安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 18 日

杉杉股份（600884.SH）

公司快报

证券研究报告

服装及服饰制品

锂电池材料龙头企业，布局新能源汽车全产业链

■事件：杉杉股份公布 2016 年年报，报告期实现营业收入 54.75 亿元，同比增长 11.09%；归属于母公司的净利润 3.30 亿元，同比下降 52.24%；扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为 2.56 亿元，同比增长 22.31%。实现基本每股 EPS0.404 元。公司拟每 10 股派现金红利 0.80 元（含税），无资本公积转增股本方案。同时，公司公布 2017 年第一季度业绩预告，预计报告期内实现归母净利润与上年同期（含尤利卡）相比，将增加 60%-110%。

■打造新能源业务生态闭环，实现全产业链布局：公司新能源业务覆盖锂电新能源上下游产业链，为公司主要的业绩来源及发展重点，主要包括锂电池材料、新能源汽车（包括电池系统集成、动力总成、整车设计与研发及充电桩建设与新能源汽车运营）及能源管理服务业务。多样的新能源业务布局分别形成了动力电池循环绿色能源服务闭环和新能源汽车运营服务生态环，帮助公司纵向整合下游产业链，有效降低动力电池全生命周期的应用成本，并建立电池的全生命周期应用大数据，从而保证公司的综合成本及技术优势。

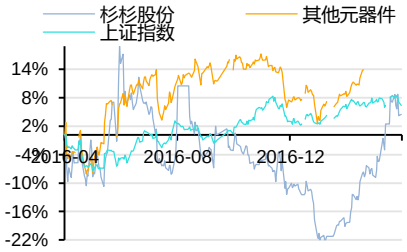
■锂电池材料龙头地位稳固，正极材料是业绩上涨主因：公司植根锂电池材料产业十八年，行业龙头地位稳固，综合产销量位列全球第一。报告期内，锂电池材料业务实现营收40.96亿元，同比上升20.53%；实现归母净利润2.81亿元，同比上升180.78%。（1）正极材料：杉杉能源实现营收25.03亿元，同比上升8.12%；归母净利润1.74亿元，同比上升121.48%；毛利率达到20.91%，较上年上升7.99%。业绩的大幅上涨主要源于产品、客户结构、成本控制的不断优化。公司的锂电池正极材料主要产品有钴酸锂系列、多元材料系列、锰酸锂系列和三元前驱体，总产能达3.3万吨，为全球规模最大的正极材料生产商。根据公司年报描述，在一系列正极材料中，高电压、高压实、高能量密度的高端钴系产品如4.45V、4.5V占有绝对市场优势，并进入苹果、华为的供应链；三元产品不断向高镍方向发展，532、622等产品销售量占比不断攀升，5000吨811产线已开工建设并有望在2018年建成投产。（2）负极材料公司于报告期内实现营收11.73亿元，同比上升31.36%；实现归母净利润0.97亿元，同比上升62.12%。主要原因为销量的提升，以及通过石墨化技术的升级换代和负极材料的一体化生产带来的成本降低。（3）电解液业务实现营收4.19亿元，同比增长121.05%，归母净利润835.50万元，实现扭亏为盈。主要系公司电解液销量的快速增长和电解液产品价格的提升。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	20.00 元
股价（2017-04-17）	16.80 元

交易数据

总市值（百万元）	18,862.45
流通市值(百万元)	13,804.84
总股本（百万股）	1,122.76
流通股本(百万股)	821.72
12 个月价格区间	12.54/38.41 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.45	29.79	-1.69
绝对收益	13.98	33.44	2.99

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

邓永康 报告联系人
dengyk@essence.com.cn

陈乐 报告联系人
chenle1@essence.com.cn

相关报告

杉杉股份：锂电材料延续上升势头，半年业绩高速增长	2016-08-16
杉杉股份：不仅仅是锂电材料	2016-04-21

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**新能源汽车运营期待放量，带动上游业务协同发展：**报告期内，公司新能源汽车业务实现营收94.52百万元，同比下降48.01%；实现归母净利润-117.26百万元，主要系行业政策波动，及产业试点布局，前期资产投入大所致。报告期内，公司以云杉智慧为平台，开展专业的第三方新能源汽车服务业务，包括充电桩的建设、充电运维服务、新能源汽车车辆销售、新能源汽车租赁、新能源汽车关键零部件维修、新能源运营数据挖掘与增值服务等。其中，（1）充电桩业务：2016年完成了全国19个城市的布局，全国充电桩建设累积达成4629个；（2）车辆租赁业务：2016年，公司就新能源汽车租赁进行了试点，累积运营1585辆新能源汽车，其中在上海实施了新能源汽车的网约车租赁试点，累积投入450辆新能源汽车；在深圳、广州对物流车租赁进行了初步的试点；在广州、海口对分时租赁进行了试点，以及在上海对通勤车租赁进行了试点；对新能源车辆租赁业务模式及各地业务进行了摸索。随着新能源汽车行业的向好、运营业务的落实，将有效带动上游电池系统集成、动力总成业务与整车协同发展。

■**收购光伏企业尤利卡，完善能源管理方案：**报告期内，公司能源管理服务业务实现营收609.84百万元，同比下降1.53%；实现归母净利润37.06百万元。杉杉能源管理服务业务，主要以储能技术与产品的应用为核心提供综合能源开发与服务的整体解决方案。报告期内，合资成立江苏杉杉能源管理有限公司，在江苏、北京等地陆续开展园区的大型削峰填谷储能项目以及售电业务，截至期末，签约量50MWH；合资成立北京杉杉凯励新能源科技有限公司，通过产业合作的模式，开展应用于铁塔通信基站的动力电池梯级利用。同时，为能实现相较储能更低的能耗成本，为用户提供高性价比的能源管理方案，公司于期内收购光伏企业尤利卡来为储能客户配套光伏发电项目。2016年尤利卡涉足投资布局光伏电站领域，总计开发项目18个，总装机容量62.10MW，其中2016年度并网项目容量为11.24MW，并力争2017年6月30日全部实现并网。

■**投资建议：**6 个月目标价为 20.00 元，维持买入-A 的投资评级。预计公司 2017-2019 年的营收同比增速分别为 39.9%、46.9%、19.8%；归母净利润同比增速分别为 116.2%、60.4%、19.7%；暂不考虑分红摊薄的情况下，EPS 分别为 0.64、1.02、1.22 元。考虑到公司是锂电池材料龙头，把握新能源汽车行业机遇开展全产业链布局，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.00 元。

■**风险提示：**新能源汽车运营业务布局不及预期、能源管理业务发展不及预期、市场竞争加剧。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,302.3	5,474.8	7,657.8	11,248.1	13,477.5
净利润	664.8	330.2	713.7	1,144.7	1,369.8

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

每股收益(元)	0.59	0.29	0.64	1.02	1.22
每股净资产(元)	4.27	7.25	6.29	7.31	8.53

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	28.4	57.1	26.4	16.5	13.8
市净率(倍)	3.9	2.3	2.7	2.3	2.0
净利润率	15.5%	6.0%	9.3%	10.2%	10.2%
净资产收益率	13.9%	4.1%	10.1%	13.9%	14.3%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	28.5%	13.6%	16.0%	22.7%	21.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,302.3	5,474.8	7,657.8	11,248.1	13,477.5
减:营业成本	3,370.6	4,108.6	5,681.7	8,189.8	9,820.7
营业税费	15.3	34.8	48.7	71.6	85.7
销售费用	253.2	305.9	313.0	459.7	550.8
管理费用	452.0	646.1	750.6	1,102.5	1,321.0
财务费用	111.4	97.0	54.7	95.7	80.1
资产减值损失	73.5	51.0	66.2	69.3	65.0
加:公允价值变动收益	-0.3	-0.0	-	-	-
投资和汇兑收益	757.3	210.7	160.0	210.7	210.7
营业利润	783.4	442.2	903.0	1,470.3	1,765.0
加:营业外净收支	17.0	33.2	25.8	23.7	24.3
利润总额	800.4	475.4	928.7	1,494.0	1,789.3
减:所得税	122.9	77.5	135.7	222.2	267.3
净利润	664.8	330.2	713.7	1,144.7	1,369.8

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	878.5	2,439.4	1,148.7	1,124.8	2,695.5
交易性金融资产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款	1,728.3	1,971.3	3,203.5	4,397.4	4,710.1
应收票据	417.7	714.4	869.1	1,456.7	1,330.1
预付帐款	234.4	181.2	393.6	435.0	558.6
存货	862.4	1,207.4	1,654.9	2,470.9	2,476.5
其他流动资产	227.9	634.4	634.4	634.4	634.4
可供出售金融资产	2,536.8	2,661.6	2,661.6	2,661.6	2,661.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,203.1	1,343.0	1,343.0	1,343.0	1,343.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	878.4	1,864.5	1,776.6	1,962.3	2,025.8
在建工程	377.1	356.4	506.4	303.2	201.6
无形资产	247.2	396.5	386.0	375.6	365.2
其他非流动资产	605.9	816.3	803.7	790.4	777.4
资产总额	10,198.0	14,586.4	15,381.6	17,955.4	19,779.9
短期债务	811.8	1,010.5	1,160.3	1,315.2	1,241.9
应付帐款	932.2	1,227.6	1,759.1	2,545.9	2,616.4
应付票据	858.9	621.9	1,425.9	1,525.8	2,013.8
其他流动负债	232.8	1,136.4	1,139.3	1,261.6	1,217.1
长期借款	200.0	196.2	500.0	638.0	500.0
其他非流动负债	2,063.1	1,749.7	1,749.7	1,749.7	1,749.7
负债总额	5,098.8	5,942.3	7,734.5	9,036.4	9,338.9
少数股东权益	300.4	501.7	581.0	708.2	860.4
股本	410.9	1,122.8	1,122.8	1,122.8	1,122.8
留存收益	2,692.8	5,229.7	5,943.4	7,088.1	8,457.8
股东权益	5,099.2	8,644.1	7,647.2	8,919.0	10,441.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	17.6%	27.3%	39.9%	46.9%	19.8%
营业利润增长率	112.2%	-43.5%	104.2%	62.8%	20.0%
净利润增长率	90.8%	-50.3%	116.2%	60.4%	19.7%
EBITDA 增长率	60.2%	-28.0%	51.4%	60.5%	17.7%
EBIT 增长率	70.6%	-39.7%	77.6%	63.5%	17.8%
NOPLAT 增长率	61.6%	-40.4%	81.1%	63.0%	17.7%
投资资本增长率	24.5%	54.5%	14.9%	27.3%	-3.3%
净资产增长率	15.6%	69.5%	-11.5%	16.6%	17.1%
利润率					
毛利率	21.7%	25.0%	25.8%	27.2%	27.1%
营业利润率	18.2%	8.1%	11.8%	13.1%	13.1%
净利润率	15.5%	6.0%	9.3%	10.2%	10.2%
EBITDA/营业收入	22.5%	12.7%	13.8%	15.1%	14.8%
EBIT/营业收入	20.8%	9.8%	12.5%	13.9%	13.7%
运营效率					
固定资产周转天数	65	90	86	60	53
流动营业资本周转天数	111	114	117	117	117
流动资产周转天数	343	378	354	295	306
应收帐款周转天数	132	122	122	122	122
存货周转天数	68	68	67	66	66
总资产周转天数	810	815	704	533	504
投资资本周转天数	250	277	258	214	196
投资回报率					
ROE	13.9%	4.1%	10.1%	13.9%	14.3%
ROA	6.6%	2.7%	5.2%	7.1%	7.7%
ROIC	28.5%	13.6%	16.0%	22.7%	21.0%
费用率					
销售费用率	5.9%	5.6%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用率	10.5%	11.8%	9.8%	9.8%	9.8%
财务费用率	2.6%	1.8%	0.7%	0.9%	0.6%
三费/营业收入	19.0%	19.2%	14.6%	14.7%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	40.7%	50.3%	50.3%	47.2%
负债权益比	100.0%	68.7%	101.1%	101.3%	89.4%
流动比率	1.53	1.79	1.44	1.58	1.75
速动比率	1.23	1.49	1.14	1.21	1.40
利息保障倍数	8.03	5.56	17.51	16.36	23.04
分红指标					
DPS(元)	0.09	-	-	-	-
分红比率	14.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	677.5	397.9	713.7	1,144.7	1,369.8
加:折旧和摊销	79.0	167.6	98.3	128.7	148.9
资产减值准备	73.5	51.0	-	-	-
公允价值变动损失	0.3	0.0	-	-	-
财务费用	117.8	135.9	54.7	95.7	80.1
投资损失	-757.3	-210.7	-160.0	-210.7	-210.7
少数股东损益	12.7	67.8	79.3	127.2	152.2
营运资金的变动	-528.9	-1,108.6	-695.7	-1,617.3	211.3
经营活动产生现金流量	-258.0	-577.9	90.3	-331.8	1,751.4
投资活动产生现金流量	215.1	-1,455.4	10.0	110.7	110.7
融资活动产生现金流量	-246.0	3,656.1	-1,391.0	197.2	-291.4

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.59	0.29	0.64	1.02	1.22
BVPS(元)	4.27	7.25	6.29	7.31	8.53
PE(X)	28.4	57.1	26.4	16.5	13.8
PB(X)	3.9	2.3	2.7	2.3	2.0
P/FCF	-124.6	-17.5	46.3	-115.2	13.4
P/S	4.4	3.4	2.5	1.7	1.4
EV/EBITDA	15.1	18.3	16.7	10.7	8.3
CAGR(%)	23.4%	56.4%	34.1%	23.4%	56.4%
PEG	1.2	1.0	0.8	0.7	0.2
ROIC/WACC	2.9	1.4	1.6	2.3	2.1
REP	1.5	1.8	1.8	1.0	1.1

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。