

杉杉股份 (600884.SH) 买入 (维持评级)

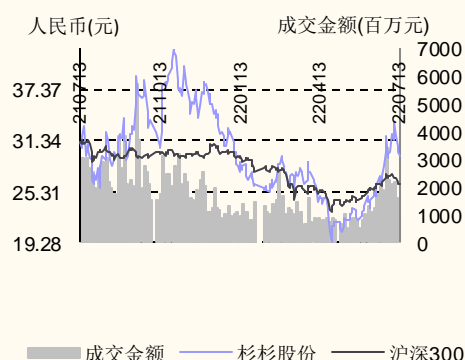
公司点评

市场价格 (人民币): 29.45 元

目标价格 (人民币): 38.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.61
已上市流通 A 股(亿股)	16.55
总市值(亿元)	636.49
年内股价最高最低(元)	42.23/19.28
沪深 300 指数	4321
上证指数	3284



相关报告

1. 《杉杉股份覆盖报告-业务聚焦，负极携手偏光片再出发》，2022.6.20

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

姚云峰 联系人
yaoyunfeng@gjzq.com.cn

业绩超预期，核心业务高增

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,216	20,699	21,478	25,340	29,898
营业收入增长率	-5.35%	151.94%	3.76%	17.98%	17.99%
归母净利润(百万元)	138	3,340	3,281	4,285	5,237
归母净利润增长率	-48.85%	2320.00%	-1.76%	30.61%	22.21%
摊薄每股收益(元)	0.085	1.558	1.518	1.983	2.423
每股经营性现金流净额	0.12	-0.29	2.03	2.22	2.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.11%	17.64%	15.70%	18.26%	19.68%
P/E	212.70	21.03	19.40	14.85	12.15
P/B	2.37	3.71	2.69	2.40	2.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 7 月 13 日，公司发布公告，22H1 归母净利 16-17 亿元，扣非归母 13.5-14.5 亿元，以中值计算，22Q2 归母 8.4 亿元，环比+4%，22Q2 扣非归母 7.85 亿元，环比+28%。

经营分析

- 业务拆分: 1) 偏光片: 预计 22Q2 净利润约 4.5 亿，环比+26%。下半年偏光片有望稳定增长。2) 负极: 预计 22Q2 负极 2.2 亿，环比+48%。其中负极预计出货 3.8 万吨，环比+43%，吨净利 0.66 万/吨，环比+600 元/吨，主要由于内蒙二期逐步爬产。预计 22Q2 公司实际石墨化自供率约 50% (内蒙二期未打满)。展望下半年，22Q3 内蒙二期达产，石墨化自供率将维持，22Q4 四川石墨化项目投产后石墨化自供率有望提升至 70%以上，吨净利润有进一步抬升空间。3) 其他: 正极 22Q2 公司权益净利润预计 2 亿，环比+86%，预计部分原因由于库存收益。电解液预计贡献 0.4 亿利润。4) 考虑股权激励费用，预计 Q2 或计提 0.2 亿，母公司费用 1 亿，加回股权激励公司 Q2 业务层面合计利润超 8 亿，超市场预期。
- 治理优化+受益快充&硅负极，公司业务有望不断向上。治理层面，公司业务已聚焦偏光片&负极，2022 年 2 月发布股权激励草案，目标门槛高彰显公司发展信心，且公司负极主体引入战投 (CATL、ATL、BYD、中石油) 完善上下游产业链绑定。业务层面，公司快充&硅负极产品储备深厚，目前快充占比 50%以上，硅负极混品 22 年预计出货 2k 吨，预计 23 年底新投 1 万吨纯品产能，硅负极产业化进度&产品进度均对标行业龙一，竞争力强化。

盈利预测与投资建议

- 我们调整 2022-2024 公司归母净利润分别为 32.8、42.9、52.4 亿元 (前值为 32.5、42、51.3 亿元)，EPS 为 1.52、1.98、2.42 元，对应 PE 为 19.4、14.9、12.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期风险，行业竞争格局恶化风险，公司产能建设不及预期风险，新客户拓展不及预期风险，股东质押、冻结风险等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,680	8,216	20,699	21,478	25,340	29,898
增长率		-5.3%	151.9%	3.8%	18.0%	18.0%
主营业务成本	-6,839	-6,703	-15,519	-15,801	-18,006	-21,092
%销售收入	78.8%	81.6%	75.0%	73.6%	71.1%	70.5%
毛利	1,840	1,513	5,180	5,677	7,333	8,806
%销售收入	21.2%	18.4%	25.0%	26.4%	28.9%	29.5%
营业税金及附加	-46	-49	-72	-74	-88	-104
%销售收入	0.5%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-493	-302	-205	-215	-253	-299
%销售收入	5.7%	3.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-489	-505	-654	-666	-786	-927
%销售收入	5.6%	6.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-412	-393	-716	-752	-887	-1,046
%销售收入	4.7%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	401	264	3,534	3,970	5,320	6,430
%销售收入	4.6%	3.2%	17.1%	18.5%	21.0%	21.5%
财务费用	-272	-279	-654	-389	-343	-282
%销售收入	3.1%	3.4%	3.2%	1.8%	1.4%	0.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	3	4	0	0	0
投资收益	217	389	2,389	694	637	734
%税前利润	61.4%	147.8%	51.1%	15.9%	11.1%	10.5%
营业利润	373	309	4,699	4,375	5,714	6,983
营业利润率	4.3%	3.8%	22.7%	20.4%	22.5%	23.4%
营业外收支	-19	-46	-24	0	0	0
税前利润	353	263	4,674	4,375	5,714	6,983
利润率	4.1%	3.2%	22.6%	20.4%	22.5%	23.4%
所得税	22	-58	-1,104	-1,094	-1,428	-1,746
所得税率	-6.2%	22.0%	23.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	375	205	3,570	3,281	4,285	5,237
少数股东损益	105	67	231	0	0	0
归属于母公司的净利润	270	138	3,340	3,281	4,285	5,237
净利率	3.1%	1.7%	16.1%	15.3%	16.9%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	375	205	3,570	3,281	4,285	5,237
少数股东损益	105	67	231	0	0	0
非现金支出	554	651	1,463	1,071	1,159	1,259
非经营收益	51	-14	-1,481	-164	-176	-302
营运资金变动	-176	-642	-4,183	193	-478	-761
经营活动现金净流	804	200	-631	4,381	4,790	5,432
资本开支	-1,891	-610	-1,343	-2,171	-1,680	-1,180
投资	745	2,156	-3,279	-200	0	0
其他	114	-884	1,082	694	637	734
投资活动现金净流	-1,033	662	-3,540	-1,677	-1,043	-446
股权募资	2	10	3,242	0	0	0
债权募资	610	78	5,335	-4,562	-526	0
其他	-531	-561	1,443	-1,855	-2,175	-2,527
筹资活动现金净流	80	-473	10,020	-6,417	-2,700	-2,527
现金净流量	-148	389	5,849	-3,712	1,047	2,460

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,307	3,083	9,295	5,279	6,106	8,406
应收款项	3,532	4,302	4,986	5,155	6,183	7,339
存货	1,289	1,622	3,043	3,247	3,700	4,334
其他流动资产	2,717	1,701	1,654	1,243	1,073	1,124
流动资产	9,845	10,709	18,978	14,923	17,061	21,203
%总资产	39.4%	43.6%	47.1%	39.9%	42.6%	48.1%
长期投资	7,579	5,741	7,380	7,380	7,380	7,380
固定资产	6,317	6,814	9,486	9,954	10,538	10,527
%总资产	25.3%	27.8%	23.5%	26.6%	26.3%	23.9%
无形资产	937	1,035	2,645	2,703	2,704	2,698
非流动资产	15,171	13,832	21,311	22,465	22,985	22,907
%总资产	60.6%	56.4%	52.9%	60.1%	57.4%	51.9%
资产总计	25,016	24,541	40,288	37,388	40,047	44,110
短期借款	4,760	2,919	7,963	5,730	4,704	4,205
应付款项	2,815	2,890	4,162	4,211	4,800	5,622
其他流动负债	1,005	1,041	1,185	1,179	1,423	1,681
流动负债	8,579	6,850	13,309	11,120	10,927	11,508
长期贷款	1,603	2,673	3,370	3,370	3,870	4,370
其他长期负债	1,213	1,110	4,259	1,582	1,361	1,201
负债	11,395	10,633	20,938	16,071	16,159	17,080
普通股股东权益	11,823	12,408	18,928	20,895	23,466	26,608
其中：股本	1,123	1,628	2,143	2,161	2,161	2,161
未分配利润	4,804	6,248	10,083	12,052	14,623	17,766
少数股东权益	1,798	1,499	422	422	422	422
负债股东权益合计	25,016	24,541	40,288	37,388	40,047	44,110

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.240	0.085	1.558	1.518	1.983	2.423
每股净资产	10.530	7.622	8.833	9.668	10.858	12.312
每股经营现金净流	0.717	0.123	-0.294	2.028	2.217	2.514
每股股利	0.120	0.090	0.330	0.607	0.793	0.969
回报率						
净资产收益率	2.28%	1.11%	17.64%	15.70%	18.26%	19.68%
总资产收益率	1.08%	0.56%	8.29%	8.78%	10.70%	11.87%
投入资本收益率	2.07%	1.04%	8.69%	9.67%	12.15%	13.41%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.96%	-5.35%	151.94%	3.76%	17.98%	17.99%
EBIT增长率	-35.27%	-34.16%	1239.92%	12.33%	34.00%	20.88%
净利润增长率	-75.81%	-48.85%	2320.00%	-1.76%	30.61%	22.21%
总资产增长率	6.68%	-1.90%	64.17%	-7.20%	7.11%	10.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	122.0	141.0	64.7	73.0	75.0	75.0
存货周转天数	96.5	79.3	54.9	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	90.9	86.3	46.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	201.1	258.7	131.6	121.2	99.6	80.6
偿债能力						
净负债/股东权益	29.78%	18.03%	10.53%	17.92%	10.33%	0.62%
EBIT利息保障倍数	1.5	0.9	5.4	10.2	15.5	22.8
资产负债率	45.55%	43.33%	51.97%	42.99%	40.35%	38.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	14	20	38	61
增持	0	1	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.09	1.14	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-08	买入	16.57	25.80 ~ 25.80
2	2022-06-20	买入	26.02	37.80 ~ 37.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402