

电子

2017年08月16日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017年08月15日

收盘价（元）	21.18
一年内最高/最低（元）	23.19/12.13
市净率	2.8
息率（分红/股价）	0.38
流通A股市值（百万元）	17404
上证指数/深证成指	3251.26 / 10559.78

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产（元）	7.74
资产负债率%	47.49
总股本/流通A股（百万）	1123/822
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《杉杉股份（600884）点评：业绩增速符合申万宏源预期，锂电池正极材料营收大幅增长》 2017/05/02

《杉杉股份（600884）点评：业绩增速低于申万宏源预期，主要受新能源汽车政策波动拖累》 2017/04/20

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

韩启明 A0230516080005

hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002

zhengjw@swsresearch.com

联系人

宋欢

(8621)23297818x7409

songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

杉杉股份（600884）

——业绩增速符合预期，正极材料放量全年高增长可期

事件：

- 8月16日公司发布2017年半年报和对外投资公告，报告期内公司实现营业收入38.52亿元，同比增长57.79%；归属于母公司净利润3.39亿元，同比增长51.49%；基本每股收益0.302元，同比增长40.47%。
- 2017年8月14日，公司董事会通过《关于公司控股子公司投资建设负极一体化基地项目的议案》，控股子公司宁波杉杉拟以自有资金和自筹资金38.07亿元投资建设年产10万吨锂电池负极材料项目，经测算，项目IRR为21.64%

投资要点：

- 锂电池正极材料快速发展，带动业绩高增长。**报告期公司业绩稳定增长，实现营业收入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%，业绩增速符合申万宏源预期。业绩增长的主要原因为2017年上半年正极材料收入、利润大幅增长所致。2017年上半年公司正极材料实现营业收入21.10亿元，同比增长90.65%，占营业收入的54.78%；归母净利润2.28亿元，同比增长166.57%，正极材料产能规模扩大，高端产品销量增长的同时生产成本下降，带来高利润增长。公司高端钴系列产品占据绝对市场优势，已进入苹果、华为供应链。NCM532、NCM622产品销量占比不断提升，三元前驱体产能新建项目预计2018年内建成，配套三元产品，提升产品毛利率。
- 拟投资38亿元建设负极材料产能，打造全球最大负极材料生产基地。**8月14日公司董事会通过《关于公司控股子公司投资建设负极一体化基地项目的议案》，控股子公司宁波杉杉拟以自有资金和自筹资金38.07亿元投资建设年产10万吨锂电池负极材料项目，其中石墨化和碳化工序5万吨，望打造全球最大负极材料生产基地。该项目从原材料加工、生料加工、石墨化、碳化到成品加工一体化生产线，有效降低成本，以提高公司负极材料毛利率和核心竞争力。
- 分布式电站并网有序运行，积极布局储能项目。**2017年上半年公司能源管理业务实现营业收入4.98亿元，归母净利润2766.97万元，主要系尤利卡分布式电站并网运营及光伏屋顶系统销量大增所致。2017年上半年，尤利卡实现15个分布式电站合计39.02MW并网，电站运营有序进行。江苏杉杉完成200MW储能招标工作，并在北京、天津、江苏等地陆续开展工商业园区的大型“削峰填谷”储能项目，储能项目有望对公司未来业绩产生积极影响。
- 上调盈利预测，维持“增持”评级不变：**我们上调公司盈利预测，预计公司2017-2019年归母净利润分别为6.81亿元、8.35亿元和9.89亿元（原2017-2019年归母净利润分别为6.06亿元、7.36亿元和8.54亿元），对应的EPS分别为0.61元/股、0.74元/股和0.88元/股，公司当前股价对应的PE分别为35倍、29倍和24倍。维持“增持”评级不变。

财务数据及盈利预测

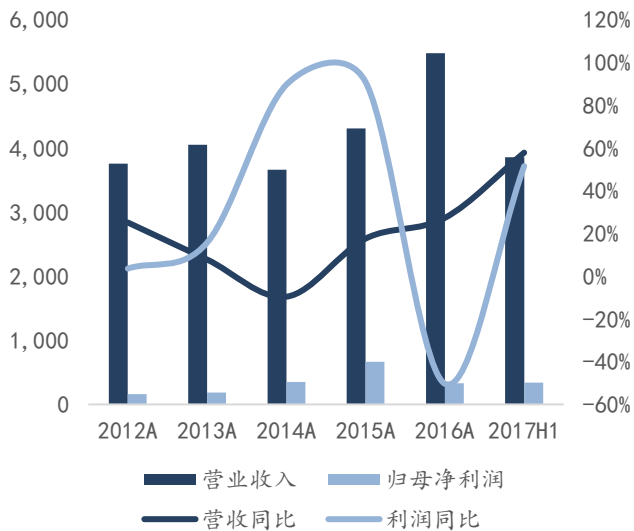
	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,475	3,852	8,328	10,778	11,899
同比增长率（%）	27.25	57.79	52.12	29.42	10.40
净利润（百万元）	330	339	681	835	989
同比增长率（%）	-50.34	51.49	106.26	22.61	18.44
每股收益（元/股）	0.29	0.30	0.61	0.74	0.88
毛利率（%）	25.0	25.2	23.3	21.5	20.9
ROE（%）	4.1	3.9	7.8	8.7	9.4
市盈率	72		35	29	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

1. 公司业绩稳健增长

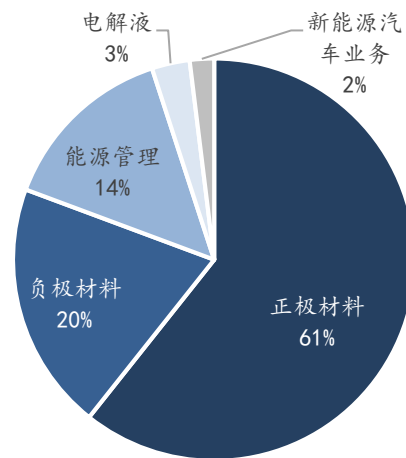
正极材料收入大幅提升，公司业绩稳健增长。2017年上半年，公司实现营业收入 38.52 亿元，同比增长 57.79%；实现归属于上市公司股东净利润 3.39 亿元，同比增长 51.49%，主要系锂电正极材料业绩大幅增长所致。根据半年报数据显示，公司各版块业务收入占比分别是正极材料（61%）、负极材料（20%）、电解液（3%）、新能源汽车业务（2%）和能源管理业务（14%）。

图 1：公司历年营收及归母净利润（单位：百万元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 2：2017H1 公司各板块业务营收占比



资料来源：半年报，申万宏源研究

2. 大幅扩产锂电材料产能 业绩有望持续增长

正极原材料价格上涨，高端新产品销量增长致利润提升显著。报告期内，公司锂电正极材料实现销售量 9880 吨，同比增长 20.92%；实现营业收入 21.10 亿元，同比增长 90.65%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比增长 166.67%，主要原因是报告期内正极原材料价格上涨，公司采用年度合作、低位战略采购等措施获得成本优势，并且有效产能扩大，高端新产品销量增长，使得营收和利润均大幅增长。产能提升方面，杉杉能源启动了二期高镍三元及前驱体项目，预计下半年陆续投产；宁乡二期钴酸锂产线已投产。公司通过技术改进，产品一次合格率高达 96%，进一步降低成本，提高市场综合竞争力。

收购湖州创亚，提升负极材料综合实力。2017 年上半年，公司负极材料实现销售量 15295 吨，同比增长 50.82%；实现营业收入 6.95 亿元，同比增长 25.07%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比增长 10.31%。报告期内负极材料价格下降，毛利率下降，导致净利润增长速度不及销量增长。公司以 2.4 亿元收购湖州创亚 100% 股权，湖州创亚现有成品产能 1 万吨，

有助于公司进一步提升负极材料综合实力。纯电动用负极材料新产品 QCG、EMG 和 P15 系列已完成审核并量产，月销量能达到几百至千吨；硅碳负极已开始量产。

表 1：2017H1 公司锂电材料销量及营收情况

锂电材料	销售量（吨）	销量同比	营业收入（万元）	营收同比	归母净利润（万元）	归母净利润同比
正极材料	9880	20.92%	210,996.98	90.65%	22,751.56	166.67%
负极材料	15295	50.82%	69,523.87	25.07%	4,534.15	10.31%
电解液	1869	-43.31%	10,582.62	-43.27%	-707.08	-

资料来源：半年报，申万宏源研究

拟投资建设年产 10 万吨一体化锂电池负极材料项目，提升负极材料盈利能力。2017 年 8 月 14 日，公司董事会通过了《关于公司控股子公司投资建设负极一体化基地项目的议案》。公司控股子公司宁波杉杉拟在内蒙古包头设立负极一体化基地项目（设立孙公司内蒙古杉杉），打造原材料到成品的一体化基地，降低生产成本，提升规模效益和整体盈利能力。投资总额为 38.07 亿元，其中固定资产 21.63 亿元，流动资产 16.43 亿元，投资资金来源为自有资金和自筹资金。项目规划 10 万吨锂电池负极材料一体化基地，其中石墨化和碳化工序 5 万吨，经测算，项目 IRR 为 21.64%。

表 2：拟投资建设负极一体化基地项目情况

项目内容	说明
项目名称	年产 10 万吨锂离子电池负极材料项目
项目拟建地点	内蒙古包头装备制造产业园区
项目规模	目规划 10 万吨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
投资金额	投资总额 380,679 万元，其中固定资产投资：216,337 万元，流动资产投资 164,342 万元
资金来源	自有资金和自筹资金
建设周期	计划 2017 年 10 月项目启动，2019 年 6 月项目全部竣工
项目目标	打造全球规模最大的锂离子电池负极材料产业基地
IRR	21.64%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2 万吨电解液及 2000 吨六氟磷酸锂项目预计三季度投产，有望改善电解液盈利能力。报告期内，由于原材料价格下降及廊坊杉杉生产经营不佳，公司电解液仅实现销售量 1869 吨，同比下降 43.31%；实现营业收入 1.06 亿元，同比下降 43.27%；归母净利润-707.08 万元。公司衢州 20000 吨电解液和 2000 吨六氟磷酸锂项目预计今年三季度投产，有望改善电解液业务盈利能力。

年产 700MWh 电池 PACK 批量供货，充电桩与新能源汽车稳步运营。公司新能源汽车业务处于前期发展培育阶段，前期投资较大，报告期内实现营业收入 6845.09 万元，归属于上市公司股东净利润-9238.96 万元。公司逐步推进动力电池 PACK 业务，宁波利维能年产 700MWh 18650 动力电池 PACK 已实现批量供货，目前收到 2000 余套纯电动物流车电池 PACK 订单。公司充电桩业务已充电站为主、散桩为辅，上半年实现 4 个充电站建设；整车租赁则以分时租赁的方式，已在广州、合肥、长沙、深圳、张家界等五个城市运营。

3. 光伏、服装业务稳步推进

尤利卡分布式电站并网有序进行，效益逐渐呈现。报告期内公司能源管理业务实现营业收入 4.98 亿元，实现归母净利润 2766.97 万元。主要系尤利卡光伏屋顶系统销量增长，以及上半年尤利卡电站实现 15 个并网项目，装机容量 39.02MW，电站稳步运营。江苏杉杉完成了 200MWh 储能系统招标工作，其中北京中裕世纪大酒店 2.53MWh 储能项目已投入运行。

表 3：2017H1 公司光伏电站运营情况

分布式光伏电站	所在地	装机容量 (MW)	发电量 (万千瓦时)	上网电量 (万千瓦时)
浙江恒威汽车光伏发电项目	宁波慈溪市	2.06934	100.749	20.304
浙江日普光伏发电项目	杭州湾新区	9.1698	432.342	432.342
宁波顺诺光伏发电项目	宁波鄞州	0.60326	17.146	3.258
宁波康大光伏发电项目	宁波北仑大榭	0.61776	23.3311	4.1995
绍兴港物流光伏发电项目	绍兴越城区	3.3917	0	0
宁波惠康实业光伏发电项目	宁波余姚	3.9528	25.45	25.45
浙江天滋钢业光伏发电项目	绍兴柯桥区	3.1536	0	0
武义周一机电光伏发电项目	金华武义	2.025	0	0
浙江攀臣工贸光伏发电项目	金华武义	3.0402	0	0
武义艺新实业光伏发电项目	金华武义	1.5552	0	0
浙江阿波罗光伏发电项目	金华武义	2.808	0	0
浙江隆泰门业光伏发电项目	金华武义	4.0014	0	0
华和重工光伏发电项目	台州路桥	2.01852	0	0
飞亚集团光伏发电项目	台州路桥	3.36798	0	0
台州真达灯饰光伏发电项目	台州路桥	1.0098	0	0
永源集团光伏发电项目	台州路桥	3.46896	0	0
台州本科电器光伏发电项目	台州路桥	4.00356	0	0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

服装板块杉杉品牌收入稳步增长，境外上市事宜积极推进。报告期内公司服装品牌业务实现收入 3 亿元，同比增长 28.06%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比下降 32.01%，主

要系销售费用及财务费用增加所致。公司服装板块杉杉品牌境外上市计划于 2016 年 10 月 26 日获得中国证监会批准，目前处于上市相关工作积极推进中。

表 4：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	3,659	4,928	5,475	8,328	10,778	11,899
二、营业总成本	3,703	4,872	5,243	7,613	9,858	10,866
其中：营业成本	2,786	3,900	4,109	6,387	8,461	9,407
营业税金及附加	16	17	35	42	54	59
销售费用	262	268	306	333	431	476
管理费用	397	486	646	666	754	773
财务费用	155	125	97	131	116	127
资产减值损失	87	75	51	54	42	23
加：公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	0	0	0
投资收益	414	757	211	160	133	180
三、营业利润	369	813	442	875	1,053	1,214
加：营业外收入	18	47	41	12	36	46
减：营业外支出	20	27	8	6	6	6
四、利润总额	367	833	475	881	1,083	1,254
减：所得税	39	122	77	144	190	215
五、净利润	329	710	398	737	893	1,039
少数股东损益	(20)	19	68	56	58	50
归属于母公司所有者的净利润	348	691	330	681	835	989
六、基本每股收益	0.85	1.62	0.40	0.61	0.74	0.88
全面摊薄每股收益	0.31	0.62	0.29	0.61	0.74	0.88

资料来源：WIND，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。