

杉杉股份(600884)

点评报告

行业公司研究——电力设备新能源行业

证券研究报告

# 偏光片并表增厚业绩，负极一体化量利齐升

## ——杉杉股份 2021 半年度业绩预告点评报告

✍️ 分析师: 邓伟 执业证书编号: S1230520110002  
☎️ 分析师: 蒋高振 执业证书编号: S1230520050002  
✉️ 联系方式: dengwei@stocke.com.cn; jianggaozhen@stocke.com.cn

### 事件

公司发布 2021 年半年度业绩预告，实现归母净利润 7-7.5 亿元（扣非 6.65-7.15 亿元），同比增长 599-649%。

### 投资要点

#### □ 内蒙负极基地拉通，一体化助力量利齐升

2020 年内蒙包头负极一期 6 万吨投产后，公司负极总产能已达到 12 万吨，石墨化产能 4.2 万吨。内蒙二期 6 万吨负极+5.2 万吨石墨化产能预计 2021 年 4 月开工建设。产能快速提升带来的规模效应，及石墨化自供率的快速提升，预计公司负极单吨净利将从 0.36 万元大幅提升至近 0.8 万元。Q1 负极贡献归母净利润 1.02 亿元，将近去年全年的 60%。

#### □ 完成 LCD 收购交割，并表贡献丰厚业绩

2 月 1 日公司正式完成收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务及相关资产的中国大陆交割，并入公司 2021 年各期报表，Q1 增厚公司归母净利润 1.93 亿元。保守估计 LG 偏光片资产 21 年备考利润 15 亿以上。21 年利润增量主要来自于：(1) 资产交割完后带来技术使用费的取消；(2) 广州产线满产带来销量和毛利率的提升；(3) 内资化后人民币计价方式带来汇兑损益的降低等。

#### □ 锂电多产业链布局，充分受益全球碳中和

**电解液：**Q1 贡献 700 万归母净利润，同比扭亏，年初至今六氟磷酸锂含税价已从 11 万元/吨上涨至 38 万元/吨，公司自产 2000 吨六氟磷酸锂、永杉锂业 2.5 万吨锂盐投产，将大幅提高盈利能力。**正极：**Q1 贡献归母净利润 0.74 亿元。拟作价 17 亿向巴斯夫转让正极板块 19.6438% 股权，对应 2020 年净利润 42.8 倍 PE，交易完成后公司持股 49%，预计不再并入 2021 年报。在全球新能源车销量快速增长背景下，借助巴斯夫全球客户资源、领先技术及品牌优势，6 万吨正极产能利用率有望大幅提升（2020 年仅为 50%），贡献丰厚投资收益。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年业绩达到 17.90/24.64/33.15 亿元，对应当前股价 PE 为 26.80/19.47/14.47 倍。维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

下游需求不及预期，产能投放不及预期，原材料及产品价格波动风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8215.90	25570.85	30722.10	36589.62
(+/-)	-5.35%	211.24%	20.15%	19.10%
归母净利润	138.00	1789.58	2463.69	3314.70
(+/-)	-100.00%	1196.76%	37.67%	34.54%
每股收益(元)	0.08	1.10	1.51	2.04
P/E	347.53	26.80	19.47	14.47

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥29.46

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2021 0.22  
4Q/2020 -0.06  
3Q/2020 0.13  
2Q/2020 0.11



### 相关报告

1 《杉杉股份(600884): 锂电业务季度拐点已现, LG 偏光片资产顺利交割中》  
2020.10.27

报告撰写人: 邓伟, 蒋高振

**表 1：公司各板块年底产能预测**

产品	细分	2020	2021E
负极	成品加工	12	18
	石墨化	4.2	9.4
正极	三元前驱体	2.2	2.2
	钴酸锂前驱体	0.6	0.6
	正极材料	6	8.88
电解液	电解液	4	4
	六氟磷酸锂	0.2	0.2
锂盐	碳酸锂	0.28	0.28

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 2：公司各板块营收预测（单位：百万元）**

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	收入	8,680	8,216	25,571	30,722	36,590
	毛利	1,840	1,513	5,469	6,407	8,084
	毛利率	21.2%	18.4%	21.4%	20.9%	22.1%
正极材料	收入	3,674	3,849	6,048	7,604	9,220
	销量(吨)	21,704	30,048	40,000	50,000	60,000
	单价(万元/吨)	16.93	12.81	15.12	15.21	15.37
	毛利	472	477	665	821	959
	毛利率	12.8%	12.4%	11.0%	10.8%	10.4%
	收入	2,544	2,518	4,270	6,390	7,650
负极材料	销量(吨)	47,381	58,977	100,000	150,000	180,000
	单价(万元/吨)	5.37	4.27	4.27	4.26	4.25
	毛利	656	698	1,537	2,300	2,754
	毛利率	25.8%	27.7%	36.0%	36.0%	36.0%
	收入	573	549	1,400	1,320	1,125
电解液	销量(吨)	20,901	19,905	20,000	22,000	25,000
	单价(万元/吨)	2.74	2.76	7.00	6.00	4.50
	毛利	82	77	300	220	175
	毛利率	14.4%	14.0%	21.4%	16.7%	15.6%
光伏	收入	664	792	871	1,045	1,254
	毛利	160	129	87	157	188
	毛利率	24.1%	16.3%	10.0%	15.0%	15.0%
其他主营业务	收入	1,042	400	420	441	463
	毛利	439	91	97	101	106
	毛利率	42.1%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
偏光片	收入			12,448	13,802	16,752
	毛利			2,136	2,208	2,967
	毛利率			22.0%	20.0%	23.0%
其他业务	收入	183	109	114	120	126
	毛利	31	42	44	46	49
	毛利率	16.8%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10709	21049	24858	29901	<b>营业收入</b>	8216	25571	30722	36590
现金	3083	3204	3849	5405	营业成本	6703	20102	24316	28506
交易性金融资产	1	1	1	1	营业税金及附加	49	140	165	193
应收账款	3455	8837	10081	11773	营业费用	302	684	669	793
其它应收款	369	893	919	1095	管理费用	505	1062	1122	1300
预付账款	229	485	586	687	研发费用	393	967	1070	1238
存货	1622	4664	5398	6328	财务费用	279	321	287	237
其他	1950	2966	4024	4611	资产减值损失	205	383	306	365
<b>非流动资产</b>	13832	16237	17909	20060	公允价值变动损益	3	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	389	698	838	999
长期投资	2751	4725	5524	6396	其他经营收益	137	438	527	627
固定资产	5823	6108	6416	6945	<b>营业利润</b>	309	3048	4153	5585
无形资产	841	977	1116	1232	营业外收支	(46)	0	0	0
在建工程	985	642	621	811	<b>利润总额</b>	263	3048	4153	5585
其他	3432	3784	4233	4677	所得税	58	549	727	950
<b>资产总计</b>	24541	37286	42767	49961	<b>净利润</b>	205	2499	3427	4636
<b>流动负债</b>	6850	14913	16435	18363	少数股东损益	67	710	963	1321
短期借款	2597	2003	853	0	<b>归属母公司净利润</b>	138	1790	2464	3315
应付款项	2796	8384	10142	11890	EBITDA	1082	3896	5011	6446
预收账款	19	59	71	85	EPS (最新摊薄)	0.08	1.10	1.51	2.04
其他	1438	4467	5369	6388	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	3783	6129	6825	7617		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	2673	2673	2673	2673	<b>成长能力</b>				
其他	1110	3455	4151	4944	营业收入	-5.35%	211.24%	20.15%	19.10%
<b>负债合计</b>	10633	21042	23260	25980	营业利润	-17.13%	887.20%	36.26%	34.48%
少数股东权益	1499	2209	3172	4493	归属母公司净利润	-100.00%	1196.76%	37.67%	34.54%
归属母公司股东权益	12408	14035	16336	19488	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	24541	37286	42767	49961	毛利率	18.42%	21.39%	20.85%	22.09%
					净利率	2.50%	9.77%	11.15%	12.67%
					ROE	15.74%	11.87%	13.78%	15.24%
					ROIC	12.44%	13.00%	16.05%	18.87%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	43.33%	56.43%	54.39%	52.00%
					净负债比率	52.59%	26.98%	20.33%	15.81%
					流动比率	1.56	1.41	1.51	1.63
					速动比率	1.33	1.10	1.18	1.28
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.33	0.83	0.77	0.79
					应收帐款周转率	2.59	4.14	3.16	3.19
					应付帐款周转率	4.23	6.21	4.53	4.47
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.08	1.10	1.51	2.04
					每股经营现金	0.20	1.78	1.89	2.44
					每股净资产	7.62	8.62	10.03	11.97
					<b>估值比率</b>				
					P/E	347.53	26.80	19.47	14.47
					P/B	3.87	3.42	2.94	2.46
					EV/EBITDA	31.17	13.79	10.64	8.18

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	329	2893	3074	3970
净利润	205	2499	3427	4636
折旧摊销	575	601	660	729
财务费用	279	321	287	237
投资损失	(389)	(698)	(838)	(999)
营运资金变动	326	2515	161	81
其它	(667)	(2345)	(621)	(714)
<b>投资活动现金流</b>	662	(2397)	(1038)	(1398)
资本支出	(498)	(536)	(948)	(1460)
长期投资	(92)	(1975)	(798)	(872)
其他	1252	114	708	934
<b>筹资活动现金流</b>	(466)	(376)	(1391)	(1016)
短期借款	(950)	(594)	(1150)	(853)
长期借款	1070	0	0	0
其他	(586)	218	(241)	(163)
<b>现金净增加额</b>	526	120	645	1556

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>