CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：23-26 元
当前股价：18.76 元
2017 年 07 月 17 日

杉杉股份 600884.SH

子公司管理层大比例参与增发，正极业务将保持高速发展

事件：公司公告，子公司杉杉能源拟定增不超过 5000 万股，发行价格 1.6 元/股，募资不超过 8000 万，用于补充流动资金，助力公司后续发展。杉杉能源子公司核心管理层拟以现金方式出资约 3510 万，认购约 2194 万股；其中，杉杉股份副总经理、杉杉能源董事长李智华拟认购 874 万股，认购金额 1398.4 万元，认购股份占定增股份的 17.48%。

- **杉杉能源挂牌以来首次增发，核心管理层出资超 3000 万增持。**公司控股子公司杉杉能源主营为锂电池正极材料，2016 年挂牌新三板。7 月 12 日，杉杉能源公布增发方案，拟向现有股东及其管理层增发不超过 5000 万股，募集资金约 8000 万；其中，杉杉能源管理层拟以现金方式出资约 3510 万，认购约 2194 万股。本次增发后，杉杉股份对杉杉能源持股比例从 82.7%下降到 80%。
- **募集资金将有效降低资产负债率，提升盈利水平。**得益于下游新能源汽车行业的快速发展，杉杉能源过去 3 年规模迅速成长，2014-2016 年，收入复合增速达 31%，净利润增速更是高达 200%以上。过去公司主要依靠自有资金及债务融资解决营运资金的大量需求，财务费用较高，资本负债率也一直处于 65%以上的较高水平。本次募集资金能有效的降低财务费用，提升公司盈利水平，并且强化资产负债表，为后续发展提供更强劲动力。
- **杉杉能源管理团队的激励更市场化，正极业务将保持高速发展。**此次增发后，杉杉能源管理层将直接持有杉杉能源 4.4%股权（杉杉能源管理层与核心业务人员等直接、间接合计持股合计达 20%），更好的体现了对杉杉能源管理层努力和创造的重视与尊重。公司正极业务处于大扩产中，近几年产品、客户结构都在升级和优化。根据公司估算，2017 年 1-5 月已实现收入 157,796 万元，较 2016 年 1-6 月的收入已增长 41%，净利润增长预计在 110%以上（前 6 个月增速会更高）。公司 2017 年正极业务处于量、价处于齐升状态，后续有望保持高速增长。维持“强烈推荐-A”评级，维持 23-26 元目标价。
- **风险提示：新能车推广低于预期，产能扩张低于预期。**

基础数据

上证综指	3188
总股本（万股）	112276
已上市流通股（万股）	82172
总市值（亿元）	211
流通市值（亿元）	154
每股净资产（MRQ）	7.5
ROE（TTM）	4.4
资产负债率	41.8%
主要股东	杉杉集团有限公司
主要股东持股比例	23.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	50	9
相对表现	16	40	-3

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《杉杉股份（600884）—与洛钼战略合作锁定钴资源,电池材料经营可能再超预期》2017-07-13

2、《杉杉股份（600884）—业绩之年，三元卡位与产能扩张进入收获期》2017-06-27

3、《杉杉股份（600884）：一季度电池材料业务驱动业绩高增长》2017-04-27

游家训
021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4302	5475	10691	11783	14333
同比增长	18%	27%	95%	10%	22%
营业利润(百万元)	783	442	966	1256	1561
同比增长	112%	-44%	119%	30%	24%
净利润(百万元)	665	330	779	974	1196
同比增长	91%	-50%	136%	25%	23%
每股收益(元)	1.62	0.29	0.69	0.87	1.07
PE	11.6	63.8	27.0	21.6	17.6
PB	2.5	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

1. 正极子公司挂牌以来首次增发，子公司管理层大比例参与 3
2. 增发后公司报表更为健康 4
3. 更好解决子公司管理团队激励，公司正极业务将保持高速增长 5

图表目录

图 1：杉杉能源增发前后股权变动示意图 4
图 2：杉杉股份历史 PE Band 6
图 3：杉杉股份历史 PB Band 6

表 1：杉杉能源增发认购情况 3
表 2：杉杉能源增发前后股权变动情况 3
表 3：杉杉能源主要经营指标 4
表 4：杉杉能源流动资金测算 5
表 5：杉杉能源认购高管介绍 5
表 6：正极公司经营分析 6
表 7：杉杉股份正极材料业务盈利弹性测算核心假设 6
表 8：杉杉股份正极材料业务经营假设 6

附：财务预测表 7

1. 正极子公司挂牌以来首次增发，子公司管理层大比例参与

杉杉能源（835930）是杉杉股份（600884）的控股子公司，主营锂电池正极材料业务。2016 年 2 月在新三板挂牌，本次是子公司挂牌以来的首次增发。

管理层大比例参与增发：此次增发，拟向现有股东及核心管理层以 1.6 元/股增发不超过 5000 万股，合计募集资金约 8000 万。

其中，杉杉能源管理层将以现金方式出资 3510.4 万认购 2194 万股，原股东宁波杉杉新能源将出资 4489.6 万认购 2806 万股，杉杉能源管理层认购比例接近 44%。

本次增发完成后，杉杉股份对子公司合计持股将由 82.7%略降至 80%。杉杉能源管理团队新增直接持股 4.4%，杉杉能源管理层与核心业务人员通过宁波甬湘投资间接持股 15.6%，合计持有杉杉能源 20%股权。

表 1：杉杉能源增发认购情况

	认购数量	认购比例	认购金额（元）	认购方式
宁波杉杉新能源科技发展有限公司	28,060,000	5.65%	44,896,000	现金
李智华	8,740,000	1.76%	13,984,000	现金
彭文杰	2,000,000	0.40%	3,200,000	现金
张炯	2,000,000	0.40%	3,200,000	现金
蒋湘康	2,000,000	0.40%	3,200,000	现金
李旭	2,000,000	0.40%	3,200,000	现金
谭欣欣	2,000,000	0.40%	3,200,000	现金
袁荣忠	1,000,000	0.20%	1,600,000	现金
刘杨	500,000	0.10%	800,000	现金
石小东	500,000	0.10%	800,000	现金
张蓉	300,000	0.06%	480,000	现金
钟姝	300,000	0.06%	480,000	现金
唐赞	300,000	0.06%	480,000	现金
彭世坚	300,000	0.06%	480,000	现金
合计	50,000,000	10.07%	80,000,000	
增发后合计股本	496,666,700			
新增管理层持股	**21,940,000**	**4.42%**	**35,104,000**	**现金**

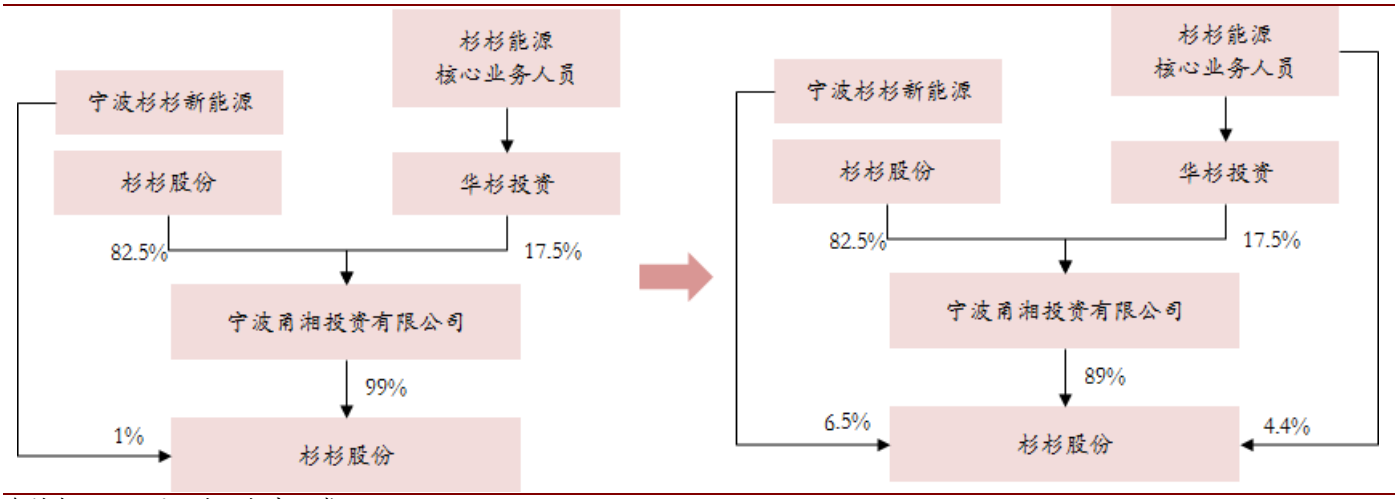
资料来源：公司公告、招商证券

表 2：杉杉能源增发前后股权变动情况

	发行前		发行后	
	持股	占比	持股	占比
宁波甬湘投资有限公司	442,200,000	99.0%	442,200,000	89.0%
宁波杉杉新能源	4,466,700	1.0%	32,526,700	6.5%
杉杉能源管理层直接持股	**0**	**0**	**21,940,000**	**4.4%**
合计	446,666,700	100.0%	496,666,700	100.0%
杉杉股份间接持股	**369,281,700**	**82.7%**	**397,341,700**	**80.0%**
杉杉能源管理层直接持股	**0**	**0**	**21,940,000**	**4.4%**
杉杉能源管理层与业务人员间接持股	**77,385,000**	**17.3%**	**77,385,000**	**15.6%**
合计	446,666,700	100.0%	496,666,700	100.0%

资料来源：公司公告、招商证券

图 1：杉杉能源增发前后股权变动示意图



资料来源：公司公告，招商证券

2. 增发后公司报表更为健康

募集资金将有效降低资产负债率，直接提升盈利水平。得益于下游新能源汽车行业的快速发展，公司过去 3 年规模迅速成长，14-16 年，收入复合增速达 31%，净利润复合增速更是高达 200%以上。

过去公司主要依靠自有资金及债务融资解决营运资金的大量需求，导致公司财务费用较高，2015-2016 年财务费用/净利润这一比例在 18%以上，资本负债率也一直处于 65%以上的较高水平。本次募集资金能直接有效的降低财务费用，提升公司盈利水平，并且强化资产负债表，为后续发展提供更强劲动力。

表 3：杉杉能源主要经营指标

	2013	2014	2015	2016
营业收入	1,294.48	1,469.36	2,316.36	2,508.12
同比		*13.51%*	*57.64%*	*8.28%*
营业成本	1,139.87	1,312.77	2,016.25	1,980.47
销售费用	22.76	35.97	47.01	48.17
管理费用	42.06	53.90	115.16	169.65
财务费用	29.40	25.93	24.75	38.88
研发费用	19.43	19.39	81.49	137.00
营业利润	51.43	24.00	76.92	236.82
净利润	46.89	22.06	85.75	206.07
资产合计	981.23	1,762.84	2,204.11	2,348.24
流动负债	790.17	1,119.67	1,500.81	1,443.26
负债合计	790.17	1,169.71	1,565.01	1,552.61
关键比率				
财务费用率	2.27%	1.76%	1.07%	1.55%
财务费用/净利润	62.70%	117.54%	28.86%	18.87%
资产负债率	80.53%	66.35%	71.00%	66.12%
ROE	24.54%	3.72%	13.42%	25.90%

资料来源：wind、招商证券

表 4：杉杉能源流动资金测算

单位：百万元	2016 年底余额	2017-2020 年预计经营资产及经营负债数额	
		2017E	2018E
营业收入	2,508.12	*3,135.15*	*3,918.93*
应收票据	70.50	*78.47*	*98.09*
应收账款	833.70	*1,078.89*	*1,348.62*
预付账款	86.25	*58.53*	*73.16*
存货	399.88	*533.05*	*666.31*
上述经营资产合计	1,390.34	*1,748.94*	*2,186.17*
应付票据	322.66	*568.09*	*710.12*
应付账款	185.70	*266.48*	*333.09*
预收账款	26.57	*26.04*	*32.55*
上述经营负债合计	534.93	*860.61*	*1,075.76*
流动资金占用额	855.40	*888.33*	*1,110.41*
流动资金需求额		*32.93*	*255.01*

资料来源：公司公告、招商证券

3.子公司激励更市场化，公司正极业务将保持高速增长

更好解决了管理层激励问题：杉杉股份上市公司在 2015 年 8 月对杉杉能源公司管理层、核心业务人员实施股权激励，激励以后，杉杉能源管理层与业务人员通过华杉投资持有甬湘投资公司股权，而间接持有杉杉能源公司股权。

此次增发后，杉杉能源管理层将直接持有杉杉能源 4.4%股权，加上杉杉能源管理层与核心业务人员在通过甬湘投资的间接持股，合计持股合计达 20%，更好的体现了对杉杉能源管理层努力和创造的重视与尊重。

表 5：杉杉能源认购高管介绍

高管	认购股份	占比（%）	简介
李智华	8,740,000	1.76	杉杉股份副总经理；2015 年 9 月至今任杉杉能源董事长，任期三年，自 2015 年 9 月 3 日至 2018 年 9 月 2 日。
彭文杰	2,000,000	0.40	2015 年 8 月至今任长沙市华杉投资管理有限责任公司董事，2015 年 9 月至今任杉杉能源董事、总经理，任期三年
张炯	2,000,000	0.40	2015 年 9 月至今任杉杉能源董事、常务副总经理、财务总监，任期三年
蒋湘康	2,000,000	0.40	2015 年 9 月至今任杉杉能源监事会主席、研究院副院长，任期三年
李旭	2,000,000	0.40	2014 年 6 月至今就职于杉杉能源，任研究院常务副院长
谭欣欣	2,000,000	0.40	2014 年 5 月至今就职于杉杉能源，任研究院副院长
袁荣忠	1,000,000	0.20	2015 年 8 月至今任长沙市华杉投资管理有限责任公司董事；2015 年 9 月至今任杉杉能源副总经理，任期三年
刘杨	500,000	0.10	2015 年 9 月至今任杉杉能源副总经理，任期三年
石小东	500,000	0.10	2015 年 8 月至今任长沙市华杉投资管理有限责任公司董事；2015 年 9 月至今任杉杉能源副总经理，任期三年
张蓉	300,000	0.06	2015 年 8 月至今任长沙市华杉投资管理有限责任公司监事；2015 年 9 月至今任杉杉能源副总经理，任期三年
钟姝	300,000	0.06	2015 年 9 月至今任杉杉能源监事、采购总监，任期三年
唐赞	300,000	0.06	2013 年 5 月至今，就职于杉杉能源，任公司法务
彭世坚	300,000	0.06	2015 年 9 月至今任杉杉能源职工监事、综合部部长，任期三年

资料来源：公司公告、招商证券

公司正极业务有望继续超预期：公司正极业务处于大扩产中，近几年产品、客户结构都在升级和优化。

根据公司估算，2017 年 1-5 月已实现收入 157,796 万元，较 2016 年 1-6 月的收入已增长 41%，较 2016 年 1-6 月的净利润增长预计在 120%以上，由于 2 季度新能源下游环比已经开始复苏，因此 2017 年前 6 个月的收入、利润增速会更高。

我们预计，公司 2017 年正极业务处于量、价处于齐升状态，后续有望保持高速增长。

表 6：正极公司经营分析

	2014	2015	2016 1-6 月	2016	2017 年 1-3 月	2017 年 1-5 月
收入（百万元）	1,469.4	2,316.4	1,117.6	2,508.1	770.0	1,578.0
收入增长（%）		57.6	8.8	8.3	43.0	
净利润(百万元)	22.1	85.7	103.2	206.1	111.1	
净利润增长(%)		288.7	261.3	140.3	100%左右	预计 120%以上

资料来源：公司公告、招商证券

表 7：杉杉股份正极材料业务盈利弹性测算核心假设

假设指标	2015	2016	2017E
正极材料单吨加工费（万元/吨）	0.45	1.17	1~1.20
金属钴使用量（万吨）	0.87	0.81	1.16
金属钴使用量占市场总需求比例	9.6%	8.5%	11.3%

资料来源：招商证券

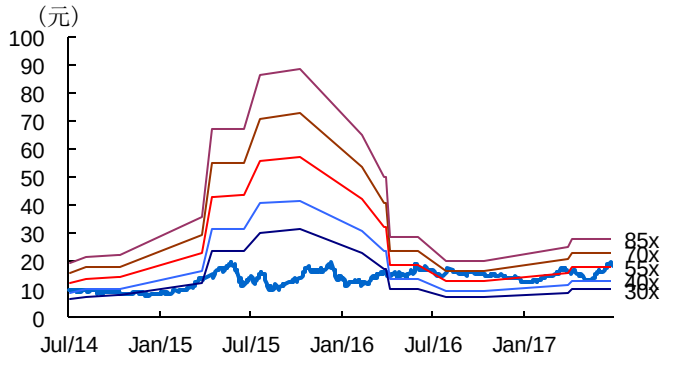
表 8：杉杉股份正极材料业务经营假设

正极材料	2015 年	2016	2017E	2018E
总出货量（吨）	1.90	1.8	3	4.5
其中三元占比	30%	36%	52%	60%
总收入（百万）	2,316.40	2,503.4	6,880.0	8,325.5
总成本（百万）	2,016.30	1,979.9	5,574.6	6,601.7
总毛利（百万）	300.10	523.5	1,305.4	1,723.7
总毛利率	13.0%	20.9%	19.0%	20.7%

资料来源：公司公告、招商证券

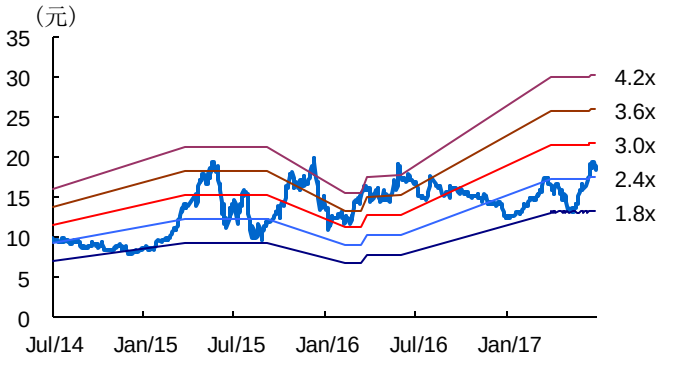
PE-PB Band

图 2：杉杉股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：杉杉股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4349	7148	7568	7778	9237
现金	879	2439	994	895	1082
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	418	714	962	1060	1290
应收款项	1619	1807	2326	2564	3119
其它应收款	109	164	321	353	430
存货	862	1207	1844	1799	1970
其他	462	816	1121	1106	1346
非流动资产	5849	7438	8069	8477	8810
长期股权投资	1203	1343	1343	1343	1343
固定资产	878	1864	2324	2734	3100
无形资产	247	396	477	533	556
其他	3520	3834	3925	3867	3811
资产总计	**10198**	**14586**	**15636**	**16256**	**18047**
流动负债	2836	3996	5002	4799	5513
短期借款	812	1011	1779	1371	1437
应付账款	597	931	1350	1449	1763
预收账款	59	132	271	291	354
其他	1368	1923	1602	1687	1958
长期负债	2263	1946	1603	1566	1532
长期借款	200	196	196	196	196
其他	2063	1750	1407	1369	1336
负债合计	**5099**	**5942**	**6605**	**6364**	**7045**
股本	411	1123	1123	1123	1123
资本公积金	504	2935	2935	2935	2935
留存收益	2189	3990	4208	4948	5853
少数股东权益	300	502	604	757	948
归属于母公司所有者权益	4799	8142	8427	9134	10055
负债及权益合计	**10198**	**14586**	**15636**	**16256**	**18047**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(258)	(578)	197	1241	1044
净利润	665	330	779	974	1196
折旧摊销	79	168	232	284	330
财务费用	118	136	128	141	158
投资收益	(757)	(211)	(211)	(211)	(211)
营运资金变动	(355)	(1049)	(848)	(108)	(631)
其它	(7)	48	116	160	201
投资活动现金流	215	(1455)	(800)	(730)	(650)
资本支出	(583)	(1116)	(800)	(730)	(650)
其他投资	798	(340)	0	0	0
筹资活动现金流	(246)	3656	(843)	(609)	(207)
借款变动	(737)	949	(21)	(408)	66
普通股增加	0	712	0	0	0
资本公积增加	15	2431	0	0	0
股利分配	(205)	(205)	(561)	(234)	(292)
其他	681	(230)	(261)	32	19
现金净增加额	(289)	1623	(1446)	(99)	187

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4302	5475	10691	11783	14333
营业成本	3371	4109	8438	9056	11017
营业税金及附加	15	35	64	59	57
营业费用	253	306	428	507	616
管理费用	452	646	802	896	1046
财务费用	111	97	128	141	158
资产减值损失	73	51	75	79	88
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	757	211	211	211	211
营业利润	783	442	966	1256	1561
营业外收入	44	41	41	41	41
营业外支出	27	8	8	8	8
利润总额	800	475	1000	1290	1594
所得税	123	77	118	162	208
净利润	677	398	881	1128	1387
少数股东损益	13	68	102	154	190
归属于母公司净利润	665	330	779	974	1196
EPS（元）	1.62	0.29	0.69	0.87	1.07

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	18%	27%	95%	10%	22%
营业利润	112%	-44%	119%	30%	24%
净利润	91%	-50%	136%	25%	23%
获利能力					
毛利率	21.7%	25.0%	21.1%	23.1%	23.1%
净利率	15.5%	6.0%	7.3%	8.3%	8.3%
ROE	21.4%	4.1%	9.4%	10.8%	12.1%
ROIC	-27.1%	3.6%	8.5%	10.4%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	40.7%	42.2%	39.2%	39.0%
净负债比率	9.9%	13.7%	12.6%	9.6%	9.1%
流动比率	1.5	1.8	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.5	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.7	0.8
存货周转率	4.1	4.0	5.5	5.0	5.8
应收帐款周转率	3.0	3.2	5.2	4.8	5.0
应付帐款周转率	5.6	5.4	7.4	6.5	6.9
每股资料（元）					
每股收益	1.62	0.29	0.69	0.87	1.07
每股经营现金	-0.63	-0.51	0.18	1.11	0.93
每股净资产	7.55	7.17	7.36	8.02	8.83
每股股利	0.50	0.50	0.21	0.26	0.32
估值比率					
PE	11.6	63.8	27.0	21.6	17.6
PB	2.5	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	18.5	25.8	13.4	10.6	8.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，主要研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

陈雁冰：曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

龙云露：清华大学硕士，2017 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：　　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：　　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。