

公司研究

双主业稳健增长，22Q4 负极盈利承压

——杉杉股份（600884.SH）2022 年年报点评

要点

事件：杉杉股份发布 2022 年年报，实现营收 217.02 亿元，同增 4.8%；归母净利润 26.91 亿元，同降 19.4%。扣非归母净利润 23.29 亿元，同比增长 23.5%。22Q4 归母净利润 4.82 亿元，同降 14.7%，环降 11.9%；扣非归母净利润 3.66 亿元，同降 33.5%，环降 32.5%。

剔除非经营性影响后，业绩稳健增长。公司 22 年净利润同比下滑主要是由于 2021 年正极业务股权转让后不再并表，剔除后，公司 2022 年营业收入同比增长约 27%，净利润同比增长约 19%；再剔除 21 年转让正极业务投资收益影响后，净利润同比增长约 24%。

负极业务营收翻番，龙头优势凸显。22 年负极业务营收 80.58 亿元，同增 94.63%；净利润 9.20 亿元，同增 53.25%；归母净利润 8.13 亿元，同增 54.95%。负极 22 年销量 18.29 万吨，同增 81.06%，快充产品占比提高至 60%以上，预计单吨净利 0.50 万元，同比基本持平。22Q4 由于消费电池行业需求偏弱，消费类产品占比下降，同时石墨化价格下滑，负极价格和单位盈利有所下滑。

负极业务海外加速，产能持续扩张。2022 年公司负极海外销售量同比增长超过 50%，涨幅高于海外需求增速。22 年底公司已投产负极产能约 20 万吨，23 年新增产能四川眉山一期石墨化产能已于 22Q3 开始投产，云南安宁一期将于 23Q3 投产。公司石墨化产能 10 万吨，自供率约 50%。

硅基、硬碳等负极新品进一步推向市场。22 年硅基负极实现海外客户的吨级供货，硅基负极扩产项目一期 1 万吨预计 24 年初试投产。钠电负极已实现海内外客户送样验证，国内实现吨级销售。

偏光片业务持续扩产，市场份额逆势增长。22 年偏光片营收 103.30 亿元，同增 3.89%，归母净利润 13.9 亿元；毛利率 26.71%，同增 2.12pcts。公司偏光片全球市场份额同比提升 4 pcts 至 29%，维持全球第一的市场地位。

聚焦核心业务发展。22 年电解液业务营收 11.05 亿元，同减 19.31%；归母净利润 1.34 亿元，同减 63.49%；销量 1.83 万吨，同比增加 4.61%。22 年公司已出售储能、充电桩、锂盐业务；2023 年 2 月完成了电解液业务子公司衢州杉杉的 51% 股权出售交割，2023 年 4 月完成了光伏业务电站资产的出售协议签署。

盈利预测、估值与评级：新能源车行业一季度需求偏弱，二季度行业需求有望逐季提升，公司负极价格与单位盈利承压，下调 23-24 年净利润预测 (-11%/-7%) 并新增 25 年预测分别为 28.69/37.62/51.01 亿元，当前股价对应 PE 13/10/7 倍，公司作为负极和偏光片行业双料龙头，估值具备性价比，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨；客户集中度较高；新能源车销量不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	20,699	21,702	24,899	32,822	41,007
营业收入增长率	151.94%	4.84%	14.73%	31.82%	24.94%
净利润 (百万元)	3,340	2,691	2,869	3,762	5,101
净利润增长率	2320.00%	-19.42%	6.60%	31.13%	35.60%
EPS (元)	1.56	1.19	1.27	1.66	2.25
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.64%	11.67%	11.37%	13.30%	15.73%
P/E	11	14	13	10	7
P/B	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-20

买入（维持）

当前价：16.59 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

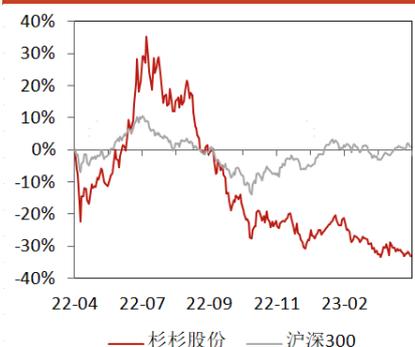
联系人：吕昊

lvhao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.64
总市值(亿元)	375.59
一年最低/最高(元)	16.46/33.78
近 3 月换手率：	72.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.85	-5.62	-24.13
绝对	-3.71	-2.61	-33.09

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,699	21,702	24,899	32,822	41,007
营业成本	15,519	16,487	19,722	25,793	32,307
折旧和摊销	973	1,074	2,182	2,615	2,988
税金及附加	72	80	92	105	111
销售费用	205	281	298	360	368
管理费用	654	713	793	881	978
财务费用	654	696	227	286	249
研发费用	716	953	1,068	1,244	1,349
投资收益	2,389	888	353	402	458
营业利润	4,699	3,397	3,609	4,720	6,304
利润总额	4,674	3,395	3,609	4,720	6,304
所得税	1,104	570	605	792	1,058
净利润	3,570	2,825	3,003	3,928	5,246
少数股东损益	231	134	134	166	145
归属母公司净利润	3,340	2,691	2,869	3,762	5,101
EPS(元)	1.56	1.19	1.27	1.66	2.25

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-364	506	3506	4991	6735
净利润	3340	2691	2869	3762	5101
折旧摊销	973	1074	2182	2615	2988
净营运资金增加	3140	1681	1787	3013	2930
其他	-7817	-4940	-3332	-4399	-4284
投资活动产生现金流	-3540	-4949	-4175	-1800	-1772
净资本支出	-1343	-4245	-3001	-2001	-2001
长期投资变化	6325	6917	-176	-201	-229
其他资产变化	-8522	-7621	-998	402	458
融资活动现金流	10047	-329	906	-1606	-2837
股本变化	515	121	0	0	0
债务净变化	5741	-1324	1813	-598	-1643
无息负债变化	4564	1181	-490	1857	1875
净现金流	6116	-4768	237	1585	2127

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	25.0%	24.0%	20.8%	21.4%	21.2%
EBITDA 率	25.0%	20.7%	19.6%	22.3%	22.4%
EBIT 率	20.1%	15.5%	10.8%	14.3%	15.1%
税前净利润率	22.6%	15.6%	14.5%	14.4%	15.4%
归母净利润率	16.1%	12.4%	11.5%	11.5%	12.4%
ROA	8.9%	6.3%	6.2%	7.4%	9.1%
ROE (摊薄)	17.6%	11.7%	11.4%	13.3%	15.7%
经营性 ROIC	16.9%	12.3%	7.4%	12.5%	15.6%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	52%	46%	46%	44%	41%
流动比率	1.43	1.47	1.51	1.83	2.33
速动比率	1.20	1.08	1.08	1.29	1.63
归母权益/有息债务	1.67	2.30	2.14	2.52	3.39
有形资产/有息债务	3.30	4.19	3.86	4.47	5.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	40,288	44,925	48,572	53,037	57,572
货币资金	9,295	4,742	4,980	6,564	8,691
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,959	4,695	5,148	6,157	6,907
应收票据	35	228	261	345	431
其他应收款 (合计)	347	497	557	587	710
存货	3,043	5,030	6,052	7,702	9,362
其他流动资产	1,403	996	996	996	996
流动资产合计	18,978	18,943	20,975	25,845	31,141
其他权益工具	919	749	749	749	749
长期股权投资	6,325	6,917	7,231	7,432	7,661
固定资产	7,463	8,350	9,686	9,651	9,126
在建工程	2,022	4,879	4,784	4,338	4,004
无形资产	1,627	1,758	1,701	1,645	1,591
商誉	915	1,007	1,007	1,007	1,007
其他非流动资产	202	161	376	376	376
非流动资产合计	21,311	25,983	27,597	27,192	26,431
总负债	20,938	20,795	22,118	23,377	23,609
短期借款	4,339	3,928	4,241	2,643	0
应付账款	2,321	3,149	3,767	4,669	5,525
应付票据	1,250	2,040	2,440	3,191	3,997
预收账款	1	100	115	152	189
其他流动负债	121	51	51	51	51
流动负债合计	13,309	12,899	13,859	14,118	13,350
长期借款	3,370	4,176	5,676	6,676	7,676
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	441	429	429	429	429
非流动负债合计	7,629	7,896	8,259	9,259	10,259
股东权益	19,350	24,130	26,454	29,660	33,962
股本	2,143	2,264	2,264	2,264	2,264
公积金	6,732	9,424	9,711	10,087	10,263
未分配利润	10,083	12,029	13,931	16,595	20,576
归属母公司权益	18,928	23,053	25,243	28,283	32,440
少数股东权益	422	1,077	1,211	1,377	1,522

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.99%	1.30%	1.20%	1.10%	0.90%
管理费用率	3.16%	3.29%	3.19%	2.69%	2.39%
财务费用率	3.16%	3.21%	0.91%	0.87%	0.61%
研发费用率	3.46%	4.39%	4.29%	3.79%	3.29%
所得税率	24%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.33	0.30	0.32	0.42	0.56
每股经营现金流	-0.17	0.22	1.55	2.20	2.97
每股净资产	8.83	10.18	11.15	12.49	14.33
每股销售收入	9.66	9.59	11.00	14.50	18.11

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	11	14	13	10	7
PB	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.1	9.6	9.1	6.0	4.6
股息率	2.0%	1.8%	1.9%	2.5%	3.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE