

## 杉杉股份(600884.SH)

## 核心业务引领高增，业绩有望持续兑现

## 强烈推荐（维持）

现价：29.6元

## 主要数据

行业	电气设备
公司网址	www.ssgf.net
大股东/持股	杉杉集团有限公司/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)	
总市值(亿元)	482
流通A股市值(亿元)	482
每股净资产(元)	7.90
资产负债率(%)	60.6

## 行情走势图



## 相关研究报告

《杉杉股份\*600884\*半年报业绩大幅增长，业务整合渐入佳境》 2021-07-15

《杉杉股份\*600884\*从边际变化和基本盘看公司负极业务的竞争力》 2021-06-20

## 证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 ZHUDONG615@pingan.com.cn
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 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	一般证券从业资格编号 S1060120090038 WANGZUYUE395@pingan.com.cn
-----	--

## 事项：

公司发布2021年半年报。1H21实现营收99.47亿元，同比增长209.82%；实现归母净利润7.6亿元，同比增长659.15%；实现扣非归母净利润7.24亿元，同比扭亏。

## 平安观点：

■ **半年报业绩超预期，业务结构逐步清晰。**上半年公司实现营收99.47亿元，其中核心业务偏光片、正极、负极、电解液营收分别为45.8、27.5、16.5、2.8亿元，合计占比93%。1H21公司归母净利润7.6亿元，超出业绩预告7.5亿元的上限，其中偏光片、正极、负极、电解液的归母净利润贡献分别为5.1、1.8、2.3、0.4亿元；其他非核心业务包括：光伏实现归母218万元、充电桩业务亏损0.53亿元、储能+锂离子电容+新能源整车设计与研发业务亏损0.4亿元、稠州银行投资收益0.62亿元；此外，母公司额外的财务费用约为1.5亿元，主要包括支付给LG化学偏光片剩余股权的利息费用以及并购贷财务费用等。1H21公司综合毛利率为24.5%，环比2H20提升6pct，主要由于锂电材料受益行业高景气实现量价齐升，盈利能力大幅改善。分季度来看，2Q21营收59.5亿元，环比Q1增长48.7%；归母净利润4.57亿元，环比增长51.3%；综合毛利率23.6%，环比减少2.15pct。总体来看，公司的聚焦战略持续推进，业务结构逐步清晰，非核心业务对利润的边际影响逐渐减弱；随着定增的落地和对LG剩余股权的收购，母公司财务费用也将大幅缩减，公司盈利有望迎来质的改善。

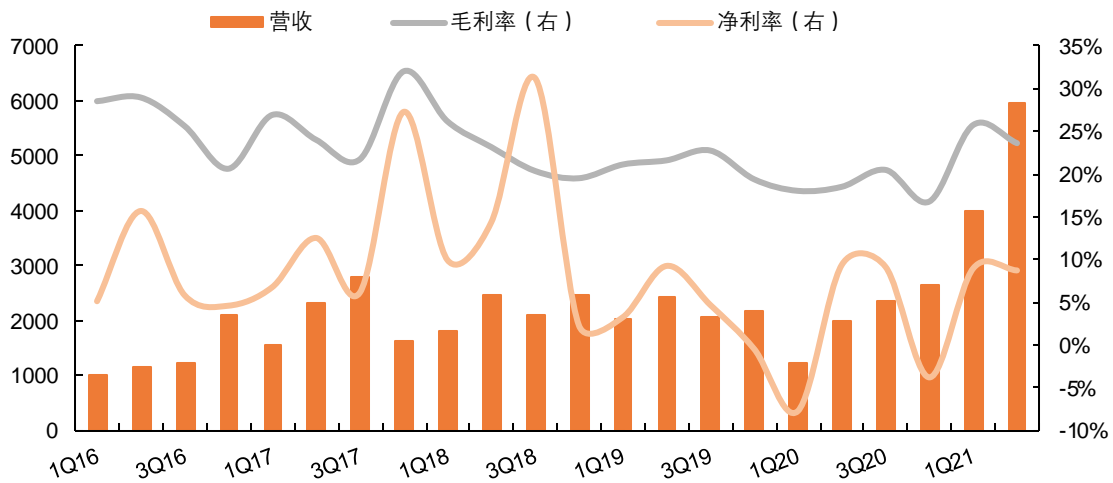
■ **负极量利双增，开启大规模扩产计划。**1H21公司负极营收16.45亿元，同比增长72.7%，环比增长5.2%；归母净利润2.31亿元，同比增长8倍，环比增长54%；出货量4.15万吨，同比增长115%，环比增长4.7%；均价3.96万元/吨，同比下降19.8%，环比微增0.5%；单吨净利0.64万元/吨，同比提升3倍，环比增长38.5%。报告期内，消费类产品和海外动力客户的出货增长较快，带动销量高增的同时，产品结构进一步优化，叠加包头一期项目的达产，一体化降本带来盈利能力的显著改善。公司已开启大规模产能扩张计划，包头二期、乌兰察布项目有望于21年年底陆续投产，石墨化自供率快速提升，减轻石墨化加工费上涨对成本的影响；此

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,680	8,216	23,400	33,258	40,953
YOY(%)	-2.0	-5.3	184.8	42.1	23.1
净利润(百万元)	270	138	1,780	3,477	4,465
YOY(%)	-75.8	-48.9	1,189.9	95.3	28.4
毛利率(%)	21.2	18.4	21.0	24.4	24.5
净利率(%)	3.1	1.7	7.6	10.5	10.9
ROE(%)	2.3	1.1	12.7	17.2	18.4
EPS(摊薄/元)	0.17	0.08	1.09	2.14	2.74
P/E(倍)	178.6	349.2	27.1	13.9	10.8
P/B(倍)	4.1	3.9	3.4	2.4	2.0

外公司规划眉山 20 万吨一体化项目，全部投产后负极总产能将超过 40 万吨，自建+参股石墨化产能将达到 35 万吨。在负极价格上涨空间有限的情况下，公司通过原材料的合作和锁定、石墨化的工艺改进和持续布局持续降本，单吨盈利有望维持在较高水平。在产品方面，公司最新一代快充类产品已经在全球主流消费类企业试产，预计 2022 年全面导入；硅基负极产品已批量应用于 3C 领域，且预计在 21 年下半年进入全球知名电动工具企业的供应链实现批量供货。

- **正极和电解液盈利大增，锂盐、六氟产能加码。**1H21 公司正极营收 27.45 亿元，同比翻倍，环比增长 9.3%；归母净利润 1.76 亿元，环比增长 42.6%；出货量 1.67 万吨，同比增长 85%，主要由于小动力和新能源汽车市场需求快速增长带动三元材料出货量提升；均价 16.42 万元/吨，同比增长 11%，环比增长 37%；单吨净利 1.53 万元/吨，环比增长 79.2%。1H21 电解液营收 2.8 亿元，同比增长 40%；归母净利润 0.4 亿元，同比扭亏，净利率接近 18%；出货量 0.5 万吨，同比下降 24.5%，主要由于 VC 供应紧张导致电解液产量无法满足订单需求；均价大幅上涨至 5.35 万元/吨，单吨净利接近 1 万元/吨。在盈利方面，正极和电解液利润大增主要受益于原材料碳酸锂和六氟价格的持续上涨，下半年两者价格仍将维持高位；在产品方面，高压消费和高镍动力类正极及配套电解液产品将是公司未来业务发力的重点；在一体化方面，公司布局锂盐加工，子公司永杉锂业一期 2.5 万吨锂盐产能预计将于 21 年 9 月试投产，同时计划扩建 2000 吨六氟产能，满足 1.6 万吨左右电解液的需求，达产后将进一步提升电解液业务的盈利水平。
- **偏光片增厚公司业绩，未来具备利润弹性。**1H21 偏光片并表 5 个月实现营收 45.75 亿元，归母净利润 5.15 亿元，净利率 11.25%，其中 Q2 单季净利润 3.2 亿元。上半年公司南京工厂和广州工厂在维持满产稼动的同时，通过设备与工艺的改善持续推动产线提速，以持续扩大现有产线的产能。公司目前产能约 1.3 亿平米，22-24 年有望在广州、张家港和绵阳三地实现每年 2 条线 0.4-0.5 亿平的新增产能投放，届时产能较当前翻倍，国产替代有望助力全球市占率持续提升；后续原材料进口退税、高新技术企业所得税税收优惠的落地有望进一步增厚单平净利，叠加原材料自产以及生产环节的持续降本，未来偏光片业务具备较高的利润弹性。
- **投资建议：**公司 20 年进行了较大规模的业务重组，确立了锂电材料和偏光片双轮驱动的战略方向；半年报实现大幅增长，超出市场预期。电动车和面板行业的高景气，给公司提供了发展的战略窗口期，后续经营层面的持续向好将增厚更多市场信心。考虑到公司负极及石墨化产能的加速投建，偏光片业务税收优惠的增厚，以及公司业务整合的顺利推进，我们维持公司 21 年归母净利润预测为 17.8 亿元，上调 22-23 年预测至 34.8/44.7 亿元（前值 24.0/30.5 亿元），对应 8 月 9 日收盘价 PE 分别为 27.1/13.9/10.8 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。

图表1 杉杉股份分季度经营数据 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 杉杉股份锂电材料经营数据

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H21
正极	销量 (吨)	19081	17960	21447	20063	21704	30048	16722
	毛利率 (%)	12.92	20.91	24.67	17.13	12.84	12.38	
	单价 (万元/吨)	12.13	13.94	19.86	23.25	16.93	12.81	16.42
负极	销量 (吨)	15837	22604	30912	33907	47381	58977	41536
	毛利率	25.26	31.23	27.19	24.41	25.80	27.72	
	单价 (万元/吨)	5.64	5.19	4.79	5.72	5.37	4.27	3.96
电解液	销量 (吨)	5695	7241	6416	13383	20901	19905	5277
	毛利率	24.07	12.56	14.69	14.76	14.40	14.00	
	单价 (万元/吨)	3.33	5.79	4.59	3.01	2.74	2.76	5.35

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10,709	15,076	19,415	24,089
现金	3,083	1,872	2,661	3,276
应收票据及应收账款	3,933	5,962	7,563	9,313
其他应收款	369	698	1,045	1,449
预付账款	229	769	911	1,122
存货	1,622	4,049	5,510	7,204
其他流动资产	1,473	1,725	1,725	1,725
<b>非流动资产</b>	13,832	19,698	21,900	23,715
长期投资	2,751	3,001	3,251	3,501
固定资产	5,823	7,222	9,316	12,011
无形资产	841	982	1,188	1,224
其他非流动资产	4,417	8,494	8,145	6,980
<b>资产总计</b>	24,541	34,774	41,314	47,804
<b>流动负债</b>	6,850	13,997	13,069	14,056
短期借款	2,597	6,847	5,488	6,265
应付票据及应付账款	2,796	4,049	4,477	4,661
其他流动负债	1,457	3,101	3,104	3,129
<b>非流动负债</b>	3,783	4,711	4,929	4,929
长期借款	2,673	3,601	3,819	3,819
其他非流动负债	1,110	1,110	1,110	1,110
<b>负债合计</b>	10,633	18,708	17,998	18,985
少数股东权益	1,499	2,055	3,141	4,536
股本	1,628	1,628	2,128	2,128
资本公积	3,600	3,600	6,100	6,100
留存收益	7,180	8,782	11,946	16,054
<b>归属母公司股东权益</b>	12,408	14,010	20,174	24,282
<b>负债和股东权益</b>	24,541	34,774	41,314	47,804

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>329</b>	<b>747</b>	<b>2,994</b>	<b>3,933</b>
净利润	205	2,336	4,564	5,860
折旧摊销	575	934	1,298	1,685
财务费用	279	361	455	446
投资损失	-389	-150	-150	-150
营运资金变动	-642	-2,681	-3,120	-3,849
其他经营现金流	301	-53	-53	-59
<b>投资活动现金流</b>	<b>662</b>	<b>-6,597</b>	<b>-3,297</b>	<b>-3,291</b>
资本支出	746	6,550	3,250	3,250
长期投资	2,220	0	0	0
其他投资现金流	-2,305	-13,147	-6,547	-6,541
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-466</b>	<b>4,638</b>	<b>1,092</b>	<b>-26</b>
短期借款	-950	4,250	-1,359	777
长期借款	1,070	928	218	0
其他筹资现金流	-586	-539	2,232	-803
<b>现金净增加额</b>	<b>519</b>	<b>-1,211</b>	<b>789</b>	<b>616</b>

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>8,216</b>	<b>23,400</b>	<b>33,258</b>	<b>40,953</b>
营业成本	6,703	18,475	25,138	30,933
税金及附加	49	138	190	240
营业费用	302	468	665	819
管理费用	505	814	998	1,024
研发费用	393	819	998	1,229
财务费用	279	361	455	446
资产减值损失	-76	0	0	0
信用减值损失	-129	-94	-67	0
其他收益	141	150	150	100
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	389	150	150	150
资产处置收益	-4	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>309</b>	<b>2,532</b>	<b>5,048</b>	<b>6,513</b>
营业外收入	5	107	107	106
营业外支出	50	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>2,639</b>	<b>5,155</b>	<b>6,619</b>
所得税	58	303	591	759
<b>净利润</b>	<b>205</b>	<b>2,336</b>	<b>4,564</b>	<b>5,860</b>
少数股东损益	67	556	1,086	1,395
<b>归属母公司净利润</b>	<b>138</b>	<b>1,780</b>	<b>3,477</b>	<b>4,465</b>
EBITDA	1,116	3,934	6,908	8,750
EPS(元)	0.08	1.09	2.14	2.74

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-5.3	184.8	42.1	23.1
营业利润(%)	-17.1	720.0	99.4	29.0
归属于母公司净利润(%)	-48.9	1189.9	95.3	28.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.4	21.0	24.4	24.5
净利率(%)	1.7	7.6	10.5	10.9
ROE(%)	1.1	12.7	17.2	18.4
ROIC(%)	3.7	18.5	20.7	20.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	43.3	53.8	43.6	39.7
净负债比率(%)	15.7	53.4	28.5	23.6
流动比率	1.6	1.1	1.5	1.7
速动比率	1.1	0.6	0.9	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.1	4.1	4.6	4.6
应付账款周转率	4.1	7.3	8.1	9.1
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.08	1.09	2.14	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.46	1.84	2.42
每股净资产(最新摊薄)	7.62	8.61	12.39	14.92
<b>估值比率</b>				
P/E	349.2	27.1	13.9	10.8
P/B	3.9	3.4	2.4	2.0
EV/EBITDA	27.6	14.7	8.4	6.8

## 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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 楼  
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 16 层  
邮编：100033