

成本管控带动业绩高增，双轮驱动未来可期



杉杉股份 (600884) 2021 年半年报点评

事件

8月9日，公司发布2021年半年度报告。2021年上半年，公司实现营业收入99.47亿元，同比增长209.82%；实现归属于上市公司股东的净利润7.60亿元，同比增长659.15%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润7.24亿元，同比增加7.51亿元，实现扭亏为盈；基本每股收益0.467元。

点评

❖ 负极业务表现亮眼，单吨净利大幅提升

2021年上半年，公司负极业务实现营业收入16.46亿元，同比增长72.71%；归属于上市公司股东的净利润2.31亿元，同比大增828.59%；出货量41536吨，同比增长107.79%，预估市占率为12.4%左右。上半年，公司负极材料销售均价为3.96万元/吨，同比下降18.80%；单吨净利润为6361元/吨，同比大幅增长308.66%。单吨净利润大幅增长主要系包头一体化项目一期达产，依托内蒙古当地的电价优势和一体化产线优势，降本增效明显，产品毛利率提升；此外，公司海外客户出货量同比增长131%，中高端产品占比提升，进一步提升公司竞争力。

❖ 正极业绩喜人，成本管控出色

2021年上半年，公司正极材料业务实现营业收入27.45亿元，同比增长105.35%；归属于上市公司股东的净利润1.76亿元，同比大增1039.46%；出货量16722吨，同比增长84.98%。正极材料销售均价16.42万元/吨，同比增长11.02%；单吨净利润为1.53万元/吨，同比大幅增长516%。正极材料业绩大幅增长一方面是由于下游新能源汽车销量持续创新高，带动锂电材料需求高增，正极材料价格持续上涨；另一方面是由于公司优化原材料供应体系和采购结构，打通各级原材料加工业务，并通过开发客户电池废料回收及电解钴加工业务模式，降低原料成本。正极材料销售价格提升，公司成本管控出色，正极材料业绩全年有望保持高速增长。

❖ 自备六氟磷酸锂提升业绩，电解液业务扩大盈利

2021年上半年，公司电解液业务实现营业收入2.82亿元，同比增长39.62%；归属于上市公司股东的净利润0.44亿元，同比扭亏；出货量5277吨，同比下降28.68%，主要系添加剂VC短缺，公司电解液产量下降。电解液销售均价5.35万元/吨，同比增长84.95%；单吨净利润为0.94万元/吨，同比扭亏，单吨净利润大幅增长主要系一方面电解液价格大幅上涨，另一方面公司自备2000吨六氟磷酸锂产能，在六氟磷酸锂涨价的背景下提升公司电解液的毛利率。

❖ 偏光片增厚业绩，产能扩建提升盈利空间

公司自2021年2月份开始并表偏光片业务，2-6月偏光片业务实现营业收入45.75亿元，归属于上市公司股东的净利润5.15亿元。公司偏光片市占率在25%左右，保持全球销量领先，目前产能约1.3亿平方米，且上半年公司陆续启动了张家港、绵阳等地的新建产能项目，项目投产后将进一步提升公司产能规

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	制造/新能源
报告时间	2021/08/10
前收盘价	29.60元
公司评级	增持评级

📌 分析师

孙灿

证书编号: S1100517100001
suncan@cczq.com

📌 联系人

吴灿

证书编号: S1100121070005
wucan@cczq.com

陈思同

证书编号: S1100120070004
chensitong@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

模，扩大市场占有率，进一步提升公司盈利能力。

❖ 剥离亏损资产，聚焦锂电与偏光片业务

公司是国内唯一横跨正极、负极和电解液三大锂电材料的生产企业，现已形成正极 6 万吨、负极 12 万吨、电解液 4 万吨的产能规模，处于行业领先水平。内蒙古 10 万吨负极材料项目二期预计 21 年底试产，公司还将在四川眉山新建 20 万吨负极材料，建成后将进一步提升公司在负极材料市场的地位。2020 年底公司收购 LG 化学旗下偏光片业务，自此偏光片业务成为公司业绩增长的另一主要驱动力，公司将长期战略聚焦锂电材料业务与偏光片业务的发展，对非核心业务进行资本架构重组和业务调整。对于能源管理业务、锂离子电容、充电桩等新能源业务，公司通过资本架构优化和业务调整，并积极推进资产剥离工作，降低对公司整体业绩的影响。

❖ 长期逻辑不变，维持“增持”评级

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 239.45、303.28、375.40 亿元；归母净利润分别为 16.82、24.33、29.09 亿元；EPS 分别为 1.02、1.47、1.76 元/股，对应当前 PE 分别为 29.07、20.10、16.81 倍。我们看好公司的长期发展战略，维持“增持”评级。

❖ 风险提示：销量不及预期；原材料价格大幅波动；存货跌价等。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	8216	23945	30328	37540
+/-%	-5%	191%	27%	24%
归属母公司股东净利润(百万)	138	1682	2433	2909
+/-%	-49%	1119%	45%	20%
EPS(元)	0.08	1.02	1.47	1.76
PE	349.19	29.07	20.10	16.81

资料来源：公司公告，川财证券研究所，数据截至 20210809

盈利预测

资产负债表					单位:百万元 利润表					单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E			
货币资金	2306.60	3083.33	1915.57	2426.26	3003.20	营业收入	8679.91	8215.90	23944.60	30328.29	37540.03			
应收票据及应收账款	3015.75	3455.11	11867.49	8422.66	17650.41	营业成本	6839.41	6702.63	18774.89	23638.55	29125.87			
预付账款	403.96	228.60	1023.06	552.84	1182.47	营业税金及附加	45.67	49.04	140.74	166.81	206.47			
存货	1289.40	1622.00	3593.25	2447.71	4763.03	营业费用	493.04	302.06	598.62	727.88	863.42			
其他	2099.64	2233.51	2407.96	2522.15	3124.59	管理费用	137.80	505.44	862.01	1031.16	1238.82			
流动资产合计	9115.35	10622.55	20807.32	16371.63	29723.70	研发费用	54.32	392.96	1101.45	1364.77	1614.22			
长期股权投资	2658.20	2750.60	2750.60	2750.60	2750.60	财务费用	271.97	278.75	299.67	272.30	347.80			
固定资产	4782.16	5823.42	5983.59	6099.83	6182.52	资产减值损失	-87.06	-75.92	0.00	0.00	0.00			
在建工程	1534.48	990.73	630.44	594.26	572.56	公允价值变动收益	-0.56	3.33	-0.68	0.11	0.15			
无形资产	746.75	840.89	816.85	792.81	768.77	投资净收益	216.78	388.53	0.00	0.00	0.00			
其他	5449.21	3426.00	168.84	138.42	133.04	其他	335.95	-639.69	1.37	-0.22	-0.31			
非流动资产合计	15170.80	13831.65	10350.32	10375.93	10407.50	营业利润	372.60	308.76	2166.54	3126.93	4143.58			
资产总计	25015.83	24540.66	31648.71	27183.30	40468.96	营业外收入	8.21	4.57	0.00	0.00	0.00			
短期借款	3546.94	2596.82	3739.39	4131.82	7871.25	营业外支出	27.63	50.48	29.68	35.93	38.69			
应付票据及应付账款	2626.40	2795.64	3462.66	4416.85	5291.77	利润总额	353.17	262.85	2136.86	3091.00	4104.88			
其他	2406.02	1457.46	7308.59	3561.25	8098.10	所得税	-21.96	57.72	384.64	556.38	738.88			
流动负债合计	8579.37	6849.91	14510.65	12109.93	21261.12	净利润	375.13	205.13	1752.23	2534.62	3366.00			
长期借款	1603.05	2673.33	2889.34	0.00	1711.23	少数股东损益	105.33	67.13	70.09	101.38	456.93			
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	269.81	138.00	1682.14	2433.24	2909.07			
其他	1212.96	1110.15	5.00	5.00	5.00	每股收益(元)	0.17	0.08	1.02	1.47	1.76			
非流动负债合计	2816.01	3783.49	2894.34	5.00	1716.23									
负债合计	11395.38	10633.40	17404.99	12114.93	22977.35	主要财务比率								
少数股东权益	1797.87	1499.26	1569.35	1670.74	2127.67	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E			
股本	1122.76	1628.01	1652.11	1652.11	1652.11	成长能力								
资本公积	4091.07	3600.46	3754.75	3754.75	5053.60	营业收入	-0.02	-0.05	1.91	0.27	0.24			
留存收益	9149.25	10106.30	11022.26	11745.52	13711.83	营业利润	-0.76	-0.17	6.02	0.44	0.33			
其他	-2540.51	-2926.78	-3754.75	-3754.75	-5053.60	归属于母公司净利润	-0.76	-0.49	11.19	0.45	0.20			
股东权益合计	13620.45	13907.26	14243.72	15068.36	17491.61	获利能力								
负债和股东权益总计	25015.83	24540.66	31648.71	27183.30	40468.96	毛利率	0.21	0.18	0.22	0.22	0.22			
						净利率	0.03	0.02	0.07	0.08	0.08			
						ROE	0.02	0.01	0.13	0.18	0.19			
						ROIC	0.07	0.04	0.16	0.14	0.21			
现金流量表						偿债能力								
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	0.46	0.43	0.55	0.45	0.57			
净利润	375.13	205.13	1682.14	2433.24	2909.07	净负债率	0.30	0.18	0.41	0.17	0.42			
折旧摊销	467.34	574.68	284.16	303.97	323.06	流动比率	1.15	1.56	1.47	1.39	1.41			
财务费用	278.46	382.35	299.67	272.30	347.80	速动比率	1.00	1.33	1.22	1.19	1.19			
投资损失	-216.78	-388.53	0.00	0.00	0.00	营运能力								
营运资金变动	-4825.28	1417.84	-3554.21	2467.55	-7256.65	应收账款周转率	2.67	2.54	3.13	2.99	2.88			
其它	4807.56	-1862.18	69.41	101.50	457.09	存货周转率	4.80	5.64	9.18	10.04	10.41			
经营活动现金流	886.44	329.29	-1218.83	5578.56	-3219.63	总资产周转率	0.36	0.33	0.85	1.03	1.11			
资本支出	1717.46	1330.90	1165.15	360.00	360.00	每股指标(元)								
长期投资	34.53	92.40	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.17	0.08	1.02	1.47	1.76			
其他	-2784.68	-761.18	-1628.39	-664.89	-622.33	每股经营现金流	0.54	0.20	-0.75	3.43	-1.98			
投资活动现金流	-1032.69	662.12	-463.24	-304.89	-262.33	每股净资产	7.26	7.62	7.67	8.11	9.30			
债权融资	6362.74	5591.93	7821.67	5040.98	10390.44	估值比率								
股权融资	-64.75	-1140.30	-794.26	-271.60	951.75	市盈率	178.60	349.19	29.07	20.10	16.81			
其他	-6219.05	-4917.31	-6513.10	-9532.35	-7283.29	市净率	4.08	3.88	3.86	3.65	3.18			
筹资活动现金流	78.94	-465.69	514.31	-4762.97	4058.90	EV/EBITDA	7.84	17.95	20.30	14.24	12.06			
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	10.20	26.66	22.64	15.52	12.93			
现金净增加额	-67.31	525.72	-1167.76	510.69	576.94									

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明 C0004