

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

杉杉股份(600884)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

陈磊

执业编号: S1500520090003

联系电话: 010-83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

相关研究

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

业绩持续大超预期, 双轮驱动日益精进

2021年08月09日

事件: 公司发布 2021 年半年度报告, 2021 上半年实现归母净利 7.60 亿元, 同比增长 659.2%, 扣非归母净利 7.24 亿元, 同比扭亏为盈。其中二季度单季实现归母净利 4.57 亿元, 同比增长 148.9%, 环比增长 51.3%; 扣非归母净利 4.42 亿元, 同比增长 608.0%, 环比增长 57.3%, 高于业绩预告上限, 大超市场预期。其中锂电材料归母净利 4.6 亿元、偏光片 5.1 亿元、光伏 0.02 亿元、拟剥离业务-0.93 亿元、稠州银行长投 0.6 亿元, 母公司财务费用-1.5 亿元。

点评:

- **负极材料加速放量, 快充、硅基等差异化市场快速开拓, 石墨化影响有望逐步改善。**公司 2021 上半年负极材料销量 4.15 万吨, 归母净利 2.31 亿元, 测算单吨净利 0.64 万元/吨。在内蒙古等地“双限”石墨化供应紧张背景下, 公司通过参股石墨化加工企业, 内部扩产、创新工艺等多种手段保障核心工序稳定供应, 支撑销量环比持续增长。随着包头一体化二期项目、乌兰察布项目年底逐步投产, 以及远期四川眉山 20 万吨一体化项目投产, 公司石墨化自供比例快速提升, 成本有望持续下降。产品方面, 公司持续巩固在差异化市场竞争优势, 最新一代快充产品在全球主流消费企业试产, 预计 2022 年全面导入, 硅基负极在已批量应用于 3C 基础上, 2021 年下半年有望对全球知名电动工具企业实现批量供货, 依托高性价比人造石墨等产品, 下半年动力类销售规模也有望大幅提升。
- **正极材料量利爆发增长, 高镍进程加速, 一体化降本可期。**公司 2021 上半年正极材料销量 1.67 万吨, 归母净利 1.76 亿元, 我们测算单吨净利在 1.5 万元左右。上半年动力及小动力市场放量带动公司销量大幅增长, 同时公司优化供应链及采购结构, 成本增长有限, 单吨盈利大幅提升。高镍方面, 高镍单晶三元完成车间试产, 进入车厂 B 轮试样; 高镍多晶获得吨级订单, 进入车厂 C 样测试, 有望在 2022 年批量稳定供应; 高镍 NCA 应用独创包覆技术, 批量供应主流客户。一体化方面, 公司永杉锂业一期 2.5 万吨产能预计 2021 年 9 月试产, 同时参股常青新能源保障前驱体供应, 未来随着正极一体化供应及携手巴斯夫开拓龙头客户, 有望持续贡献可观投资收益。
- **电解液一改故辙, 6F 自供比例提升, 充分受益行业景气。**2021 上半年公司 6F 产线达产, 固定成本摊薄基础上受益产品涨价, 电解液盈利大幅提升, 同比扭亏为盈。在行业景气持续背景下, 公司启动锂盐二期 2000 吨 6F 扩产计划, 基本可满足自有 4 万吨电解液产能需求, 自供比例提升进一步受益行业景气。
- **2021 上半年公司偏光片业务实现归母净利 5.2 亿元, 其中二季度单季实现 3.2 亿元。**受益设备和工艺改善带来的产线提速, 以及持续推进精益生产, 降本增效, 偏光片季度平均单月盈利环比提升 11%至 1.1 亿

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

元。偏光片资产交割以来运营持续向好，后续仍将通过原材料采购进口退税、高新技术企业申报、产线持续降本增效等进一步提升盈利能力。长期看，公司加速产能扩张进一步提升偏光片业务市占率，自今年年底起，将逐步有广州、江苏、四川合计 6 条产线投产，较当前产能翻倍，公司产能在技术及靠近国内客户布局方面优势明显，将支撑偏光片业务长期业绩增长。

- **加速剥离资产出清，聚焦主业再创辉煌。**拟剥离资产层面，富银融资剩余股权已完成出售；储能业务运维平台公司的股权处置已完成；充电桩业务正与意向收购方进行洽谈。同时，随着偏光片进口退税落地、定增落地降低财务费用、以及 LG30% 对应股权逐步回购，母公司费用有望持续下降，公司盈利实力将逐步真正反映在报表上。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2021-2023 年营收 246.7、281.1 和 333.6 亿元，同比增长 200.3%、13.9% 和 18.7%，归母净利 19.2、28.0 和 35.4 亿元，同比增长 1288.7%、46.2% 和 26.4%，维持对公司的“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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	8,680	8,216	24,670	28,111	33,360
增长率 YoY %	-2.0%	-5.3%	200.3%	13.9%	18.7%
归属母公司净利润(百万元)	270	138	1,917	2,801	3,540
增长率 YoY%	-75.8%	-48.9%	1288.7%	46.2%	26.4%
毛利率%	21.2%	18.4%	21.3%	24.0%	24.0%
净资产收益率 ROE%	2.3%	1.1%	13.4%	16.4%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.08	1.18	1.72	2.17
市盈率 P/E(倍)	81.52	212.70	25.14	17.20	13.61
市净率 P/B(倍)	1.86	2.37	3.36	2.81	2.33

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 09 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,845	10,709	20,586	21,993	26,317
货币资金	2,307	3,083	2,775	2,353	3,771
应收票据	44	78	234	267	316
应收账款	2,972	3,377	8,823	10,411	12,666
预付账款	404	229	925	1,003	1,088
存货	1,289	1,622	4,255	4,099	4,170
其他	2,829	2,320	3,575	3,860	4,306
非流动资产	15,17	13,832	15,692	17,571	19,654
长期股权投资	2,658	2,751	2,751	2,751	2,751
固定资产	4,782	5,823	7,080	8,353	9,736
无形资产	747	841	1,003	1,131	1,276
其他	6,984	4,417	4,859	5,337	5,892
资产总计	25,01	24,541	36,278	39,564	45,971
流动负债	8,579	6,850	15,797	15,360	17,259
短期借款	3,547	2,597	4,962	3,758	3,328
应付票据	1,077	1,177	3,408	3,753	4,453
应付账款	1,549	1,619	4,772	5,086	6,132
其他	2,406	1,457	2,655	2,763	3,346
非流动负债	2,816	3,783	4,319	4,747	5,089
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
负债合计	11,39	10,633	20,116	20,106	22,349
少数股东权益	1,798	1,499	1,837	2,332	2,957
归属母公司	11,82	12,408	14,325	17,126	20,666
负债和股东权益	25,016	24,541	36,278	39,564	45,971

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,680	8,216	24,670	28,111	33,360
同比	-2.0%	-5.3%	200.3	13.9%	18.7%
归属母公司净利润	270	138	1,917	2,801	3,540
同比	-	-48.9%	1288.7	46.2%	26.4%
毛利率(%)	21.2%	18.4%	21.3%	24.0%	24.0%
ROE%	2.3%	1.1%	13.4%	16.4%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.08	1.18	1.72	2.17
P/E	81.52	212.70	25.14	17.20	13.61
P/B	1.86	2.37	3.36	2.81	2.33
EV/EBITDA	22.15	38.00	23.19	14.91	12.09

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,680	8,216	24,670	28,111	33,360
营业成本	6,839	6,703	19,412	21,374	25,365
营业税金及	46	49	147	168	199
销售费用	493	302	839	886	1,001
管理费用	489	505	1,233	1,349	1,535
研发费用	412	393	1,061	1,153	1,334
财务费用	272	279	441	520	493
减值损失合	-87	-76	-145	-142	-148
投资净收益	217	389	789	900	1,068
其他	114	11	500	486	576
营业利润	373	309	2,682	3,906	4,929
营业外收支	-19	-46	-29	-29	-29
利润总额	353	263	2,653	3,877	4,900
所得税	-22	58	398	582	735
净利润	375	205	2,255	3,295	4,165
少数股东损	105	67	338	494	625
归属母公司	270	138	1,917	2,801	3,540
EBITDA	868	838	2,324	3,591	4,304
EPS(当	0.17	0.08	1.18	1.72	2.17

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现	886	329	-1,505	2,176	3,303
现金流					
净利润	375	205	2,255	3,295	4,165
折旧摊销	467	575	347	409	378
财务费用	278	382	470	545	515
投资损失	-217	-389	-789	-900	-1,068
营运资金变	-176	-642	-3,731	-1,186	-702
其它	158	198	-56	12	15
投资活动现	-	662	-1,234	-1,277	-1,283
资本支出	-	610	-2,218	-2,330	-2,476
长期投资	745	2,156	0	0	0
其他	114	-884	985	1,053	1,193
筹资活动现	79	-466	2,430	-1,321	-602
吸收投资	2	10	0	0	0
借款	610	78	2,901	-776	-87
支付利息或	-570	-556	-470	-545	-515
现金流净增	-66	519	-308	-422	1,418
加额					

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。