

# 负极业务量利齐升，业绩符合市场预期

## 买入（维持）

2022年08月12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	152%	-0.13%	25%	24%
归属母公司净利润(百万元)	3,340	3,360	4,316	5,408
同比	2320%	1%	28%	25%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.49	1.50	1.93	2.42
P/E(现价&最新股本摊薄)	19.46	19.34	15.05	12.02

## 投资要点

- 2022H1 归母净利 16.61 亿元，同比增长 118.65%，处于业绩预告中值，符合市场预期。**2022 年 H1 公司营收 107.72 亿元，同比增长 8.3%；归母净利润 16.61 亿元，同比增长 118.65%；扣非净利润 14.2 亿元，同比增长 96.33%；2022 年 H1 毛利率为 25.36%，同比增加 0.87pct；净利率为 16.04%，同比增加 7.22pct，此前公司预告 2022 年 H1 归母净利 16~17 亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。
- 2022Q2 归母净利 8.5 亿元，业绩环比增长。**2022 年 Q2 公司实现营收 57.42 亿元，同比减少 3.45%，环比增长 14.18%；归母净利润 8.54 亿元，同比增长 86.74%，环比增长 5.83%。盈利能力方面，2022Q2 公司毛利率为 25.2%，同比增长 1.58pct，环比减少 0.34pct；归母净利率 14.87%，同比增长 7.18pct，环比减少 1.17pct。
- 负极业务出货 8 万吨，量利齐升，全年预计维持高增长。**公司公告 2022H1 年出货 8 万吨+，同比大增 71%，我们预计确认收入 6.4 万吨左右，其中 2022 年 Q2 确认约 3.8 万吨，环比大增近 50%。公司现有负极产能 18 万吨，石墨化产能 9 万吨+，四川 20 万吨一体化一期即将投产、云南 30 万吨一体化项目积极推进，随着新增产能释放，我们预计公司全年负极材料出货 18 万吨左右，同比增长 60%+。盈利情况来看，公司 2022Q2 单吨净利预计近 0.7 万/吨，环比增长 25%，一体化比例提升驱动负极业务量利双升。全年看，公司 10 万吨眉山一体化石墨化部分预计 2022 年 Q3 投产，年底自供比例提高到 50%+，且 22H1 快充负极出货占比提升至 60%，动力 4C 负极已经切入头部电池厂，第二代硅氧产品已批量出货，产品结构明显优化，我们预计公司全年单吨盈利有望达 0.6 万元/吨+，量利双升。
- 偏光片业务贡献稳定业绩增量，面板需求低迷情况下保证业绩稳健增长。**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，现有产能 1.7 亿平方米，2022H1 公司偏光片销量 0.7 亿平方米，全年我们预计偏光片业务将贡献归母净利润 16 亿元+，同比增长 30% 左右。公司通过技术创新、进一步聚焦高附加值产品和战略市场以及运营效率提升，实现了偏光片业务的稳健经营。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 33.60/43.16/54.08 亿元的预期，同增 1%/28%/25%，对应 PE 为 19x/15x/12x，给予 2022 年 30xPE，对应目标价 45 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)	29.03
一年最低/最高价	19.56/42.85
市净率(倍)	3.08
流通 A 股市值(百万元)	50,272.08
总市值(百万元)	64,982.65

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.42
资产负债率(% ,LF)	49.49
总股本(百万股)	2,238.47
流通 A 股(百万股)	1,731.73

## 相关研究

《杉杉股份(600884): 2022 年一季报点评：负极业务量利齐升，业绩符合市场预期》

2022-04-28

《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》

2022-04-20

**2022H1 归母净利 16.61 亿元，同比增长 118.65%，处于业绩预告中值，符合市场预期。**2022 年 H1 公司营收 107.72 亿元，同比增长 8.3%；归母净利润 16.61 亿元，同比增长 118.65%；扣非净利润 14.2 亿元，同比增长 96.33%；2022 年 H1 毛利率为 25.36%，同比增加 0.87pct；净利率为 16.04%，同比增加 7.22pct，此前公司预告 2022 年 H1 归母净利 16~17 亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。

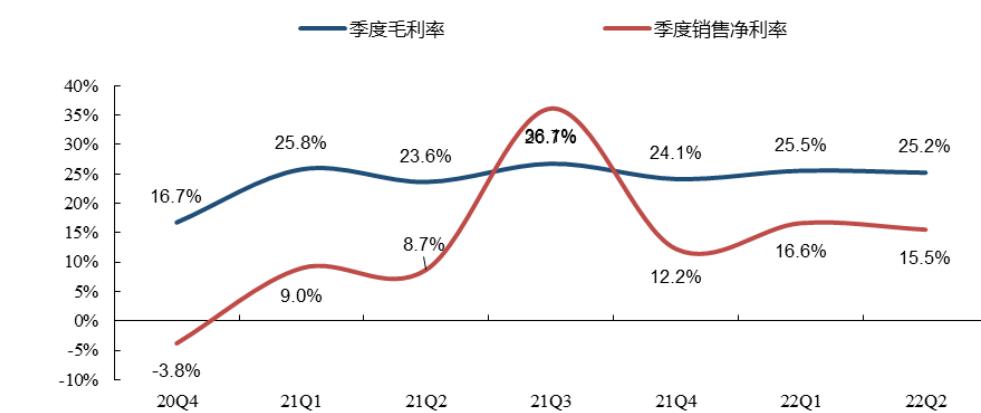
**2022Q2 归母净利 8.5 亿元，业绩环比增长。**2022 年 Q2 公司实现营收 57.42 亿元，同比减少 3.45%，环比增长 14.18%；归母净利润 8.54 亿元，同比增长 86.74%，环比增长 5.83%，扣非归母净利润 8.05 亿元，同比增长 82.08%，环比增长 30.91%。盈利能力方面，2022Q2 公司毛利率为 25.2%，同比增长 1.58pct，环比减少 0.34pct；归母净利率 14.87%，同比增长 7.18pct，环比减少 1.17pct；Q2 扣非净利率 14.02%，同比提升 6.59pct，环比提升 1.79pct。

图1：公司分季度业绩拆分情况

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	5,742.4	5,029.5	4,987.7	5,765.1	5,947.4	3,999.3
-同比	-3.45%	25.76%	88.01%	145.05%	199.16%	227.17%
毛利率	25.20%	25.54%	24.12%	26.74%	23.63%	25.78%
归母净利润(百万)	854.1	807.1	565.7	2014.3	457.4	302.3
-同比	86.74%	166.93%	-505.22%	1034.67%	148.88%	-461.22%
归母净利率	14.87%	16.05%	11.34%	34.94%	7.69%	7.56%
扣非归母净利润 (百万)	805.3	615.2	551.05	610.76	442.27	281.24
-同比	82.08%	118.74%	-336.87%	535.79%	607.96%	413.61%
扣非归母净利率	14.02%	12.23%	11.05%	10.59%	7.44%	7.03%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：WIND，东吴证券研究所

负极和偏光片贡献主要增量，电解液营收环比下滑。2022H1 公司负极营收 35 亿元，

环比增长 40%，实现归母净利润 3.81 亿元，环增 30%，对应销售均价 6.1 万元/吨，较 21 年增 17%；偏光片业务实现营收 57.27 亿元，环增 6.7%，实现归母净利润 8.00 亿元，环增 17.2%，归母净利率为 13.96%，环增 1.25pct，盈利能力进一步增强；电解液业务营收 5.09 亿元，环比下降 53%，实现归母净利润 0.95 亿元，环比下降 71%，归母净利率为 18.64%，环比下滑 11.14pct，销售均价 8.61 万元/吨，单吨利润 1.42 万元/吨。正极材料业务不再纳入合并报表，22H1 预计贡献投资收益 3.88 亿元。

图3：公司分业务拆分

	2022H1				2021H2				2021H1	
	营业收入 (亿元)	环比	归母净利润 (亿元)	环比	营业收入 (亿元)	环比	归母净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	
负极材料	35.00	40.3%	3.81	29.7%	24.94	51.5%	2.93	16.46	2.31	
偏光片	57.27	6.7%	8.00	17.2%	53.69	17.4%	6.83	45.75	5.15	
电解液	5.09	-53.3%	0.95	-70.7%	10.88	285.3%	3.24	2.82	0.44	
正极材料	-	-	-	-	8.70	-68.3%	1.28	27.45	1.76	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司主要产品单价及单位利润

	2022H1				2021
		销售均价 (含税)	较21年 增减	单位利润	销售均价 (含税)
负极材料 (万元/吨)	6.13	17.20%	0.59	5.23	
偏光片 (元/平方米)	95.08	-	11.75	-	
电解液 (万元/吨)	8.61	-13.97%	1.42	10.01	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**负极业务出货 8 万吨，量利齐升，全年预计维持高增长。**公司公告 2022H1 年出货 8 万吨+，同比大增 71%，我们预计确认收入 6.4 万吨左右，其中 2022 年 Q2 确认约 3.8 万吨，环比大增近 50%。公司现有负极产能 18 万吨，石墨化产能 9 万吨+，四川 20 万吨一体化一期即将投产、云南 30 万吨一体化项目积极推进，随着新增产能释放，我们预计公司全年负极材料出货 18 万吨左右，同比增长 60%+。盈利情况来看，公司 2022Q2 单吨净利预计近 0.7 万元/吨，环比增长 25%，一体化比例提升驱动负极业务量利双升。全年看，公司 10 万吨眉山一体化石墨化部分预计 2022 年 Q3 投产，年底自供比例提高到 50%+，且 22H1 快充负极出货占比提升至 60%，动力 4C 负极已经切入头部电池厂，第二代硅氧产品已批量出货，产品结构明显优化，我们预计公司全年单吨盈利有望达 0.6 万元/吨+，量利双升。

**偏光片业务贡献稳定业绩增量，面板需求低迷情况下保证业绩稳健增长。**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，现有产能 1.7 亿平方米，2022H1 公司偏光片销量 0.7 亿平方米，全年我们预计偏光片业务将贡献归母净利润 16 亿元+，同比增长 30% 左右。公司通过技术创新、进一步聚焦高附加值产品和战略市场以及运营效率提升，实现了偏光片业务的稳健经营。

**电解液业务盈利环降，正极业务贡献投资收益。**2022 年上半年公司电解液业务实现出货 6672 吨，同比增长 26.44%，公司新建 2000 吨六氟磷酸锂产能项目进展顺利，预计 2022 年 Q3 起可以实现试产，进一步提升公司电解液原材料供应能力。公司计划未来剥离电解液业务，将主营业务重心投放在负极材料和偏光片业务板块。正极业务不再并入合并报表，2022H1 巴斯夫杉杉净利润 7.93 亿元，公司持股 49%，对应贡献投资收益 3.88 亿元。

**费用控制良好，受会计政策调整期间费用率同比略有下滑。**2022 年 H1 公司期间费用合计 13.33 亿元，同比增长 5.46%，费用率为 12.37%，同比减少 0.33pct，其中 2022Q2 期间费用合计 6.98 亿元，同比增长 10.67%，环比增 10.1%，期间费用率为 12.16%，同比增 1.55pct，环比减少 0.45pct；销售费用 0.35 亿元，销售费用率 0.61%；管理费用 1.95 亿元，管理费用率 3.4%；财务费用 2.24 亿元，财务费用率 3.9%；研发费用 2.45 亿元，研发费用率 4.26%。公司 2022Q2 计提资产减值损失 0.49 亿元，转回信用减值损失 0.05 亿元。

图5：公司季度费用情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
销售费用	123.40	73.15	106.85	-98.78	96.53	34.99
-销售费用率	3.09%	1.23%	1.85%	-1.98%	1.92%	0.61%
管理费用	225.52	145.95	244.57	38.08	210.18	195.03
-管理费用率	5.64%	2.45%	4.24%	0.76%	4.18%	3.40%
研发费用	149.63	203.41	197.65	164.94	174.79	244.51
-研发费用率	3.74%	3.42%	3.43%	3.31%	3.48%	4.26%
财务费用	134.09	208.50	209.48	102.06	152.78	223.84
-财务费用率	3.35%	3.51%	3.63%	2.05%	3.04%	3.90%
期间费用	632.64	631.02	758.55	206.30	634.29	698.36
-期间费用率	15.82%	10.61%	13.16%	4.14%	12.61%	12.16%
资产减值损失	0.66	5.19	-5.85	-388.07	15.08	-48.84
信用减值损失	-16.35	-146.19	9.77	-113.74	-20.66	5.13

数据来源：WIND，东吴证券研究所

**在手现金充裕，经营性现金流明显改善。**2022 年 H1 公司存货为 47.82 亿元，较年初增长 57.16%；应收账款 45.02 亿元，较年初增长 13.71%；期末公司合同负债 1.18 亿元，较年初增长 5.03%。2022 年 H1 公司经营活动净现金流净额为 15.6 亿元，同比由负转正，增长 200.55%；投资活动净现金流出 38.59 亿元，同比上升 10.34%；资本开支为 28.79 亿元，同比增长 136.37%；账面现金为 61.56 亿元，较年初减少 33.77%，短期借款 36.4 亿元，较年初减少 16.11%。

盈利预测与投资建议：考虑公司产能扩张加速，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 33.60/43.16/54.08 亿元的预期，同增 1%/28%/25%，对应 PE 为 19x/15x/12x，给予 2022 年 30xPE，对应目标价 45 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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	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>	<b>财务费用</b>	<b>654</b>	<b>380</b>	<b>282</b>	<b>226</b>
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)	1.49	1.50	1.93	2.42
非流动负债	7,629	7,629	7,629	7,629	EBIT	3,343	4,018	5,022	6,384
长期借款	3,370	3,370	3,370	3,370	EBITDA	4,418	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
<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)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	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)	2,238	2,238	2,238	2,238
筹资活动现金流	10,047	-6,680	-1,462	-1,754	ROIC(%)	9.96	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)	19.46	19.34	15.05	12.02
营运资本变动	-4,208	-165	-1,343	-1,587	P/B(现价)	3.29	2.82	2.39	2.01

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>