

业绩符合预期，一体化布局驱动增长

——杉杉股份（600884）点评报告

增持(维持)

2022 年 04 月 22 日

报告关键要素：

4 月 20 日，公司发布 2021 年年度报告：2021 年公司营收及净利润实现大幅增长，营业收入实现 206.99 亿元，同比增长 151.94%；归母净利润达到 33.40 亿元，同比增长 2320%；扣非归母净利润达到 18.85 亿元，同比扭亏为盈；每股收益 2.04 元，同比增长 2003.09%。业绩符合市场预期，未来有望保持高速增长。

投资要点：

负极业务满产满销，盈利能力有望提升：2021 年下游需求旺盛，公司负极产品供不应求，产销量分别达到 10.2 万吨/10.1 万吨，同比增长分别为 65.74%/71.27%。营收方面，负极材料业务实现主营业务收入 41.4 亿元，同比增长 64.42%；净利润 6.01 亿元，同比增长 182.87%，单吨净利润 0.6 万元，我们预计随着公司提高石墨化自供比例、上下游供应链一体化布局，单吨净利润有望继续提升。

负极石墨一体化产能加速扩张，持续降本增效：公司 2021 年负极材料成品产能 12 万吨，石墨化产能 4.2 万吨，目前包头二期 6 万吨负极产能已试生产，预计 2022 年 Q3 达产，二期配套石墨化产能 5.2 万吨预计 2022 年 Q3 达产；四川眉山一期石墨负极一体化产能 10 万吨计划 2022 年底试投产，目前已开工建设。预计 2022 年底负极成品产能将实现 18 万吨以上，出货量有望达到 16 万吨；2023 年底负极产能将突破 28 万吨，出货量有望达到 25 万吨以上。石墨化方面，2022/2023 年石墨化产能将分别达到 9.4 万吨/19.4 万吨，自供比例未来有望突破 80%。此外，公司持续改进工艺，增加装炉量降低成本；增加高效辅料冷却筛分系统加快降温，缩短生产周期，提升产能，促进负极业务降本增效。

偏光片业务稳步增长，产能及技术优势显著：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 亿元，净利润 11.97 亿元。公司目前年产能 1.3 亿平，原韩国梧州 2 条产线搬迁至广州，目前成功试产。未来随着广州新增 2 条产线达产、张家港及绵阳共 4 条产线投产，公司产能在 2024 年有望达到 2.5 亿平。公司技术优势显著，在大尺寸偏光片领域位列世界第一。公司偏光片业务的生产份额约 24%，预计未来国内面板需求提升将带动公司偏光片出货量高增。

盈利预测与投资建议：预计公司 22-24 年实现营业收入

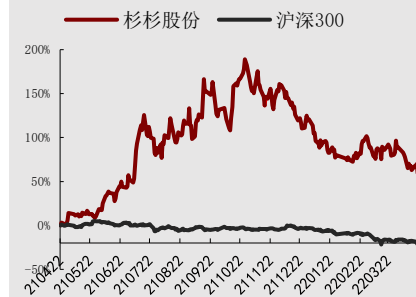
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 20699.38 | 22871.76 | 28977.85 | 33895.88 |
| 增长比率(%) | 152 | 10 | 27 | 17 |
| 净利润(百万元) | 3339.70 | 3360.00 | 4587.43 | 5251.02 |
| 增长比率(%) | 2320 | 1 | 37 | 14 |
| 每股收益(元) | 1.56 | 1.57 | 2.14 | 2.45 |
| 市盈率(倍) | 15.17 | 15.08 | 11.04 | 9.65 |
| 市净率(倍) | 2.68 | 2.27 | 1.88 | 1.58 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

| | |
|------------|----------|
| 总股本(百万股) | 2,142.92 |
| 流通A股(百万股) | 1,654.52 |
| 收盘价(元) | 23.64 |
| 总市值(亿元) | 506.59 |
| 流通A股市值(亿元) | 391.13 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

| | |
|---------|-----------------------|
| 分析师： | 周春林 |
| 执业证书编号： | S0270518070001 |
| 电话： | 021-60883486 |
| 邮箱： | zhoucl@wlzq.com.cn |
| 研究助理： | 黄星 |
| 电话： | 13929126885 |
| 邮箱： | huangxing@wlzq.com.cn |

228.72/289.78/338.96 亿元，归母净利润 33.60/45.87/52.51 亿元，

基于公司在锂电材料的龙头地位，我们维持增持评级。

风险因素：上游原材料价格波动，新产能投产进度不及预期。

利润表（百万元）

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 20699 | 22872 | 28978 | 33896 |
| %同比增速 | 152% | 10% | 27% | 17% |
| 营业成本 | 15519 | 16928 | 21552 | 25096 |
| 毛利 | 5180 | 5943 | 7426 | 8799 |
| %营业收入 | 25% | 26% | 26% | 26% |
| 税金及附加 | 72 | 98 | 117 | 139 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 205 | 353 | 394 | 481 |
| %营业收入 | 1% | 2% | 1% | 1% |
| 管理费用 | 654 | 951 | 1108 | 1334 |
| %营业收入 | 3% | 4% | 4% | 4% |
| 研发费用 | 716 | 892 | 1087 | 1288 |
| %营业收入 | 3% | 4% | 4% | 4% |
| 财务费用 | 654 | 648 | 825 | 1041 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 资产减值损失 | -388 | -157 | -180 | -191 |
| 信用减值损失 | -267 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 105 | 208 | 224 | 277 |
| 投资收益 | 2389 | 2121 | 2906 | 3314 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -24 | -22 | -30 | -34 |
| 营业利润 | 4699 | 5151 | 6815 | 7882 |
| %营业收入 | 23% | 23% | 24% | 23% |
| 营业外收支 | -24 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 4674 | 5151 | 6815 | 7882 |
| %营业收入 | 23% | 23% | 24% | 23% |
| 所得税费用 | 1104 | 1188 | 1584 | 1828 |
| 净利润 | 3570 | 3963 | 5231 | 6054 |
| %营业收入 | 17% | 17% | 18% | 18% |
| 归属于母公司的净利润 | 3340 | 3360 | 4587 | 5251 |
| %同比增速 | 2320% | 1% | 37% | 14% |
| 少数股东损益 | 231 | 603 | 643 | 803 |
| EPS（元/股） | 1.56 | 1.57 | 2.14 | 2.45 |

基本指标

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.56 | 1.57 | 2.14 | 2.45 |
| BVPS | 8.83 | 10.40 | 12.54 | 14.99 |
| PE | 15.17 | 15.08 | 11.04 | 9.65 |
| PEG | 0.01 | 24.79 | 0.30 | 0.67 |
| PB | 2.68 | 2.27 | 1.88 | 1.58 |
| EV/EBITDA | 16.61 | 11.49 | 8.73 | 6.82 |
| ROE | 18% | 15% | 17% | 16% |
| ROIC | 8% | 8% | 9% | 9% |

资产负债表（百万元）

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 9295 | 11615 | 14090 | 18710 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据及应收账款 | 3994 | 4486 | 6737 | 7246 |
| 存货 | 3043 | 3540 | 4521 | 5202 |
| 预付款项 | 837 | 813 | 1026 | 1225 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1808 | 2378 | 2766 | 2999 |
| 流动资产合计 | 18978 | 22832 | 29140 | 35381 |
| 长期股权投资 | 6325 | 6325 | 6325 | 6325 |
| 固定资产 | 7463 | 9178 | 10734 | 12174 |
| 在建工程 | 2022 | 1583 | 1344 | 1233 |
| 无形资产 | 1627 | 1579 | 1527 | 1473 |
| 商誉 | 915 | 915 | 915 | 915 |
| 递延所得税资产 | 240 | 240 | 240 | 240 |
| 其他非流动资产 | 2718 | 2687 | 2650 | 2612 |
| 资产总计 | 40288 | 45339 | 52876 | 60353 |
| 短期借款 | 4339 | 3547 | 4151 | 4339 |
| 应付票据及应付账款 | 3571 | 5356 | 6542 | 7418 |
| 预收账款 | 1 | 52 | 49 | 54 |
| 合同负债 | 112 | 108 | 151 | 171 |
| 应付职工薪酬 | 196 | 215 | 274 | 318 |
| 应交税费 | 723 | 865 | 1132 | 1287 |
| 其他流动负债 | 8706 | 7801 | 8555 | 8876 |
| 流动负债合计 | 13309 | 14397 | 16703 | 18125 |
| 长期借款 | 3370 | 3370 | 3370 | 3370 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 380 | 380 | 380 | 380 |
| 其他非流动负债 | 3879 | 3879 | 3879 | 3879 |
| 负债合计 | 20938 | 22026 | 24332 | 25755 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 18928 | 22288 | 26876 | 32127 |
| 少数股东权益 | 422 | 1025 | 1668 | 2471 |
| 股东权益 | 19350 | 23313 | 28544 | 34598 |
| 负债及股东权益 | 40288 | 45339 | 52876 | 60353 |

现金流量表（百万元）

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | -364 | 3492 | 1633 | 3899 |
| 投资 | -3279 | 0 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -1343 | -2138 | -2309 | -2408 |
| 其他 | 1082 | 2121 | 2906 | 3314 |
| 投资活动现金流净额 | -3540 | -18 | 597 | 906 |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 3242 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 10592 | -792 | 604 | 188 |
| 筹资成本 | -590 | -362 | -359 | -373 |
| 其他 | -3197 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 10047 | -1154 | 245 | -184 |
| 现金净流量 | 6116 | 2320 | 2475 | 4620 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场