

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

## 三季度盈利大超预期，夜空中最闪亮的星

2021年10月13日

**事件:** 公司发布 2021 年前三季度业绩预告, 前三季度归母净利润 26.8-27.6 亿元, 同比增长 865%-894%, 扣非归母净利润 12.8-13.2 亿元, 同比增长 1759%-1817%。其中单三季度归母净利润 19.2-20 亿元, 环比增长 320-337%, 扣非净利 5.6-6.0 亿元, 环比增长 25.8%-34.9%。

前三季度公司锂电材料归母净利润 8.0-8.3 亿元, 单三季度 3.4-3.7 亿元, 环比增长 27%-38%。其中预计负极 1.4-1.5 亿元, 电解液 1.5—1.7 亿元, 正极 0.5-0.7 亿元。

**点评:**

- **负极抵御行业波动，盈利能力超预期，涨价后弹性巨大。** 预计公司 Q3 单季负极出货 2.5-2.6 万吨, 环比基本持平, 在行业受石墨化紧缺、限电、环保督察等因素影响下, 公司通过产品升级及规模效应保障自有石墨化开工率, 同时将涨价压力向下游传导, 预计 Q3 单吨盈利 0.64-0.66 万元/吨, 环比基本维持稳定。未来看, 随着石墨化产能紧缺、电价上涨, 负极材料将进入新一轮调价周期, 在完全覆盖用电成本基础上, 叠加公司石墨化自供率提升, 单吨盈利有望持续提升。
- **偏光片逆势增长，成长性凸显。** 前三季度公司偏光片归母净利润 8.5-8.8 亿元, 其中三季度单季实现 3.4-3.7 亿元, 环比增长 5%-15%。在三季度面板价格回调 20%的背景下, 公司偏光片盈利持续提升, 可见公司偏光片不受面板价格波动影响, 成长性凸显。公司未来规划逐年新增 2 条产线, 实现市占率和盈利规模的翻倍增长, 叠加进口退税、高新技术企业申请、并购财务费用下降等多重利好, 公司盈利能力有望持续提升。
- **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%, 归母净利润 32.5、31.1 和 42.4 亿元, 同比增长 2257.0%、-4.5%和 36.4% (2022 年同比下滑主要系公司 2021 出售正极子公司部分股权确定非经收益所致), 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	3,253	3,107	4,238
增长率 YoY%	-75.8%	-48.9%	2257.0%	-4.5%	36.4%
毛利率%	21.2%	18.4%	21.3%	24.0%	24.0%
净资产收益率ROE%	2.3%	1.1%	20.8%	16.6%	18.4%
EPS(摊薄)(元)	0.16	0.08	1.97	1.88	2.56
市盈率 P/E(倍)	82.85	216.16	16.73	17.52	12.84
市净率 P/B(倍)	1.89	2.40	3.48	2.90	2.37

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年10月13日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,845	10,709	20,586	21,860	25,262	营业总收入	8,680	8,216	24,670	28,111	33,360
货币资金	2,307	3,083	2,775	2,220	2,716	营业成本	6,839	6,703	19,412	21,374	25,365
应收票据	44	78	234	267	316	营业税金及	46	49	147	168	199
应收账款	2,972	3,377	8,823	10,411	12,666	销售费用	493	302	839	886	1,001
预付账款	404	229	925	1,003	1,088	管理费用	489	505	1,233	1,349	1,535
存货	1,289	1,622	4,255	4,099	4,170	研发费用	412	393	1,061	1,153	1,334
其他	2,829	2,320	3,575	3,860	4,306	财务费用	272	279	400	434	361
非流动资产	15,17	13,832	15,692	17,571	19,654	减值损失合	-87	-76	-145	-142	-148
长期股权投资	2,658	2,751	2,751	2,751	2,751	投资净收益	217	389	2,124	784	1,284
固定资产	4,782	5,823	7,080	8,353	9,736	其他	114	11	500	486	576
无形资产	747	841	1,003	1,131	1,276	营业利润	373	309	4,057	3,876	5,277
其他	6,984	4,417	4,859	5,337	5,892	营业外收支	-19	-46	-29	-29	-29
资产总计	25,01	24,541	36,278	39,431	44,916	利润总额	353	263	4,028	3,847	5,248
流动负债	8,579	6,850	14,628	14,083	14,764	所得税	-22	58	604	577	787
短期借款	3,547	2,597	3,793	2,481	833	净利润	375	205	3,424	3,270	4,461
应付票据	1,077	1,177	3,408	3,753	4,453	少数股东损	105	67	171	164	223
应付账款	1,549	1,619	4,772	5,086	6,132	归属母公司	270	138	3,253	3,107	4,238
其他	2,406	1,457	2,655	2,763	3,346	EBITDA	868	838	2,324	3,591	4,304
非流动负债	2,816	3,783	4,319	4,747	5,089	EPS (当	0.16	0.08	1.97	1.88	2.56
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	18,947	18,830	19,853						
少数股东权	1,798	1,499	1,670	1,834	2,057						
益											
归属母公司	11,82	12,408	15,661	18,767	23,005						
权益	25,01	24,541	36,278	39,431	44,916						
6											

  

现金流量表					
单位:					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现	886	329	-1,711	2,180	3,250
现金流					
净利润	375	205	3,424	3,270	4,461
折旧摊销	467	575	347	409	378
财务费用	278	382	430	459	383
投资损失	-217	-389	-2,124	-784	-1,284
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	101	-1,393	-1,066
资本支出	1,891	-610	-2,218	-2,330	-2,476
长期投资	745	2,156	0	0	0
其他	114	-884	2,319	938	1,410
筹资活动现	79	-466	1,302	-1,343	-1,688
吸收投资	2	10	0	0	0
借款	610	78	1,731	-884	-1,306
支付利息或	-570	-556	-430	-459	-383
现金流净增	-66	519	-308	-555	496
加额					

  

重要财务指					
标					
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	270	138	3,253	3,107	4,238
净利润					
同比	75.8%	-48.9%	2257.0	-4.5%	36.4%
毛利率	21.2%	18.4%	21.3%	24.0%	24.0%
(%)					
ROE%	2.3%	1.1%	20.8%	16.6%	18.4%
EPS (摊	0.16	0.08	1.97	1.88	2.56
薄)(元)					
P/E	82.85	216.16	16.73	17.52	12.84
P/B	1.89	2.40	3.48	2.90	2.37
EV/EBITDA	22.15	38.00	25.00	16.09	13.01

## 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

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@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
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。