

杉杉股份(600884.SH)/电力设备  
 证券研究报告/公司点评

2023年4月21日

**评级：增持（下调）**

市场价格：16.59元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

Email: zhubr@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20,699	21,702	23,223	27,306	31,774
增长率 YoY%	152%	5%	7%	18%	16%
净利润（百万元）	3,340	2,691	3,007	3,722	4,424
增长率 YoY%	2320%	-19%	12%	24%	19%
每股收益（元）	1.48	1.19	1.33	1.64	1.95
每股现金流量	-0.16	0.22	1.69	1.58	1.90
净资产收益率	17%	11%	11%	12%	13%
P/E	11.2	14.0	12.6	10.2	8.5
P/B	2.0	1.6	1.5	1.3	1.1

备注：股价取自 2023 年 4 月 20 日收盘价

**基本状况**

总股本（百万股）	2,264
流通股本（百万股）	1,757
市价（元）	16.59
市值（百万元）	37,559
流通市值（百万元）	29,153

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《负极材料+偏光片双核驱动成长，长期业绩增量可期》2022.9.20

**投资要点**

- 事件：**公司发布 22 年报，实现营收 217.0 亿元，同比增长 5%；归母净利润 26.9 亿元，同比下降 19%；扣非净利润 23.3 亿元，同比增长 24%。其中，22Q4 实现营收 58.6 亿元，环比增长 16%；归母净利润 4.8 亿元，同比下降 15%。  
**盈利能力方面，**22 年公司毛利率 24%，同比下滑 1pct，净利率 13%，同比 -4.2pct。其中，**22Q4 公司毛利率 19.7%，同比下滑 4.4pct，环比下滑 6.4pct；22Q4 公司净利率 8.7%，同比下滑 3.5pct，环比下滑 2.8pct。**
- 22 年业绩拆分：**1) 负极收入 80.6 亿，同比增长 95%；净利润 9.2 亿，同比增长 53%；出货量 18.3 万吨，同比增长 81%；平均吨净利 0.5 万；归母净利 8.1 亿。2) 偏光片收入 103.3 亿元，同比增长 4%；归母净利 13.9 亿元，同比增长 16%。3) 电解液收入 11.1 亿元，同比下降 19%；净利润 1.6 亿元，同比下降 63%；归母净利 1.3 亿元，同比下降 63%。
- 截至 22 年底，**公司完成 70 万吨负极产能布局，已投产 20 万吨。公司规划了浙江宁波 4 万吨硅基负极一体化项目，其中一期 1 万吨产能已开始建设，预计 24 年初投试产。预计 23Q1 负极出货 4 万吨，23 年全年出货目标 25 万吨。
- 公司于 22 年 12 月 8 日将衢州杉杉(电解液业务)51%的股权转让予新亚电子，并于 23 年 2 月 17 日完成交割。自 23 年 2 月 18 日起，**公司对衢州杉杉的持股比例降至 31.25%。
- 公司硅基负极产品已实现在消费电子、动力市场的产业化应用，**其中硅氧负极产品第一、二代已实现批量供应，第三、四代硅氧产品开发、认证中；新一代高容量高首效的硅碳产品基础款开发完成，核心专利已获得国内授权并申请国际专利中。基于下游客户需求，公司 22 年规划了浙江宁波 4 万吨级硅基负极产能，其中一期 1 万吨产能已开始建设，预计 2024 年初投试产。
- 公司钠离子电池用硬碳负极产品的容量、高温和加工性能领先，**已实现海内外客户的送样验证，国内客户已实现吨级销售。
- 盈利预测：**预计 23 年负极出货 25 万吨，偏光片销量 1.5 亿平，考虑到加工费下降，我们预计公司 23-24 年归母净利润 30.0、37.2 亿（前值为 45.1、55.6 亿），对应 PE 估值 12.6、10.2 倍，调整为“增持”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、市场竞争加剧风险、原材料价格变动风险、产能扩张不及预期。

图表 1: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,742	6,967	8,192	9,532	营业收入	21,702	23,223	27,306	31,774
应收票据	228	244	287	334	营业成本	16,487	17,653	20,705	24,023
应收账款	4,695	4,838	5,470	6,270	税金及附加	80	86	101	117
预付账款	1,392	1,490	1,748	2,028	销售费用	281	302	355	381
存货	5,030	5,386	6,316	7,329	管理费用	713	790	901	1,017
合同资产	0	0	0	0	研发费用	953	999	1,147	1,303
其他流动资产	2,856	3,056	3,593	4,180	财务费用	696	628	711	793
流动资产合计	18,943	21,981	25,606	29,673	信用减值损失	-10	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-138	-150	-100	-100
长期股权投资	6,917	6,917	6,917	6,917	公允价值变动收益	-2	-2	-2	-2
固定资产	8,350	9,258	10,438	11,905	投资收益	888	960	1,120	1,160
在建工程	4,879	5,953	7,165	8,519	其他收益	174	226	294	382
无形资产	1,758	1,847	1,927	2,000	营业利润	3,397	3,783	4,681	5,564
其他非流动资产	4,078	4,133	4,177	4,212	营业外收入	15	15	15	15
非流动资产合计	25,983	28,108	30,625	33,553	营业外支出	17	17	17	17
资产合计	44,925	50,089	56,231	63,225	利润总额	3,395	3,781	4,679	5,562
短期借款	3,928	4,943	5,506	5,924	所得税	570	624	772	918
应付票据	2,040	2,184	2,562	2,972	净利润	2,825	3,157	3,907	4,644
应付账款	3,149	3,372	3,955	4,589	少数股东损益	134	150	185	220
预收款项	100	107	126	147	归属母公司净利润	2,691	3,007	3,722	4,424
合同负债	61	65	77	89	NOPLAT	3,405	3,682	4,501	5,306
其他应付款	752	752	752	752	EPS (按最新股本摊薄)	1.19	1.33	1.64	1.95
一年内到期的非流动负债	1,904	1,904	1,904	1,904					
其他流动负债	965	1,017	1,137	1,265	主要财务比率				
流动负债合计	12,899	14,345	16,018	17,641	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	4,176	5,039	6,053	7,233	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	4.8%	7.0%	17.6%	16.4%
其他非流动负债	3,720	3,720	3,720	3,720	EBIT增长率	-23.2%	7.8%	22.3%	17.9%
非流动负债合计	7,896	8,759	9,773	10,953	归母公司净利润增长率	-19.4%	11.7%	23.8%	18.9%
负债合计	20,795	23,104	25,791	28,595	获利能力				
归属母公司所有者权益	23,053	25,759	29,027	32,998	毛利率	24.0%	24.0%	24.2%	24.4%
少数股东权益	1,077	1,227	1,412	1,633	净利率	13.0%	13.6%	14.3%	14.6%
所有者权益合计	24,130	26,985	30,439	34,631	ROE	11.2%	11.1%	12.2%	12.8%
负债和股东权益	44,925	50,089	56,231	63,225	ROIC	15.4%	14.1%	14.8%	15.1%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	46.3%	46.1%	45.9%	45.2%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	56.9%	57.8%	56.5%	54.2%
经营活动现金流	506	3,821	3,576	4,292	流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
现金收益	4,647	4,975	5,936	6,910	速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
存货影响	-1,987	-356	-931	-1,012	营运能力				
经营性应收影响	-1,345	-108	-833	-1,027	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	1,889	374	979	1,065	应收账款周转天数	72	74	68	67
其他影响	-2,698	-1,065	-1,575	-1,644	应付账款周转天数	60	66	64	64
投资活动现金流	-4,949	-2,392	-2,765	-3,303	存货周转天数	88	106	102	102
资本支出	-5,001	-3,261	-3,790	-4,367	每股指标 (元)				
股权投资	-592	0	0	0	每股收益	1.19	1.33	1.64	1.95
其他长期资产变化	644	869	1,025	1,064	每股经营现金流	0.22	1.69	1.58	1.90
融资活动现金流	-329	796	414	352	每股净资产	10.18	11.38	12.82	14.58
借款增加	-1,324	1,877	1,578	1,598	估值比率				
股利及利息支付	-909	-1,007	-1,225	-1,437	P/E	14	13	10	9
股东融资	3,210	0	0	0	P/B	2	1	1	1
其他影响	-1,306	-74	61	191	EV/EBITDA	5	5	4	3

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。