

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

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

硅基扩产加持，高端负极再下一城

2022年06月27日

事件:

公司公告建设年产四万吨锂离子电池硅基负极材料一体化基地项目，总投资金额约 50 亿元。

点评:

- 硅基负极优势显著，是明确的下一代技术路线。随着新能源汽车的蓬勃发展，作为核心部件的动力电池在满足长寿命、高安全、低成本的前提下，对高能量密度的需求越来越高，负极材料也在向着高比容量方向发展。目前商用石墨负极的实际比容量在 360-365mAh/g，与理论比容量 372mAh/g 趋近，硅基材料凭借高理论比容量（4200mAh/g）、较低的脱锂电位（0.37V），以及极高的储量（地壳中储量排第二）被视为理想的下一代负极材料。
- 硅基负极市场空间广阔。目前，硅基负极主要应用在高端 3C 数码、电动工具等领域，并且有望在动力电池领域开辟出指数级增长通道。特斯拉率先在其推出的 4680 圆柱电池搭配硅基负极，今年 2 月已启动量产下线；包括蔚来、智己和广汽埃安在电池技术上均提及硅负极，并计划今年上市交付；国轩 210Wh/Kg LFP 电芯也首次成功应用硅负极。据 GGII 统计数据显示，2020 年中国复合硅基负极出货量 0.6 万吨，2021 年出货量 1.1 万吨，同比增长 83.3%。
- 公司在硅基负极技术储备深厚，占据显著先发优势。公司突破硅基负极材料前驱体批量化合成核心技术，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。公司的硅氧产品已率先实现在消费和电动工具领域的规模化市场应用，21 年硅氧负极实现百吨出货。动力领域已通过了全球优质动力客户的产品认证，有望迎来规模放量。本次扩产总投资金额约 50 亿元，一期项目规划年产能 1 万吨，预计 2022 年底开工，二期项目规划年产能 3 万吨，预计 2024 年底开工，尽享硅基负极市场的爆发增长。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营收分别是 219.8、280.3、376.9 亿元，同比增长 6.2%、27.5%、34.4%；归母净利润分别是 34.7、45.5、57.3 亿元，同比增长 3.8%、31.1%和 26.1%，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8,216	20,699	21,984	28,034	37,686
增长率 YoY %	-5.3%	151.9%	6.2%	27.5%	34.4%
归属母公司净利润 (百万元)	138	3,340	3,466	4,545	5,733
增长率 YoY%	-48.9%	2320.0%	3.8%	31.1%	26.1%
毛利率%	17.4%	25.0%	29.9%	27.2%	27.0%
净资产收益率ROE%	1.1%	17.6%	15.5%	16.9%	17.5%
EPS(摊薄)(元)	0.06	1.55	1.60	2.10	2.65
市盈率 P/E(倍)	282.36	21.21	18.68	14.25	11.29
市净率 P/B(倍)	3.14	3.74	2.89	2.40	1.98

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 27 日收盘价

资产负债表				单位:	百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,709	18,978	24,502	29,842	37,943
货币资金	3,083	9,295	12,486	13,757	16,583
应收票据	78	35	37	47	63
应收账款	3,377	3,959	4,818	6,912	9,292
预付账款	229	837	770	1,021	1,375
存货	1,622	3,043	3,587	4,753	6,405
其他	2,320	1,808	2,805	3,351	4,224
非流动资产	13,832	21,311	22,853	24,379	25,735
长期股权投资	2,751	6,325	6,325	6,325	6,325
固定资产（合计）	5,823	7,463	8,122	8,873	9,494
无形资产	841	1,627	1,674	1,698	1,733
其他	4,417	5,895	6,732	7,483	8,183
资产总计	24,541	40,288	47,355	54,221	63,678
流动负债	6,850	13,309	15,973	17,497	20,474
短期借款	2,597	4,339	5,028	3,914	3,718
应付票据	1,177	1,250	2,321	3,076	4,144
应付账款	1,619	2,321	3,291	4,473	6,028
其他	1,457	5,398	5,334	6,034	6,583
非流动负债	3,783	7,629	8,326	8,883	9,329
长期借款	2,673	3,370	4,067	4,624	5,070
其他	1,110	4,259	4,259	4,259	4,259
负债合计	10,633	20,938	24,299	26,381	29,803
少数股东权益	1,499	422	643	882	1,184
归属母公司股东权益	12,408	18,928	22,413	26,958	32,691
负债和股东权益	24,541	40,288	47,355	54,221	63,678

重要财务指标	单位: 百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,216	20,699	21,984	28,034	37,686
同比 (%)	-5.3%	151.9%	6.2%	27.5%	34.4%
归属母公司净利润	138	3,340	3,466	4,545	5,733
同比 (%)	-48.9%	2320.0%	3.8%	31.1%	26.1%
毛利率 (%)	17.4%	25.0%	29.9%	27.2%	27.0%
ROE (%)	1.1%	17.6%	15.5%	16.9%	17.5%
EPS（摊薄）（元）	0.06	1.55	1.60	2.10	2.65
P/E	282.36	21.21	18.68	14.25	11.29
P/B	3.14	3.74	2.89	2.40	1.98
EV/EBITDA	38.00	15.92	14.98	12.62	9.47

利润表				单位:	百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,216	20,699	21,984	28,034	37,686
营业成本	6,787	15,519	15,401	20,410	27,503
营业税金及附加	49	72	76	97	131
销售费用	218	205	400	394	608
管理费用	505	654	1,024	1,096	1,614
研发费用	393	716	906	1,062	1,490
财务费用	279	654	416	417	387
减值损失合计	-76	-388	-124	-159	-203
投资净收益	389	2,389	802	890	1,076
其他	11	-183	289	340	273
营业利润	309	4,699	4,727	5,629	7,100
营业外收支	-46	-24	0	0	0
利润总额	263	4,674	4,727	5,629	7,100
所得税	58	1,104	1,040	844	1,065
净利润	205	3,570	3,687	4,785	6,035
少数股东损益	67	231	221	239	302
归属母公司净利润	138	3,340	3,466	4,545	5,733
EBITDA	838	4,609	4,412	5,093	6,518
EPS（当年）（元）	0.06	1.55	1.60	2.10	2.65

现金流量表				单位:	百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	329	-364	3,102	2,843	3,447
净利润	205	3,570	3,687	4,785	6,035
折旧摊销	575	1,075	236	118	177
财务费用	382	690	504	529	520
投资损失	-389	-2,389	-802	-890	-1,076
营运资金变动	-642	-4,183	-465	-1,573	-2,295
其它	198	872	-57	-126	88
投资活动现金流	662	-3,540	-811	-486	-352
资本支出	-610	-1,343	-1,776	-1,524	-1,578
长期投资	2,156	-3,279	0	0	0
其他	-884	1,082	965	1,039	1,226
筹资活动现金流	-466	10,047	900	-1,085	-270
吸收投资	10	3,242	18	0	0
借款	78	5,335	1,385	-556	250
支付利息或股息	-556	-590	-504	-529	-520
现金净增加额	519	6,116	3,191	1,272	2,826

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	hanqiuyue@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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@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	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。

评级说明

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。	

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。