

杉杉股份(600884)

点评报告

行业公司研究——新能源行业

证券研究报告

锂电板块全面超预期，偏光片并表扬帆起航

——杉杉股份 2021 半年报点评报告

✍️ 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 半年报，营收同比高增 210%达 99.47 亿元，归母净利润同比高增 659%达 7.60 亿元，扣非归母净利润同比高增 2759%达 7.24 亿元。

投资要点

□ 扣非净利扭亏为盈，规模效益开始凸显

Q2 实现归母净利 4.57 亿元 (同+149%，环+51%)。受益于规模效应和精益管理，上半年销售/管理/研发/财务费用率分别同比降低 5.16/1.71/2.02/0.30pct，毛利率同比+6.19pct 达到 24.49%，净利率同比+5.97pct 达到 8.82%。

□ 偏光片并表增厚业绩，精益管理降本增效

偏光片中国大陆业务顺利交割并表，2-6 月贡献归母净利润 5.15 亿元。上半年通过技改提速，南京/广州产能已提升至 1.3 亿平方米，后续有望加速韩国产线搬迁及张家港/绵阳产线建设，进一步扩张产能。同时，公司具备 5 条 2 米以上超宽幅产线，将充分受益偏光片大尺寸趋势和国产化红利。后续通过提产速/降损耗/促流转有望进一步降本增效。

□ 一体化叠加规模效应，负极盈利能力改善

负极出货 4.15 万吨 (同+108%)，受益于一体化和电价优势、规模效应及产品结构优化，单吨净利从 0.36 万元/吨提升至 0.64 万元/吨。后续待包头 6 万吨负极 (配 5.2 万吨石墨化)、乌兰察布 5 万吨石墨化产能投产后，年底负极设计产能将达 18 万吨 (配套 14.4 万吨石墨化)，石墨化自给率将达 80%，同时通过原料保供、海外高端客户放量、高端快充产品上量等，盈利能力有望进一步提升。

□ 供应链管理加持正极，自产锂盐助力电解液

正极: 出货 1.67 万吨 (同比+85%)，在原料涨价区间充分发挥供应链管理能力和单吨净利从 0.67 万元/吨提升至 1.53 万元/吨。高镍单晶进入车厂 B 轮送样、高镍多晶获得吨级订单，高镍 NCA 批量供应，高镍高端产品后劲十足。**电解液:** 出货 0.53 吨，在原料紧张环境下，0.2 万吨自供六氟磷酸锂大幅提升毛利率，单吨净利提升至 0.83 万元/吨，已启动锂盐二期项目再建 0.2 万吨六氟磷酸锂。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年业绩达 18.02/28.22/37.56 亿元，同比增 1206%/57%/33%，对应当前股价 PE 为 26.75/17.08/12.83 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求、产能投放不及预期，原材料及产品价格波动。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8215.90	24371.86	34376.58	40696.68
(+/-)	-5.35%	196.64%	41.05%	18.38%
归母净利润	138.00	1801.79	2821.76	3756.27
(+/-)	-100.00%	1205.60%	56.61%	33.12%
每股收益 (元)	0.08	1.11	1.73	2.31
P/E	349.19	26.75	17.08	12.83

评级

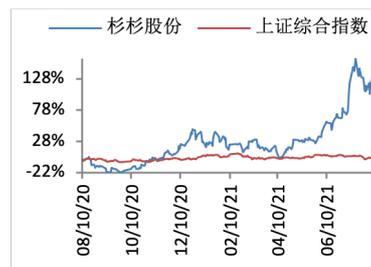
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 29.60

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.32
1Q/2021	0.22
4Q/2020	-0.06
3Q/2020	0.13



公司简介

全球规模最大的锂离子电池材料综合供应商，并一直致力于将公司打造成为全球新能源产业的领导者。

相关报告

- 1《杉杉股份 (600884): 策马草原驰骋蜀道，负极龙头再扩产 20 万吨——对外投资点评》2021.08.03
- 2《杉杉股份 (600884.SH): 偏光片并表增厚业绩，负极一体化量利齐升——2021 年中报业绩预告点评》2021.07.27
- 3《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

联系人: 游宝来

表 1：公司各板块年底产能预测（单位：万吨）

产品	细分	2020	2021E
负极	成品加工	12	18
	石墨化	4.2	14.4
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	24,372	34,377	40,697
	毛利	1,840	1,513	5,375	7,613	9,534
	毛利率	21.2%	18.4%	22.1%	22.1%	23.4%
正极材料	收入	3,674	3,849	5,409	6,326	7,924
	销量(吨)	21,704	30,048	35,000	40,000	50,000
	单价(万元/吨)	16.93	12.81	15.45	15.82	15.85
	毛利	472	477	865	822	990
	毛利率	12.8%	12.4%	16.0%	13.0%	12.5%
	收入	2,544	2,518	4,270	6,816	8,500
负极材料	销量(吨)	47,381	58,977	100,000	160,000	200,000
	单价(万元/吨)	5.37	4.27	4.27	4.26	4.25
	毛利	656	698	1,409	2,386	3,060
	毛利率	25.8%	27.7%	33.0%	35.0%	36.0%
电解液	收入	573	549	840	1,080	990
	销量(吨)	20,901	19,905	12,000	18,000	22,000
	单价(万元/吨)	2.74	2.76	7.00	6.00	4.50
	毛利	82	77	144	216	220
光伏	毛利率	14.4%	14.0%	17.1%	20.0%	22.2%
	收入	664	792	871	1,045	1,254
	毛利	160	129	87	157	188
其他主营业务	毛利率	24.1%	16.3%	10.0%	15.0%	15.0%
	收入	1,042	400	420	441	463
	毛利	439	91	97	101	106
偏光片	毛利率	42.1%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
	收入			12,448	18,549	21,440
	毛利			2,136	3,077	3,797
其他业务	毛利率			22.0%	21.0%	23.0%
	收入	183	109	114	120	126
	毛利	31	42	34	36	38
	毛利率	16.8%	38.6%	30.0%	30.0%	30.0%

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

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10709	20287	28061	32835	营业收入	8216	24372	34377	40697
现金	3083	3785	5338	6517	营业成本	6703	18997	26763	31163
交易性金融资产	1	1	1	1	营业税金及附加	49	133	185	214
应收账款	3455	8422	11343	13153	营业费用	302	652	748	882
其它应收款	369	851	1028	1217	管理费用	505	1012	1255	1446
预付账款	229	458	645	751	研发费用	393	922	1197	1377
存货	1622	4407	5941	6918	财务费用	279	305	308	264
其他	1950	2363	3763	4277	资产减值损失	205	365	343	405
非流动资产	13832	15845	19050	21281	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	665	938	1111
长期投资	2751	4504	6181	7113	其他经营收益	137	418	589	698
固定资产	5823	6108	6416	6945	营业利润	309	3069	5105	6755
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	利润总额	263	3069	5105	6755
其他	3432	3614	4717	5180	所得税	58	552	893	1148
资产总计	24541	36132	47111	54116	净利润	205	2516	4212	5606
流动负债	6850	13905	19483	20190	少数股东损益	67	715	1390	1850
短期借款	2597	1670	2239	0	归属母公司净利润	138	1802	2822	3756
应付款项	2796	7923	11163	12998	EBITDA	1082	3905	5974	7630
预收账款	19	56	80	94	EPS (最新摊薄)	0.08	1.11	1.73	2.31
其他	1438	4255	6002	7098	主要财务比率				
非流动负债	3783	5967	7318	8172		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	2673	2673	2673	2673	成长能力				
其他	1110	3293	4645	5499	营业收入	-5.35%	196.64%	41.05%	18.38%
负债合计	10633	19871	26802	28363	营业利润	-17.13%	893.94%	66.35%	32.32%
少数股东权益	1499	2214	3604	5454	归属母公司净利润	-100.00%	1205.60%	56.61%	33.12%
归属母公司股东权益	12408	14047	16706	20299	获利能力				
负债和股东权益	24541	36132	47111	54116	毛利率	18.42%	22.05%	22.15%	23.43%
					净利率	2.50%	10.33%	12.25%	13.78%
					ROE	15.74%	11.94%	15.43%	16.31%
					ROIC	12.44%	13.29%	17.95%	21.79%
					偿债能力				
					资产负债率	43.33%	55.00%	56.89%	52.41%
					净负债比率	52.59%	26.66%	23.35%	15.05%
					流动比率	1.56	1.46	1.44	1.63
					速动比率	1.33	1.14	1.14	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.80	0.83	0.80
					应收帐款周转率	2.59	4.08	3.39	3.18
					应付帐款周转率	4.23	6.12	4.84	4.45
					每股指标(元)				
					每股收益	0.08	1.11	1.73	2.31
					每股经营现金	0.20	2.24	1.76	3.03
					每股净资产	7.62	8.63	10.26	12.47
					估值比率				
					P/E	349.19	26.75	17.08	12.83
					P/B	3.88	3.43	2.88	2.37
					EV/EBITDA	31.17	13.56	9.07	6.96

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>