

2022年3月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

聚焦负极+偏光片双主业，步入中长期向上通道

—杉杉股份(600884)动态点评

推荐（首次）

事件

分析师：尹斌
执业证书编号：S1050521120003
邮箱：yinb@cfsc.com.cn

分析师：黎江涛
执业证书编号：S1050521120002
邮箱：lijt@cfsc.com.cn

杉杉股份（600884）发布公告：1-2月实现收入32亿元/yoy+44%，实现归母净利润5.66亿元/yoy+313%。

投资要点

■ 聚焦负极+偏光片双主业，长期发展逻辑理顺

公司精简业务，出售服装、正极等业务，聚焦负极、偏光片双主业，长期发展逻辑理顺。我们认为，公司负极业务有望享受行业红利，实现高速增长，而偏光片业务有望稳健增长，长期空间仍佳。

强化负极一体化布局，产能积极扩张。公司当前负极有效产能18万吨，石墨化产能9.4万吨，较2021年新增内蒙包头6万吨负极产能及5.2万吨石墨化产能。公司2021年石墨化自给率约35%，预计2022年将提升至50%以上。公司在彭山拟投资80亿元，建设20万吨石墨化一体化产能，其中10万吨一期产能预计在2022H2陆续投产。届时公司负极产能将提升至28万吨，石墨化产能将提升至19.4万吨。我们预计公司2021年负极销量约10万吨，2022年负极销量有望达18万吨。

偏光片方面，公司现有产能1.5亿平方米，在建产能6条，包括广州2条，张家港2条，绵阳2条，合计产能达约3亿平方米。

■ 业绩表现抢眼，迈入中长期向上通道

客户方面，公司负极客户包括ATL、CATL、LGC、亿纬、冠宇、比亚迪等，客户优质，长期成长可期。偏光片方面，公司客户包括京东方、LG、华星光电等，覆盖全球主流客户群体。公司2021年预计实现归母净利润31亿元-34亿元，同比大增21倍-24倍，预计实现扣非归母净利润17亿元-19亿元，我们预计2021年公司偏光片实现利润约12亿，负极约6亿。公司1-2月实现收入32亿元/yoy+40%，实现归母净利润5.66亿元/yoy+313%，表现抢眼。

我们认为，公司客户优质，负极及偏光片地位凸显，公司资本开支积极，业绩有望维系中高速增长。

■ 推出股权激励计划，彰显长期发展信心

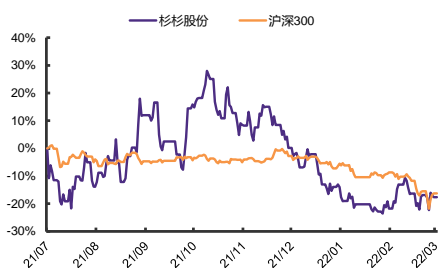
公司推出股权激励计划，拟授予7000万股，其中4900万股股

基本数据

2022-03-20

当前股价（元）	27.57
总市值（亿元）	590.8
总股本（百万股）	2,142.9
流通股本（百万股）	1,654.5
52周价格范围（元）	12.72-44.3
日均成交额（百万元）	1,479.7

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

票期权及2100万股限制性股票，股票期权授予价格为28.18元/股，限制性股票授予价格为14.09元/股。首次授予对象包括负极部门260人，偏光片业务部门185人，合计445人，占2021年底员工的7.44%。业绩考核方面，以2021年为基数，2022/2023/2024/2025年收入增长分别不低于30%/75%/130%/165%。分部门考核来看，偏光片部门要求以2021年为基数，2022/2023/2024/2025年收入增长分别为17%/44%/72%/84%，净利润增长分别为14%/30%/50%/67%；负极部门要求以2021年为基数，2022/2023/2024/2025年收入增长分别为80%/170%/300%/390%，净利润增长分别为65%/165%/300%/450%。

整体而言，公司股权激励考核目标清晰，2022-2024年偏光片+负极利润CAGR约30%，成长性好。公司重视人才，对员工激励力度大，留住优秀员工。我们认为，公司聚焦偏光片与负极双主业，产能、客户、技术、员工激励等多维保障公司长期发展向好。

■ 盈利预测

预计2021/2022/2023年公司归母净利润分别为33/31/41亿元，eps为1.53/1.45/1.91元，对应PE分别为18/19/14倍。基于公司卡位优质赛道，聚焦偏光片+负极双主业，我们看好公司中长期向上的发展机会，给予“推荐”评级。

■ 风险提示

政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格不及预期；竞争格局恶化风险；产能扩张及消化不及预期。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	8,216	20,329	21,489	28,379
增长率（%）	-5.3%	147.4%	5.7%	32.1%
归母净利润（百万元）	138	3,284	3,110	4,101
增长率（%）	-48.9%	2279.4%	-5.3%	31.9%
摊薄每股收益（元）	0.08	1.53	1.45	1.91
ROE（%）	1.0%	16.4%	13.7%	15.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	8,216	20,329	21,489	28,379
现金及现金等价物	3,083	4,372	5,372	4,449	营业成本	6,703	15,120	15,886	21,151
应收款	3,824	9,462	10,002	13,209	营业税金及附加	49	67	71	94
存货	1,622	3,675	3,862	5,141	销售费用	302	407	430	568
其他流动资产	2,180	5,170	5,460	7,182	管理费用	505	813	860	851
流动资产合计	10,709	22,680	24,695	29,981	财务费用	279	391	363	389
非流动资产：					研发费用	393	712	645	851
金融类资产	88	88	88	88	费用合计	1,479	2,322	2,297	2,659
固定资产	5,823	7,935	8,906	10,312	资产减值损失	-76	-200	-100	-100
在建工程	985	1,485	1,985	1,215	公允价值变动	3	3	3	3
无形资产	841	799	757	717	投资收益	389	2,175	800	800
长期股权投资	2,751	2,751	2,751	2,751	营业利润	309	4,798	3,938	5,178
其他非流动资产	3,432	3,432	3,432	3,432	加：营业外收入	5	5	5	5
非流动资产合计	13,832	16,401	17,830	18,427	减：营业外支出	50	50	50	50
资产总计	24,541	39,081	42,525	48,408	利润总额	263	4,753	3,892	5,133
流动负债：					所得税费用	58	1,259	584	770
短期借款	2,597	4,597	4,597	4,597	净利润	205	3,493	3,309	4,363
应付账款、票据	2,796	6,241	6,995	9,313	少数股东损益	67	210	199	262
其他流动负债	1,431	1,431	1,431	1,431	归母净利润	138	3,284	3,110	4,101
流动负债合计	6,850	12,335	13,092	15,433					
非流动负债：					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	2,673	5,673	5,673	5,673	成长性				
其他非流动负债	1,110	1,110	1,110	1,110	营业收入增长率	-5.3%	147.4%	5.7%	32.1%
非流动负债合计	3,783	6,783	6,783	6,783	归母净利润增长率	-48.9%	2279.4%	-5.3%	31.9%
负债合计	10,633	19,119	19,876	22,216	盈利能力				
所有者权益					毛利率	18.4%	25.6%	26.1%	25.5%
股本	1,628	2,143	2,143	2,143	四项费用/营收	18.0%	11.4%	10.7%	9.4%
股东权益	13,907	19,963	22,649	26,192	净利率	2.5%	17.2%	15.4%	15.4%
负债和所有者权益	24,541	39,081	42,525	48,408	ROE	1.0%	16.4%	13.7%	15.7%
					偿债能力				
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	43.3%	48.9%	46.7%	45.9%
净利润	205	3493	3309	4363	营运能力				
少数股东权益	67	210	199	262	总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6
折旧摊销	545	430	569	632	应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
公允价值变动	3	3	3	3	存货周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
营运资金变动	-492	-7197	-258	-3869	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	329	-3060	3821	1390	EPS	0.08	1.53	1.45	1.91
投资活动现金净流量	662	-2612	-1471	-636	P/E	325.2	18.0	19.0	14.4
筹资活动现金净流量	297	7562	-622	-820	P/S	5.5	2.9	2.7	2.1
现金流量净额	1,289	1,890	1,728	-66	P/B	3.6	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 新能源汽车组介绍

尹斌：理学博士，新能源首席。4年实业+5年证券+1年基金从业经验，曾先后任职于比亚迪、中泰证券、东吴证券、博时基金、国海证券。作为核心成员之一，多次获得新财富、水晶球最佳分析师称号。2021年加入华鑫证券，目前主要覆盖锂动力电池、燃料电池、储能及相关上市公司及新能源汽车相关产业链研究。

黎江涛：上海财经大学数量经济学硕士，1年知名PE从业经历，4年证券从业经验，2021年加入华鑫证券，从事新能源汽车及上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。