

## 盈利能力稳定，负极需求持续旺盛

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年一季报，2022 年一季度实现营业收入 50.30 亿元，同比增长 25.76%，环比增长 0.84%；实现归母净利润 8.07 亿元，同比增长 166.93%，环比增长 42.58%；实现扣非归母净利润 6.15 亿元，同比增长 118.74%，环比增长 11.62%。
- **负极产品需求持续旺盛，盈利能力稳定。**22Q1 公司负极材料业务贡献归母净利润 1.47 亿元，同比增长 43.44%。若对应 2021 年盈利水平，报告期内出货量超 2.8 万吨，对应当下 12 万吨/年的产能，已实现满产满销。2022 年以来，负极业务重要原材料针状焦价格显著上涨，由年初的 1.0 万元/吨已涨至 1.3 万元/吨以上，涨幅约 34%。预期未来原材料涨价将在财务报表上有所反映，即成本端压力将促使公司上调产品价格，对应公司毛利率轻微下调。然而，若成本压力能够完全传导，负极产品的盈利能在产品涨价后仍将维持稳定。考虑当前石墨化产能偏紧，优质负极产品稀缺，预期全年公司负极业务利润水平仍能紧贴预期。
- **快充产品份额持续提升，硅基产品实现规模化应用。**公司 22Q1 实现销售毛利率 24.54%，较 21Q4 提升 1.42pp，或得益于出货产品价值量提升带动盈利能力提升。公司负极材料产品性能优异，快充类产品快速放量，出货占比提高至 50%。同时，公司硅基负极产品率先实现规模化市场应用，在消费和电动工具领域已实现百吨级销售，并进入全球优质电动工具生产商的供应链；在动力电池领域，公司硅基产品通过了全球优质动力电池客户的产品认证，已实现装车，未来销量有望大幅提升。
- **偏光片业务稳健发展。**公司偏光片业务产销规模全球领先，南京生产基地和广州生产基地维持满产稼动，并通过设备与工艺的改善实现产线提速，有效提升了产线产能。截至 2021 年底，公司已累计安装的 RTP 生产线数量达到了 24 条，投入规模及产线数量全球领先。偏光片产业具有行业壁垒高、成长速度快、国产替代空间大的特征，且市场集中度高，公司作为行业龙头，预计未来偏光片业务将持续为公司带来丰厚利润，为业绩形成稳健支撑。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.56 元、1.98 元、2.33 元，未来三年归母净利润将保持 14% 的复合增长率。考虑到公司偏光片业务稳中向好，构筑业绩安全垫，负极业务强者恒强，随着石墨化配套产能迅速释放，盈利能力有望进一步提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争的风险；原材料价格波动的风险；新产品和新技术开发的风险；业绩下滑的风险；汇率的风险；扩产进度不及预期的风险。

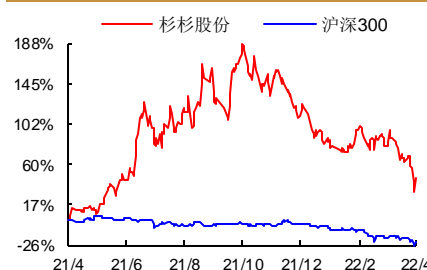
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20699.38	23976.69	29485.49	34895.28
增长率	151.94%	15.83%	22.98%	18.35%
归属母公司净利润（百万元）	3339.70	3346.90	4246.24	4983.37
增长率	2320.00%	0.22%	26.87%	17.36%
每股收益 EPS（元）	1.56	1.56	1.98	2.33
净资产收益率 ROE	18.45%	17.05%	18.73%	19.16%
PE	14	14	11	9
PB	2.44	2.13	1.83	1.57

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：韩晨  
执业证号：S1250520100002  
电话：021-58351923  
邮箱：hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	21.43
流通 A 股(亿股)	16.55
52 周内股价区间(元)	14.96-42.85
总市值(亿元)	461.16
总资产(亿元)	402.88
每股净资产(元)	8.83

### 相关研究

1. 杉杉股份（600884）：巴斯夫杉杉成立，各业务盈利能力提升（2021-10-28）
2. 杉杉股份（600884）：锂电池产业链综合供应商，进军偏光片新蓝海（2021-08-10）

## 关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，新产能扩充带动公司营收增长，产能利用率达到 90%以上，对应公司 2022 年至 2024 年辅机产品销量分别为 17/22/28 万吨。

假设 2：受原材料涨价影响，公司 2022 年负极产品价格上调 10%以维持产品单位毛利稳固，导致毛利率小幅下滑。

假设 3：2023-2024 年，随着公司石墨化配套产能占比稳步提升，公司成本端压力逐步缓解，毛利率稳步提升。

假设 4：根据产能扩张计划，考虑下游需求旺盛，2022-2024 年公司新增偏光片业务收入有望以 30%/25%/20%增速增长，增速略领先于行业，毛利率受益于规模效应逐年小幅上升。

假设 5：公司 2021 年年报披露，充电桩业务已达成收购意向；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。预计以上业务在 2022 年均可实现出表。

解释 1：公司原控股子公司湖南杉杉能源科技股份有限公司部分股权转让给德国巴斯夫，现已失去控制退出合并范围，成为持股 49%的联营企业。富银融资租赁（深圳）股份有限公司的剩余股权已完成出售；储能业务运维平台公司的股权处置已完成。故以上业务收益以投资收益或少数股东损益列示。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
负极材料	收入	4140.1	7742.0	10019.1	12197.1
	增速	\	87.0%	29.4%	21.7%
	毛利率	28.6%	28.0%	30.0%	32.0%
偏光片	收入	9943.8	12927.0	16158.7	19390.4
	增速	\	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	24.6%	25.0%	26.0%	27.0%
其他主营业务	收入	6615.5	3307.7	3307.7	3307.7
	增速	\	-50.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	20699.4	23976.7	29485.5	34895.3
	增速	\	15.8%	23.0%	18.3%
	毛利率	25.0%	26.0%	27.2%	28.6%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20699.38	23976.69	29485.49	34895.28	净利润	3570.33	3846.90	5046.24	6183.37
营业成本	15519.03	17750.26	21451.58	24929.86	折旧与摊销	1012.93	1040.89	1040.89	1040.89
营业税金及附加	71.74	110.28	131.20	240.78	财务费用	654.13	704.18	787.76	819.43
销售费用	204.62	239.77	147.43	174.48	资产减值损失	-388.07	100.00	0.00	0.00
管理费用	654.12	1438.60	1621.70	1919.24	经营营运资本变动	-619.17	-915.67	-1151.31	-1040.00
财务费用	654.13	704.18	787.76	819.43	其他	-4594.64	-1457.44	-1040.56	-486.81
资产减值损失	-388.07	100.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-364.50</b>	<b>3318.87</b>	<b>4683.02</b>	<b>6516.88</b>
投资收益	2389.33	1400.00	1000.00	500.00	资本支出	-3579.09	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	3.64	0.00	0.00	0.00	其他	38.82	1458.26	1000.00	500.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3540.26</b>	<b>1258.26</b>	<b>800.00</b>	<b>300.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>4698.65</b>	<b>5033.60</b>	<b>6345.83</b>	<b>7311.50</b>	短期借款	1742.26	3660.92	1000.00	1000.00
其他非经营损益	-24.43	-37.63	-38.02	-36.95	长期借款	696.63	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4674.21</b>	<b>4995.98</b>	<b>6307.80</b>	<b>7274.55</b>	股权融资	3392.24	0.00	0.00	0.00
所得税	1103.89	1149.08	1261.56	1091.18	支付股利	-146.52	-667.94	-669.38	-849.25
净利润	3570.33	3846.90	5046.24	6183.37	其他	4362.76	-4298.36	-787.76	-819.43
少数股东损益	230.63	500.00	800.00	1200.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>10047.37</b>	<b>-1305.38</b>	<b>-457.14</b>	<b>-668.68</b>
归属母公司股东净利润	3339.70	3346.90	4246.24	4983.37	<b>现金流量净额</b>	<b>6115.58</b>	<b>3271.75</b>	<b>5025.88</b>	<b>6148.20</b>
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9294.96	12566.71	17592.59	23740.79	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5177.40	8464.24	10060.32	11458.99	销售收入增长率	151.94%	15.83%	22.98%	18.35%
存货	3043.03	3437.97	4204.31	4873.15	营业利润增长率	1421.79%	7.13%	26.07%	15.22%
其他流动资产	1462.32	879.76	1081.89	1280.39	净利润增长率	1640.48%	7.75%	31.18%	22.53%
长期股权投资	6325.39	6325.39	6325.39	6325.39	EBITDA 增长率	447.73%	6.49%	20.59%	12.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9484.37	8828.37	8172.38	7516.38	毛利率	25.03%	25.97%	27.25%	28.56%
无形资产和开发支出	2541.71	2367.12	2192.53	2017.94	三费率	10.77%	9.94%	8.67%	8.35%
其他非流动资产	2959.29	2948.99	2938.68	2928.38	净利率	17.25%	16.04%	17.11%	17.72%
<b>资产总计</b>	<b>40288.47</b>	<b>45818.55</b>	<b>52568.09</b>	<b>60141.41</b>	ROE	18.45%	17.05%	18.73%	19.16%
短期借款	4339.08	8000.00	9000.00	10000.00	ROA	8.86%	8.40%	9.60%	10.28%
应付和预收款项	4490.99	6780.83	7976.33	9049.02	ROIC	32.22%	30.67%	37.93%	43.55%
长期借款	3369.96	3369.96	3369.96	3369.96	EBITDA/销售收入	30.75%	28.27%	27.72%	26.28%
其他负债	8738.07	5109.05	5286.23	5452.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>20938.09</b>	<b>23259.84</b>	<b>25632.51</b>	<b>27871.72</b>	总资产周转率	0.64	0.56	0.60	0.62
股本	2142.92	2142.92	2142.92	2142.92	固定资产周转率	3.12	3.41	4.77	6.56
资本公积	6477.79	6477.79	6477.79	6477.79	应收账款周转率	5.64	4.40	3.90	3.99
留存收益	10337.04	13016.01	16592.87	20726.99	存货周转率	6.53	5.44	5.58	5.48
归属母公司股东权益	18928.38	21636.72	25213.58	29347.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.43%	—	—	—
少数股东权益	421.99	921.99	1721.99	2921.99	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>19350.37</b>	<b>22558.71</b>	<b>26935.57</b>	<b>32269.69</b>	资产负债率	51.97%	50.77%	48.76%	46.34%
负债和股东权益合计	40288.47	45818.55	52568.09	60141.41	带息债务/总负债	36.82%	48.88%	48.26%	47.97%
					流动比率	1.43	1.62	1.83	2.04
					速动比率	1.20	1.40	1.60	1.80
					股利支付率	4.39%	19.96%	15.76%	17.04%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.56	1.56	1.98	2.33
					每股净资产	8.83	10.10	11.77	13.70
					每股经营现金	-0.17	1.55	2.19	3.04
					每股股利	0.07	0.31	0.31	0.40
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	6365.70	6778.68	8174.47	9171.82					
PE	13.81	13.78	10.86	9.25					
PB	2.44	2.13	1.83	1.57					
PS	2.23	1.92	1.56	1.32					
EV/EBITDA	7.12	6.21	4.65	3.59					
股息率	0.32%	1.45%	1.45%	1.84%					

数据来源：Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn