

2022年10月28日

# 2022年三季报点评：负极业务稳步向上，其他业务短期影响增速

**买入（维持）**

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	20,699	20,599	25,239	31,460
同比	152%	-0.48%	23%	25%
归属母公司净利润(百万元)	3,340	2,705	3,330	4,006
同比	2320%	-19%	23%	20%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.49	1.21	1.49	1.79
P/E(现价&最新股本摊薄)	12.84	15.85	12.87	10.70

#业绩不及预期

## 投资要点

- 22年前三季度归母净利22.1亿元，同比-20%，处于业绩预告中值。**22年归母净利润22.09亿元，同比减少20.37%，其中22Q3归母净利5.5亿元，同环比-73%/-36%，扣非归母净利润5.4亿元，同环比-11%/-33%，Q3业绩下滑主要原因：1)偏光片业务下游需求偏弱，预计Q3利润环比下滑20%；2)参股的正极业务，由于库存收益减少，Q3贡献的投资收益为0.8亿元，环比下滑近70%；3)母公司费用增加，造成1亿元+亏损；4)电解液业务由于六氟价格下跌，Q3贡献利润0.1-0.2亿元，环比下滑50%+。
- 负极业务Q3出货环比向上，全年单吨盈利有望维持0.6万元/吨+。**我们预计Q3出货4.2-4.3万吨，环比+10%，Q4有望再环增15%，全年出货量16万吨，同比增60%，23年随着公司眉山20万产能逐步投产，出货量有望维持50%增长。盈利方面，公司2022Q3单吨净利预计达0.65万元/吨，环比回落5%，主要由于消费电池需求疲弱，3C类电池负极出货下降，占比由20%下降至10%左右，同时3季度原材料等价格波动，对盈利也略有影响。全年看，我们预计公司单吨盈利有望达0.6万元/吨+。Q4产业链对负极材料重新议价，公司产品定位中高端，且石墨化自供比例逐步提升，有望一定程度对冲降价影响，预计23年单吨利润仍可维持0.5-0.6万元/吨。
- 偏光片业务市场需求低迷，Q3业绩下滑。**我们预计Q3公司偏光片出货环比下降，贡献3.5亿归母净利润，环比下降20%，前三季度偏光片贡献11.5亿利润，全年我们预计偏光片业务将贡献归母净利润15亿元左右，同比增长20%+。目前公司在广州、张家港、四川绵阳等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。虽市场需求有所疲软，但公司偏光片单价不减，聚焦高附加值产品战略加持下，公司通过产品结构调整、运营效率提升等措施，实现偏光片业务稳健增长。
- 盈利预测与投资评级：**考虑偏光片下游需求增长放缓，我们下修公司22-24年归母净利润的预期至27.05/33.30/40.06亿元（原预测为33.60/43.16/54.08亿元），同比-19%/+23%/+20%，对应PE为16x/13x/11x，考虑到公司负极业务稳步向上，长期仍有增长潜力，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。

**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

**证券分析师 岳斯瑶**

执业证书：S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	19.15
一年最低/最高价	18.70/42.96
市净率(倍)	1.87
流通A股市值(百万元)	33,162.60
总市值(百万元)	42,866.62

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.24
资产负债率(% ,LF)	48.85
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)：负极业务量利齐升，业绩符合市场预期》

2022-08-12

《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

**2022 前三季度归母净利 22.1 亿元，同比减少 20%，处于业绩预告中值。**2022 年前三季度公司营收 158.41 亿元，同比增长 0.82%；归母净利润 22.09 亿元，同比减少 20.37%；扣非归母净利润 19.63 亿元，同比增长 47.1%；2022 年前三季度毛利率为 25.62%，同比提升 0.3pct；销售净利率为 14.6%，同比减少 4.23pct。

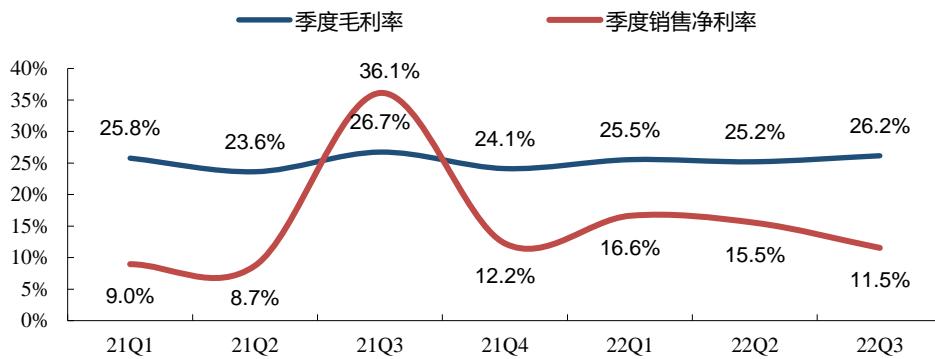
**2022 年 Q3 归母净利 5.5 亿元，环比减少 36%。**2022 年 Q3 公司实现营收 50.69 亿元，同比减少 12.08%，环比减少 11.73%；归母净利润 5.48 亿元，同比减少 72.81%，环比减少 35.87%，扣非归母净利润 5.42 亿元，同比减少 11.23%，环比减少 32.67%。**Q3 业绩下滑主要原因：**1) 偏光片业务下游需求偏弱，预计 Q3 利润环比下滑 20%；2) 参股的正极业务，由于库存收益减少，Q3 贡献的投资收益为 0.8 亿，环比下滑近 70%；3) 母公司费用增加，造成 1 亿+亏损；4) 电解液业务由于六氟价格下跌，Q3 贡献利润 0.1-0.2 亿，环比下滑 50%+。盈利能力方面，Q3 毛利率为 26.16%，同比减少 0.58pct，环比提升 0.96pct；归母净利率 10.81%，同比减少 24.13pct，环比提升 4.07pct；Q3 扣非净利率 10.7%，同比提升 0.1pct，环比减少 3.33pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	5,068.6	5,742.4	5,029.5	4,987.7	5,765.1	5,947.4	3,999.3
-同比	-12.08%	-3.45%	25.76%	88.01%	145.05%	199.16%	227.17%
毛利率	26.16%	25.20%	25.54%	24.12%	26.74%	23.63%	25.78%
归母净利润(百万)	547.7	854.1	807.1	565.7	2014.3	457.4	302.3
-同比	-72.81%	86.74%	166.93%	-505.22%	1034.67%	148.88%	-461.22%
归母净利率	10.81%	14.87%	16.05%	11.34%	34.94%	7.69%	7.56%
扣非归母净利润 (百万)	542.2	805.3	615.17	551.05	610.76	442.27	281.24
-同比	-11.23%	82.08%	118.74%	-336.87%	535.79%	607.96%	413.61%
扣非归母净利率	10.70%	14.02%	12.23%	11.05%	10.59%	7.44%	7.03%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**负极业务 Q3 出货环比向上，全年单吨盈利有望维持 0.6 万元/吨+。**我们预计 Q3 出货 4.2-4.3 万吨，环比+10%，Q4 有望再环增 15%，全年出货量 16 万吨，同比增 60%，23 年随着公司眉山 20 万产能逐步投产，出货量有望维持 50%增长。盈利方面，公司 2022Q3 单吨净利预计达 0.65 万/吨，环比回落 5%，主要由于消费电池需求疲弱，3C 类电池负极出货下降，占比由 20%下降至 10%左右，同时 3 季度原材料等价格波动，对盈利也略有影响。全年看，我们预计公司单吨盈利有望达 0.6 万元/吨+。Q4 产业链对负极材料重新议价，公司产品定位中高端，且石墨化自供比例逐步提升，有望一定程度对冲降价影响，预计 23 年单吨利润仍可维持 0.5-0.6 万/吨。

**偏光片业务市场需求低迷，Q3 业绩下滑。**我们预计 Q3 公司偏光片出货环比下降，贡献 3.5 亿归母净利润，环比下降 20%，前三季度偏光片贡献 11.5 亿利润，全年我们预计偏光片业务将贡献归母净利润 15 亿元左右，同比增长 20%+。目前公司在广州、张家港、四川绵阳等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。虽市场需求有所疲软，但公司偏光片单价不减，聚焦高附加值产品战略加持下，公司通过产品结构调整、运营效率提升等措施，实现偏光片业务稳健增长。

**期间费用环比向上，销售费用环比高增。**2022 年前三季度公司期间费用合计 20.58 亿元，同比增长 1.78%，费用率为 12.99%，同比增长 0.12pct。其中，2022Q3 期间费用合计 7.26 亿元，同比减少 4.35%，环比增 3.89%，期间费用率为 14.31%，同比增 1.16pct，环比增 2.15pct；销售费用 0.59 亿元，销售费用率 1.17%，同比减少 0.69pct，环比增 0.56pct；管理费用 1.61 亿元，管理费用率 3.18%，同比减少 1.07pct，环比减少 0.22pct；财务费用 2.09 亿元，财务费用率 4.12%，同比增 0.49pct，环比增 0.23pct；研发费用 2.96 亿元，研发费用率 5.85%，同比增 2.42pct，环比增 1.59pct。公司 2022Q3 计提资产减值损失 0.37 亿元，冲回信用减值损失 0.12 亿元。

图3：公司分季度费用率

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	123.40	73.15	106.85	-98.78	96.53	34.99	59.18
-销售费用率	3.09%	1.23%	1.85%	-1.98%	1.92%	0.61%	1.17%
管理费用	225.52	145.95	244.57	38.08	210.18	195.03	160.94
-管理费用率	5.64%	2.45%	4.24%	0.76%	4.18%	3.40%	3.18%
研发费用	149.63	203.41	197.65	164.94	174.79	244.51	296.36
-研发费用率	3.74%	3.42%	3.43%	3.31%	3.48%	4.26%	5.85%
财务费用	134.09	208.50	209.48	102.06	152.78	223.84	209.05
-财务费用率	3.35%	3.51%	3.63%	2.05%	3.04%	3.90%	4.12%
期间费用	632.64	631.02	758.55	206.30	634.29	698.36	725.54
-期间费用率	15.82%	10.61%	13.16%	4.14%	12.61%	12.16%	14.31%
资产减值损失	0.66	5.19	-5.85	-388.07	15.08	-48.84	-36.80
信用减值损失	-16.35	-146.19	9.77	-113.74	-20.66	5.13	12.09

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**现金流同比减少，资本开支大幅增长。**2022年三季度末公司存货为53.38亿元，较年初增长75.41%；应收账款41.07亿元，较年初增长3.73%；期末公司合同负债1.28亿元，较年初增长13.89%。2022年前三季度公司经营活动净现金流净额为17.94亿元，同比减少305.09%；投资活动净现金流净额为-51.09亿元，同比减少66.22%；资本开支为38.79亿元，同比上升130.84%；账面现金为89.02亿元，较年初减少4.23%，短期借款47.39亿元，较年初增长9.22%。

**盈利预测与投资评级：**考虑偏光片下游需求增长放缓，我们下修公司22-24年归母净利润的预期至27.05/33.30/40.06亿元（原预测为33.60/43.16/54.08亿元），同比-19%/+23%/+20%，对应PE为16x/13x/11x，考虑到公司负极业务稳步向上，长期仍有增长潜力，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>14,531</b>	<b>17,632</b>	<b>21,781</b>	<b>营业总收入</b>	<b>20,699</b>	<b>20,599</b>	<b>25,239</b>	<b>31,460</b>
货币资金及交易性金融资产	9,295	5,150	6,320	7,885	营业成本(含金融类)	15,519	15,204	18,866	23,735
经营性应收款项	5,476	5,309	6,462	8,010	税金及附加	72	71	87	109
存货	3,043	2,916	3,618	4,552	销售费用	205	206	197	239
合同资产	0	0	0	0	管理费用	654	721	858	1,007
其他流动资产	1,164	1,156	1,232	1,334	研发费用	716	927	1,111	1,353
<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>398</b>	<b>339</b>	<b>330</b>
长期股权投资	6,325	6,335	6,345	6,355	加:其他收益	105	82	101	126
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	618	656	566
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	-490	-492	-512
商誉	915	925	935	945	资产处置收益	-24	51	63	79
长期待摊费用	103	103	102	101	<b>营业利润</b>	<b>4,699</b>	<b>3,334</b>	<b>4,119</b>	<b>4,956</b>
其他非流动资产	1,497	1,497	1,497	1,497	营业外净收支	-24	15	5	5
<b>资产总计</b>	<b>40,288</b>	<b>37,156</b>	<b>41,423</b>	<b>46,645</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,674</b>	<b>3,349</b>	<b>4,124</b>	<b>4,961</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,309</b>	<b>7,500</b>	<b>8,560</b>	<b>9,923</b>	减:所得税	1,104	502	619	744
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,963	2,516	2,426	2,258	<b>净利润</b>	<b>3,570</b>	<b>2,847</b>	<b>3,505</b>	<b>4,217</b>
经营性应付款项	3,572	3,500	4,343	5,464	减:少数股东损益	231	142	175	211
合同负债	112	30	38	47	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,340</b>	<b>2,705</b>	<b>3,330</b>	<b>4,006</b>
其他流动负债	1,661	1,454	1,754	2,154	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.49	1.21	1.49	1.79
非流动负债	7,629	7,629	7,629	7,629	EBIT	3,343	3,470	4,119	5,017
长期借款	3,370	3,370	3,370	3,370	EBITDA	4,418	4,427	5,303	6,275
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.03	26.19	25.25	24.55
租赁负债	1,109	1,109	1,109	1,109	归母净利率(%)	16.13	13.13	13.19	12.73
其他非流动负债	3,150	3,150	3,150	3,150	收入增长率(%)	151.94	-0.48	22.52	24.65
<b>负债合计</b>	<b>20,938</b>	<b>15,129</b>	<b>16,189</b>	<b>17,553</b>	归母净利润增长率(%)	2,320.00	-19.02	23.13	20.30
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,350</b>	<b>22,027</b>	<b>25,234</b>	<b>29,093</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>40,288</b>	<b>37,156</b>	<b>41,423</b>	<b>46,645</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	3,485	3,520	4,100	每股净资产(元)	8.83	10.02	11.43	13.13
投资活动现金流	-3,540	-1,588	-1,626	-1,680	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	-6,042	-734	-865	ROIC(%)	9.96	9.70	11.45	12.55
现金净增加额	6,116	-4,145	1,160	1,555	ROE-摊薄(%)	17.64	12.60	13.59	14.24
折旧和摊销	1,075	957	1,183	1,258	资产负债率(%)	51.97	40.72	39.08	37.63
资本开支	-1,343	-2,194	-2,272	-2,236	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.84	15.85	12.87	10.70
营运资本变动	-4,208	-331	-1,495	-1,861	P/B(现价)	2.17	1.91	1.68	1.46

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>