

公司研究/首次覆盖

2017年05月18日

金属新材料/合金碳材 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 14.93
合理价格区间(元): 16.03-17.19

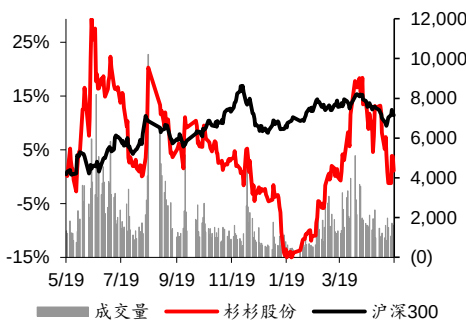
李斌 执业证书编号: S0570517050001
libin@htsc.com

邱乐园 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

黄孚 010-56793948
huangfu@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
sunxuewan@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

锂电材料系列报告一: 打造新能源汽车闭环 杉杉股份(600884)

服装行业起家, 成功转型新能源汽车产业链

杉杉股份是第一家服装行业上市公司, 从 2000 年进军新能源材料领域, 已成为全球最大的锂电池原材料供应商, 其中正极材料产销量稳居全球第一, 负极人造石墨产销量国内第一、世界第二, 电解液国内前五。近两年受益于新能源汽车产业快速增长带动锂电池原材料销量, 该板块净利润实现快速增长。在现有锂电池原材料业务基础上, 公司已着手布局新能源汽车全产业链, 逐步向下游动力及储能电池系统集成、三电集成、整车验证平台、新能源汽车及车辆运营进行整体布局。

锂电池原材料行业龙头, 业务涵盖正极、负极和电解液

杉杉股份是全球最大的锂电池原材料综合供应商。正极材料业务主体杉杉能源已挂牌新三板, 拥有正极产能 3.3 万吨(1.6 万吨为 NCM111/532/622, 其余为 LCO), 在建三元产能 1.5 万吨; 近期受益于钴价上涨业绩有所改善。公司现有负极产能 3.8 万吨, 以人造石墨为主, 产量位居国内第二, 2016 销售 2.26 万吨。电解液产能约 1.5 万吨, 2016 年底收购巨化凯蓝, 产能将新增 2 万吨和 2000 吨六氟磷酸锂。公司主要客户包括比亚迪、三星、LG、天津力神、ATL、国轩等电池厂商, 约 30% 为海外销售; 公司同时积极储备硅碳负极和高镍三元材料等新型电池材料技术。

布局新能源汽车平台, 打造双闭环模式

首先, 杉杉股份通过合资成立青杉汽车有限公司等整车制造企业, 目前已经形成整车研发制造、动力总成系统集成、新能源汽车专用底盘研发、充换电基础设施建设、三电系统维护等完整的产业体系。其次, 公司重点布局以“云杉智慧”为基础的新能源汽车第三方运维平台, 已在多个一二线城市推广。此外, 公司计划开展动力电池梯次储能利用、废旧电池进行回收拆解及材料再生等技术储备, 打造动力电池全生命周期闭环。

重组传统服装和融资租赁业务, 已申报 H 股

公司服装业务包括原创时尚休闲“杉杉”品牌, 以及线下直营加盟为主的多品牌业务。公司正在剥离弱盈利能力项目, 2016 年底完成多数品牌清理, 同时正在进行资产重组将服装品业务统归到杉杉品牌。公司投资业务包括金融股权投资、类金融业务及以海创晖为平台开展的 PE 基金业务。公司的服装板块以及融资租赁业务计划分拆到 H 股上市, 目前已提交申请。

锂电池原材料综合龙头切入新能源汽车全产业链, 增持评级

动力电池将带动原材料业务持续高增长, 新能源汽车和能源管理将成为 2-3 年新增长点。预计 2017-2019 年营收分别为 77.09/96.04/110.37 亿元, 净利润 6.52/7.72/8.29 亿元, 对应 EPS 为 0.58/0.69/0.74 元。分别对各板块业务拆分预测估值区间 180-193 亿元, 对应目标价 16.03-17.19 元, 考虑到公司的市场地位并积极拓展新方向打造全产业链, 给予“增持”评级。

风险提示: 新能源汽车补贴政策不及预期, 车辆生产资质申请风险等; 锂电池原材料重大技术突破或者竞争过于激烈导致业务直线下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,123
流通 A 股 (百万股)	821.72
52 周内股价区间 (元)	12.54-38.41
总市值 (百万元)	16,763
总资产 (百万元)	15,410
每股净资产 (元)	7.51

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,928	5,475	7,709	9,604	11,037
+/-%	34.69	11.09	40.80	24.59	14.92
归属母公司净利润 (百万元)	691.24	330.16	652.03	771.63	829.02
+/-%	98.39	(52.24)	97.49	18.34	7.44
EPS (元, 最新摊薄)	0.62	0.29	0.58	0.69	0.74
PE (倍)	24.90	52.13	26.40	22.31	20.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

杉杉能源（600884）：转型新能源汽车产业链	4
服装行业起家，成功转型新能源汽车产业链	4
业务结构调整，凸显新能源产业引擎	5
锂电池原材料行业龙头	7
新能源汽车业务带动公司业务腾飞	7
全球规模最大锂电池材料供应商	8
正极材料挂牌新三板，转型三元材料	8
国内最大人造石墨供应商，储备硅碳负极等新型材料技术	9
国内前五大电解液供应商，配合正负极材料销售	10
布局新能源汽车平台，打造双闭环模式	12
新能源专用车与新能源客车双轮驱动，抢占市场	13
动力总成布局完善，电机技术世界领先	13
市场运维多点布局，探索创新商业模式	14
重组传统业务，服装和融资租赁已提交 H 股申请	17
传统服装业务精简和重组进行时，服装和融资租赁拟 H 股上市	17
类金融业务为新能源业务平台提供现金流支持	18
盈利预测和估值	19
盈利预测	19
估值	20

图表目录

图表 1： 公司股权结构	4
图表 2： 2010-2016 公司经营业绩	5
图表 3： 公司主要业务和对应子公司	5
图表 4： 2010-2016 公司主营业务结构（百万元）	6
图表 5： 杉杉股份未来各项业务的关系	6
图表 6： 2014-2016 年我国新能源汽车销量统计	7
图表 7： 2011-2016 国内动力电池出货量统计	7
图表 8： 锂离子电池产业链	8
图表 9： 锂离子电池原材料成本构成（2016）	8
图表 10： 2016 公司锂电池材料净利润构成	8
图表 11： 2016 各项原材料业务净利率	8
图表 12： 2011-2015 中国市场负极材料年产量	9
图表 13： 2015 年全球锂电负极材料生产厂家占比	9
图表 14： 主要石墨负极性能比较	10
图表 15： 杉杉股份负极材料企业一览表	10
图表 16： 2011-2016 中国电解液产量及增速	11

图表 17: 2015 年国内电解液厂商市场份额	11
图表 18: 新能源汽车产业链图	12
图表 19: 新能源汽车成本图 (2016)	12
图表 20: 打造新能源汽车两个闭环模式	12
图表 21: 电动汽车动力总成图	14
图表 22: 八达创新科技股份有限公司主要技术图	14
图表 23: 公司融资租赁和商业保理业务流程图	15
图表 24: 云杉智慧商业模式图	15
图表 25: 云杉智慧智能应用数据图	16
图表 26: 2010-2016H1 传统服装针织业务经营业绩	17
图表 27: 投资业务一览表	18
图表 28: 杉杉股份业绩拆分预测	19
图表 29: 2017-2019 公司各项业务营收预测 (百万元)	20
图表 30: 2017-2019 公司各项业务毛利率预测	20
图表 31: 杉杉股份历史 PE-Bands	21
图表 32: 杉杉股份历史 PB-Bands	21

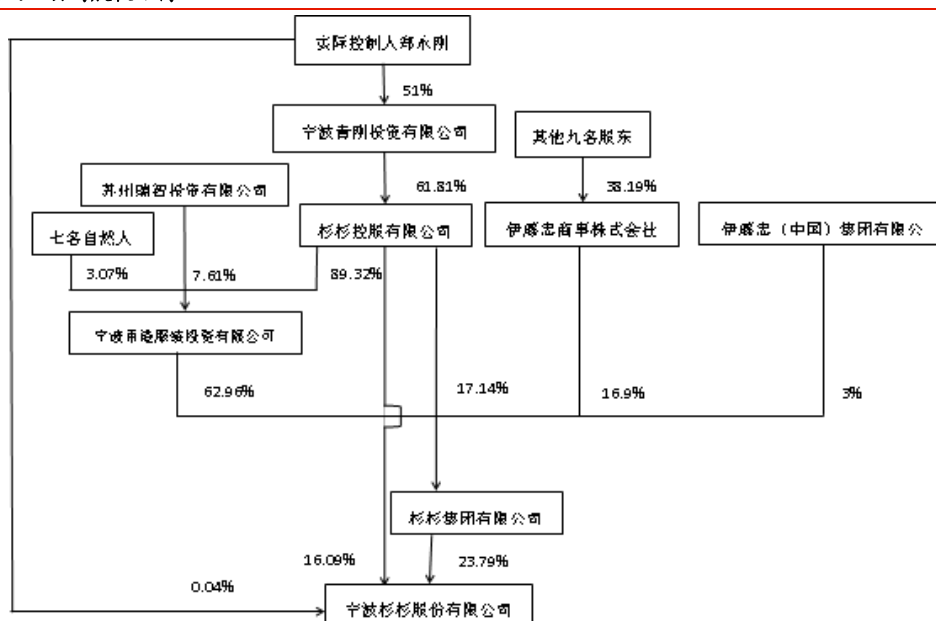
杉杉能源（600884）：转型新能源汽车产业链

服装行业起家，成功转型新能源汽车产业链

大手笔布局新能源汽车产业

1989 年，公司董事长郑永刚创立杉杉品牌，并于 1996 年带领企业成功上市并组建杉杉集团；1999 年杉杉总部移师上海，开始实施多元化发展战略，2000 年进军新能源新材料领域，成为全球第一的锂离子电池材料供应商，其中正极材料产销量稳居全球第一，负极人造石墨产销量国内第一、世界第二，电解液国内前五。2015 年，公司向锂离子电池材料下游新能源汽车业务进行了拓展，开始布局动力电池模组及系统集成、动力总成、新能源汽车及车辆运营业务。此外在金融领域，杉杉在保险、银行、证券、类金融方面有着成功投资。

图表1：公司股权结构

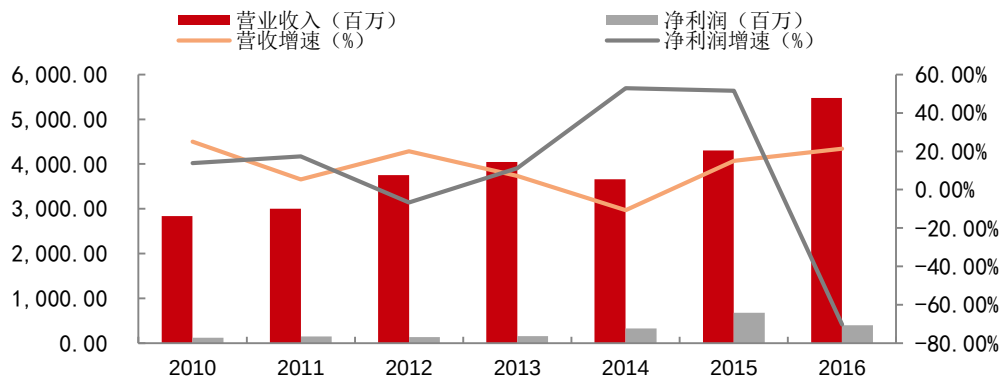


资料来源：Wind, 2016 年报，华泰证券研究所

营业收入快速增加，净利润翻倍

2015 年，公司实现营业收入 43.02 亿元，同比增长 17.58%，归母净利润 6.65 亿元，同比增长 90.81%，主要受益于锂电池原材料尤其是正极材料业务利润大幅增长所致；此外公司抛售宁波银行部分股权收益可观；2016 年，公司实现营业收入 54.74 亿元，同比增长 21.42%，营收上升主要受益于新能源汽车行业增长带动正极材料业务销量和毛利均有所攀升；实现归母净利润 3.30 亿元，同比下降 52.24%，净利润下降主要系 2015 年减持宁波银行部分股票获得投资收益较高所致。

图表2： 2010-2016 公司经营业绩

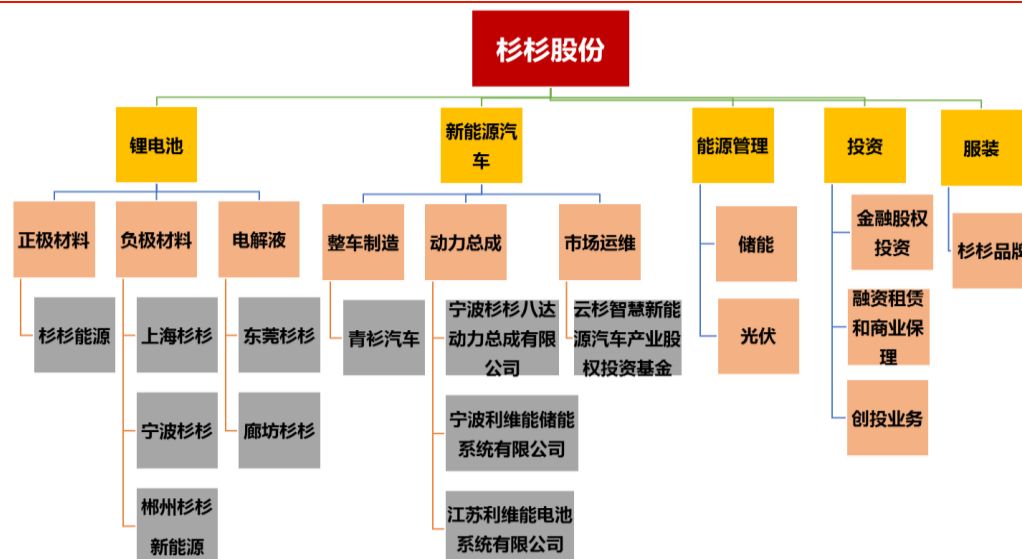


资料来源：Wind，华泰证券研究所

业务结构调整，凸显新能源产业引擎

公司业务可归为四大板块：锂电池原材料、新能源汽车、服装、投资。公司传统主业是服装，之后战略转型新能源材料，目前以锂电池材料为战略支点。

图表3： 公司主要业务和对应子公司

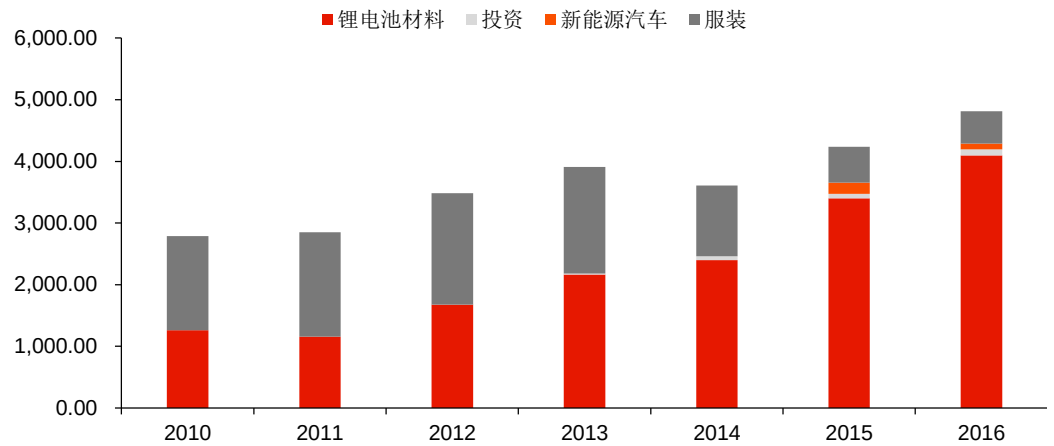


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

锂电池原材料贡献主要营收

2016 年公司业务结构调整较大，主要分为新能源业务和其他业务，新能源业务包括锂电池、能源管理、新能源汽车，其他业务包括融资租赁、服装、保理业务等。2016 年收入构成中锂电材料占比 75%，服装 10%，新能源汽车 2%，能源管理 11%，为刚收购尤里卡公司贡献；其他 2%。

图表4： 2010-2016 公司主营业务结构（百万元）

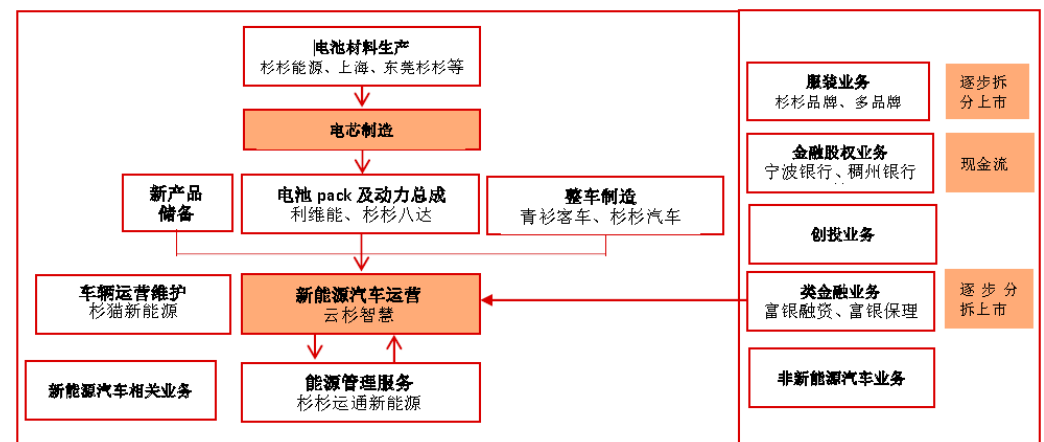


资料来源：Wind，华泰证券研究所

新能源汽车产业成为新增长引擎

公司在锂电池原材料业务基础上，逐步向下游动力及储能电池系统集成、三电集成、整车验证平台、新能源汽车及车辆运营进行整体布局。随着公司后续发展，未来锂电材料及新能源汽车业务将成为公司营收及毛利的主要来源。

图表5： 杉杉股份未来各项业务的关系



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

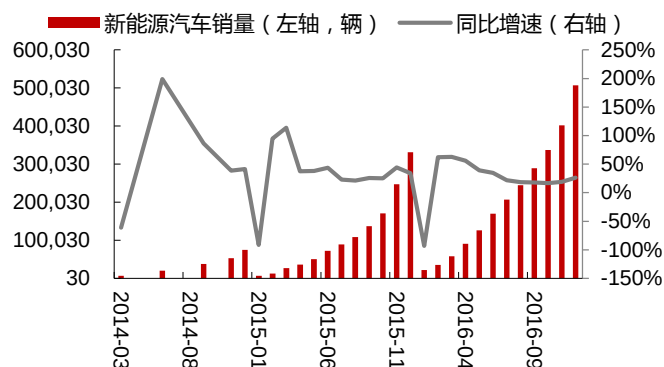
锂电池原材料行业龙头

新能源汽车业务带动公司业务腾飞

新能源汽车催化动力锂电池成为新增长点

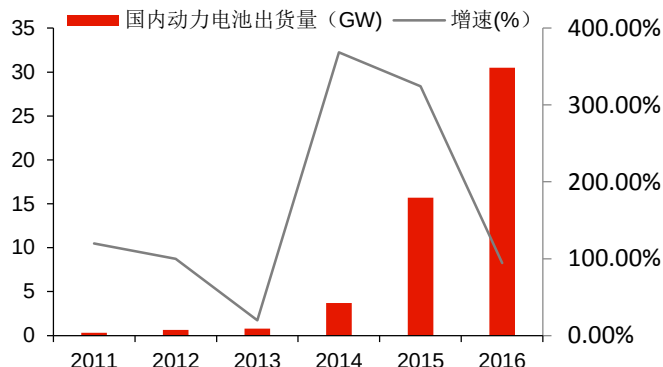
2014-2016 年国内新能源汽车行业维持高速增长。在国家政策密集出台的刺激下，我国新能源汽车产销量在 2014-2016 年维持高速增长。Wind 数据统计，2014 年我国新能源汽车销量 7.48 万辆，同比增长 324%；2015 年新能源汽车销量 33.11 万辆，同比增长 343%；2016 年销量 50.70 万辆，同比增长 38.61%。2011-2016 国内动力电池出货量持续提升，到 2016 年达 30.50GW，同比增速接近 100%。新能源汽车销售带动动力电池出货量快速提升。

图表6： 2014-2016 年我国新能源汽车销量统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 2011-2016 国内动力电池出货量统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

新能源汽车产业政策落地，行业有望迎来稳健发展。2016 年新能源产业波动较大，国家政策主要从动力电池、充电基础设施、财政补贴等方面进一步支持新能源汽车产业发展；上半年新能源汽车受政策监管的影响进行调整，短期产销虽有所下滑，但随着年底新能源汽车相关政策等出台，产业有望迎来稳步快速发展。

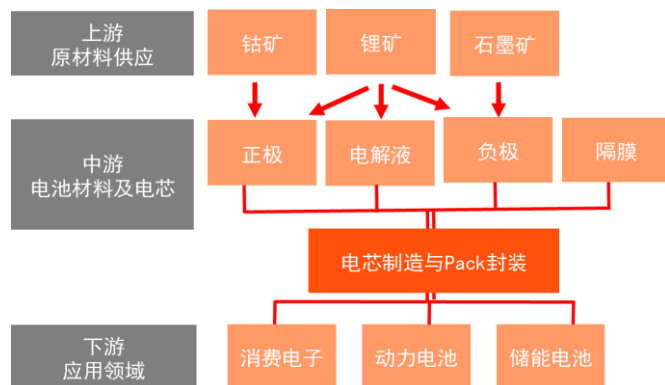
- **补贴方案落地，鼓励高能量密度电池企业。**2016 年 12 月 29 日，国家财政部发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，期待了一年的新能源汽车补贴调整方案终于落地，整体来看新补贴政策提高了补贴门槛同时下调了补贴幅度，将能量密度作为补贴发放的重要指标之一。
- **行业规范出台约束行业扩张乱象。**针对国内动力电池产能无序扩张的乱象，工信部出台《汽车动力电池行业规范条件（2017 年）》（征求意见稿），提出锂离子动力电池单体企业年产能能力不低于 8GWh，金属氢化物镍动力电池单体企业年产能能力不低于 100MWh，超级电容器单体企业年产能能力不低于 10MWh。系统企业年产能能力不低于 80000 套或 4GWh。政策层面对动力锂电池的技术指标和生产规模提出更高的要求，将推动行业的加速整合，淘汰技术落后锂电池企业。

电芯原材料随锂电池行业快速发展

原材料位于锂电池产业链中游。锂电池上游是锂电池材料所需的矿产资源，中游为锂电池生产厂商，包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜、导电剂和粘合剂的生产等，下游主要是锂电配套应用领域，如消费类电子产品、电动汽车、工业储能相关厂家。

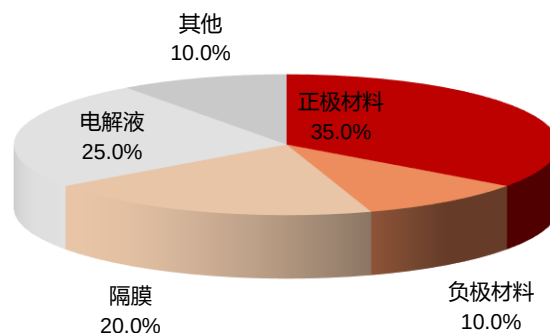
四大核心原材料占锂电池的成本接近 40%。锂离子电池的四大核心材料，正极材料、负极材料、电解液和隔膜，在锂电池原材料中分别占比如下：正极占 30%-40%，隔膜占 15%-30%，电解液占 20%-30%，负极 5%-15%。

图表8： 锂离子电池产业链



资料来源：高工锂电，华泰证券研究所

图表9： 锂离子电池原材料成本构成（2016）



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

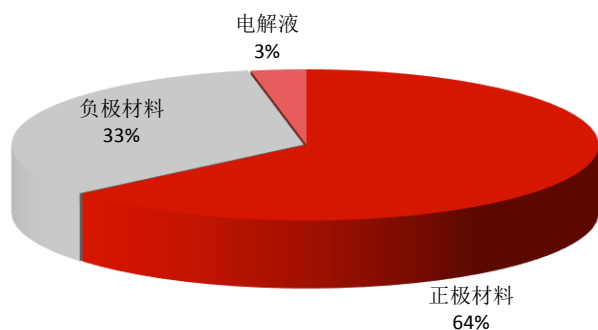
全球规模最大锂电池材料供应商

杉杉股份目前已成为全球第一的锂离子电池材料供应商，其中正极材料产销量稳居全球第一，负极的人造石墨产销量国内第一、世界第二，电解液国内前五。

公司锂电池材料产品销售客户基本为锂电池生产厂商，主要包括比亚迪、三星 SDI、LGC、天津力神、ATL、国轩高科等国内外电池厂商。

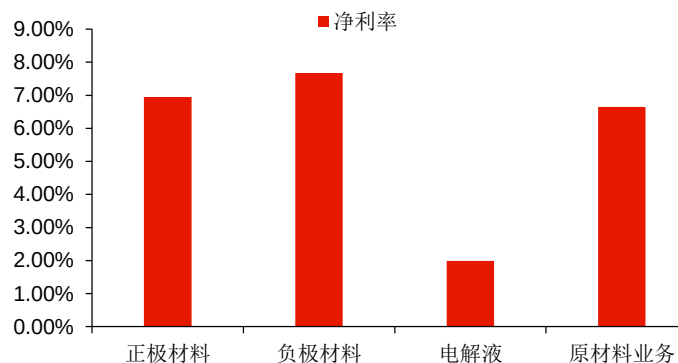
正极材料净利润占比 64%，增速超过 121%。2016 年锂电池原材料在公司营收中占比 75%，正极、负极、电解液收入分别占比 46%、21%、8%。正极营收 25 亿元，净利润 1.74 亿元，增速 121%；负极营收 12 亿元，净利润 0.9 亿元，增速 62%；电解液营收 4 亿元，净利润 836 万元，实现扭亏为盈。原材料锂电池业务提升主要系公司锂电池材料整体销量平稳增加及整体毛利率提升所致。具体业务结构和各类材料净利率如下图所示。

图表10： 2016 公司锂电池材料净利润构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11： 2016 各项原材料业务净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

正极材料挂牌新三板，转型三元材料

杉杉股份原材料业务中，正极材料公司为湖南杉杉能源（835930.OC），于 2016 年 2 月 16 日起在全国股转系统挂牌，采用协议转让方式。

LCO 龙头，早期专注 3C 客户

公司正极材料包括钴酸锂系列（LCO）、镍钴锰酸锂三元系列（NCM）、锰酸锂系列（LMO）。其中 LCO 占比超过五成，主要用于 3C 领域，客户主要包括 ATL、LG、比亚迪等；NCM 系列在 3C 和动力领域均有应用，并受益于新能源汽车产业爆发有所提升，以物流车客户为主；LMO 量较小。

新能源车行业快速增长导致 2015 年锂电池原材料供应紧缺，加上新能源政策鼓励高能量密度电池以及技术水平提高，2016 年正极业绩增量主要来自三元材料。

扩产三元正极材料，应对新能源产业需求

正极产能 3.3 万吨，在建 1.5 万吨。公司目前有正极材料产能 3.3 万吨，其中三元材料 1.6 万吨；在建产能 1.5 万吨。为应对市场需求提升，公司大力拓展三元材料生产线，2016 年公司启动建立宁夏一期 5000 吨三元前驱体和 5000 吨三元材料；此外宁乡二期 1 万吨高能量密度正极材料生产基地项目已开始动工，于 2016 年年底实现试生产。宁乡三期项目视业绩情况而定。

积极开拓欧美市场，国外客户占比近 30%。公司正极材料主要客户包括索尼、三星、LG、BYD、ATL 等。布局全球销售包括国内和海外美国欧洲市场。当前国外客户占比在不断提升，接近 30%。未来公司的三元材料占比不断提升，2017 目标是实现 50% 占比。公司的重点产品是新型钴酸锂、以及三元正极材料。

高镍三元产线扩建中，产品处海外客户测试阶段。杉杉的三元正极材料主要是 NCM111 和 NCM523 和少量 622 品种。高镍三元的产线建设已完成尚未放量，三元材料中 NCM811 已具备量产能力，均处于海外客户测试阶段。未来随着高镍三元材料市场打开，公司可快速切入。

受益钴价上涨业绩弹性提升。2016 年子公司杉杉能源正极材料出货约 1.8 万吨，正极材料定价模式为“原材料价格+加工费”，加工费采用成本加成的模式，因此保守情况下，正极材料盈利与出货量同比例增长。公司在钴涨价初期有 2 个月左右的安全库存。短期内钴涨价钴酸锂价格传导最顺利，可带来部分盈利弹性。

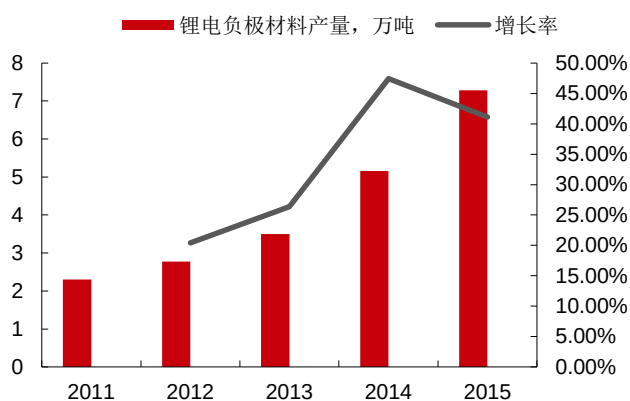
国内最大人造石墨供应商，储备硅碳负极等新型材料技术

负极材料国产化率高，人造石墨占比有望提升

负极材料是四大锂电池关键材料中国内外差距最小的产品，行业集中度非常高，其生产主要集中在日本和中国的六大负极材料企业，2015 年市占率达到 70% 左右。

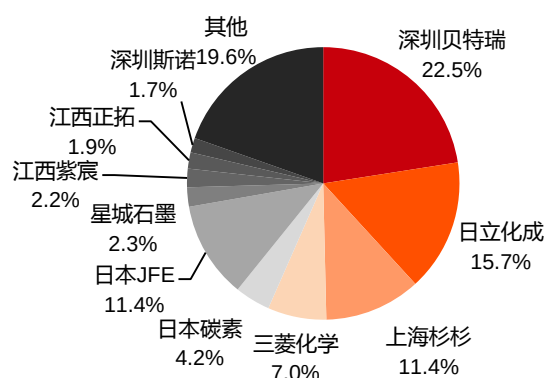
从国内竞争格局上看，2016 年，深圳贝特瑞、上海杉杉、江西紫宸仍占据前三位置，三者合计产量占比超过 55%，不过三者的市场占比差距进一步缩小。

图表12： 2011-2015 中国市场负极材料年产量



资料来源：Ofweek 锂电网，华泰证券研究所

图表13： 2015 年全球锂电负极材料生产厂家占比



资料来源：Ofweek 锂电网，华泰证券研究所

人造石墨应用占比有望提高。公司锂电池负极材料产品主要是人造石墨，其主要应用于手机、笔记本电脑、数码相机等便携式数码类产品以及电动汽车用动力电池等领域。2016 年，国内负极材料中，高附加值的人造石墨和高端天然石墨占比上升。目前来看，人造石墨用于动力电池占据一定的优势，动力电池成为锂电池需求增长的新动力，因此预计未来人造石墨的应用比例将会越来越高。

图表14： 主要石墨负极性能比较

主要石墨负极	比容量 (mA·h/g)	循环寿命 (次)	优点	缺点
改性天然石墨	340~370	1000	储量大、成本低、安全无毒，在动力电池、储能电池、消费电子领域也获得了广泛应用	表面 SEI 膜覆盖不均匀，初始库仑效率低、倍率性能不好
人造石墨	310~370	1500	综合性能最优，在高端电子产品市场上占比相对更高	在倍率性能以及体积膨胀、防止电极反弹方面比天然石墨更好一些
中间相碳微球	280~340	1000	首周效率高以及倍率性能优异	制备过程难以简化且产率较低

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

打造全球规模最大的石墨材料产业基地

杉杉股份的负极材料产量国内第二；在人造石墨销售企业中产销量国内第一、世界第二。公司负极材料产业资产规模总计 5 亿多元人民币，包括上海杉杉科技有限公司、宁波杉杉新材料科技有限公司、郴州杉杉新材料有限公司三家产业公司。杉杉股份的锂电池负极材料产品主要是人造石墨，其主要应用于手机、笔记本电脑、数码相机等便携式数码类产品以及电动汽车用动力电池等领域。

公司现有负极产能 3.8 万吨；2017 一季度完成收购湖州创亚，新增 1 万吨负极产能，另外负极在建产能 3 万吨。2016 年杉杉负极材料销售量 2.26 万吨，同比增长 43%；净利润 0.97 亿元，同比提升 62%。

硅碳负极产业化实现突破。在传统石墨材料研发和销售基础上，上海杉杉也在积极开发硅碳负极、钛酸锂等新型锂电池负极材料。2016 年底据上海杉杉投资部介绍，纳米硅和氧化亚硅是公司比较成熟的硅基材料并实现量产。目前氧化亚硅出货量可达 2 吨/月，纳米硅每月有几百公斤，已送样至三星、LG、松下等国际电池企业。

携手国内外电池巨头，积极储备战略合作项目。2016 年杉杉负极执行多项战略合作项目，也为后期发展注入新动力。1) 华为 Magic 手机快充项目，该手机被称为世界充电最快的手机；2) 跟 ATL 合作开发高能量密度动力电池开发；3) 跟 LG 的快充项目，主要用于大中型电池，预计 2018 年量产；4) 此外公司还和特斯拉、苹果等供应商保持紧密沟通。

图表15： 杉杉股份负极材料企业一览表

负极材料企业	简介
1、上海杉杉	国内第一家专门从事锂离子电池负极材料研发、生产与销售的高新技术企业，年生产能力 12000 吨，国内市场占有率为 40% 左右。
2、宁波杉杉	公司拥有浙江省企业技术中心及浙江省省级高新技术企业研究开发中心，投资 2000 万元的研发中试规模实验基地。
3、郴州杉杉	中国首家唯一拥有完整锂离子电池负极材料生产线的厂家
4、上海杉杉新能源	总投资人民币约 7.7 亿元，准备建设年产 20000 吨新能源锂离子电池负极材料项目和年产 1000 吨新能源锂离子电池合金材料项目，旨在打造全球规模最大的新能源锂离子电池负极材料产业基地。项目总建设周期为 4.5 年，共分两期实施。

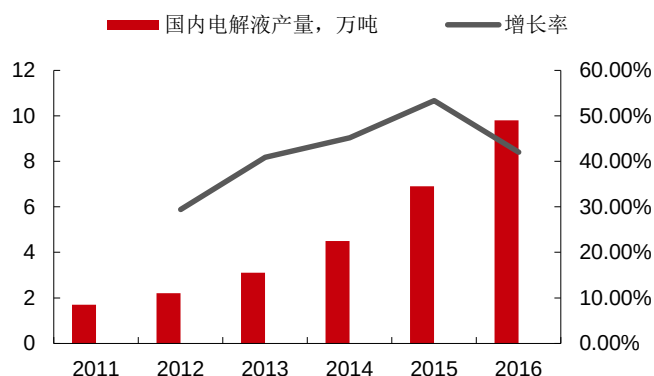
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国内前五大电解液供应商，配合正负极材料销售

行业产能集中，逐渐向国内转移

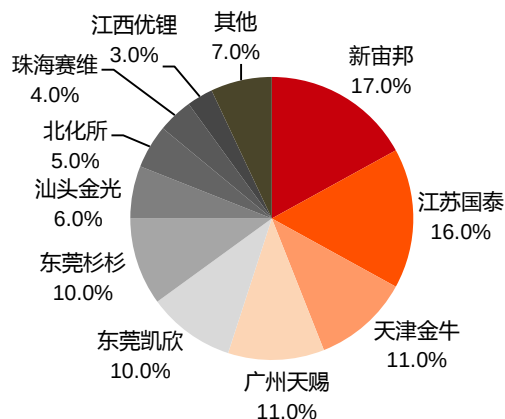
国内电解液增速高于全球，占比超过五成。2016 年国内电解液产量为 9.80 万吨，同比增长 42.09%。中国电解液生产量从 2013 年始已达全球生产量的一半，后期由于电解液生产竞争力加强，电解液份额会进一步提高。

图表16: 2011-2016 中国电解液产量及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 2015 年国内电解液厂商市场份额



资料来源: 观研网, 华泰证券研究所

产能国内前五, 加强新型材料研发

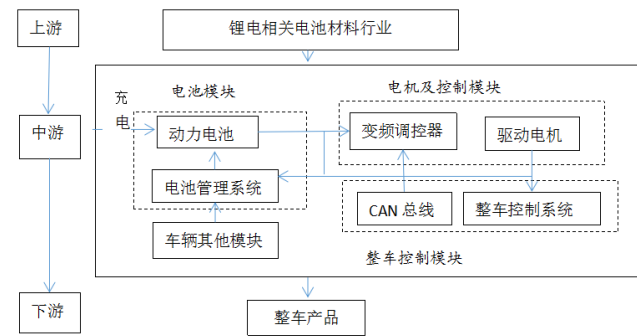
电解液产量全国前五, 客户结构调整初见成效。杉杉股份原材料业务中, 电解液公司为东莞杉杉和廊坊杉杉, 产销量排国内第五, 属于第二梯队企业。公司电解液产品包括各种规格型号锂离子电池电解液及各种高纯度的有机溶剂。2016 年受动力电池需求带动, 电解液业务归属于上市公司股东的净利润 836 万元, 实现扭亏为盈。2016 年公司电解液客户结构调整初见成效, 有效降低个别大客户对销售的影响。

持股巨化凯蓝电解液和六氟磷酸锂项目, 巩固锂电池原材料龙头地位。2016 年东莞杉杉完成产能提升, 电解液业务年产能扩至 1.5 万吨。2016 年 10 月, 杉杉股份以现金 1.32 亿元增资入股浙江巨化凯蓝新材料有限公司, 增资完成后持股 60.95%; 并计划投资 5 亿元用于凯蓝锂电池材料及配套项目, 该项目规划年产 2 万吨电解液及 2000 吨六氟磷酸锂。巨化凯蓝是国内少数实现六氟磷酸锂稳定工业化生产的六家企业之一, 前期规划产能 1000 吨/年, 一期 300 吨/年产能已经投产。有望成为公司业绩增长主要推动力。

布局新能源汽车平台，打造双闭环模式

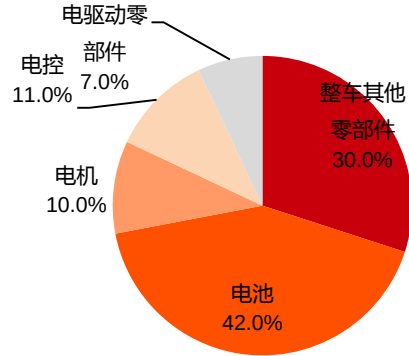
杉杉股份通过合资成立青杉汽车有限公司等整车制造企业，积极布局新能源汽车产业链中下游行业，提升自身的议价能力，分享新能源汽车发展红利。目前已经形成整车研发制造、动力总成系统集成、新能源汽车专用底盘研发、充换电基础设施建设、三电系统维护等较完整的产业体系。

图表18： 新能源汽车产业链图



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表19： 新能源汽车成本图（2016）



资料来源：中国传动网，华泰证券研究所

公司规划的“动力电池材料与能源循环和新能源汽车运营服务循环”两大体系：

- 左环紧抓新能源汽车的核心技术——关键材料与系统集成，基于业已具备世界领先地位的锂离子核心电池材料，向产业链下游延伸，建立专业的动力电池系统集成能力；并进行动力电池梯次储能利用，将储能与新能源发电及售电服务相结合，在电池系统充分使用至容量大幅衰减后，对废旧电池进行回收拆解及材料再生，打造动力电池全生命周期闭环，充分挖掘价值，降低各阶段成本。
- 右环紧抓新能源汽车推广运营和服务，在专注新能源产业的资本平台及左环核心技术平台的支撑下，为用户提供整车设计、整车充电、新能源汽车租赁、新能源汽车智能管理及运维等服务，紧贴用户需求，打造杉杉新能源产业的绿色生态系统。

图表20： 打造新能源汽车两个闭环模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新能源专用车与新能源客车双轮驱动，抢占市场

公司整车业务主要为建立新能源客车和专用车整车技术研发平台，在整车动力系统匹配和优化、新能源汽车底盘正向设计开发、整车造型设计、整车系统集成和整车性能测试及标定等方面形成核心技术和竞争力，并为公司新能源汽车运营提供技术支持。

切入新能源专用车市场，已获得国家资质

为应对新能源市场需求，杉杉股份于 2015 年成立全资子公司宁波杉杉汽车有限公司。是杉杉股份下属的具有完全市场价值链的事业部之一。2016 年 7 月 5 日 宁波杉杉股份有限公司出资额 2 亿元，占比 44.44%；宁波杉杉电动汽车技术发展有限公司出资额 2.5 亿元，占比 55.55%；宁波杉杉汽车有限公司已经获得国家专用车生产资质，主要经营范围已覆盖汽车集成制造、新能源专用车制造及销售、汽车零部件的制造和加工。

成立青杉汽车，开发内蒙新能源客车市场

为开拓新能源城市客车市场，2015 年 1 月，杉杉股份公司与北奔重型汽车集团及内蒙古第一机械集团合资成立了内蒙古青杉汽车有限公司，股东宁波杉杉电动汽车技术发展有限公司认缴出资额 1770 万元，占比 60%。北奔重型汽车集团有限公司认缴出资额 442.5 万元，占比 15%。内蒙古第一机械集团有限公司认缴出资额 737.5 万元，占比 25%。北奔重型汽车集团为中国兵器工业集团直属汽车制造企业，最早获得 ISO9001 等标准的重卡制造商，拥有先进城市的造车技术。青杉汽车致力于新能源客车研发生产，产品包括插电混合动力客车、增程式混合动力客车、纯电动客车等 6-12 米车型的新能源客车。及纯电动城市客车、混合动力城市客车、纯电动 MINI 巴士、纯电动城市物流车等公司。

新能源汽车补贴标准提高，加速行业升级

2016 年 12 月 29 日颁布的新能源汽车补贴政策，降低了部分纯电动客车车型补贴标准，并提高了新能源汽车补贴申请条件，有利于推动国内电池企业竞争力的提升，以及新能源汽车市场规模的可持续发展。新能源汽车补贴中新能源客车补贴占据一半以上，补贴标准提高将加速淘汰新能源客车落后产能，杉杉新能源汽车将有更多机会开发新能源商用车市场。

动力总成布局完善，电机技术世界领先

动力总成布局完成

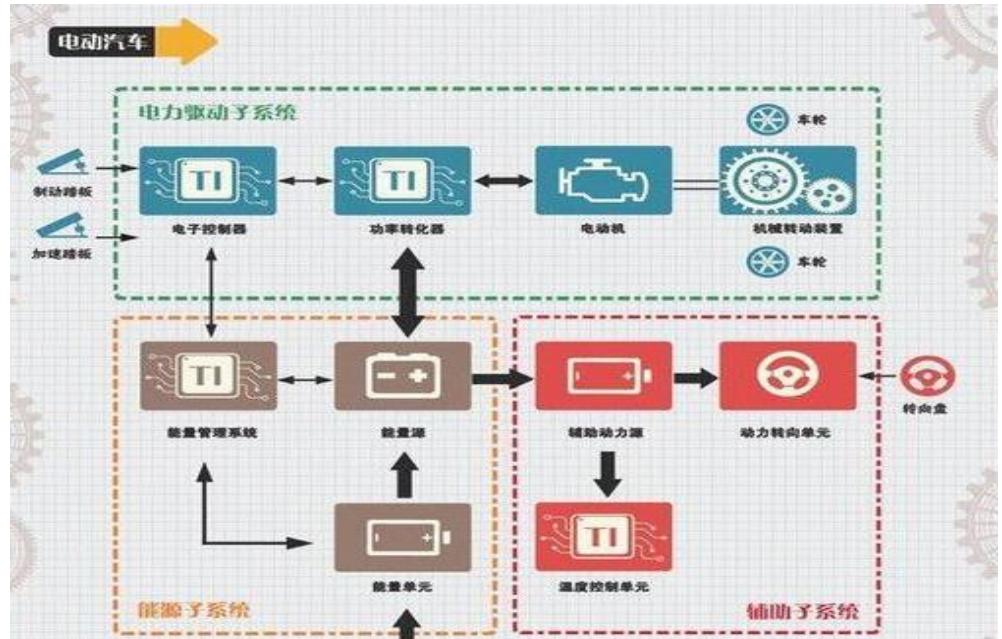
公司动力总成业务主要为动力总成关键部件的技术开发与集成支持，主要业务流程为：客户提供目标车型定位与性能参数，动力总成系统需求分析，关键与配套部件选型与规格明确，部件样品提供、联合调试及测试与组装，移交整机组装。公司自主掌握电机及电机控制器的设计及研发、整车控制器的设计、研发及三电（电池、电机、电控）的系统集成能力，为客户提供电机及电机控制器产品与动力总成系统集成服务。

完成电子驱分子系统、能源子系统、辅助子系统布局。成立宁波杉杉八达动力总成有限公司，宁波利维能储能系统有限公司，及江苏利维能电池系统有限公司。其中宁波利维能储能系统有限公司注册资本 1000 万元，宁波杉杉电动出资 700 万元持股占比 70%。主营电池系统及相关部件的技术开发、服务和销售。目前，合资公司开发的小型纯电 SUV 电池系统样品已处上车测试阶段，用于内蒙等高寒地区，具有预热功能的客车用电池系统预计将于今年冬天在包头运行验证。

成立 PACK 子公司，进一步延展产业链。宁波利维能储能系统有限公司与江苏奥新新能源汽车有限公司、北京璞禾嘉业有限责任公司，在江苏盐城合作设立 PACK 厂“江苏利维能电池系统有限公司”，注册资本 5000 万元，其中宁波利维能出资 1500 万元持股占比 30%。

收购尤利卡太阳能企业，储备能源管理方向。杉杉股份于 2016 年 12 月接受杉杉集团和自然人股东手中尤利卡合计 90.035% 的股权，转让价款为 5.3 亿元。尤利卡从事研究、生产以及销售太阳能电池片、光伏组件和分布式电站业务。2016 年尤利卡实现归母净利润 3,706 万元，2017 年业绩承诺 5500 万元，尤利卡有望贡献归母净利润 5000 万元左右。

图表21： 电动汽车动力总成图

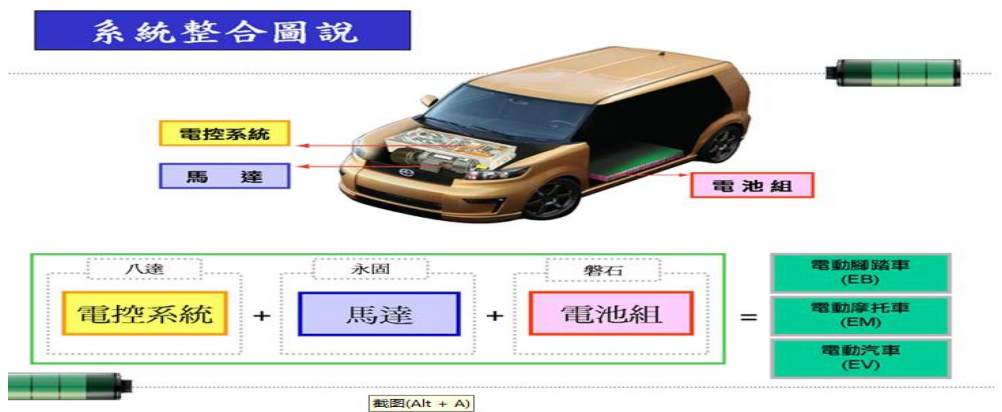


资料来源：北极星储能网，华泰证券研究所

携手台湾八达科技，提升电机技术

2015 年 7 月，公司与台湾八达创新科技股份有限公司共同成立合资公司宁波杉杉八达动力总成有限公司，注册资本 1.2 亿元，宁波杉杉电动出资 8400 万元持股占比 70%，并签署了在中国大陆地区排他性的技术许可协议，拟在宁波打造新能源汽车动力总成研发、生产基地，重点聚焦于车用驱动电机、动力电池组和整车控制器等核心部件研发、测试评价及产业化。台湾八达创新科技股份有限公司为世界先进的电机系统提供商，本次合作将快速提升杉杉股份的电机技术水平。

图表22： 八达创新科技股份有限公司主要技术图



资料来源：八达创新科技官网，华泰证券研究所

市场运维多点布局，探索创新商业模式

融资租赁与商业保理

2016 年，公司旗下类金融业务进行内部整合，杉杉富银保理成为了富银融资租赁的全资子公司。融资租赁业务类型分为直租和回租两种模式。直租的盈利模式为租金收益与资金成本的差额以及出卖人的返佣收入。回租盈利模式为租金收益与资金成本的差额。商业保理主营企业应收账款管理外包服务，是以贸易融资为核心的传统商业保理业务，盈利模式为通过向客户提供综合的保理金融服务获取收益，主要体现在：利息，管理费等。

图表23: 公司融资租赁和商业保理业务流程图



资料来源：公司资料，华泰证券研究所

探索新能源汽车充电运营商业新模式

设立“云杉智慧”新能源汽车第三方运营平台。杉杉的新能源汽车运营业务主要通过平台实现，业务包括拓展充电基础设施建设、新能源汽车运营和充电设施的智能化管理、新能源汽车关键零部件维修服务等业务，同时构建新能源汽车运营大数据平台，实现“车网协同、智能互联与专业运维”商业模式，推出电动汽车充电线下与线上服务、电动汽车智能出行服务、电动汽车相关数据服务。并探索分时租赁、智能停车、社交与充电设施相结合的新商业模式。

图表24: 云杉智慧商业模式图



资料来源：云杉智慧官网，华泰证券研究所

智能应用融合充电网、车联网、互联网和停车位提供大数据挖掘和以大数据为基础做增值服务的“绿色出行平台”。以“驾呗”、“电狐闪运”、“云电桩”三款应用平台为基础，利用基于“云杉智慧快速充电单元”规模化与综合智能平台的优势，为用户提供消费与支付服务、停车充电服务、绿色出行服务。

- 分时租赁“驾呗”APP 平台创新计费模式，提供智能管理租车和还车流程，以小时或天计算汽车的随取即用租赁服务费用，满足客户的分时、短租、长租的多样用车需求。
- 物流车运营 APP 平台“电狐闪运”与比亚迪、北汽新能源、重庆瑞驰、上汽大通等

知名车厂建立合作关系、达成战略合作协议，并充分发挥资源优势，立足上海，通过新能源汽车的环保属性切入城市物流领域，积极开拓城市物流市场。

“云充电桩”智能充电布局全国。由云杉智慧投资建设的充电网络已经进入全国 19 个城市，累计建设 3000 多个充电桩并投入运营，总功率超过 10000 千瓦。云杉智慧获得深圳市首批新能源充电设施备案运营商资质，并且已经在上海地区拥有目前国内最大的纯电动客车运营网络，拥有 400 余台高端纯电动客车，建成 120 个充电站。2016 年在上海投放 1600 辆新能源汽车，其中包括 1000 辆乘用车，500 辆物流车和 100 辆客车。在上海市场电动客车运营与管理领域处于遥遥领先地位。

图表25： 云杉智慧智能应用数据图



资料来源：云杉智慧官网，华泰证券研究所

探索销售租赁一体化运维格局

成立新能源汽车销售公司，提高销售渠道控制能力。2015 年 7 月成立宁波杉美新能源汽车销售有限公司，其中公司出资 650 万元，持股占比 65%，合资公司定位于新能源汽车销售；

依托新能源汽车租赁公司发展新能源汽车新业务。云杉智慧下属上海绿欣以新能源汽车租赁为主业，兼顾省级班车客运、一类客运班线、二类客运班线、三类客运班线、省内包车客运等业务的综合性道路运输企业，公司注册资金 3000 万，是目前国内民营最具规模的纯电动客车服务企业，目前运营近 400 辆新能源客车，基于业内领先纯电动客车运营和管理能力，已为多达 100 余家上海市企事业单位服务。与携程、国家会展中心等建立良好合作关系，与滴滴巴士、嗒嗒巴士、小龙巴士、巴哥驾到达成互联网通勤定制合作伙伴。

一站式销售体验中心，提升运维体验。云杉智慧与上汽、北汽多家新能源汽车厂商合作，在上海、深圳建立新能源汽车一站式销售体验中心，通过全新的一站式服务模式解决电动汽车从购买、使用、充电、电池保养到汽车电子、娱乐及应急救援、保险金融等衍生服务，打造绿色出行、时尚环保的电动生活新方式。

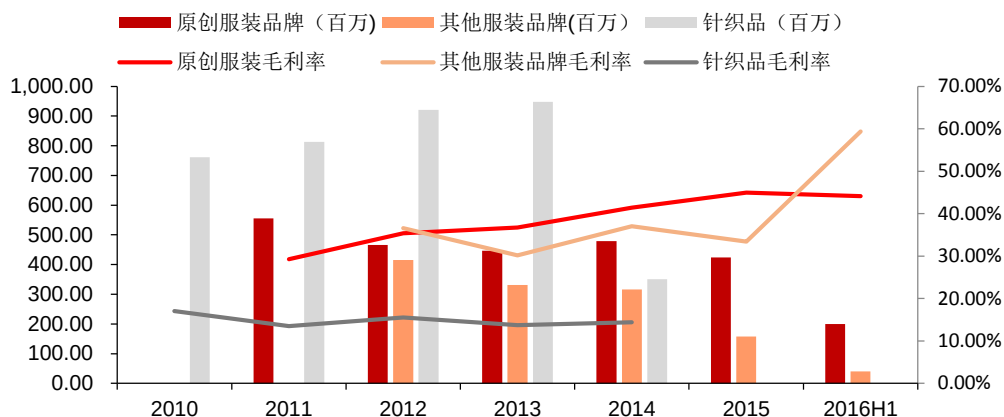
重组传统业务，服装和融资租赁已提交 H 股申请

传统服装业务精简和重组进行时，服装和融资租赁拟 H 股上市

A 股第一家服装上市公司

公司服装业务包括原创“杉杉”品牌业务和时尚品牌公司（杉杉品牌之外）的多品牌业务。2016 年公司原创品牌和其他服装品牌业务都在不断缩减，尤其是其他品牌业务中低毛利产品，因此公司服装品牌业务毛利逐步提升。

图表26： 2010-2016H1 传统服装针织业务经营业绩



资料来源：Wind（2016 年服装业务分类变更，故更新到半年年），华泰证券研究所

“杉杉”品牌业务

紧跟趋势，从商务正装延伸到时尚休闲品类。“杉杉”品牌通过多年的市场深耕和品牌推广，以传统加盟模式在全国范围内铺设店铺，经过多年的发展壮大，形成了以商务西服、衬衫为主，休闲服、童装为辅的产品风格具有一定行业地位和品牌影响力。2015 年，在服装行业整体低迷、市场趋于饱和、电商持续冲击的背景下，公司将产品系列由原来较为单一的商务正装延伸至覆盖时尚商务和时尚休闲的宽品类品牌。目前，新定位杉杉品牌已开设门店 63 家。

杉杉服装品牌业务以“FIRS”品牌与“SHANSHAN”品牌为主要运营品牌。“FIRS”品牌是有着二十余年历史的原创核心品牌，以传统的加盟模式为主，目标客户定位成熟男性。新定位“SHANSHAN”品牌为 2015 年 10 月创立的紧跟市场流行趋势的快时尚原创品牌，是未来品牌发展的重点，目标客户定位年轻、时尚、服装变换频率高的男性消费群体。

多品牌业务

公司多品牌业务以直营加盟店的线下销售为主要经营模式，包括鲁彼昂姆（LUBIAM）、玛珂爱萨尼（MARCO AZZALI）等国际男装品牌，主要产品有品牌西装、休闲服、羽绒服、茄克、衬衫、T 恤等。鉴于 2015 年服装业整体市场下滑、国际品牌授权及代理的限制和被动性，公司秉着加快处理低效和无效资产的原则，对多品牌业务进行了调整，相继出售了瑞诺玛、摩顿、酷娃等品牌公司股权，并对瑞思（SMALTO）、和乎梨等品牌公司启动了清算注销程序，预计 2016 年将完成大部分多品牌业务的清理。

行业景气度下降倒逼业务结构调整

零售服装行业景气度复苏，服装品牌产业集中度逐步提升。根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016 年全年，全国 50 家重点大型零售企业服装商品零售额同比增长 0.2%。在目前国内经济面临结构调整，经济增速放缓，城乡居民整体可用于消费的收入增速也大幅放缓阶段，高性价比产品将更受青睐。原有粗放的渠道拓展模式受到挑战，对品牌服饰企业供应链与终端零售的标准化、精细化管理水平提出了更高的要求。整个大众品牌服饰

行业将呈现出强者愈强的格局，市场集中度也将随之进一步提升。在此背景下，少部分具备高性价比、线上线下全渠道发展、供应链运营高效率、终端直营化等产业优势的品牌日益领先。

分拆服装业务转战 H 股，重塑企业价值。公司对控股子公司宁波杉杉服装品牌经营有限公司实施了整体改制，并更名为杉杉品牌运营股份有限公司（以下简称“杉杉品牌公司”），通过对公司旗下杉杉品牌服装业务、其他品牌服装业务进行资产重组，将杉杉品牌公司打造成公司经营品牌服装业务的唯一经营平台，计划以 H 股方式在香港联交所上市，现已提交申请。目前，杉杉品牌公司已完成资产重组，重整后的服装业务主要包括杉杉服装品牌业务及其他品牌业务。

类金融业务为新能源业务平台提供现金流支持

公司投资业务包括金融股权投资、类金融业务及以海创晖为平台开展的 PE 基金业务。2016 年上半年，投资业务及其它实现归属于上市公司股东的净利润为 14,458.17 万元。

图表27：投资业务一览表

业务领域	简介
金融股权投资	2016 年上半年，宁波银行期内分红 7,018.04 万元，稠州银行长期股权投资收益（按权益法核算）6,135.36 万元；扣减母公司三项费用及计提减值损失共计 6,584.91 万元。
类金融业务	2016 年上半年，类金融业务实现主营业务收入 2,667.03 万元，归属于上市公司的净利润 695.38 万元。 主要为融资租赁业务和商业保理业务。2016 年上半年，富银融资租赁起租项目共计 44 个，以医疗、新能源作为主要业务拓展方向；全资子公司杉杉富银保理的投放余额为 5,925 万元，业务投放以医疗保理、物业租金保理为主要方向。 目前，富银融资租赁 H 股分拆上市的相关工作正在积极推进中，已收到中国证监会于 8 月 1 日出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（161870 号）。
创投业务	公司 PE 基金业务以杉杉创投为平台开展。 2016 年上半年，管理层团队以增资方式持有杉杉创晖 20% 的股份。 截至本报告披露日，公司通过参股上海杉创矿业投资有限公司投资的山东步长制药股份有限公司 IPO 申请已获中国证监会审核通过。

资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

创业投资

公司主要以上海创晖为平台开展 PE 基金业务，通过对具有高成长性企业实施股权投资、提供增值服务，获得资本增值，2010 年开始展开资产管理业务，募集基金投资，进行市场化的基金运作。公司通过支持被投资企业借壳上市、被并购、挂牌新三板等方式，积极落实项目退出工作；对中短期内不具上市条件的被投资企业，公司从风险控制出发，加强投后管理工作，有序、有条件地实施退出或者持续跟踪。

盈利预测和估值

盈利预测

杉杉股份已成功从服装类企业转型新能源汽车领域，国内新能源汽车行业的快速发展，将带动原材料业在 2016-2017 年持续高速增长，成为主要业绩支撑。此外公司成功切入新能源汽车产业链，成立青衫汽车并为上汽等提供电动车运维服务，将成为未来 2-3 年公司的新业绩增长点。公司也在进行锂电池材料回收、新能源储能、电池梯度利用等方面的技术积累，培养公司的长期盈利增长点。

预计 2017-2019 年营收分别为 77.09/96.04/110.37 亿元，净利润 6.52/7.72/8.29 亿元，对应 EPS 为 0.58/0.69/0.74 元。我们对公司的各项业务做了如下假设和拆解：

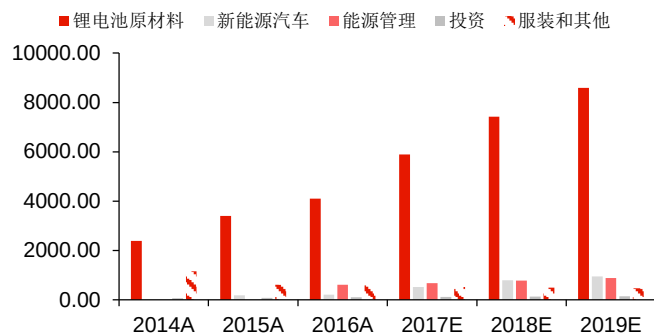
- 锂电池原材料部分依据新能源汽车整体产业发展趋势，2016 年受新能源政策不确定性影响有所放缓，未来并考虑到公司的产能扩张计划，假设锂电池原材料业务的复合增速维持在 30% 以上。由于行业竞争激烈，假设正极和负极毛利率预测基本维持原有水平并略微下降，电解液参照行业平均水平。
- 新能源汽车板块属于公司新型业务，2016 年处于市场起步阶段有少部分盈利，2017 年预计该快业务将有突破性进展，因此假设 2017 新能源汽车产品和充电桩业营收增速分别达 100%、200%，假设毛利率达到行业平均水平；
- 能源管理业务板块主要营收来自杉杉股份于 2016 年底收购的尤利卡，2016 年实现营收 6.09 亿元，归母净利润 0.37 亿元，2017 年业绩承诺 0.55 亿元。假设未来光伏业务营收增速保持 10% 增速，毛利率维持在行业平均水平 15% 左右。
- 投资板块为公司持续提供现金流，假设投资营收维持在 20% 增速水平，毛利率维持在原有平均水平；
- 服装业务：考虑到公司的业务转型，正在逐步缩减服装业务规模；公司首先剥离弱盈利项目，因此假设服装板块综合净利率维持在原有水平约 40% 左右。

图表28： 杉杉股份业绩拆分预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
产品收入（百万元）	3605.72	4258.70	5580.76	7708.70	9604.40	11037.47
锂电池原材料	2389.53	3398.22	4095.94	5888.70	7422.31	8587.44
正极材料	1468.53	2315.41	2503.41	3710.00	4620.00	5184.00
负极材料	763.00	893.10	1173.18	1642.45	2217.31	2771.64
电解液	158.00	189.71	419.35	536.25	585.00	631.80
新能源汽车		181.80	200.52	518.00	788.80	946.56
产品销售		181.80	94.52	200.00	280.00	336.00
充电桩运营			106.00	318.00	508.80	610.56
能源管理			609.84	670.82	771.45	887.16
投资	60.94	74.21	96.63	111.12	127.79	146.96
服装和其他	1155.25	604.47	577.83	520.05	494.04	469.34
毛利率(%)	23.36%	21.65%	25.61%	22.80%	21.00%	20.29%
锂电池原材料	18.18%	16.79%	23.01%	21.13%	19.15%	18.54%
正极材料	10.66%	12.96%	20.91%	16.94%	15.25%	14.54%
负极材料	30.00%	30.00%	31.23%	29.00%	26.00%	25.00%
电解液	30.00%	30.00%	12.56%	26.00%	24.00%	23.00%
新能源汽车		0.00%	22.83%	26.66%	27.03%	27.10%
产品销售		0.00%	9.18%	15.00%	18.00%	20.00%
充电桩运营			35.00%	34.00%	32.00%	31.00%
能源管理			15.00%	15.00%	14.00%	13.00%
投资	68.33%	69.14%	93.01%	60.00%	60.00%	60.00%
服装和其他	31.85%	40.68%	44.91%	40.00%	40.00%	40.00%

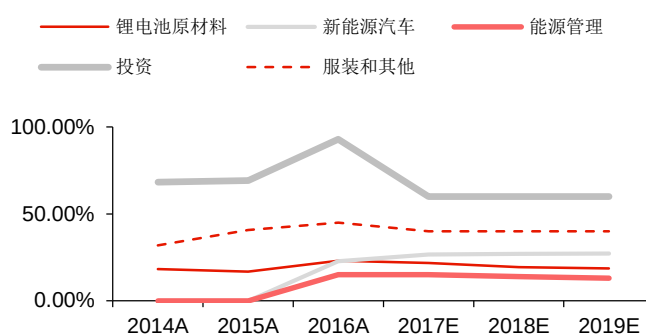
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 2017-2019 公司各项业务营收预测（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 2017-2019 公司各项业务毛利率预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值

我们按照业务板块进行拆分估值：

锂电池原材料：1) 正极材料：公司正极材料业务随行业处于快速发展期，行业龙头当升科技当前估值为 17 年预测业绩的 35 倍，考虑到该部分业务主体湖南杉杉能源 (835930.OC) 已挂牌新三板采用协议方式成交。预测 2017 年正极材料净利润 2.5 亿元，按照 24-26XPE 估算对应市值 60-65 亿元；2) 负极材料：2016 年底有 3.8 万吨，销售 2.26 万吨；2017 收购湖州创亚后新增 1 万吨产能，预测 2017 年销售 3.5-4.0 万吨；净利润约 1.40 亿元；参考负极行业龙头贝特瑞的估值，按照 2017 年净利润给予 19-21XPE，对应市值 26.6-29.4 亿元。3) 电解液材料：现有 1.5 万吨，收购巨化凯蓝后在建产能 2 万吨，预计 2017 年净利润 0.6 亿元，给予 2017 年净利润 23-25XPE，对应市值 13.8-15.0 亿元。综上，锂电池材料板块总估值 100-109 亿元。

新能源汽车：该板块 16-18 年处于快速成长期，预计 2017 年该板块净利润达 0.8 亿元，则参考新能源汽车估值区间，给予板块 2017 年净利润 32-35XPE，对应估值 25.6-28 亿元。

能源管理：光伏业务按照 2017 年业绩承诺 0.55 亿元给予 15-18XPE，估值 8.8-9.9 亿元。

金融股权：公司持有宁波银行 (A 股市值约 701 亿，2017-5-15) 4% 股权，对应市值 28.04 亿，同时公司持有稠州银行 8% 股权 (2016 年 6 月华西认购稠州银行增值估值 120 亿)，对应市值 9.60 亿元。因此公司持有宁波银行和稠州银行市值共计 37.64 亿元。

服装板块：该板块进行分拆精简后维持净利润在 0.5 亿元左右，对照服装行业上市公司平均估值 15-16 倍左右，则该部分对应市值为 7.5-8.0 亿元。

综上，公司各板块业务的合理估值区间约为 180-193 亿元，对应目标价 16.03-17.19 元。考虑到公司 and 市场地位并积极拓展新方向打造全产业链，给予“增持”评级。

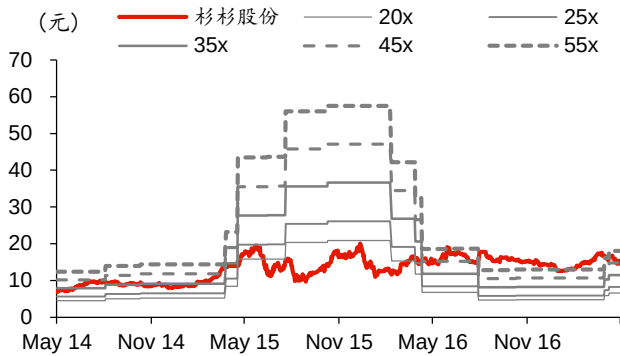
风险提示

新能源汽车补贴政策不及预期，车辆生产资质申请风险等；

锂电池原材料重大技术突破或者竞争过于激烈导致业务直线下滑。

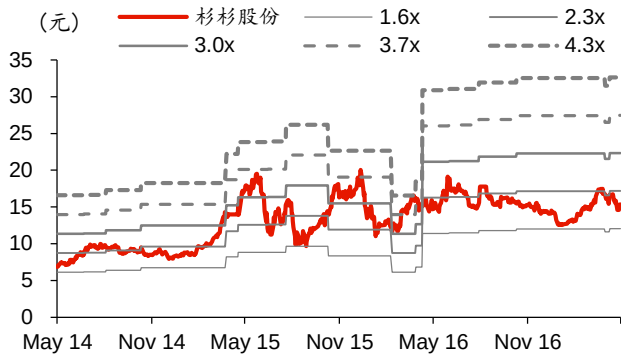
PE/PB - Bands

图表31: 杉杉股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表32: 杉杉股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,829	7,148	8,682	10,191	11,537
现金	1,110	2,439	2,529	2,534	2,736
应收账款	1,701	1,807	2,607	3,233	3,709
其他应收账款	125.95	164.24	235.21	283.49	330.34
预付账款	241.52	181.23	306.96	385.56	439.47
存货	985.23	1,207	1,730	2,205	2,562
其他流动资产	664.76	1,349	1,275	1,550	1,760
非流动资产	6,037	7,438	7,256	7,326	7,358
长期投资	1,203	1,343	1,248	1,272	1,276
固定投资	1,062	1,864	1,991	2,001	1,949
无形资产	247.21	396.47	476.05	574.46	673.65
其他非流动资产	3,525	3,834	3,541	3,478	3,459
资产总计	10,866	14,586	15,938	17,517	18,895
流动负债	3,372	3,996	4,482	5,257	5,773
短期借款	956.57	1,011	1,019	1,006	1,011
应付账款	711.79	930.72	1,253	1,603	1,879
其他流动负债	1,704	2,055	2,210	2,648	2,884
非流动负债	2,266	1,946	2,144	2,192	2,241
长期借款	200.00	196.21	260.99	325.45	378.64
其他非流动负债	2,066	1,750	1,883	1,866	1,862
负债合计	5,638	5,942	6,626	7,448	8,014
少数股东权益	326.03	501.70	517.38	536.03	550.98
股本	410.86	1,123	1,123	1,123	1,123
资本公积	620.45	2,935	2,935	2,935	2,935
留存公积	2,175	2,295	4,737	5,476	6,272
归属母公司股	4,902	8,142	8,794	9,533	10,329
负债和股东权益	10,866	14,586	15,938	17,517	18,895

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(131.36)	(577.95)	(68.71)	116.45	274.49
净利润	710.47	397.94	667.71	790.29	843.97
折旧摊销	102.59	167.59	203.32	228.32	247.18
财务费用	125.10	96.99	102.70	95.62	85.64
投资损失	(757.29)	(210.74)	(250.00)	(250.00)	(250.00)
营运资金变动	(396.18)	(1,088)	(923.37)	(837.13)	(750.38)
其他经营现金	83.95	58.56	130.93	89.36	98.09
投资活动现金	211.94	(1,455)	287.31	(49.94)	(21.40)
资本支出	585.28	1,116	144.16	134.16	135.83
长期投资	625.12	(479.47)	(128.58)	20.35	11.25
其他投资现金	1,422	(818.98)	302.89	104.58	125.69
筹资活动现金	(334.35)	3,656	(129.44)	(61.01)	(51.52)
短期借款	(212.53)	53.93	8.45	(13.22)	5.20
长期借款	200.00	(3.79)	64.77	64.46	53.19
普通股增加	0.00	711.91	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	131.79	2,314	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(453.62)	579.97	(202.67)	(112.26)	(109.91)
现金净增加额	(249.75)	1,630	89.16	5.50	201.57

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,928	5,475	7,709	9,604	11,037
营业成本	3,900	4,109	5,951	7,588	8,798
营业税金及附加	17.30	34.83	39.28	50.45	59.44
营业费用	268.40	305.86	346.12	379.75	426.23
管理费用	485.59	646.09	693.78	768.35	883.00
财务费用	125.10	96.99	102.70	95.62	85.64
资产减值损失	75.25	50.95	64.82	65.37	65.06
公允价值变动收益	(0.28)	(0.00)	(0.15)	(0.12)	(0.11)
投资净收益	757.29	210.74	250.00	250.00	250.00
营业利润	813.14	442.21	760.93	907.09	970.31
营业外收入	46.92	41.32	39.34	41.27	40.63
营业外支出	27.42	8.12	16.53	15.54	14.64
利润总额	832.64	475.41	783.74	932.81	996.30
所得税	122.17	77.46	116.03	142.53	152.34
净利润	710.47	397.94	667.71	790.29	843.97
少数股东损益	19.23	67.78	15.67	18.66	14.94
归属母公司净利润	691.24	330.16	652.03	771.63	829.02
EBITDA	1,041	706.79	1,067	1,231	1,303
EPS (元)	1.68	0.29	0.58	0.69	0.74

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	34.69	11.09	40.80	24.59	14.92
营业利润	120.23	(45.62)	72.08	19.21	6.97
归属母公司净利润	98.39	(52.24)	97.49	18.34	7.44
获利能力 (%)					
毛利率	20.85	24.95	22.80	21.00	20.29
净利率	14.03	6.03	8.46	8.03	7.51
ROE	14.10	4.05	7.41	8.09	8.03
ROIC	22.95	8.71	12.12	12.41	11.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.89	40.74	41.58	42.52	42.42
净负债比率 (%)	20.51	33.60	25.30	24.07	23.51
流动比率	1.43	1.79	1.94	1.94	2.00
速动比率	1.12	1.48	1.55	1.52	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.43	0.51	0.57	0.61
应收账款周转率	2.91	2.76	3.07	2.90	2.80
应付账款周转率	5.90	5.00	5.45	5.31	5.05
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.29	0.58	0.69	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.12)	(0.51)	(0.06)	0.10	0.24
每股净资产(最新摊薄)	4.37	7.25	7.83	8.49	9.20
估值比率					
PE (倍)	24.90	52.13	26.40	22.31	20.76
PB (倍)	3.51	2.11	1.96	1.81	1.67
EV_EBITDA (倍)	13.22	19.46	12.89	11.17	10.56

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com