

杉杉股份(600884.SH)

三季度报再超预告上限，双轮驱动业绩持续高增

强烈推荐 (维持)

现价: 42.85 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/32.17%
实际控制人	郑永刚
总股本(百万股)	1,655
流通A股(百万股)	1,655
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	709
流通A股市值(亿元)	709
每股净资产(元)	9.17
资产负债率(%)	56.6

行情走势图



证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@pingan.com.cn
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 010-56800184 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 年三季度报。报告期内实现营业收入 157.12 亿元，同比增长 182.43%；实现归母净利润 27.74 亿元，同比增长 899.29%；实现扣非归母净利润 13.34 亿元，同比增长 1837.72%。

平安观点:

- **利润超预告上限，电解液业绩超预期。** Q3 公司营收 57.65 亿元，环比下降 3%，主要由于 9 月份正极业务出表所致；归母净利润 20.14 亿元，扣非归母净利润 6.11 亿元，环比增长 38%，超出 6 亿元的预告上限。前三季度非经常性损益 14.4 亿元，主要由于期内公司完成出售正极业务 19.6% 的股权获得投资收益，以及对持有剩余股权以丧失杉杉能源控制权日的公允价值重新计量计入的投资收益。Q3 正极受湖南限电影响，贡献归母净利润 0.48 亿元，环比下滑较明显，前三季度正极贡献归母 2.24 亿元，全年贡献利润预计在 3 亿元左右。电解液业务受到六氟价格大幅上涨的带动，Q3 贡献归母净利润 1.9 亿元，前三季度贡献 2.3 亿元，预计全年贡献利润超 4 亿元，业绩大超预期。
- **负极单吨盈利基本维持，限电影响有限。** 我们预计公司 Q3 负极出货 2.5 万吨以上，环比增长超过 15%。三季度公司通过石墨化工艺的调整降低生产电耗，内蒙限电对产量影响有限；内蒙地区电价上调以及外购石墨化价格的上涨对生产成本造成压力，但公司通过产品结构和价格调整，使得单吨净利基本维持。Q3 负极贡献归母约 1.5 亿元，前三季度贡献 3.84 亿元，全年有望贡献 5.5-6 亿元。限电影响存量石墨化产能的开工率和新增产能的建设进度，预计未来一年内石墨化产能将维持紧张态势，价格有望继续上涨，公司受益于石墨化自供率的提升，22 年负极单吨盈利有望改善，石墨化涨价带来的盈利弹性值得关注。
- **偏光片业绩环比提升，具备利润弹性。** Q3 偏光片实现净利润 3.7 亿元，环比增长 15.6%，前三季度实现净利润 8.86 亿元，预计全年贡献净利润 12 亿元以上。21 年偏光片出货预计超 1.2 亿平，22-24 年有望每年 2 条线 0.4-0.5 亿平的新增产能投放，产能较当前翻倍，国产替代有望助力全

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,680	8,216	22,578	24,972	32,517
YOY(%)	-2.0	-5.3	174.8	10.6	30.2
净利润(百万元)	270	138	3,299	4,013	5,388
YOY(%)	-75.8	-48.9	2,290.2	21.7	34.3
毛利率(%)	21.2	18.4	21.0	27.0	27.9
净利率(%)	3.1	1.7	14.6	16.1	16.6
ROE(%)	2.3	1.1	21.2	18.0	19.7
EPS(摊薄/元)	0.16	0.08	1.99	2.43	3.26
P/E(倍)	262.8	513.7	21.5	17.7	13.2
P/B(倍)	6.0	5.7	4.6	3.2	2.6

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；21 年以来公司三个季度的业绩表现持续超预期，市场信心得到进一步修复和增厚。电动车行业的高景气和面板行业的稳定增长给公司提供了发展的战略窗口期，未来石墨化价格的上涨有望对公司业绩产生积极影响。我们维持公司 21-23 年归母净利润预测分别为 33.0/40.1/53.9 亿元，对应 10 月 27 日收盘价 PE 分别为 21.5/17.7/13.2 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) 石墨化产能建设不及预期的风险。目前部分新增石墨化产能的审批放缓，若限电的力度超出预期，将影响公司石墨化产能的释放节奏，对盈利产生负面影响。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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,709	13,989	16,236	21,895
现金	3,083	1,806	1,998	2,601
应收票据及应收账款	3,933	5,134	7,047	10,067
其他应收款	369	674	785	1,151
预付账款	229	742	684	891
存货	1,622	3,908	3,997	5,459
其他流动资产	1,473	1,725	1,725	1,725
非流动资产	13,832	19,798	22,400	24,715
长期投资	2,751	3,101	3,751	4,501
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
资产总计	24,541	33,787	38,636	46,610
流动负债	6,850	12,001	9,430	11,393
短期借款	2,597	5,105	3,919	5,470
应付票据及应付账款	2,796	3,908	3,248	3,533
其他流动负债	1,457	2,989	2,264	2,390
非流动负债	3,783	4,300	4,582	4,793
长期借款	2,673	3,190	3,472	3,683
其他非流动负债	1,110	1,110	1,110	1,110
负债合计	10,633	16,301	14,013	16,187
少数股东权益	1,499	1,907	2,353	3,088
股本	1,628	1,655	2,155	2,155
资本公积	3,600	3,776	6,276	6,276
留存收益	7,180	10,148	13,840	18,905
归属母公司股东权益	12,408	15,578	22,270	27,335
负债和股东权益	24,541	33,787	38,636	46,610

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	329	1,464	2,123	2,896
净利润	205	3,706	4,459	6,123
折旧摊销	575	934	1,298	1,685
财务费用	279	313	364	384
投资损失	-389	-250	-550	-650
营运资金变动	-642	-1,914	-3,440	-4,644
其他经营现金流	301	-1,325	-7	-2
投资活动现金流	662	-5,325	-3,343	-3,348
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	-11,875	-6,593	-6,598
筹资活动现金流	-466	2,584	1,411	1,056
短期借款	-950	2,508	-1,186	1,552
长期借款	1,070	517	282	211
其他筹资现金流	-586	-441	2,314	-707
现金净增加额	519	-1,277	192	604

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,216	22,578	24,972	32,517
营业成本	6,703	17,830	18,238	23,444
税金及附加	49	133	142	190
营业费用	302	452	499	650
管理费用	505	786	749	813
研发费用	393	745	749	976
财务费用	279	313	364	384
资产减值损失	-76	0	0	0
信用减值损失	-129	-90	0	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	250	550	650
资产处置收益	-4	1,450	0	0
营业利润	309	4,080	4,930	6,811
营业外收入	5	107	107	106
营业外支出	50	0	0	0
利润总额	263	4,187	5,037	6,917
所得税	58	480	578	793
净利润	205	3,706	4,459	6,123
少数股东损益	67	408	446	735
归属母公司净利润	138	3,299	4,013	5,388
EBITDA	1,116	5,434	6,699	8,985
EPS (元)	0.08	1.99	2.43	3.26

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-5.3	174.8	10.6	30.2
营业利润(%)	-17.1	1221.3	20.8	38.1
归属于母公司净利润(%)	-48.9	2290.2	21.7	34.3
获利能力				
毛利率(%)	18.4	21.0	27.0	27.9
净利率(%)	1.7	14.6	16.1	16.6
ROE(%)	1.1	21.2	18.0	19.7
ROIC(%)	3.7	18.8	20.5	21.9
偿债能力				
资产负债率(%)	43.3	48.2	36.3	34.7
净负债比率(%)	15.7	37.1	21.9	21.5
流动比率	1.6	1.2	1.7	1.9
速动比率	1.1	0.6	1.0	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	2.1	4.6	3.7	3.3
应付账款周转率	4.1	7.3	8.1	9.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	1.99	2.43	3.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.88	1.28	1.75
每股净资产(最新摊薄)	7.50	9.42	13.46	16.52
估值比率				
P/E	513.7	21.5	17.7	13.2
P/B	5.7	4.6	3.2	2.6
EV/EBITDA	27.6	14.4	11.6	8.9

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