基负极、复合石墨、电解液等。

1989年，郑永刚创立杉杉品牌。1996年带领企业成功上市并组建杉杉集团。1999年，开始实施多元化发展战略。2007年公司为实现产融结合，布局创投、融资租赁等类金融产业。2015年开始，分别布局了电池系统集成、能源管理服务、充电桩建设及新能源汽车运营等业务。公司正极材料子公司杉杉能源、负极材料子公司宁波杉杉新材料均先后入选“国家企业技术中心”、“国家制造业单项冠军”名单。

图表 1 杉杉股份发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 股权稳定：公司实控人掌舵战略布局

杉杉股份目前的实际控制人为郑永刚，掌握 51% 的股权。近几年内，实际控制人未发生巨大变动，主要股东持股情况也较为稳定。杉杉集团有限公司与其他主要股东共同控制公司。

图表 2 公司主要股东及持股

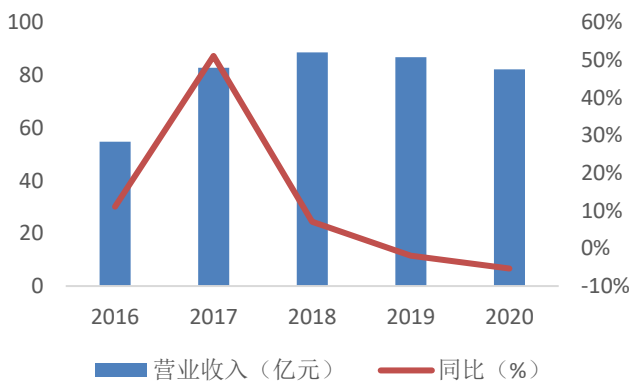
股东名称	持股比例
郑永刚	51.00%
杉杉集团有限公司	32.69%
杉杉控股有限公司	7.18%
天安财产保险股份有限公司-保赢 1 号	3.37%
全国社保基金四一四组合	2.44%
全国社保基金一一八组合	2.39%
百联集团有限公司	1.89%
JPMORGAN CHASE BANK,NATIONAL ASSOCIATION	1.68%
潘文雄	1.49%
华夏人寿保险股份有限公司-自有资金	1.38%
交通银行股份有限公司-工银瑞信新能源汽车主题混合型证券投资基金	1.03%

资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 财务分析: 平稳转型, 抛去浮华

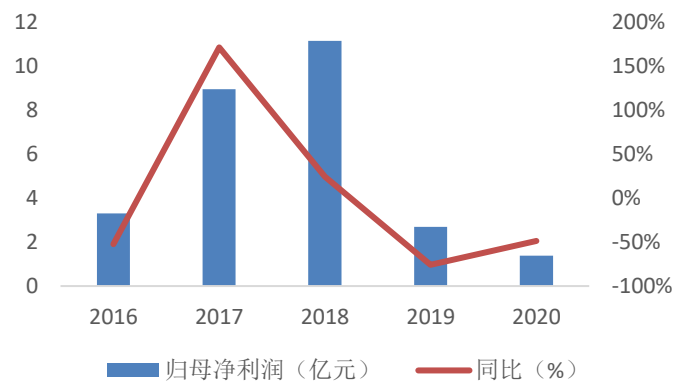
公司近六年营收稳步增长。2014-2020 年, 公司主营业务收入增长稳健, 市场供需有缺口, 净利润与营收总体呈上升趋势。同期公司实现归母净利润分别为: 3.48 亿, 6.91 亿, 3.30 亿, 8.96 亿, 11.15 亿, 2.70 亿, 1.38 亿, 同比增长分别为: 89.85%, 98.39%, -52.24%, 171.24%, 24.46%, -75.81%, -48.85%。2017 年, 新能源汽车进入中国市场, 储能市场空间巨大, 为公司带来巨大收益。2019 年受疫情影响, 需求减少, 公司营收大幅降低。2020 年, 公司实现营业收入 821,589.67 万元, 同比下降 5.35%。目前, 公司核心业务锂电材料受益于下游新能源汽车市场需求的快速复苏和景气度持续提升, 有望实现全年销量和净利润的较高增长。

图表 3 2014-2020 年公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 2014-2020 年公司归母净利润 (亿元) 及增速

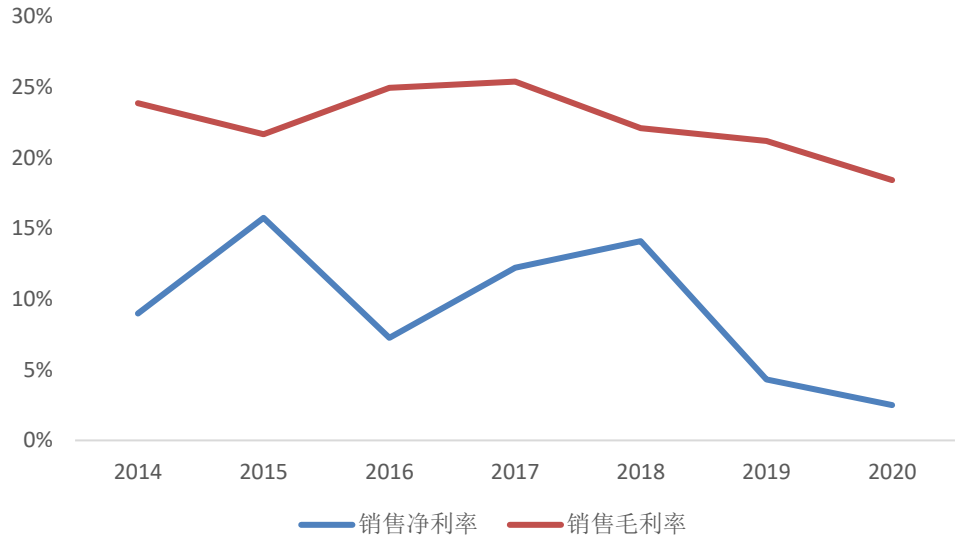


资料来源: wind, 华安证券研究所

2014 年至 2020 年公司毛利率分别为: 23.87%, 21.66%, 24.95%, 25.39%, 22.1%, 21.2%, 18.42%, 净利润率分别为: 8.98%, 15.75%, 7.27%, 12.21%, 14.09%, 4.32%, 2.50%。毛利率总体呈下降趋势是由于受到国内外疫情的冲击, 净利率波动与原材料售价, 市场波动有关。2018 至 2019 年净利率大幅下滑但毛利率没有收到太大影响, 主要

是由于上游原材料锂、钴等金属价格的大幅下滑、终端需求对成本控制更加严苛。2019年中国新能源汽车补贴加速退坡，全年新能源汽车销量同比负增长，市场竞争激烈，产品价格下调压力加大。

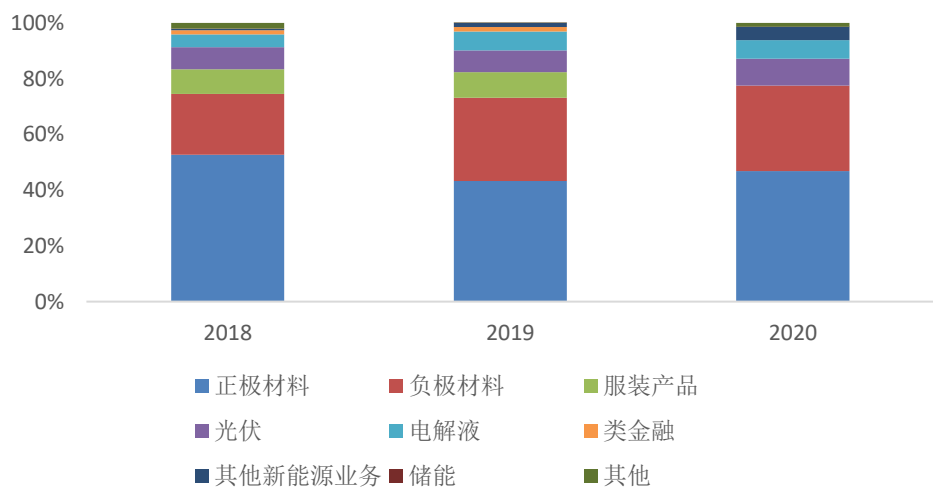
图表 5 2014-2020 年公司销售毛利率与净利率



资料来源：wind，华安证券研究所

营收拆分看，公司主营业务为锂电材料，包括正负极业务和电解液业务，正缓慢复苏。2020年实现正极材料销售量30,048吨，同比增长38.44%。2020年公司负极业务实现销售量58,977吨，同比增长24.47%，实现主营业务收入251,795.04万元，同比下降1.03%，收入同比下滑主要因为市场竞争激烈，导致产品平均售价同比下降。2020年公司电解液业务实现销售量19,905吨，同比下降4.77%，销量下滑主要系为加强信用风险管控，优化客户结构，减少了与回款能力差的客户合作。公司光伏业务通过主动提升生产工艺，积极抓住海外市场组件需求增长机遇，全年实现主营业务收入79,156.00万元，同比增长19.23%。

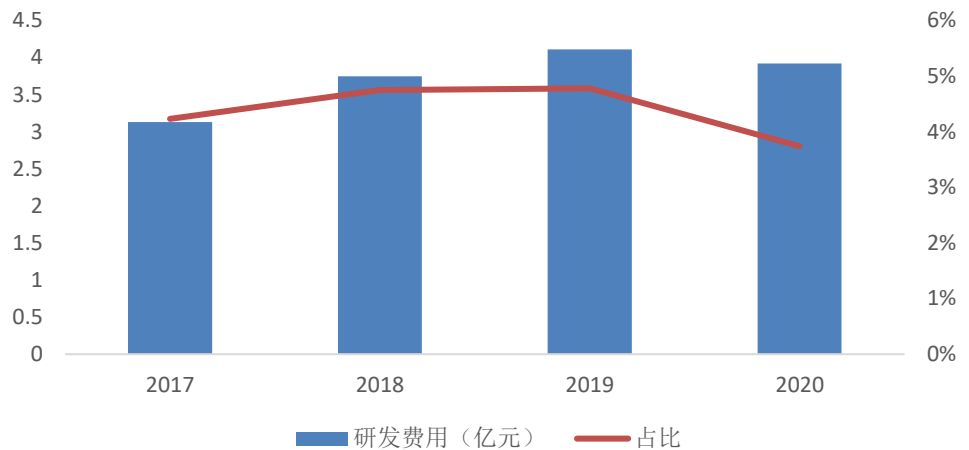
图表 6 2018-2020 年按产品结构收入占比



资料来源：wind，华安证券研究所

公司收购 LG 化学偏光片，预计偏光片将成为营收主力。杉杉股份收购 LG 化学 70% 股权的中国大陆资产完成交割，预计未来将占营业收入总额大半，成为公司利润主要来源。公司核心业务锂电材料受益于下游新能源汽车市场需求的快速复苏和景气度持续提升，实现了全年销量和净利润的较高增长。公司实施了收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务及相关资产的重大资产重组事宜。公司凭借领先的产品，快速响应市场需求，把握市场机遇，锂电材料业务实现了销量和利润的较高增长。

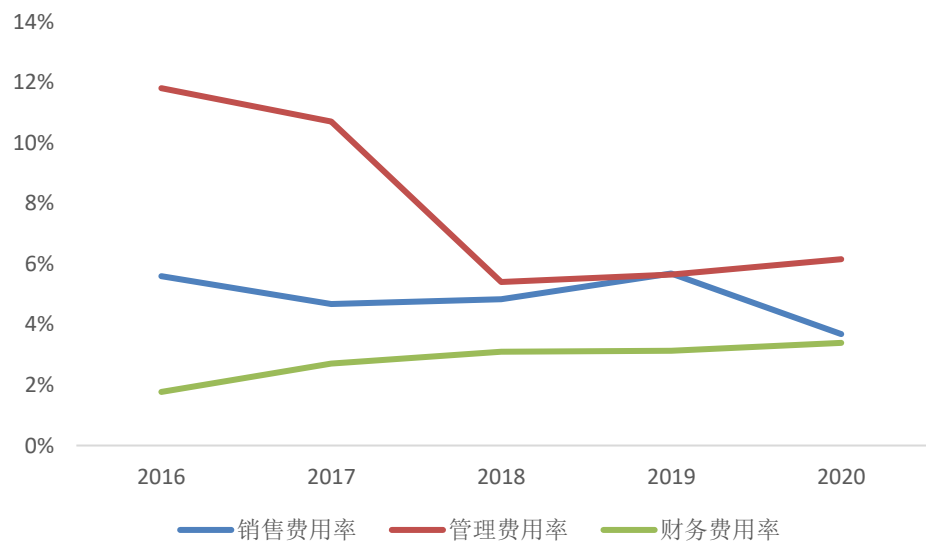
图表 7 2017-2020 公司研发费用及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

公司持续加大产品研发投入，注重科技驱动发展。2017 年至 2020 年，公司持续加大对核心技术创新的投入，注重以科技创新推动企业发展。前三年保持稳定上升态势，为产品质量打下良好基础。2019 年与 2020 年受疫情影响，研发费用略有减少。但营收逐渐复苏，预计 2021 年研发费用比重将加大。

图表 8 2014-2020 公司销售、管理、财务费用率



资料来源：wind，华安证券研究所

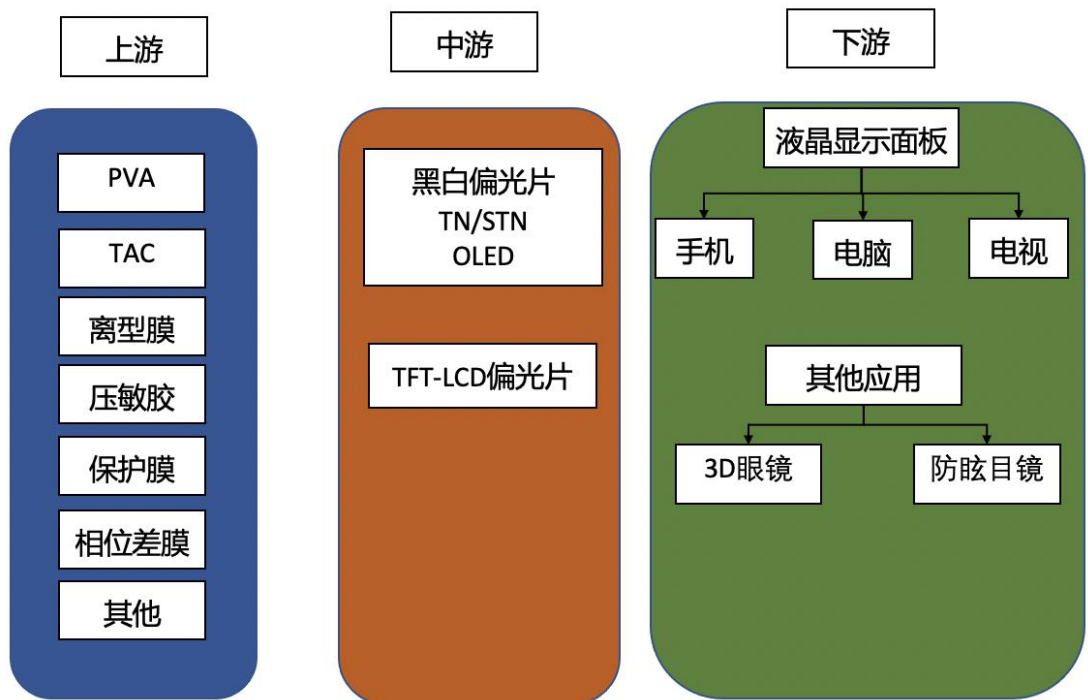
公司三费基本持平。2014 年至 2020 年，公司正处于扩大产能与规模的阶段，财务与销售费用略有增长，与往年基本持平。管理费用在 2017 年至 2018 年有一个滑坡，主要原因在于在年内公司调整客户结构，减少与风险较高客户合作，销量减少。2020 年，由于受到疫情冲击，公司销量受到影响，销售费用减少。

2 杉金：拓展偏光片市场

2.1 偏光片市场供需缺口，催生国产需求

偏光的需求主要来自下游应用市场驱动。偏光片是显示面板关键材料之一，基本结构包括：最中间的 PVA，两层 TAC，PSA 压敏胶，离型膜 和保护膜，处于液晶显示产业的上游。就偏光片行业本身来说，上游为原材料供应商，如 PVA，TAC，离型膜等；中游为 TFT-LCD 偏光片；下游为夜景显示模组厂商及各类终端产品，如手机，电脑，车载电视，TV 等，涉及多个分散领域，应用范围广。从偏光片行业来看，上游原材料及中游偏光片由下游的市场需求驱动。

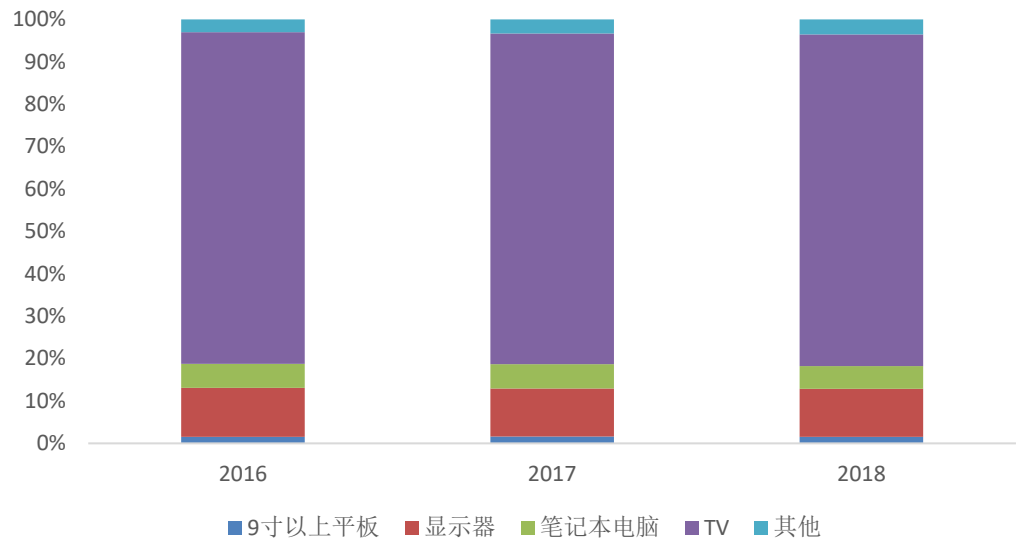
图表 9 偏光片产业链



资料来源：华安证券研究所整理

下游需求中，电视出货量占比大，面板大尺寸化趋势明显。通过数据保守估计，显示器一般为 19 寸以上，电视一般为 40 寸以上。从图中可以看出，电视和显示器占接近 90%的面板出货量。2016 年至 2020 年，电视为面板主要应用领域，面板有大尺寸化趋势。随疫情冲击，娱乐放松的需求加大，对于电视和大屏电脑的需求将会继续攀升。

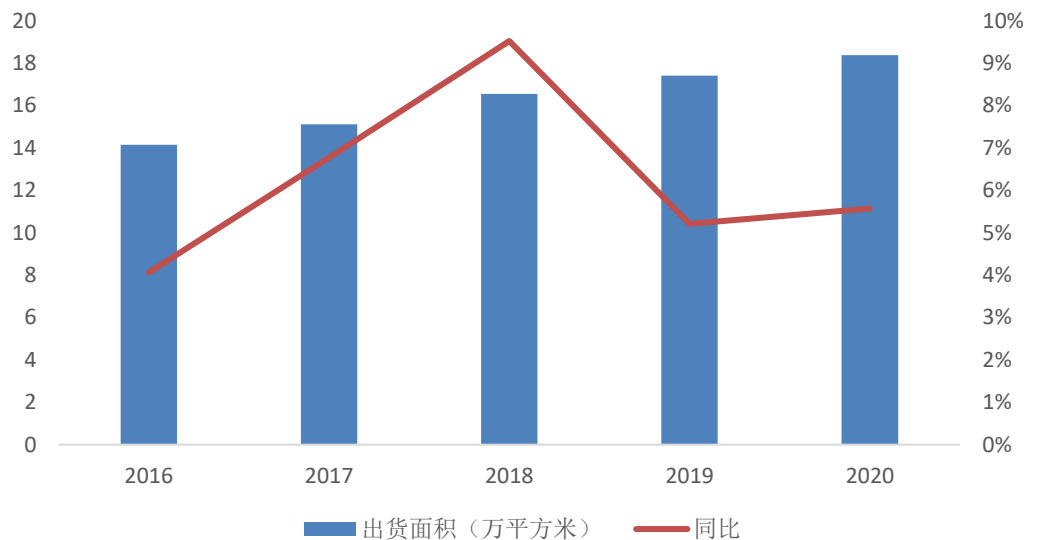
图表 10 2016-2018 年面板出货量占比



资料来源：Statista，华安证券研究所

从出货面积来看，近几年全球液晶电视面板出货面积稳步增长。2016年至2020年液晶面板出货面积分别为：14.148，15.106，16.544，17.406，18.376万平方米，同比增长：4.06%，6.77%，9.52%，5.21%，5.57%。2016-2018年同比增长迅速，后两年受疫情影响，增速减缓，但仍保持增长。整体需求比较稳定。

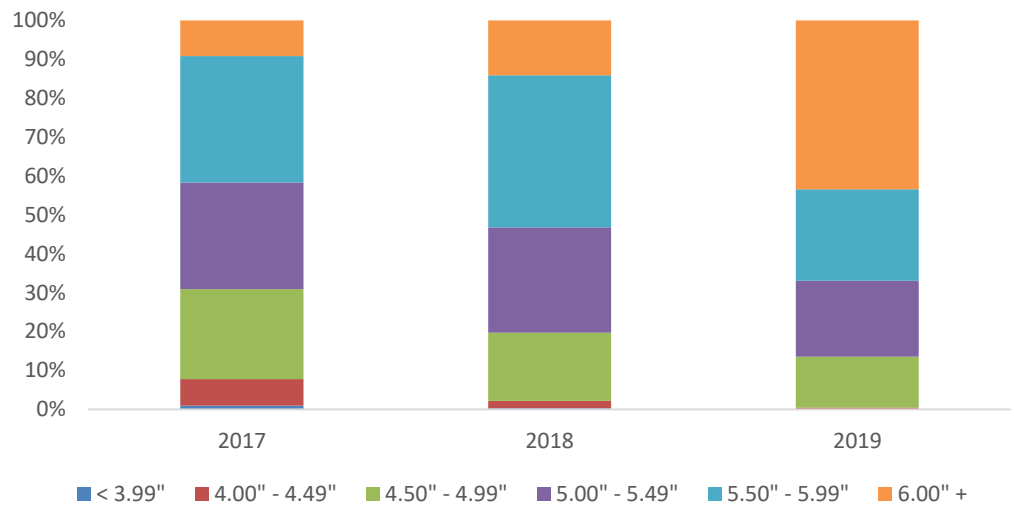
图表 11 2016-2020 年全球液晶面板出货面积（万平方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

智能手机尺寸也不断加大。6寸以上的手机从2017年的9.2%增长到了2019年的43.4%，占领一半的市场。小屏手机所占市场份额逐步减少，6寸以下的手机占比持续下降。2019年受疫情冲击，娱乐需求加大，预计手机大屏化趋势将持续存在。

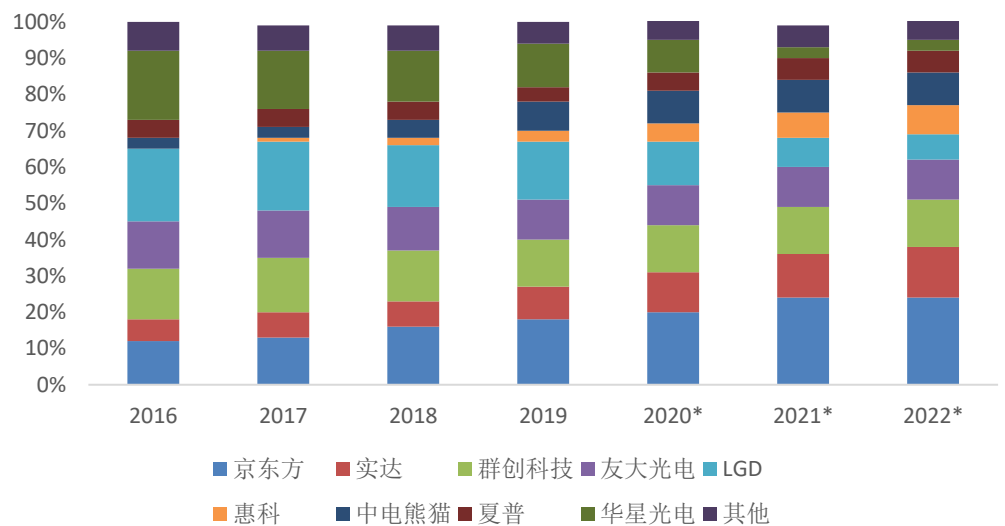
图表 12 2017-2019 年各尺寸手机市场份额



资料来源：Statista，华安证券研究所

下游需求推动国产化。随着全球偏光板产业线向中国转移，中国也会成为全球最大的面板市场。公司目前和大部分供应商都保持密切的联系，支持国产化。近年来，中国厂商保持较好增长，韩系厂商大幅下滑。在电视面板出货面积方面，华星光电、惠科等企业保持了较好的增长，韩国 LG 出现了大幅下降，为国产化提供契机。

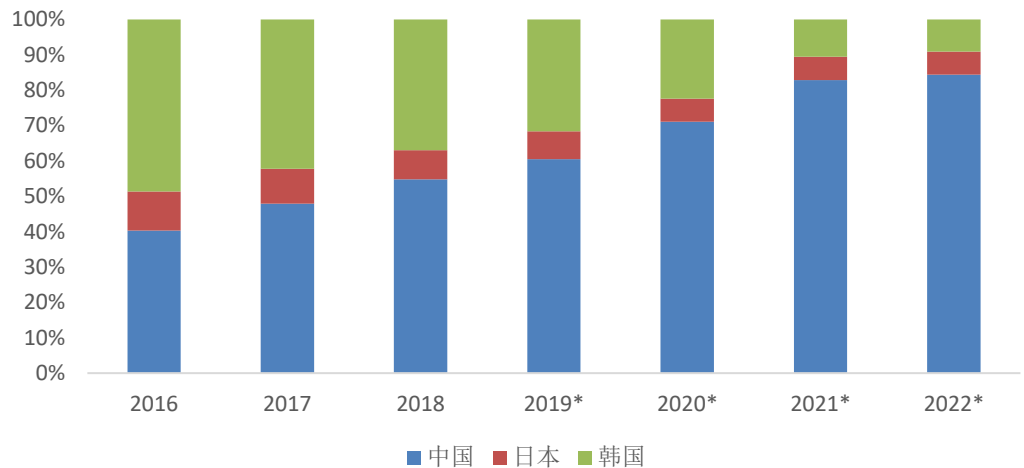
图表 13 2016-2022 年 LCD 各厂商市场份额



资料来源：Statista，华安证券研究所

国产液晶面板供不应求，仍需大量进口。近几年，我国液晶面板主要依靠进口，进口额仅次于集成电路、石油以及铁矿石。中国面板厂商逐渐崛起，进口量逐渐下降。2014 年至 2020 年，我国偏光片存在供应缺口，下游需求巨大，但供不应求，国内厂商正在成长阶段，还需进口才能满足市场需求，下游买方主要有：小米，海信，TCL 等厂商。

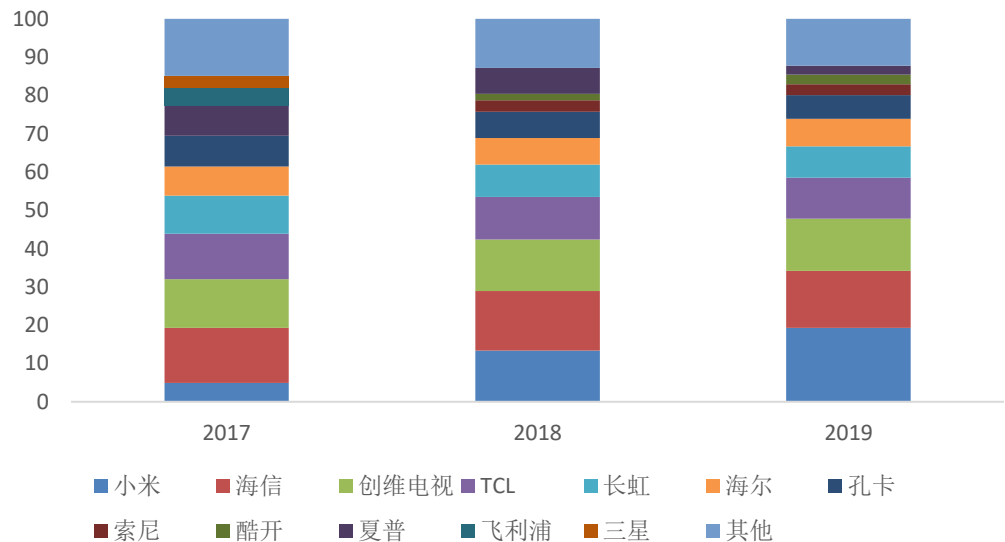
图表 14 2016-2022 年全球面板产能国家占比



资料来源：Statista, 华安证券研究所

受益于我国下游面板行业的迅速发展，作为面板的核心材料之一的偏光片需求量稳步增长。根据 WitsView 预测数据，2020 年中国大陆 LCD 电视面板出货量占比将达到 58%。假设我国 LCD 面板在建和已投产线处于满载情况下，合计需要偏光片面积为 4.38 亿平方米，而根据 IHS 数据 2020 年我国偏光片产能仅为 2.07 亿平方米，供需缺口达 2.31 亿平方米。中国 LCD 面板产能增长与偏光片产能之间的供应缺口为公司未来的快速发展提供了一个绝佳的机遇。

图表 15 2017-2019 年国产液晶面板厂商市场份额

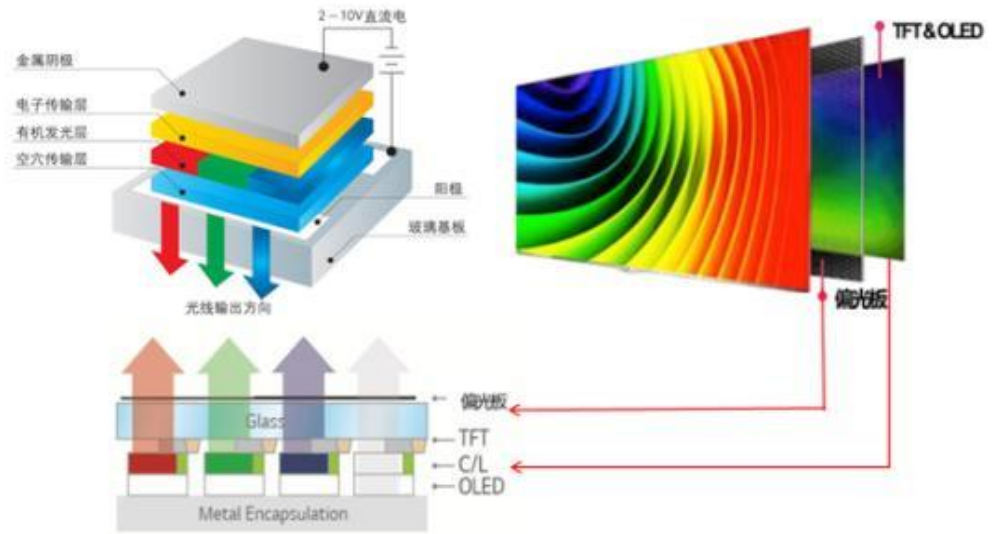


资料来源：Forward Intelligence (Qianzhan), 华安证券研究所

OLED 或将迅速发展，成为未来发展路径。 OLED (Organic Light-Emitting Diode) 即有机发光二极管，是基于电致发光的第三代显示技术，继 CRT (显像管)，LCD (液晶) 之后一项进阶的显示技术。与 LCD 相比较，OLED 有以下几种优势：对比度高，

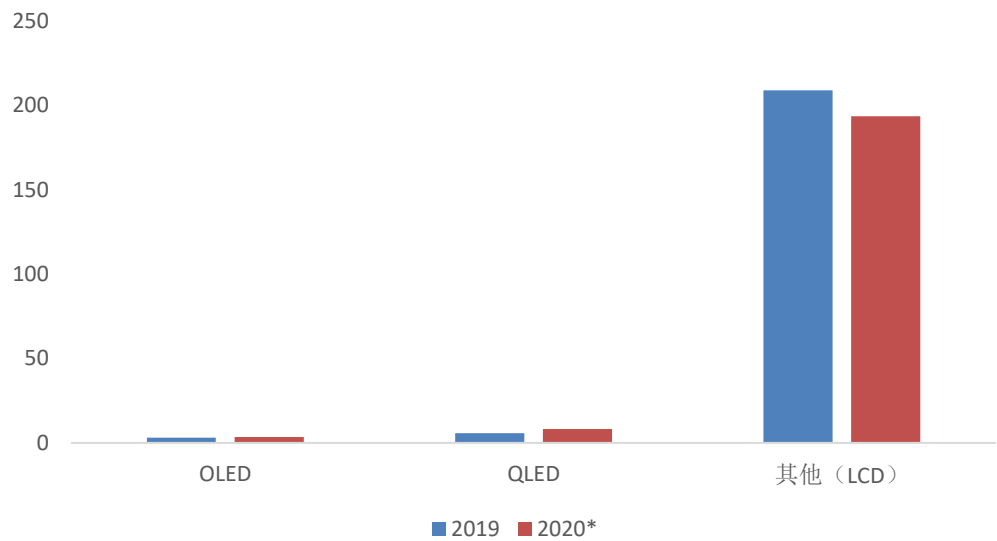
能耗低，更轻薄。

图表 16 OLED 基本结构



资料来源：baidu，华安证券研究所

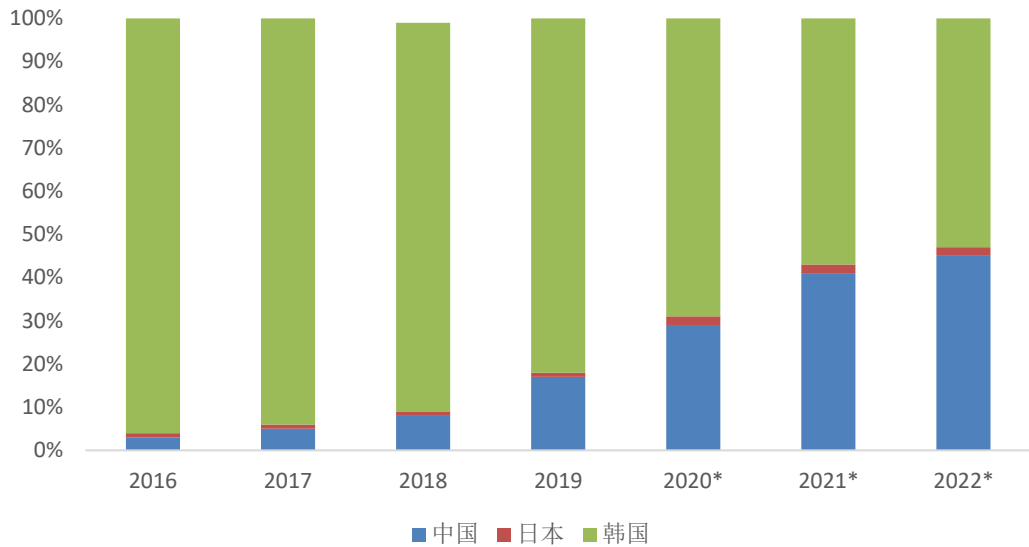
图表 17 2019-2020 年电视所用面板材料出货量 (百万片)



资料来源：WitsView; TrendForce; Statista，华安证券研究所

我国将发展 OLED 技术，提升产能。 OLED 技术在韩国较为成熟，产能也相较于日本和中国较高。近年，国内 OLED 产能呈增长趋势。预测到 2022 年将达到 50%。目前，韩国仍是 OLED 产业龙头，中国与日本市场正在扩张，提升 OLED 产能，扩张国际市场。OLED 或将替代 LCD，成为面板首选材料。但技术含量高，需要时间提升其普及性与应用广度。预计未来几年 LCD 将成为主流，OLED 技术将逐渐成熟，市场份额将迅速增长，二者并存于市场之中。

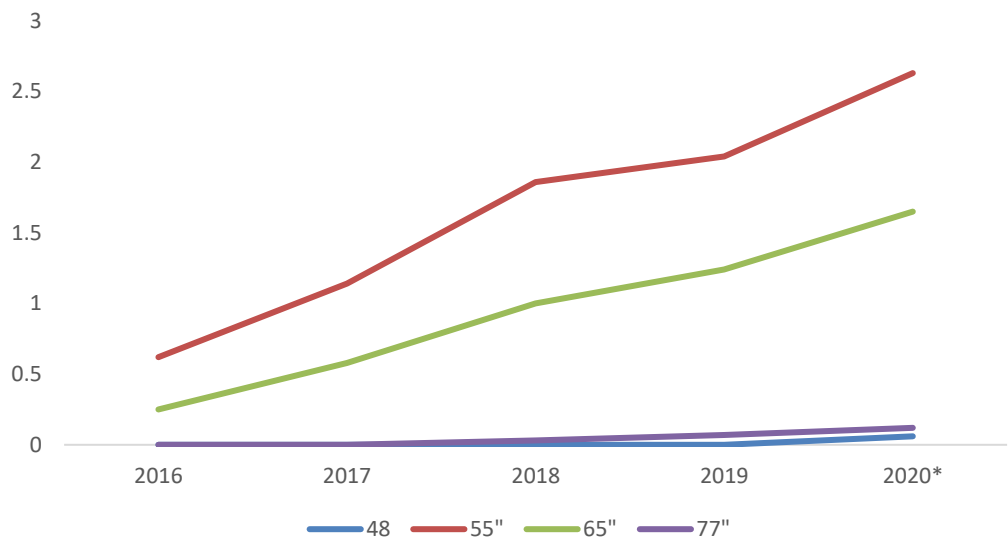
图表 18 2016-2022 年 OLED 产能分布情况



资料来源：DSCC，华安证券研究所

OLED 电视面板出货量高速增长，预计未来将成为主流。2016 年至 2019 年 OLED 大尺寸电视面板出货量持续增长，特别是 55-65 英寸的面板。需求稳定增长，预计未来 OLED 使用情况将更为普遍，占领一定市场份额。

图表 19 2016-2020 年不同尺寸 OLED 电视面板出货量 (百万片)



资料来源：statista，华安证券研究所

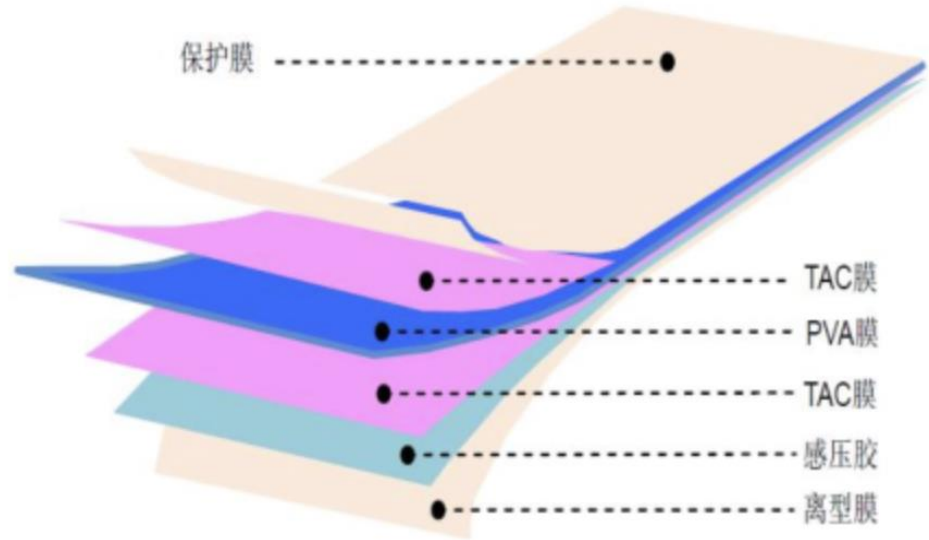
2.2 面板核心材料，偏光片高护城河

偏光片是显示面板的重要组成原材料，偏光片约占液晶面板总成本的 10% 左右，属成本占比较高的单种显示材料。从下游应用市场来看，大尺寸 TFT-LCD 领域占据最主

要比重，市场份额超过 70%。

偏光片的基本结构较为复杂。偏光片基本结构包括：最中间的 PVA（聚乙烯醇），两层 TAC（三醋酸纤维素），PSA film（压敏胶），Release film(离型膜) 和 Protective film（保护膜）。其中，起到偏振作用的是 PVA 层，但是 PVA 极易水解，为了保护偏光膜的物理特性，因此在 PVA 的两侧各复合一层具有高光透过率、耐水性好又有一定机械强度的(TAC)薄膜进行防护，这就形成了偏光片原板。

图表 20 偏光片基本结构



资料来源：baidu，华安证券研究所

市场准入门槛较高。偏光片产线通常分为前端与后端工艺产线，前端工艺产线主要完成核心膜材的压合，生产中对工艺参数要求较高，是偏光片生产的核心部分，具备一定的壁垒。其毛利润水平在 LCD 产业链中居于较高位置，市场准入门槛较高。

偏光片市场主要被日韩垄断，但中国市场正在增长，下游需求推动偏光片国产化。我国偏光片相对于日本、韩国和台湾发展较慢。由于偏光片技术门槛较高，导致市场集中度也非常高，主要被日本和韩国厂商占领，例如：LG 化学、住友化学、日东电工、三星 SDI 等几大厂商。在 LCD 的市场竞争方面主要是 LG 化学、住友化学和三星 SDI，全球市场占有率接近 90%，在中国市场的占有率超过 90%。

偏光片属于技术密集和资金密集的行业，盈利性好，具有较高技术壁垒。偏光片的主要性能指标有外观指标，光学性能和耐久性指标三个方面。外观偏光片的外观指标包括表面平整度、外观欠点数量等，对偏光片产品在贴片过程中的利用率产生比较直接的影响，包括材料选择、生产工艺、运输存储、存放环境等。光学性能包括分别是偏振度、透光率、防紫外线性能等，一般应用偏振度与透光率比较高的产品，从而促进 LCD 显示器件显示质量及效率的提升，充分减少能源损耗。偏光片耐久性能指的是偏光膜耐久性，以及压敏胶粘合剂的耐久性。

偏光片需要成熟的技术和经验积累，并且客户群体较为固定。通常情况下，新增一条生产线所需时间在 1-2 年，运营生产线需要调试各个生产设备。由于偏光片自身特性，在薄膜生产过程当中，需要满足各类指标，有一个环节出问题，最终产品都会受到影响。当客户相信一家厂商的面板质量之后，很少轻易更换。

2.3 收购 LG 化学偏光片，拉开公司偏光片新篇章

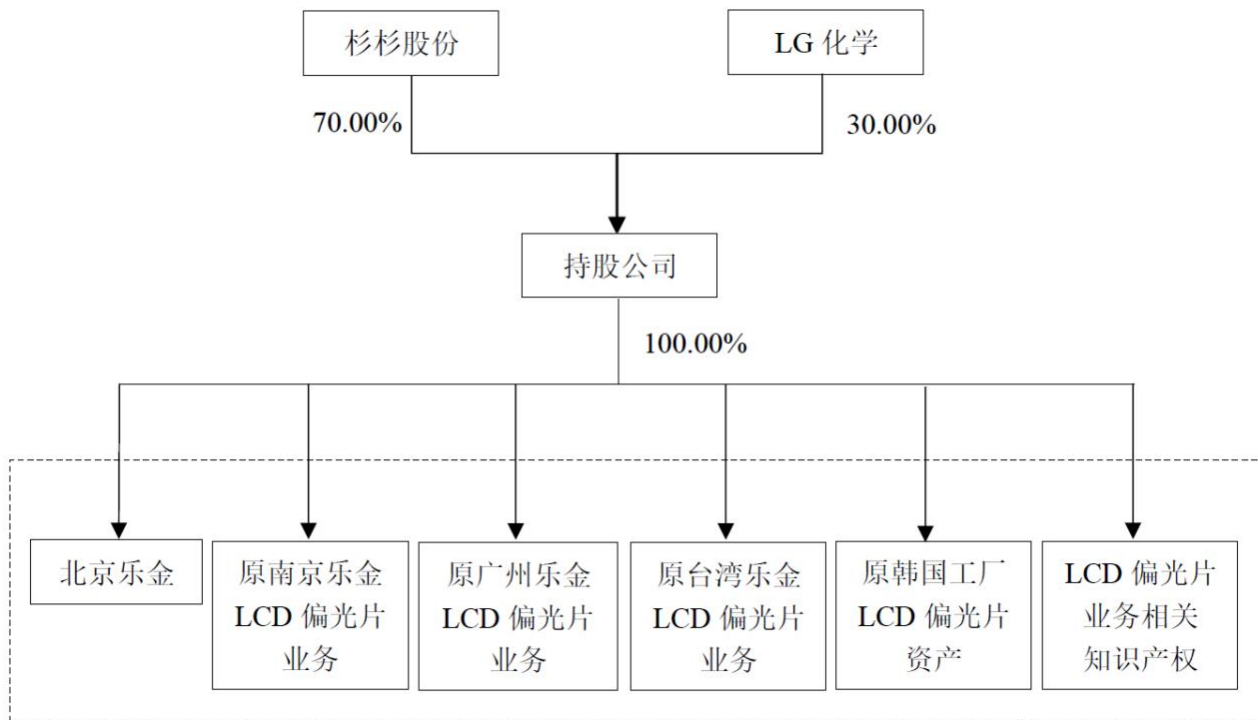
公司实施了收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务及相关资产的重大资产重组事宜，于 2021 年 2 月 1 日完成了本次收购的中国大陆交割。自 2021 年 2 月 1 日起，公司将北京乐金 100% 股权、南京乐金 LCD 偏光片业务、广州乐金 LCD 偏光片业务、原 LG 化学持有的 LCD 偏光片资产以及 LCD 偏光片业务有关知识产权纳入公司合并范围。

收购目的：公司拟通过本次非公开发行股票募集资金，上市公司将注入优质资产，进一步优化公司的业务结构，增强公司的核心竞争力、持续经营能力和发展潜力，实现上市公司股东利益最大化，符合公司长远发展战略。

交易方式：根据上市公司与 LG 化学、中国乐金投资、南京乐金、广州乐金、北京乐金和台湾乐金签署的《框架协议》，LG 化学将在中国境内以现金出资设立一家持股公司，上市公司以增资的形式取得该持股公司 70% 的股权，LG 化学持有剩余 30% 的股权。双方实缴资本用于收购整合后的交易标的。

交易结构：交易进程将在签署《框架协议》后开始执行，收购的具体资产包括：
① 北京乐金 100% 股权；② 南京乐金 LCD 偏光片业务；③ 广州乐金 LCD 偏光片业务；④ 台湾乐金 LCD 偏光片业务；⑤ LG 化学直接持有的 LCD 偏光片资产；⑥ LG 化学直接持有的 LCD 偏光片业务相关知识产权。

图表 21 标的资产收购完成后的产权控制关系图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司新设两条生产线，沿用 LG 技术，确保其前沿性。年产 4000 万平方米 LCD 用偏光片生产线项目；建设内容及规模：2 条 1490mm 宽幅 LCD 用偏光片生产线，规划产能约 4000 万平方米/年；以及配套后加工设备、动力及环保设施。该项目将沿用与原 LG 化学旗下韩国梧仓、中国南京及广州工厂相同的工艺和设备，并利用其多年从事偏

光片生产制造经验,根据市场需求进行技术工艺改进,以确保其先进性。适用于 TV 及 IT 用偏光片的生产,有利于降低国内偏光片进口依赖及国内液晶面板厂商生产成本,提升偏光片国产化水平;同时,拟建产线将有效缓解公司南京工厂产能紧张状况,在扩大产能规模的同时有效贴近市场,有利于巩固和扩张市场份额,增强公司整体竞争力,夯实行业龙头地位,符合公司及全体股东的利益

公司产线分布: 1490mm 张家港, 2300mm 广州, 奇材一条, 三利谱规划了两条。扩产的两条 1490mm 线位于张家港,超宽幅、宽幅、窄幅一般有一个搭配,以达到最高的裁切效率。原本在广州有两条线,分别为 2m6 和 1m5,在南京有两条 2m3,两条 1m5。韩国有两条 2m3 的线,后续将会移到广州,因为广州有工厂,后续进行改建即可,2022 年有望投产。

公司投建 4 条产线,预计 2 条今年年底达产, 2 条明年年底达产。关于产能利用率,南京已经接近拉满;广州在 2020 年开始投产,到年底达到 80%以上,今年会继续拉满。因此预计今年南京和广州两条线产能都会拉满。

3 发力锂电材料, 正极负极电解液齐头并进

公司主要从事锂电材料业务,主要包括: 正极材料, 负极材料, 电解液业务三个板块。正极材料的主要产品有钴酸锂、三元材料(镍钴锰酸锂和镍钴铝酸锂)、锰酸锂、三元前驱体等,其中钴酸锂主要用于高端消费电子产品,如智能手机、高端平板电脑等;三元材料主要用于纯电动汽车、插电式混合动力汽车以及对成本较为敏感的消费电子产品;锰酸锂主要用于插电式混合动力客车、二轮车以及与高容量正极材料掺混使用。负极材料和电解液均可应用于消费电子产品、新能源汽车和储能行业。

正极业务受益于小动力市场需求的快速增加及 2020 年下半年新能源汽车市场持续复苏回升,正极公司三元材料销量大幅增长。公司凭借高电压钴酸锂的技术领先优势,成为全球消费类正极材料市场龙头。公司动力类产品的销售占比稳步提高,高镍单晶三元动力材料和 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。供应链方面,公司通过(1)长单保障供应,短单配合优化采购成本;(2)利用原材料国内外价差及中间品与盐类的价差,及时调整采购占比;(3)原料自产和对外采购相结合等方式,保障了公司正极业务的原材料供应安全,降低了原材料采购成本与风险。

负极业务是公司传统业务。公司依靠自身的领先技术-液相融合碳化技术,高能量密度 3C 快充人造石墨的出货量居于全球领先地位,全球主流消费类电池企业对其有高度认可,拓展产品需求市场。2020 年,负极材料销售占比有明显提升。与此同时,凭借公司集高科技与高性价比于一体的快充人造石墨,吸引众多海外消费者,刺激海外市场需求,扩张市场。在产能方面,公司内蒙古包头一体化项目一期逐步达产,公司负极前道工序产能提升,石墨化委外比例进一步降低,负极材料成本控制及供应保障进一步增强。供应链方面,公司依托与国内优质原材料供应商的战略合作,共同开发低成本原材料,降低原材料采购成本;同时通过内部提产加外协点整合的策略降低石墨化成本。

电解液业务为公司主营业务之一。公司秉持高科技的理念,司突破了高镍正极系列添加剂的关键技术,解决了高镍、高压三元电池产气问题,产品在抑制 DCR 增长方面有明显优势。高比能量密度铁锂动力电解液、高镍三元动力电解液、4.35V 三元中镍高电压电解液已开始电动乘用车领域批量应用。在供应链方面,年产 2,000 吨六氟磷酸锂产线逐步拉通,为自身原材料供应提供了保障,也进一步提升电解液业务的盈利水平。

风险提示:

- (1) **新冠疫情海外扩散导致下游需求不及预期:** 由于受到疫情冲击, 需求或有所下降
- (2) **产品价格波动导致公司盈利不及预期风险:** 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波动与价格战将显著影响企业的盈利能力
- (3) **原材料价格波动风险:** 由于售价下降, 公司正极材料业务营收及利润均出现了大幅下滑, 后期价格能否持续回暖, 需进一步观察。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	10,709	23,496	31,368	40,425	
现金	3,083	4,904	6,637	8,461	
应收账款	3,746	9,500	13,333	17,560	
其他应收款	369	731	1,043	1,497	
预付账款	229	45	(181)	(656)	
存货	1,711	4,909	6,014	8,020	
其他流动资产	1,571	3,406	4,523	5,544	
非流动资产	13,832	15,090	16,221	16,327	
长期投资	2,751	2,870	2,980	3,050	
固定资产	5,823	5,692	5,488	5,231	
无形资产	841	785	733	684	
其他非流动资产	4,417	5,743	7,020	7,363	
资产总计	24,541	38,586	47,588	56,752	
流动负债	6,850	16,902	21,235	26,246	
短期借款	2,597	5,637	7,213	7,853	
应付账款	1,619	4,522	5,946	7,625	
其他流动负债	2,634	6,744	8,076	10,768	
非流动负债	3,783	5,567	7,160	7,046	
长期借款	2,673	2,673	2,673	2,673	
其他非流动负	1,110	2,893	4,486	4,372	
负债合计	10,633	22,469	28,395	33,291	
少数股东权益	1,499	2,062	3,011	4,316	
股本	1,628	1,641	1,641	1,641	
资本公积	3,600	4,333	4,333	4,333	
留存收益	6,506	8,080	10,209	13,170	
归属母公司股东	12,408	14,054	16,183	19,144	
负债和股东权	24,541	38,586	47,588	56,752	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	329	(1,990)	519	1,362	
净利润	205	1,803	2,415	3,317	
折旧摊销	575	441	449	455	
财务费用	382	306	395	424	
投资损失	(389)	(457)	(686)	(788)	
营运资金变动	1,401	(4,772)	(3,092)	(3,439)	
其他经营现金	(1,845)	689	1,038	1,393	
投资活动现金	662	361	603	703	
资本支出	0	(21)	(16)	(15)	
长期投资	(92)	(119)	(110)	(70)	
其他投资现金	755	501	729	788	
筹资活动现金	(466)	4,122	612	(241)	
短期借款	(950)	3,040	1,577	640	
长期借款	1,070	0	0	0	
普通股增加	505	13	0	0	
资本公积增加	(491)	732	0	0	
其他筹资现金	(600)	337	(965)	(880)	
现金净增加额	526	2,493	1,734	1,824	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	8,216	24,518	33,185	42,305	
营业成本	6,703	18,397	24,989	31,540	
营业税金及附加	49	147	199	254	
销售费用	302	637	863	1,100	
管理费用	53	2,820	3,750	4,780	
财务费用	279	306	395	424	
资产减值损失	(76)	127	89	87	
公允价值变动收	3	(1)	0	0	
投资净收益	389	457	686	788	
营业利润	309	2,540	3,586	4,908	
营业外收入	5	0	0	0	
营业外支出	50	60	60	67	
利润总额	263	2,480	3,525	4,840	
所得税	58	114	162	218	
净利润	205	2,366	3,363	4,622	
少数股东损益	67	563	948	1,305	
归属母公司净利润	138	1,803	2,415	3,317	
EBITDA	1,670	3,287	4,430	5,787	
EPS (元)	0.08	1.10	1.47	2.02	

主要财务比率					
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	-5.35%	198.42%	35.35%	27.48%	
营业利润	-17.13%	722.66%	41.17%	36.86%	
归属于母公司净利	-48.85%	1206.17%	33.96%	37.36%	
获利能力					
毛利率(%)	18.42%	24.97%	24.70%	25.45%	
净利率(%)	11.83%	1.68%	7.35%	7.28%	
ROE(%)	1.48%	14.68%	17.52%	19.70%	
ROIC(%)	4.11%	20.15%	17.92%	21.10%	
偿债能力					
资产负债率(%)	43.33%	58.23%	59.67%	58.66%	
净负债比率(%)	14.02%	0.86%	32.98%	38.95%	
流动比率	1.56	1.39	1.48	1.54	
速动比率	1.31	1.10	1.19	1.23	
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.78	0.77	0.81	
应收账款周转率	2.59	4.04	3.15	2.98	
应付账款周转率	5.19	7.99	6.34	6.23	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊	0.08	1.10	1.47	2.02	
每股经营现金流	0.20	(1.22)	0.32	0.84	
每股净资产(最新	7.62	8.63	9.94	11.76	
估值比率					
P/E	324.1	25.0	18.7	13.6	
P/B	3.6	3.2	2.8	2.3	
EV/EBITDA	18.05	15.79	11.90	9.35	

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。