

## 杉杉股份（600884）

### 2021 年报点评：负极业务量利齐升，聚焦主业发展轻装上阵

买入（维持）

2022 年 04 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	20,699	20,672	25,889	32,214
同比	151.94	-0.13	25.23	24.43
归属母公司净利润（百万元）	3,340	3,360	4,316	5,408
同比	2,320.00	0.61	28.46	25.29
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.56	1.57	2.01	2.52
P/E（现价&最新股本摊薄）	16.00	15.91	12.38	9.88

#### 投资要点

■ **2021 年公司归母净利润 33.4 亿元，同比+2320%，业绩预告偏上线，符合市场预期。**2021 年公司营收 206.99 亿元，同比增长 151.94%；归母净利润 33.4 亿元，同比增长 2320%，此前业绩预告全年归母净利润 31-33.9 亿元，符合市场预期；扣非归母净利润 18.85 亿元，同比增长 1251.1%；2021 年毛利率为 25.03%，同比增加 6.61pct；净利率为 17.25%，同比增加 14.75pct。2021Q4 公司归母净利润 5.66 亿元，环比下滑系计提资产减值损失所致。2022Q1 公司预计归母净利润 7.5-8.5 亿元，同比大幅增长 148%-181%，符合市场预期。

■ **负极业务出货 10 万吨，量利齐升，2022 年预计维持高增长。**公司 2021 年出货 10.1 万吨，同比大增 71%，其中 Q4 预计出货 3 万吨左右，环比进一步提升。公司包头二期 6 万吨负极产能试生产，预计 2022Q3 达产，我们预计公司 2022Q1 出货 2.5 万吨左右，2022 年全年出货目标 16-18 万吨，同比增长 60%+。盈利情况来看，公司全年单吨净利 0.6 万/吨，同比增长 65%，盈利能力明显改善，2022 年 Q1 单吨利润预计环比微增至 0.6-0.65 万/吨；公司 2021 年下半年开始陆续涨价，我们预计 2022 年随着石墨化一体化比例提升，公司单吨盈利有望进一步提升。

■ **负极产能扩张加速，一体化布局再完善。**公司现有负极产能 12 万吨，石墨化产能 4.2 万吨，目前包头二期 6 万吨负极产能、5.2 万吨石墨化产能预计 2022 年 Q3 达产，此外公司规划 20 万吨眉山一体化产能基地，其中一期 10 万吨预计 2022 年年底试投产。公司预计 2022 年年底公司负极材料产能将达到 20 万吨，石墨化产能超过 10 万吨。我们预计公司 2022 年负极出货有望达 16-18 万吨，同比增长 60%+。

■ **偏光片业务收购后运转良好，为公司贡献稳定利润增量。**2021 年 2-12 月，公司偏光片销量 1.1 亿平方米，实现主营业务收入 99.4 元，净利润 11.97 亿元。公司陆续在广州、张家港、四川绵阳地区开展偏光片前端生产线的扩产计划。2022 年我们预计偏光片贡献归母净利润 15-16 亿元，同比增长 30%左右。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司产能扩张加速，我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 32.7/42.73 亿元上调至 33.6/43.16 亿元，预计 2024 年归母净利润 54.08 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.57/2.01/2.52 元，同比增长 1%/28%/25%。当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 16x/12x/10x，给予 2022 年 25xPE，对应目标价 39.25 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期、偏光片产能投产不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	24.94
一年最低/最高价	14.89/42.85
市净率(倍)	2.82
流通 A 股市值(百万元)	41,263.66
总市值(百万元)	53,444.42

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.83
资产负债率(%，LF)	51.97
总股本(百万股)	2,142.92
流通 A 股(百万股)	1,654.52

#### 相关研究

《杉杉股份(600884)：锂电材料先行者，聚焦负极+偏光片重启航》

2022-03-24

《杉杉股份(600884)：负极盈利大幅提升，正极短期承压》

2019-08-23

2021 年公司归母净利润 33.4 亿元, 同比+2320%, 业绩预告偏上线, 符合市场预期。

2021 年公司营收 206.99 亿元, 同比增长 151.94%; 归母净利润 33.4 亿元, 同比增长 2320%, 此前业绩预告全年归母净利润 31-33.9 亿元, 符合市场预期; 扣非归母净利润 18.85 亿元, 同比增长 1251.1%; 2021 年毛利率为 25.03%, 同比增加 6.61pct; 净利率为 17.25%, 同比增加 14.75pct。

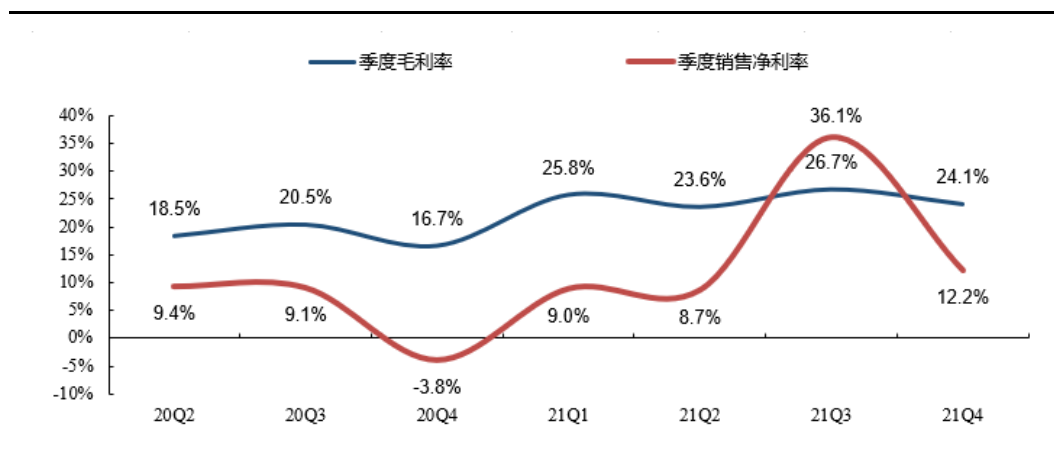
2021Q4 公司归母净利润 5.66 亿元, 环比下滑系计提资产减值损失所致。2021 年 Q4 公司实现营收 49.88 亿元, 同比+88.01%, 环比-13.48%; 归母净利润 5.66 亿元, 同比扭亏为盈, 环比-71.92%, 扣非归母净利润 5.51 亿元, 同比扭亏为盈, 环比-9.78%。盈利能力方面, Q4 毛利率为 24.12%, 同比+7.38pct, 环比-2.62pct; 归母净利率 11.34%, 同比+16.6pct, 环比-23.6pct; Q4 扣非净利率 11.05%, 同比+19.82pct, 环比-0.45pct。

图1: 公司分季度业绩拆分情况

	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3
营业收入(百万)		4,987.7	5,765.1	5,947.4	3,999.3	2,652.9	2,352.6
-同比		88.01%	145.05%	199.16%	227.17%	22.52%	13.47%
毛利率		24.12%	26.74%	23.63%	25.78%	16.74%	20.47%
归母净利润(百万)	750-850	565.7	2,014.3	457.4	302.3	-139.6	177.5
-同比	148%-181%	扭亏为盈	1034.67%	148.88%	扭亏为盈	678.51%	158.22%
归母净利率		11.34%	34.94%	7.69%	7.56%	-5.26%	7.55%
扣非归母净利润(百万)	560-600	551.1	610.8	442.27	281.24	-232.64	96.06
-同比	99%-113%	扭亏为盈	535.79%	607.96%	扭亏为盈	-340.23%	84.06%
扣非归母净利率		11.05%	10.59%	7.44%	7.03%	-8.77%	4.08%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2022Q1 公司预计归母净利润 7.5-8.5 亿元, 同比大幅增长 148%-181%, 符合市场预期。根据公司业绩预告, 公司预计 2022Q1 实现归母净利润 7.5-8.5 亿元, 同比大幅增

长 148%-181%，环比增长 33%-50%，实现扣非归母净利润 5.6-6 亿元，同比增长 99%-113%，环比增长 2%-9%。公司业绩预增主要原因包括新能源汽车行业景气度持续提升，公司产品供不应求，负极材料产销量及经营业绩同比增长；偏光片业务 2021 年 2 月并表后稳定发展带来业绩贡献；公司出售湖南永杉锂业 100%股权取得相应投资收益。

图3：公司业务拆分

	2021						2021H2			2021H1	
	营业收入 (亿元)	同比	净利润	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	环比	净利润	营业收入 (亿元)	净利润
负极材料	41.40	64.42%	6.01	182.87%	28.62%	2.25pct	24.94	51.5%	3.36	16.46	2.64
偏光片	99.44	-	11.97	-	24.59%	-	53.69	17.4%	6.83	45.75	5.15
电解液	13.70	149.59%	4.34	扭亏为盈	47.55%	37.02pct	10.88	285.3%	3.85	2.82	0.50
正极材料	36.15	-	3.04	-	17.88%	-	8.70	-68.3%	0.48	27.45	2.57
其他	12.95	8.64%	-	-	-	-	7.97	60.2%	-	4.98	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司主要控股参股公司

公司名称	主营业务	持股比例	2021			2021H2			2021H1	
			营业收入 (亿元)	营收- 同比	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	营收- 环比	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
杉金光电（南京）	偏光片	100%	42.36	-	3.49	8.04	-77%	0.24	34.31	3.25
杉金光电（广州）	偏光片	100%	73.55	-	7.75	55.57	209%	5.89	17.97	1.86
杉金光电（北京）	偏光片	100%	4.51	-	0.22	2.90	80%	0.18	1.61	0.04
宁波杉杉新材料	负极材料	90%	21.33	11%	3.44	12.22	34%	3.19	9.11	0.25
郴州杉杉新材料	负极材料	90%	14.88	1391%	0.94	13.85	1250%	0.86	1.03	0.08
上海杉杉新材料	负极材料	90%	36.07	826%	1.80	25.33	136%	1.36	10.74	0.45
内蒙古杉杉新材料	负极材料	90%	2.77	162%	0.55	1.67	51%	0.36	1.10	0.19
上海杉杉锂电	负极材料	90%	0.00	-	3.00	0.00	-	3.00	0.00	0.00
湖州杉杉新能源	负极材料	90%	5.82	48%	0.13	3.25	26%	0.06	2.57	0.07
上海杉杉科技	负极材料	90%	14.88	-38%	0.94	5.35	-44%	0.35	9.52	0.59
福建杉杉科技	负极材料	90%	6.38	59%	0.57	3.40	14%	0.17	2.98	0.40
内蒙古杉杉科技	负极材料	90%	19.16	124%	1.38	11.60	54%	0.81	7.55	0.57
东莞杉杉	电解液	100%	5.14	158%	0.69	4.15	323%	0.51	0.98	0.18
杉杉新材料(衢州)	电解液	82%	11.11	162%	3.76	8.97	318%	3.42	2.14	0.33
宁波尤里卡	太阳能	90%	10.36	51%	-0.15	6.07	42%	-0.02	4.29	-0.13
巴斯夫杉杉	正极材料	49%	62.23	15%	4.96	22.46	-44%	2.30	39.76	2.65
浙江稠州商行	商业银行	7%	75.98	10%	18.47	42.59	28%	9.64	33.39	8.83

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

负极材料和偏光片业务贡献主要业绩，电解液业务同比扭亏为盈。分业务来看，2021 年负极材料营收 41.4 亿元，同比+64%，净利润 6.01 亿元，同比+182.87%，毛利率 28.62%，同比+2.25pct，销售均价为 4.63 万元/吨（含税价），同比-4%；偏光片 2-12 月营收 99.44 亿元，净利润 11.97 亿元，毛利率 24.59%；电解液 13.70 亿元，同比+150%，净利润 4.34 亿元，同比大幅扭亏为盈，毛利率 47.55%，同比+37.02pct，销售均价为 8.86 万元/吨（含税价），同比+184%；正极材料 1-8 月营收 36.15 亿元，毛利率 17.88%，销售均价为 18.7 万元/吨（含税价），同比+29%。分子公司来看，2021 年杉杉光电南京、广州公司（偏光

片业务)营业收入分别为 42.36/73.55 亿元,贡献净利 3.49/7.75 亿元;宁波杉杉新材料、上海杉杉新材料、上海杉杉锂电、内蒙古杉杉科技(负极材料)营收分别为 21.33/36.07/0/19.16 亿元,贡献净利 3.44/1.8/3/1.38 亿元;杉杉新材料衢州公司(电解液)营收 11.11 亿元,贡献净利 3.76 亿元;巴斯夫杉杉(正极材料)营收 62.23 亿元,贡献净利 4.96 亿元。

**负极业务出货 10 万吨,量利齐升,2022 年预计维持高增长。**公司 2021 年出货 10.1 万吨,同比大增 71%,其中 Q4 预计出货 3 万吨左右,环比进一步提升。公司包头二期 6 万吨负极产能试生产,预计 2022Q3 达产,我们预计公司 2022Q1 出货 2.5 万吨左右,随着新增产能释放,2022 年全年出货目标 16-18 万吨,同比增长 60%+。盈利情况来看,公司全年单吨净利 0.6 万/吨,同比增长 65%,盈利能力明显改善,2022 年 Q1 单吨利润预计环比微增至 0.6-0.65 万/吨;公司 2021 年下半年开始陆续涨价,传导石墨化涨价及电费上涨带来的成本上涨,我们预计 2022 年盈利弹性将进一步体现,且随着石墨化一体化比例提升,公司单吨盈利有望进一步提升。

图5: 2021 年公司各类产品产销量及库存

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量同比	销售量同比	库存量同比
负极材料	万吨	10.18	10.10	0.84	65.74%	71.27%	9.93%
偏光片	亿平方米	1.22	1.13	0.09	-	-	-
电解液	万吨	1.71	1.75	0.04	-13.13%	-12.20%	-45.94%
正极材料	万吨	2.21	2.18	0.28	-	-	-

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

**负极产能扩张加速,一体化布局再完善。**公司现有负极产能 12 万吨,石墨化产能 4.2 万吨,目前包头二期 6 万吨负极产能、5.2 万吨石墨化产能预计 2022 年 Q3 达产,达产公司预计实现 18 万吨负极产能及 9.4 万吨石墨化产能,自供比例由 35%提升至 50%+,此外公司规划 20 万吨眉山一体化产能基地,其中一期 10 万吨预计 2022 年年底前试投产,随着眉山项目一期石墨化产能的投放,公司石墨化自给率水平将进一步提升。公司预计 2022 年年底公司负极材料产能将达到 20 万吨,石墨化产能超过 10 万吨,公司的规模优势将进一步突显。随着新增产能释放,我们预计公司 2022 年负极出货有望达 16-18 万吨,同比增长 60%+。

**引入宁德、比亚迪、ATL 等战投,深度绑定龙头客户,新技术加速推进。**公司与全球主流锂电池制造商建立了长期稳定的合作关系,如 CATL、LGES、ATL、比亚迪、冠宇、孚能等。此外,公司公告问鼎投资(宁德时代全资子公司)、比亚迪、ATL、中国石油集团昆仑资本签署战略投资协议,对上海杉杉进行增资,增资金额合计 30.5 亿元,深度绑定下游大客户;增资完成后,公司对上海杉杉股权比例将由原来的 89.99%变更为 87.08%。此外,公司主打快充类产品竞争力强劲,实现快速放量,出货占比提高至约 50%,



液相包覆技术助推高容量兼顾快充类负极材料出货占比持续提升，硅氧负极实现百吨级销售，已经完成了第二代硅氧产品的量产，正在进行第三代硅氧产品和新一代硅碳产品的研发，2022 年有望迎来规模放量。

**电解液业务顺利扭亏，正极业务量利齐升，股权已交割完毕。**1) 2021 年公司电解液销售 1.7 万吨，同比下降 12%，主要系添加剂 VC 等供应紧张，公司电解液产量受到限制，单位售价 8.9 万/吨（含税），同比大幅上涨主要系六氟涨价所致。盈利情况来看，公司电解液业务实现归母净利 3.7 亿元，顺利扭亏，对应单吨净利 2.5 万/吨，盈利大幅提升。公司现有六氟产能 2000 吨，公司已经启动新建 2000 吨六氟磷酸锂产能项目，将有效提升公司电解液的原料供应水平。2) 2021 年 1-8 月公司正极材料销售 2.2 万吨，对应单吨售价 18.7 万元/吨（含税），同比大幅上涨，单吨净利 1.4 万/吨，21 年 9 月起不再纳入公司合并报表。

**偏光片业务收购后运转良好，为公司贡献稳定利润增量。**2021 年 2-12 月，公司偏光片销量 1.1 亿平方米，实现主营业务收入 99.4 元，实现净利润 11.97 亿元。公司陆续在广州、张家港、四川绵阳地区开展偏光片前端生产线的扩产计划。其中广州产线设备已基本安装完毕，目前处于试生产阶段；张家港产线与四川绵阳产线正在按计划有序推进，其中四川绵阳产线将成为中国西部地区首个偏光片前端工程生产线，将有助于配套西部地区面板厂商的产能需求。2022 年我们预计偏光片可实现稳定增长，贡献归母净利润 15-16 亿元，同比增长 30%左右。

**其他新能源业务逐渐剥离，投资业务获得稳定现金收益。**1) 截止 4 月 19 日，富银融资租赁（深圳）股份有限公司的剩余股权已完成出售；报告期内，储能业务运维平台公司的股权处置已完成；充电桩业务已达成收购意向；期后，光伏组件资产及业务已与买方签订战略框架合作协议，对方已支付意向金，并按计划推进中。2) 投资业务，公司持有有稠州银行 24,726 万股，占稠州银行总股本的 7.06%，长期股权投资收益为 1.2 亿元，计提长期股权投资减值准备 0.57 亿元；洛阳钼业股利收入 495 亿元；宁波银行股权报告期内售出。

**费用控制良好，受会计政策调整影响期间费用率同比大幅下降。**2021 年公司期间费用合计 22.29 亿元，同比增长 50.65%，费用率为 10.77%，同比-7.24pct。2021Q4 期间费用合计 2.06 亿元，同比-49.22%，环比-72.8%，期间费用率为 4.14%，同比-11.18pct，环比-9.02pct；销售费用-0.99 亿元，销售费用率-1.98%，同比-2.18pct，环比-3.83pct，主要系公司执行会计政策变更将运输成本从销售费用调整至营业成本所致；管理费用 0.38 亿元，管理费用率 0.76%，同比-7.6pct，环比-3.48pct；财务费用 1.02 亿元，财务费用率 2.05%，同比-1.44pct，环比-1.59pct；研发费用 1.65 亿元，研发费用率 3.31%，同比增 0.05pct，环比-0.12pct。公司 2021Q4 计提资产减值损失 3.88 亿元，主要系存货跌价准备、固定资产减值准备、长期股权投资减值准备（稠州银行股权）、在建工程减值准备（充电站项目），计提信用减值损失 1.14 亿元。

图6: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
销售费用	67.44	5.41	123.40	73.15	106.85	-98.78
-销售费用率	2.87%	0.20%	3.09%	1.23%	1.85%	-1.98%
管理费用	108.69	221.89	225.52	145.95	244.57	38.08
-管理费用率	4.62%	8.36%	5.64%	2.45%	4.24%	0.76%
研发费用	127.59	86.43	149.63	203.41	197.65	164.94
-研发费用率	5.42%	3.26%	3.74%	3.42%	3.43%	3.31%
财务费用	65.99	92.54	134.09	208.50	209.48	102.06
-财务费用率	2.80%	3.49%	3.35%	3.51%	3.63%	2.05%
期间费用	369.70	406.27	632.64	631.02	758.55	206.30
-期间费用率	15.71%	15.31%	15.82%	10.61%	13.16%	4.14%
资产减值损失	0.00	-75.92	0.66	5.19	-5.85	-388.07
信用减值损失	-10.89	-89.13	-16.35	-146.19	9.77	-113.74

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**在手现金充裕, 收购 LCD 偏光片业务导致经营性现金流下滑。**2021 年公司存货为 30.43 亿元, 较年初增长 87.61%; 应收账款 39.59 亿元, 较年初增长 17.24%; 期末公司合同负债 1.12 亿元, 较年初增长 99.34%。2021 年公司经营活动净现金流净额为-3.64 亿元, 同比-210.69%, 主要是由于公司报告期内完成 LCD 偏光片业务收购导致经营性现金流净额为-5.68 亿元, 若加回, 则 2021 年经营性现金流净额为 2.04 亿元; 投资活动净现金流净额为-35.4 亿元, 同比-634.69%, 主要系报告期内收购 LCD 偏光片业务支付 59.73 亿元, 转让杉杉能源收到转让款 17.03 亿元; 账面现金为 92.95 亿元, 较年初增长 201.46%, 主要系公司报告期内非公开发行股票募资 30.34 亿元; 短期借款 43.39 亿元, 较年初增长 67.09%。

**盈利预测与投资建议:** 考虑公司产能扩张加速, 我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 32.7/42.73 亿元上调至 33.6/43.16 亿元, 预计 2024 年归母净利润 54.08 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 为 1.57/2.01/2.52 元, 同比增长 1%/28%/25%。当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 16x/12x/10x, 给予 2022 年 25xPE, 对应目标价 39.25 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 电动车销量不及预期、偏光片产能投产不及预期。

杉杉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>18,978</b>	<b>14,550</b>	<b>17,985</b>	<b>22,553</b>	<b>营业总收入</b>	<b>20,699</b>	<b>20,672</b>	<b>25,889</b>	<b>32,214</b>
货币资金及交易性金融资产	9,295	5,168	6,482	8,502	营业成本(含金融类)	15,519	15,135	19,022	23,637
经营性应收款项	5,476	5,322	6,612	8,171	税金及附加	72	72	90	112
存货	3,043	2,903	3,648	4,533	销售费用	205	165	202	245
合同资产	0	0	0	0	管理费用	654	620	751	870
其他流动资产	1,164	1,157	1,242	1,346	研发费用	716	662	803	966
<b>非流动资产</b>	<b>21,311</b>	<b>22,625</b>	<b>23,792</b>	<b>24,864</b>	财务费用	654	380	282	226
长期股权投资	6,325	6,335	6,345	6,355	加:其他收益	105	83	104	129
固定资产及使用权资产	8,821	9,676	10,604	11,187	投资净收益	2,389	724	673	580
在建工程	2,022	2,422	2,622	3,022	公允价值变动	4	0	10	10
无形资产	1,627	1,667	1,687	1,757	减值损失	-655	-309	-212	-217
商誉	915	925	935	945	资产处置收益	-24	21	26	32
长期待摊费用	103	103	102	101	<b>营业利润</b>	<b>4,699</b>	<b>4,156</b>	<b>5,340</b>	<b>6,692</b>
其他非流动资产	1,497	1,497	1,497	1,497	营业外净收支	-24	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>40,288</b>	<b>37,175</b>	<b>41,777</b>	<b>47,417</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,674</b>	<b>4,161</b>	<b>5,345</b>	<b>6,697</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,309</b>	<b>6,888</b>	<b>7,333</b>	<b>7,765</b>	减:所得税	1,104	624	802	1,005
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,963	1,919	1,134	100	<b>净利润</b>	<b>3,570</b>	<b>3,537</b>	<b>4,544</b>	<b>5,693</b>
经营性应付款项	3,572	3,484	4,379	5,441	减:少数股东损益	231	177	227	285
合同负债	112	30	38	47	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,340</b>	<b>3,360</b>	<b>4,316</b>	<b>5,408</b>
其他流动负债	1,661	1,454	1,782	2,177	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.56	1.57	2.01	2.52
非流动负债	7,629	7,629	7,629	7,629	EBIT	3,534	4,018	5,022	6,384
长期借款	3,370	3,370	3,370	3,370	EBITDA	4,609	4,976	6,205	7,642
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.03	26.78	26.52	26.62
租赁负债	1,109	1,109	1,109	1,109	归母净利率(%)	16.13	16.25	16.67	16.79
其他非流动负债	3,150	3,150	3,150	3,150	收入增长率(%)	151.94	-0.13	25.23	24.43
<b>负债合计</b>	<b>20,938</b>	<b>14,517</b>	<b>14,962</b>	<b>15,394</b>	归母净利润增长率(%)	2,320.00	0.61	28.46	25.29
归属母公司股东权益	18,928	22,059	25,989	30,912					
少数股东权益	422	599	826	1,111					
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,350</b>	<b>22,658</b>	<b>26,815</b>	<b>32,023</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>40,288</b>	<b>37,175</b>	<b>41,777</b>	<b>47,417</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-364	4,076	4,412	5,477	每股净资产(元)	8.83	10.29	12.13	14.43
投资活动现金流	-3,540	-1,523	-1,646	-1,713	最新发行在外股份(百万股)	2,143	2,143	2,143	2,143
筹资活动现金流	10,047	-6,680	-1,462	-1,754	ROIC(%)	10.53	11.23	13.89	15.72
现金净增加额	6,116	-4,127	1,304	2,010	ROE-摊薄(%)	17.64	15.23	16.61	17.49
折旧和摊销	1,075	957	1,183	1,258	资产负债率(%)	51.97	39.05	35.81	32.47
资本开支	-1,343	-2,234	-2,309	-2,283	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.00	15.91	12.38	9.88
营运资本变动	-4,208	-165	-1,343	-1,587	P/B (现价)	2.82	2.42	2.06	1.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

