# 杉杉股份（600884） 强烈推荐

行业：综合

## 锂电材料集大成者，高速增长已经启动

公司中报显示，2017 上半年公司实现营收 38.52 亿元，同比增长 57.79%；归母净利润 3.39 亿元，同比增长 51.49%；扣非净利润 2.55 亿元，同比增长 26.56%，公司总体业绩符合市场预期。其中，锂电池材料业务实现营收 29.11 亿元，同比上升 57.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.65 亿元万元，同比提高 92.66%，超出市场预期。公司下半年业绩增速有望加快，期待全年的中高速增长。

**投资要点：**

- **正极材料业绩增速显著，下半年业绩有望更上一层楼。**正极材料实现产业链的纵向延伸，降低原材料市场紧缺带来的供应链风险。2017 上半年，正极材料实现营收 21.10 亿元，同比上升 90.65%；归母净利润 2.28 亿元，同比提高 166.67%。正极材料为公司贡献了 67%的净利润，下半年将继续扛起利润贡献的重任。7 月，公司与洛阳钼业就未来钴产品采购以及钴、锂等金属资源项目开发进行 3 年期战略合作，实现正极材料产业链的纵向延伸，控制生产成本，稳定上游资源供应，避免被上游矿源牵制。
- **正极材料产能规模扩大，客户结构不断优化，高端布局保障毛利率水平的稳定。**目前公司正极材料产能超 3 万吨，17 年年底前将扩产至 5 万吨。公司重点扩产高镍三元材料 NCM532 和 NMC622，NCM811 产能投建中。上游钴资源等供应紧张，价格高涨，公司通过年度合作、低位战略采购等模式获得库存周转收益及成本优势。由于产品定位高端，上游成本向下传导通畅，保障盈利能力的稳定。下游客户涉及比亚迪等优质大客户，客户结构不断优化。通过高镍高电压正极材料的布局，提高产品附加值，产品结构高端化，保障产品毛利率的相对稳定甚至提升。预计全年三元材料出货量提升 50%以上。
- **负极材料产能迅速扩张，上半年负极材料利润空间受挤压。**上半年负极材料出货 1.5 万吨，同比上升 50.82%；负极材料实现营收 6.95 亿元，同比增长 25.07%；归母净利润约 4500 万元，同比上升 10.31%。上半年由于需求较低，负极材料价格下滑，毛利率下滑导致营收增速远低于出货量增速。公司规划投资 3.8 亿元在包头打造 10 万吨产能的锂离子电池负极材料一体化基地，其中石墨化和碳化工序 5 万吨，原料和生料均为 10 万吨成品配套处理工序，意图将打造全球规模最大的锂离子电池负极材料产业基地。
- **环保督查导致石墨化工艺涨价，原材料针状焦价格暴涨，下半年人造石墨负极材料存涨价预期。**环保督查导致的停工停产，促使石墨化工序及针状焦供应紧张。目前公司已具备 7000 吨石墨化工序加工能力，5 万吨在建。公司负极材料业务将受益此加工环节涨价，且保障人造石墨负极材料的上

**作者**

**署名人：张镭**
S0960511020006
0755-82026705
zhanglei@china-invs.cn

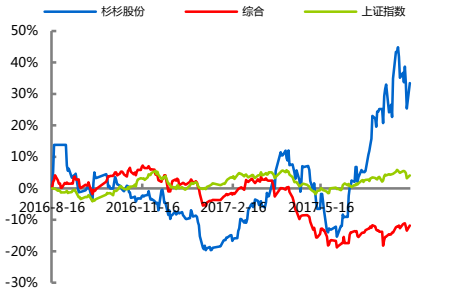
**参与人：宋丽凌**
S0960116080081
0755-88320855
songliling@china-invs.cn

| | |
|---|---|
| **6 - 12 个月目标价：** | 25.6 |
| 当前股价： | 21.18 |
| 评级调整： | 维持 |

**基本资料**

| | |
|---|---|
| 总股本(百万股) | 1,123 |
| 流通股本(百万股) | 822 |
| 总市值(亿元) | 238 |
| 流通市值(亿元) | 174 |
| 成交量(百万股) | 38.34 |
| 成交额(百万元) | 802.39 |

**股价表现**




**相关报告**

《杉杉股份-正极材料纵向延伸上游钴锂，优质资源整合促峥嵘》2017-07-12

《杉杉股份-锂电材料绝对龙头，新能源业务布局日趋完善》2017-03-16

游供货。针状焦价格的上涨挤压了负极材料盈利空间。两者作用，加之下半年出货量有望大增，公司负极材料盈利能力可以保持相对稳定。

- **价格大幅下降，电解液业务表现惨淡。**2017 年上半年，公司电解液业务实现营收 1.06 亿元，同比下滑 43.27%；归母净利润为-707.08 万元，主要原因在于电解液及六氟磷酸锂价格大幅下滑。公司目前电解液产能约 2 万吨，在建衢州 2000 吨六氟磷酸锂和 20000 吨电解液项目，预计 2017 年第三季度电解液产线将投试产，年底前六氟磷酸锂产线投试产。六氟磷酸锂的自我供应有利于降低电解液生产成本。公司加速新型锂盐双氟磺酰亚胺锂的研发应用，以及高电压电解液的推广，通过技术优势降低成本。下半年电解液业务有望扭亏为盈。
- **能源管理服务发展空间广阔，光伏与储能齐发展。**上半年，公司能源管理服务实现营收 4.98 亿元元，归母净利润 2766.97 万元。国内分布式光伏电站发展迅速，尤利卡组件销售良好。另外，自投分布式光伏电站已并网项目，收益兑现。目前尤利卡太阳能组件自动流水线已达产，三季度光伏装机空间约为 9GW，下半年业绩仍有较大增长空间。公司北京中裕世纪大酒店 2.53MWH 储能项目已投入运行，上半年完成了 200MWH“削峰填谷”储能系统的招标工作。储能项目发展空间广阔，且助于实现锂电池的梯次利用。
- **公司业务具备新能源汽车产业链优势，纵向打造闭环生态。**依托于锂电材料行业优势，纵向整合锂电池产业链，建立动力电池的绿色能源闭环。目前年产 1.8 万套新能源汽车动力系统的自动化模组及系统集成生产线已建成投产，上半年实现销售，还布局了充电桩建设和新能源汽车租赁运营等业务。新能源汽车电池，整车，充电桩与运营业务尚处于培育期，目前处于亏损状态。新能源汽车产业链布局已经完备，
- **盈利预测：**预测 2017-2019 年公司的 EPS 为 0.64/0.81/0.96,对应 PE 为 33/26/22。公司锂电材料技术储备充足，新能源汽车产业链布局日趋完善，给予公司 2017 年 40 倍 PE，对应目标价 25.6 元，强烈推荐评级。
- **风险提示：**产能扩张不达预期，新产品投产不及预期的风险

## 主要财务指标

| 单位：百万元 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5475 | 9084 | 11388 | 13553 |
| 收入同比(%) | 11% | 66% | 25% | 19% |
| 归属母公司净利润 | 330 | 715 | 910 | 1076 |
| 净利润同比(%) | -52% | 117% | 27% | 18% |
| 毛利率(%) | 25.0% | 25.1% | 26.1% | 26.5% |
| ROE(%) | 4.1% | 8.2% | 9.6% | 10.4% |
| 每股收益(元) | 0.29 | 0.64 | 0.81 | 0.96 |
| P/E | 72.03 | 33.25 | 26.15 | 22.11 |
| P/B | 2.92 | 2.71 | 2.50 | 2.29 |
| EV/EBITDA | 29 | 16 | 13 | 11 |

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

## 附：财务预测表

**资产负债表**

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 7148 | 9521 | 11685 | 13743 |
| 现金 | 2439 | 3122 | 4076 | 4984 |
| 应收账款 | 1807 | 3083 | 3833 | 4563 |
| 其它应收款 | 164 | 275 | 334 | 403 |
| 预付账款 | 181 | 351 | 428 | 498 |
| 存货 | 1207 | 1199 | 1202 | 1201 |
| 其他 | 1349 | 1491 | 1813 | 2095 |
| **非流动资产** | 7438 | 7700 | 7904 | 8083 |
| 长期投资 | 1343 | 1343 | 1343 | 1343 |
| 固定资产 | 1864 | 2103 | 2244 | 2317 |
| 无形资产 | 396 | 514 | 639 | 761 |
| 其他 | 3834 | 3741 | 3678 | 3663 |
| **资产总计** | 14586 | 17221 | 19589 | 21827 |
| **流动负债** | 3996 | 6905 | 8343 | 9543 |
| 短期借款 | 1011 | 2895 | 3651 | 4139 |
| 应付账款 | 931 | 1432 | 1778 | 2128 |
| 其他 | 2055 | 2577 | 2914 | 3276 |
| **非流动负债** | 1946 | 948 | 976 | 987 |
| 长期借款 | 196 | 196 | 196 | 196 |
| 其他 | 1750 | 752 | 780 | 791 |
| **负债合计** | 5942 | 7853 | 9320 | 10530 |
| 少数股东权益 | 502 | 601 | 747 | 911 |
| 股本 | 1123 | 1123 | 1123 | 1123 |
| 资本公积 | 2935 | 2935 | 2935 | 2935 |
| 留存收益 | 2295 | 4710 | 5465 | 6328 |
| 归属母公司股东权益 | 8142 | 8768 | 9523 | 10385 |
| **负债和股东权益** | 14586 | 17221 | 19589 | 21827 |

**现金流量表**

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | -578 | -76 | 424 | 804 |
| 净利润 | 398 | 814 | 1055 | 1240 |
| 折旧摊销 | 168 | 209 | 246 | 278 |
| 财务费用 | 97 | 123 | 93 | 91 |
| 投资损失 | -211 | -427 | -410 | -382 |
| 营运资金变动 | -1088 | -881 | -704 | -547 |
| 其它 | 59 | 86 | 144 | 124 |
| **投资活动现金流** | -1455 | 97 | -66 | -50 |
| 资本支出 | 1116 | 280 | 307 | 303 |
| 长期投资 | -479 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -819 | 377 | 240 | 253 |
| **筹资活动现金流** | 3656 | 661 | 596 | 155 |
| 短期借款 | 54 | 1885 | 756 | 488 |
| 长期借款 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 712 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2314 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 580 | -1224 | -159 | -333 |
| **现金净增加额** | 1630 | 682 | 954 | 908 |

**利润表**

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 5475 | 9084 | 11388 | 13553 |
| 营业成本 | 4109 | 6802 | 8418 | 9963 |
| 营业税金及附加 | 35 | 49 | 65 | 76 |
| 营业费用 | 306 | 527 | 646 | 773 |
| 管理费用 | 646 | 1013 | 1295 | 1531 |
| 财务费用 | 97 | 123 | 93 | 91 |
| 资产减值损失 | 51 | 59 | 56 | 57 |
| 公允价值变动收益 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | 211 | 427 | 410 | 382 |
| **营业利润** | 442 | 938 | 1225 | 1445 |
| 营业外收入 | 41 | 43 | 43 | 43 |
| 营业外支出 | 8 | 15 | 12 | 13 |
| **利润总额** | 475 | 967 | 1255 | 1474 |
| 所得税 | 77 | 152 | 200 | 234 |
| **净利润** | 398 | 814 | 1055 | 1240 |
| 少数股东损益 | 68 | 99 | 146 | 165 |
| **归属母公司净利润** | 330 | 715 | 910 | 1076 |
| EBITDA | 707 | 1270 | 1563 | 1813 |
| EPS（元） | 0.29 | 0.64 | 0.81 | 0.96 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 11.1% | 65.9% | 25.4% | 19.0% |
| 营业利润 | -45.6% | 112.1% | 30.6% | 17.9% |
| 归属于母公司净利润 | -52.2% | 116.6% | 27.2% | 18.3% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 25.0% | 25.1% | 26.1% | 26.5% |
| 净利率 | 6.0% | 7.9% | 8.0% | 7.9% |
| ROE | 4.1% | 8.2% | 9.6% | 10.4% |
| ROIC | 8.7% | 14.6% | 16.0% | 17.2% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 40.7% | 45.6% | 47.6% | 48.2% |
| 净负债比率 | 33.60% | 46.07% | 47.87% | 46.73% |
| 流动比率 | 1.79 | 1.38 | 1.40 | 1.44 |
| 速动比率 | 1.48 | 1.20 | 1.25 | 1.31 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.43 | 0.57 | 0.62 | 0.65 |
| 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 应付账款周转率 | 5.00 | 5.76 | 5.24 | 5.10 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.29 | 0.64 | 0.81 | 0.96 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.51 | -0.07 | 0.38 | 0.72 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.25 | 7.81 | 8.48 | 9.25 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 72.03 | 33.25 | 26.15 | 22.11 |
| P/B | 2.92 | 2.71 | 2.50 | 2.29 |
| EV/EBITDA | 29 | 16 | 13 | 11 |

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
| --- | --- |
| 2017-07-12 | 《杉杉股份-正极材料纵向延伸上游钴锂，优质资源整合促峥嵘》 |
| 2017-03-16 | 《杉杉股份-锂电材料绝对龙头，新能源业务布局日趋完善》 |

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业分析师, 北京大学金融硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司财富研究部**　公司网站：http://www.china-invs.cn

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
| --- | --- | --- |
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编：518000<br>传真：（0755）82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层<br>邮编：100032<br>传真：（010）63222939 | 上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼<br>邮编：200082<br>传真：（021）62171434 |