

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 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

相关研究

《杉杉股份点评:“锂”阔凭鱼跃,“偏”高任鸟飞》2022.02.24

《杉杉股份点评:锂电正极:携手巴斯夫,走向全球化》2021.05.21

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

双龙头布局成效显著, 负极材料以稀为贵

2022年03月29日

事件: 公司发布 2022 年一季度业绩预告, 实现归属于上市公司股东的净利润为 7.5 亿元至 8.5 亿元, 同比增长 148%至 181%; 扣非净利润为 5.6 亿元至 6 亿元, 同比增长 99%至 113%。

点评:

- **锂电、偏光片业绩各占一半, 双龙头布局成效显著。** 根据我们测算, 公司 Q1 业绩中, 偏光片业务贡献 3-4 亿, 锂电业务贡献 3-4 亿。锂电业务中负极业务贡献 1.6-1.8 亿, 其他锂电材料贡献 2 亿左右。投资收益系出售永杉锂业约 1-1.5 亿, 锂电业务板块均实现高速增长, 锂电材料航母再次起航, 偏光片业务稳定增长。
- **负极材料高端化抵御成本上升, 石墨化产能投放后盈利能力有望提升。** 公司凭借领先的技术和优质的产品, 市场份额不断提升, 产品目前供不应求。同时近期由于石油涨价, 预计拉动负极原材料上涨约 40%, 叠加负极石墨化供应紧张, 一季度成本急剧提升的情况下, 公司依靠高端产品的溢价和成本管控, 实现了盈利能力的稳定。随着二季度公司包头项目投产, 石墨化自供率将显著提升, 有望实现量价齐升。长期而言, 四川一体化项目加速推进, 有望保障公司石墨化自供率不断提升和未来出货量的持续高增。正极业务引入全球化学材料巨头巴斯夫后积极拓展海外业务, 动力业务进展顺利, 盈利能力显著提升。
- **偏光片业务体现出极强的稳定性, 价值有望重估。** 公司偏光片利润稳中有升, 在 Q1 贡献巨大增量。偏光片近半年以来在下游需求出现回落时, 并未出现较大的盈利波动, 体现出龙头具备的高议价能力, 公司规划在绵阳新增两条产线, 随着新增产线的逐步投产, 偏光片份额有望进一步提升, 随着规模效应及税率变化, 未来利润稳中有升, 我们预计随着公司产品不断丰富, 估值水平有望不断提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年营收分别是 204.64、203.58、271.41 亿元, 同比增长 149.1%、-0.5%、33.3%; 归母净利润分别是 32.83、34.64、45.49 亿元, 同比增长 2278.7%、5.5%和 31.3%。盈利预测的上调是基于永杉锂业出售投资收益。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 17.5、16.5 和 12.6 倍, 维持“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; 新技术开发的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	8,680	8,216	20,464	20,358	27,141
增长率 YoY %	-2.0%	-5.3%	149.1%	-0.5%	33.3%
归属母公司净利润 (百万元)	270	138	3,283	3,464	4,549
增长率 YoY%	-75.8%	-48.9%	2278.7%	5.5%	31.3%
毛利率%	21.2%	18.4%	23.7%	28.9%	29.1%
净资产收益率ROE%	2.3%	1.1%	20.3%	17.6%	18.8%
EPS(摊薄)(元)	0.13	0.06	1.53	1.62	2.12
市盈率 P/E(倍)	107.30	279.97	17.46	16.54	12.60
市净率 P/B(倍)	2.45	3.11	3.54	2.91	2.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	9,845	10,709	19,288	18,475	22,674	
货币资金	2,307	3,083	6,871	5,854	6,358	
应收票据	44	78	194	193	257	
应收账款	2,972	3,377	4,485	5,020	6,692	
预付账款	404	229	780	724	962	
存货	1,289	1,622	3,635	3,370	4,479	
其他	2,829	2,320	3,323	3,313	3,926	
非流动资产	15,171	13,832	15,732	17,655	19,786	
长期股权投资	2,658	2,751	2,751	2,751	2,751	
固定资产（合计）	4,782	5,823	7,080	8,353	9,736	
无形资产	747	841	1,003	1,131	1,276	
其他	6,984	4,417	4,899	5,421	6,023	
资产总计	25,016	24,541	35,020	36,130	42,460	
流动负债	8,579	6,850	12,252	8,859	9,715	
短期借款	3,547	2,597	4,252	1,330	-207	
应付票据	1,077	1,177	2,352	2,181	2,898	
应付账款	1,549	1,619	3,335	3,172	4,215	
其他	2,406	1,457	2,314	2,175	2,809	
非流动负债	2,816	3,783	4,854	5,710	6,395	
长期借款	1,603	2,673	3,744	4,600	5,285	
其他	1,213	1,110	1,110	1,110	1,110	
负债合计	11,395	10,633	17,106	14,569	16,110	
少数股东权益	1,798	1,499	1,709	1,891	2,131	
归属母公司股东权益	11,823	12,408	16,206	19,670	24,219	
负债和股东权益	25,016	24,541	35,020	36,130	42,460	

重要财务指标	单位:百万元				
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,680	8,216	20,464	20,358	27,141
同比(%)	-2.0%	-5.3%	149.1%	-0.5%	33.3%
归属母公司净利润	270	138	3,283	3,464	4,549
同比(%)	-75.8%	-48.9%	2278.7%	5.5%	31.3%
毛利率(%)	21.2%	18.4%	23.7%	28.9%	29.1%
ROE(%)	2.3%	1.1%	20.3%	17.6%	18.8%
EPS（摊薄）（元）	0.13	0.06	1.53	1.62	2.12
P/E	107.30	279.97	17.46	16.54	12.60
P/B	2.45	3.11	3.54	2.91	2.37
EV/EBITDA	22.15	38.00	18.73	13.61	10.16

利润表	单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,680	8,216	20,464	20,358	27,141
营业成本	6,839	6,703	15,607	14,473	19,231
营业税金及附加	46	49	122	122	162
销售费用	493	302	409	407	543
管理费用	489	505	819	814	1,086
研发费用	412	393	716	713	950
财务费用	272	279	369	372	283
减值损失合计	-87	-76	-126	-120	-157
投资净收益	217	389	1,944	651	706
其他	114	11	238	301	199
营业利润	373	309	4,477	4,290	5,634
营业外收支	-19	-46	0	0	0
利润总额	353	263	4,477	4,290	5,634
所得税	-22	58	985	644	845
净利润	375	205	3,492	3,647	4,789
少数股东损益	105	67	210	182	239
归属母公司净利润	270	138	3,283	3,464	4,549
EBITDA	868	838	3,137	4,239	5,547
EPS（当年）（元）	0.13	0.06	1.53	1.62	2.12

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	886	329	1,041	2,880	3,352
净利润	375	205	3,492	3,647	4,789
折旧摊销	467	575	347	409	378
财务费用	278	382	398	418	330
投资损失	-217	-389	-1,944	-651	-706
营运资金变动	-176	-642	-1,153	-777	-1,437
其它	158	198	-99	-165	-2
投资活动现金流	-1,033	662	-95	-1,414	-1,666
资本支出	-1,891	-610	-2,234	-2,219	-2,497
长期投资	745	2,156	0	0	0
其他	114	-884	2,139	805	831
筹资活动现金流	79	-466	2,842	-2,483	-1,183
吸收投资	2	10	515	0	0
借款	610	78	2,725	-2,065	-852
支付利息或股息	-570	-556	-398	-418	-330
现金净增加额	-66	519	3,788	-1,017	503

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，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。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	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
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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都不曾与，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。

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

评级说明

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。