杉杉股份（600884.SH）

杉杉股份中报预告大增，预计下半年景气度将延续

2017 年 7 月 28 日

买入（维持）

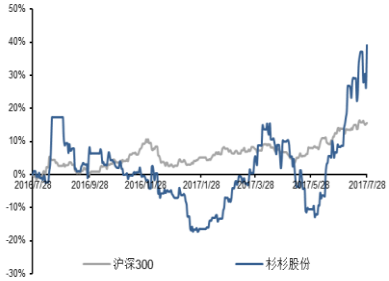
证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,475	8,519	10,639	12,223
同比（%）	27.3	55.6	24.9	14.9
净利润（百万元）	330	732	904	1,123
同比（%）	-50.3	121.6	23.5	24.2
毛利率（%）	25.0	24.6	23.2	22.7
ROE（%）	4.1	8.4	9.7	11.1
每股收益（元）	0.29	0.65	0.81	1.00
P/E	66.28	29.34	23.75	19.12
P/B	2.69	2.47	2.30	2.11

投资要点

- **公司中报预告，上半年归母净利润 3.13 亿元至 3.58 亿元之间，同比增长 40%-60%，符合市场预期。**一季度归属于上市公司股东净利润 0.83 亿元，同比增长 90.58%；二季度预计归母净利润 2.30 亿元至 2.75 亿元，同比增长 39%-67%，环比增长 177%-231%，主要受益于公司正极材料盈利大幅提升。**我们预计正极材料贡献 60-70%的利润。**
- **钴维持高价+产品结构升级，下半年仍可维持超高盈利水平。**公司正极材料现有产能已达 3.3 万吨/年，在建产能 1.5 万吨/年，是全球最大的正极产商，企业不断调整产品和客户结构以适应市场需求，高电压钴酸锂和 532/622 三元占比提升。另外公司产品技术、成本控制方面优势显著，盈利能力进一步提升。**下半年看，一方面上游原材料价格坚挺**，碳酸锂上半年价格小幅上涨至 14-15 万，三季度有上扬趋势，钴价高位维持依然看涨，原料价格上涨将带动正极材料价格上调，为公司正极材料高盈利提供保障。**另一方面，下半年物流车加速回暖**，乘用车预计仍可保持良好增速，新能源车整体销量高速增长可期，预计下半年三元需求量环比可增长 50%以上，将有力拉动公司正极业务。
- **与洛阳钼业签订战略合作框架协议，并拟参与洛阳钼业定增，强势锁定正极上游原材料。**2017 年 7 月 12 日，公司与全球第二大钴生产商洛阳钼业签订《战略合作框架协议》，就钴产品的采购与销售以及钴、锂等金属资源项目开发事宜进行战略合作，并且**公司还拟共计 18 亿元人民币通过资金信托计划适时参与认购洛阳钼业非公开发行 A 股股票。**目前全球钴矿资源相对集中，随着新能源和储能需求增加，锂电池不断扩容，钴资源长期缺口较大，需求预期持续看涨。杉杉借此稳定上游资源供应，有利于公司锂电池材料产业链的纵向延伸，争取上游资源端主动权，可保障公司锂电池正极材料上游原材料钴资源的供应，降低了原材料市场紧缺带来的供应链风险。
- **原材料价格上涨推动负极涨价，龙头企业受益。**上半年由于需求较淡，行业内人造石墨降价 10%左右到 4-5 万/吨，从 6 月开始，特别是 7 月初，人造石墨原材料国产针状焦价格上涨 3 1.8 万/吨），未来一年针状焦供给都将偏紧另外人造石墨三季度环比需求增

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.97
一年最低/最高价	12.08/21.15
市净率（倍）	2.79
流通 A 股市值（百万元）	17231.39

基础数据

每股净资产（元）	7.51
资本负债率（%）	41.85
总股本（百万股）	1122.76
流通 A 股(百万股)	821.72

相关研究

1. 杉杉股份：锂电材料龙头标的，将受益于电动车全球化采购 2017-07-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长 50%以上，价格上涨势在必行。**百川数据显示人造负极价格月环比上涨 13.5%，预计还将继续上调，以覆盖成本上涨（需涨 40%左右）**。杉杉是国内最大人造石墨产商，价格上涨动力强，具备一定的业绩弹性，且杉杉下半年预计新增销量大，去年价格基数高，涨价幅度有望覆盖成本上涨的同时带来超额收益。

- **盈利预测与投资评级：我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 7.32 亿元、9.04 亿元、11.23 亿元**，增速 121.6%/23.5%/24.2%，EPS 为 0.65/0.81/1.00 元，对应 PE 为 29x/24x/19x。考虑到公司为锂电池材料龙头，已形成新能源产业链上下游双闭环，随着新能源汽车持续发展，锂电池材料需求不断增加，再加上近期钴价持续上涨，我们给以目标价 24.3 元，对应 2018 年 30x，给以“买入”评级。
- **风险提示：**国家对新能源车政策支持不及预期，新能源车销量下降；公司产销不达预期；钴价下滑导致正极材料价格下滑。

杉杉股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,148	8,230	9,637	10,973
现金	2,439	1,278	1,596	1,833
应收账款	1,807	2,465	3,078	3,536
其他应收款	164	164	164	164
预付账款	181	283	361	417
存货	1,207	1,896	2,416	2,793
其他	1,349	2,143	2,023	2,230
非流动资产	7,438	7,500	7,548	7,582
长期投资	1,343	1,343	1,343	1,343
固定资产	1,864	1,890	1,951	1,948
无形资产	396	388	429	420
其他	3,834	3,879	3,825	3,871
资产总计	14,586	15,730	17,185	18,555
流动负债	3,996	4,567	5,315	5,794
短期借款	1,800	1,346	1,325	1,244
应付账款	931	1,456	1,852	2,140
其他	1,265	1,766	2,138	2,410
非流动负债	1,946	1,946	1,946	1,946
长期借款	196	196	196	196
其他	1,750	1,750	1,750	1,750
负债合计	5,942	6,513	7,261	7,740
少数股东权益	502	540	588	659
股本	1,123	1,123	1,123	1,123
资本公积	2,935	2,935	2,935	2,935
留存收益	2,295	2,829	3,489	4,309
归属母公司股东权益	8,142	8,677	9,337	10,156
负债和股东权益	14,586	15,730	17,185	18,555

单位:百万元

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-578	-384	698	688
净利润	398	770	952	1,195
折旧摊销	168	188	202	216
财务费用	136	125	141	115
投资损失	-211	-250	-275	-300
营运资金变动	-1,120	-1,302	-405	-601
其他经营现金流	51	84	84	62
投资活动现金流	-1,455	0	25	50
资本支出	1,114	250	250	250
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-342	250	275	300
筹资活动现金流	3,656	-777	-405	-500
短期借款	0	-455	-20	-82
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	3,459	0	0	0
资本公积金增长	2,431	0	0	0
其他筹资现金流	201	-323	-385	-419
现金净增加额	1,623	-1,161	318	238

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,475	8,519	10,639	12,223
营业成本	4,109	6,426	8,174	9,445
营业税金及附加	35	43	53	61
销售费用	306	400	479	526
管理费用	646	809	904	953
财务费用	97	125	141	115
资产减值损失	51	84	84	62
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	211	250	275	300
营业利润	442	882	1,079	1,361
营业外收入	41	50	60	70
营业外支出	8	15	20	25
利润总额	475	917	1,119	1,406
所得税	77	147	168	211
净利润	398	770	952	1,195
少数股东损益	68	39	48	72
归属母公司净利润	330	732	904	1,123
EBITDA	707	1,195	1,422	1,692
EPS（元）	0.29	0.65	0.81	1.00

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	27.3%	55.6%	24.9%	14.9%
营业利润	-43.5%	99.4%	22.4%	26.0%
归属于母公司净利润	-50.3%	121.6%	23.5%	24.2%
获利能力				
毛利率(%)	25.0%	24.6%	23.2%	22.7%
净利率(%)	7.3%	7.3%	9.0%	8.9%
ROE(%)	4.1%	8.4%	9.7%	11.1%
ROIC(%)	6.6%	9.6%	10.9%	12.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	40.7%	41.4%	42.3%	41.7%
净负债比率	33.6%	23.7%	21.0%	18.6%
流动比率	1.79	1.80	1.81	1.89
速动比率	1.49	1.39	1.36	1.41
营运能力				
总资产周转率（次）	0.38	0.54	0.54	0.62
应收账款周转率（次）	3	3	3	3
应付账款周转率（次）	4.41	4.41	4.41	4.41
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.65	0.81	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.51	-0.34	0.62	0.61
每股净资产(最新摊薄)	7.25	7.73	8.32	9.05
估值比率				
P/E	66.28	29.34	23.75	19.12
P/B	2.69	2.47	2.30	2.11
EV/EBITDA	36	21	17	15

数据来源： Wind，东吴证券研究所，公司报表，单位：百万元

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn