CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：26.00-28.00 元
当前股价：21.45 元
2017 年 09 月 05 日

杉杉股份 600884.SH

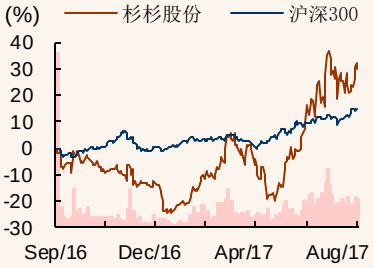
锂电材料将保持高增长，未来业务有望进一步聚焦

基础数据

上证综指	3380
总股本（万股）	112276
已上市流通股（万股）	82172
总市值（亿元）	241
流通市值（亿元）	176
每股净资产（MRQ）	7.7
ROE（TTM）	5.1
资产负债率	47.5%
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	-3	53	31
相对表现	-6	41	15



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《杉杉股份（600884）—业绩符合预期，锂电材料将保持强增长》2017-08-16

2、《杉杉股份（600884）—正极业务如期爆发，负极涨价后有望贡献增长》2017-07-28

3、《杉杉股份（600884）—子公司管理层大比例参与增发，正极业务将保持高速发展》2017-07-19

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

陈雁冰
chenyanbing@cmschina.com.cn
S1090517070011

子公司杉杉能源通过产品结构和客户结构持续优化，产能加快释放，连续 2 年实现了正极材料的爆发。公司负极材料在人造石墨领域国内第一，由于其原材料价格暴涨，近期负极产品也开始涨价。目前，公司的锂电材料综合产销量已位居全球第一。公司近几年开始进行业务聚焦，将服装、类金融业务独立到港股上市，未来不排除对资产较重、投入较大的新能源车运营等业务进行架构调整，以进一步聚焦电池材料主业。维持“强烈推荐-A”评级，上调目标价 26-28 元。

- **正极材料业绩持续爆发。**控股公司杉杉能源 2016 年实现利润增长 140%，2017H1 实现营收 21.12 亿元，同比增长 89%，实现归目净利润 2.75 亿元，同比增长 167%。公司正极业务的高增长，首先是产品结构和客户结构优化的贡献，其次是产能开始加快释放，最后才是钴库存的影响。公司正极产能已全球第一，并还在大幅扩产，正极业务有望保持快速增长。
- **负极材料贡献将大幅提升。**2017 上半年公司负极材料的原料石油焦、针状焦价格暴涨，公司高端产品成本上升超过 20%。近期，成本压力导致负极厂商尤其是生产人造石墨的企业已开始提价。下半年旺季来临，整个针状焦行业供给严重不足，涨价可能加速。公司目前是人造石墨最大的企业，今年上半年整合了湖州创亚，并也在大幅扩产，负极材料未来业绩贡献将显著提升。
- **公司将进一步聚焦电池材料业务。**公司电解液盈利有望改善并扭亏，公司新能源车运营与制造业务目前尚处于培育期，资产也比较重，2016、2017 年可能给上市公司业绩有一定影响，公司已经将服装、类金融业务独立在港股上市，未来看可能对部分业务开始做减法，进一步聚焦主业。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**预计下半年锂电材料高增长，上调目标价 26-28 元。
- **风险提示：**新能车政策低于预期；新能车推广低于预期；产能扩张低于预期。

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	13.3	72.9	30.9	24.7	20.1
PB	2.8	3.0	2.9	2.7	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

1、正极材料业绩持续爆发.....3
2、负极材料贡献将显著提升.....6
3、可能开始做减法，进一步聚焦主业.....7
4、投资建议与估值.....7

图表目录

图 1：杉杉能源毛利率与净利率变化情况.....4
图 2：杉杉能源股权结构.....4
图 3：公司 2014-2017 年正极材料产能持续扩张（吨）.....5
图 4：三元正极材料(111 型)价格走势(元/吨).....5
图 5：三元正极材料(523 型)价格走势(元/吨).....5
图 6：锰酸锂(ZTM-04)价格走势(元/吨).....5
图 7：锰酸锂(ZTM-06)价格走势(元/吨).....5
图 8：磷酸铁锂价格走势(元/吨).....6
图 9：钴酸锂价格走势(元/吨).....6
图 10：针状焦产品价格近年走势(元/吨).....7
图 11：杉杉股份历史 PE Band.....8
图 12：杉杉股份历史 PB Band.....8

表 1：杉杉能源业绩摘要.....3
表 2：杉杉能源半年度业绩回顾.....3
表 3：2016 年国内锂电池负极生产企业格局（单位：吨）.....6
表 4：截止 2017 年 9 月初人造石墨和天然石墨市场价格（万元/吨）.....7

附：财务预测表.....9

1、正极材料业绩持续爆发

杉杉能源正极材料业务业绩大幅增长。近期，杉杉股份控股的孙公司湖南杉杉能源科技股份有限公司发布半年报，2017 年上半年实现营业收入 21.12 亿元，同比增长 88.99%；实现归属于挂牌公司股东净利润为 2.75 亿元，同比大幅增长 166.68%，实现扣非后归属于挂牌公司股东净利润为 2.45 亿元，同比增长 138.89%。业绩增长主要受益于上半年动力电池正极材料需求大幅增加。

2017 年上半年，杉杉能源正极材料出货量 9880 吨，我们认为，公司正极业务的高增长，首先是产品结构和客户结构优化的贡献，其次是产能开始加快释放，最后才是钴库存的影响。以 2016 年为例，公司基本没有钴价格变动的情况下，实现了 140%的净利润同比增长。

表 1：杉杉能源业绩摘要

(百万元)	2015	2016	同比变动	2016H1	2017H1	同比变动
营业收入	2316.36	2508.12	8.28	1117.58	2112.08	88.99
销售税金	3.37	8.03	138.02	2.48	10.18	309.66
营业成本	2016.25	1980.47	(1.77)	864.72	1585.79	83.39
毛利润	300.11	527.64	75.82	252.85	526.29	108.14
销售费用	47.01	48.17	2.46	25.19	24.19	(4.00)
管理费用	115.16	169.65	47.31	59.29	124.06	109.23
资产减值损失	32.90	26.10	(20.67)	17.85	37.34	109.20
财务费用	24.75	38.88	57.13	22.72	40.71	79.17
营业外收入	20.87	9.62	(53.89)	1.79	36.46	1931.60
营业外支出	0.47	1.02	118.98	0.78	0.36	(53.81)
利润总额	97.32	245.42	152.18	126.33	325.92	158.00
所得税	11.57	39.35	239.99	23.13	50.72	119.29
税后净利润	85.75	206.07	140.32	103.20	275.20	166.68
主要比率(%)			**百分点变动**			**百分点变动**
毛利率	12.96	21.04	8.08	22.63	24.92	2.29
销售费用率	2.03	1.92	(0.11)	2.25	1.15	(1.11)
管理费用率	4.97	6.76	1.79	5.31	5.87	0.57
财务费用率	1.42	1.04	(0.38)	1.60	1.77	0.17
税后净利率	3.70	8.22	4.51	9.23	13.03	3.80
所得税率	0.50	1.57	1.07	2.07	2.40	0.33

资料来源：wind，招商证券

表 2：杉杉能源半年度业绩回顾

（百万元）	2016H1	2016H2	2017H1	同比(%)	环比(%)
营业收入	1117.58	1390.54	2112.08	88.99	51.89
营业毛利	252.85	274.79	526.29	108.14	91.53
营业费用	25.19	22.97	24.19	(4.00)	5.29
管理费用	59.29	110.36	124.06	109.23	12.41
财务费用	22.72	16.16	40.71	79.17	151.84
营业利润	125.32	111.50	289.83	131.28	159.92
所得税	23.13	16.22	50.72	119.29	212.70
归母净利润	103.20	102.88	275.20	166.68	167.50
EPS(元)	0.23	0.23	0.62	169.57	169.57

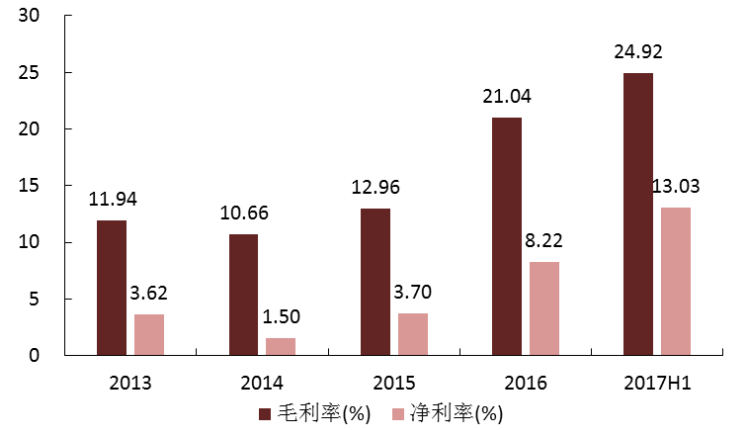
资料来源：wind，招商证券

毛利率保持稳步上升态势，盈利能力持续增强。近年来，杉杉能源产品毛利率呈现不断上升的态势，2017H1 综合毛利率为 24.92%，同比增加 2.29 个百分点；税后净利率为 13.03%，同比增加 3.80 个百分点。

从历史趋势来看，近年来杉杉能源总体毛利率和净利率保持稳定上升态势，主要原因是产品结构高端化、工艺改进和技术进步、成本控制和优化等。

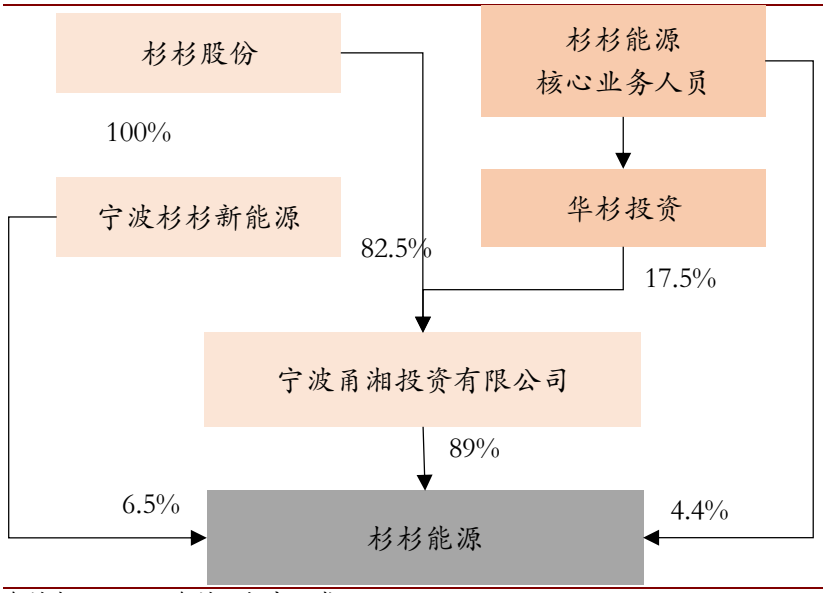
公司目前锂电池材料综合产销量规模位列全球第一，近年来公司大力布局三元正极材料，逐步进入资本开支收获期。现有正极材料总产能 3.3 万吨，主要在长沙和宁夏两地，2017 年下半年将在宁夏二期扩建 1 万吨产能，至年底将产能扩至 4.3 万吨。

图 1：杉杉能源毛利率与净利率变化情况



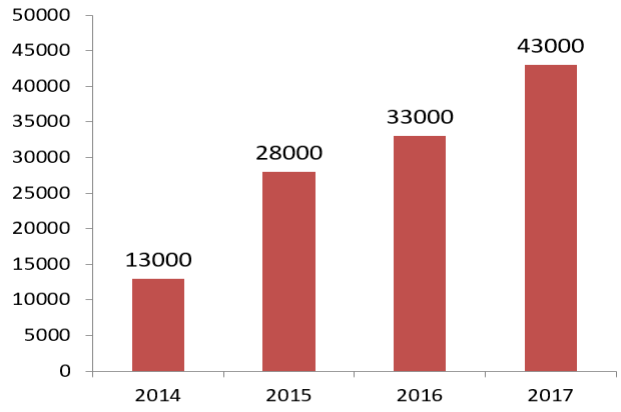
资料来源：wind，招商证券

图 2：杉杉能源股权结构



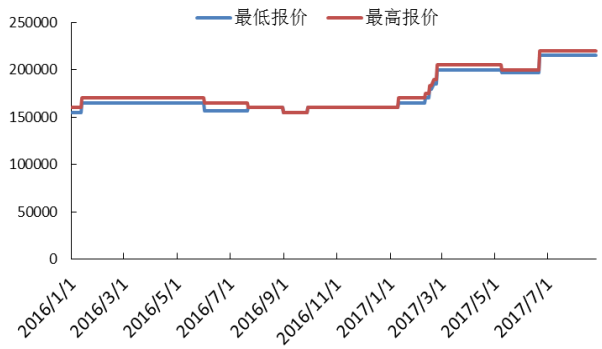
资料来源：公开资料，招商证券

图 3：公司 2014-2017 年正极材料产能持续扩张（吨）



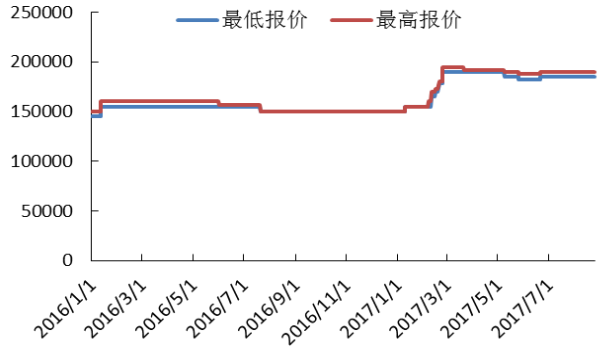
资料来源：公司公告，招商证券

图 4：三元正极材料(111 型)价格走势(元/吨)



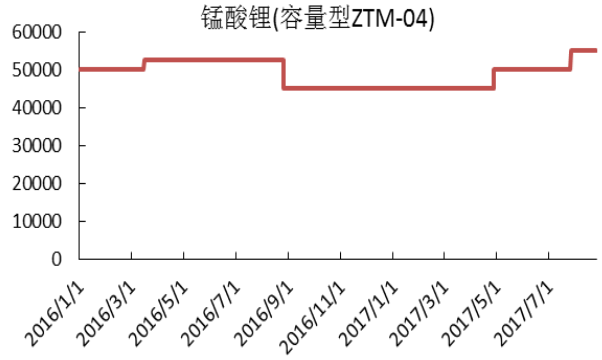
资料来源：CIAPS，招商证券

图 5：三元正极材料(523 型)价格走势(元/吨)



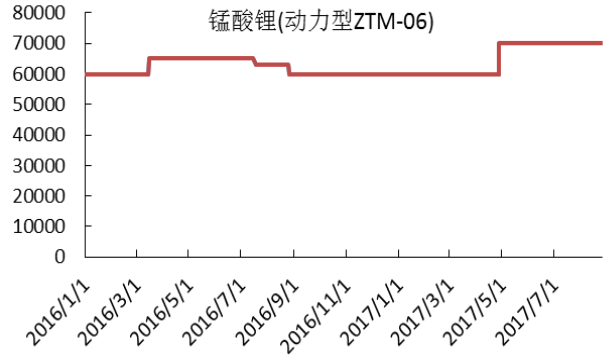
资料来源：CIAPS，招商证券

图 6：锰酸锂(ZTM-04)价格走势(元/吨)



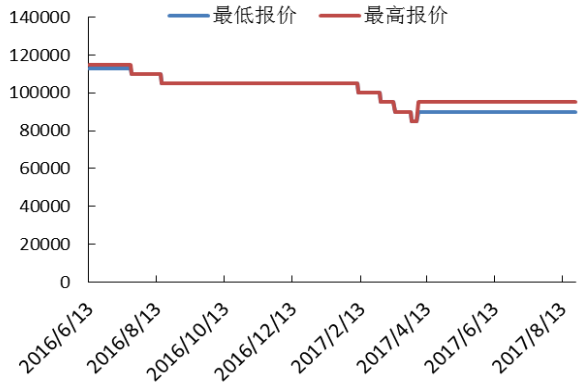
资料来源：CIAPS，招商证券

图 7：锰酸锂(ZTM-06)价格走势(元/吨)



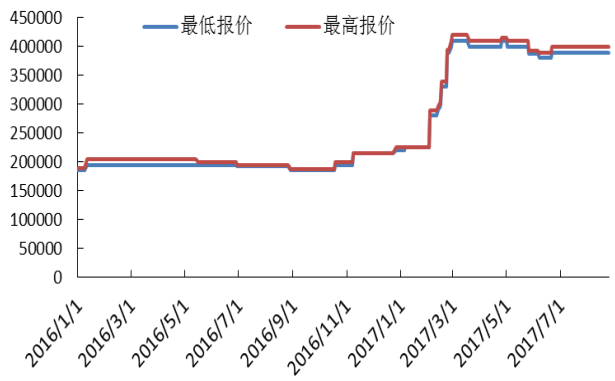
资料来源：CIAPS，招商证券

图 8：磷酸铁锂价格走势(元/吨)



资料来源：CIAPS，招商证券

图 9：钴酸锂价格走势(元/吨)



资料来源：CIAPS，招商证券

2、负极材料贡献将显著提升

公司负极业务总规模国内第二，仅次于贝特瑞，但人造石墨又是国内第一。公司主要客户包括 LG、Sony、ATL、力神、比克、比亚迪、光宇等，目前负极材料总产能约 4 万吨，2017H1 实现出货量 15295 吨，并并完成了湖州创亚的整合。

下半年，宁波基地将再扩建 2 万吨产能，至年底负极材料总产能将达 6 万吨。

2017H1，负极材料的原料石油焦、针状焦价格暴涨，估算高端产品成本上升超过 20%；成本压力增加导致负极厂商尤其是生产人造石墨的企业开始提价。下半年旺季来临，预计下半年供货不足情况将持续，负极材料价格有进一步上涨可能。

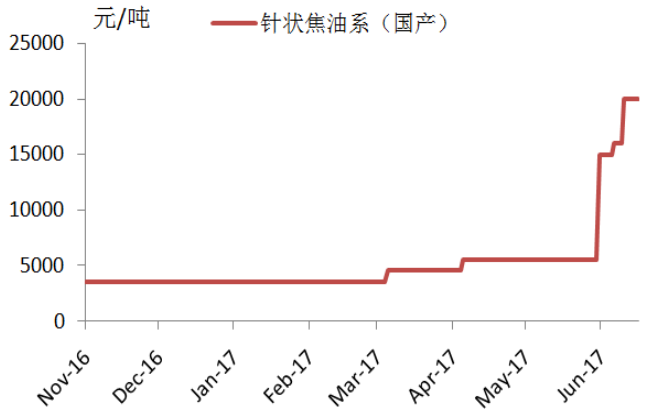
此外，目前公司硅碳负极材料已开始量产，并在高能量密度 3C 用负极材料上取得突破性进展，产品已完成中试。

表 3：2016 年国内锂电池负极生产企业格局（单位：吨）

	人造石墨	占比(%)	天然石墨	占比(%)	其他	总量
贝特瑞	5850	7.30	17030	55.31	1670	24550
上海杉杉	16000	19.97	2850	9.26	2900	21750
江西紫宸	18000	22.46	-	-	-	18000
深圳斯诺	9570	11.94	-	-	-	9570
翔丰华	5244	6.54	1580	5.13	-	6824
长沙星城	2320	2.90	4265	13.85	-	6585
湖州创亚	4500	5.62	1200	3.90	-	5700
江西正拓	2420	3.02	1250	4.06	-	3670
深圳金润	2800	3.49	760	2.47	-	3560
东莞凯金	3400	4.24	200	0.65	-	3600
大连宏光	700	0.87	300	0.97	-	1000
长沙格翎	540	0.67	60	0.19	-	600
其他	8783	10.96	1296	4.21	1458	8617
总量	80127		30791		6028	114026

资料来源：行业信息，招商证券

图 10：针状焦产品价格近年走势(元/吨)



资料来源：百川资讯，招商证券

表 4：截止 2017 年 9 月初人造石墨和天然石墨市场价格（万元/吨）

	价格 1	价格 2	价格 3
	容量 310-320mAh/g	容量 330-340mAh/g	容量 340-360mAh/g
人造石墨	1.5-2.5	4.0-5.0	6.0-8.0
	低端产品	中端产品	高端产品
天然石墨	2.0-3.0	3.5-5.0	6.0-7.0

资料来源：CIAPS，招商证券

3、可能开始做减法，进一步聚焦主业

公司扩产 2000 吨六氟磷酸锂，电解液盈利有望改善并扭亏。公司是国内电解液的主要供应商之一，由于上半年电解液产品价格下降，加上廊坊杉杉经营情况不佳，2017 年上半年实现营收仅 1.06 亿元，同比下滑 43.27%，归上净利润-707 万元，出货量 1869 吨。预计随着电解液价格在下半年逐渐企稳，2017Q3 衢州 2 万吨电解液产线投产，年底 2000 吨六氟磷酸锂投产，2000 吨六氟磷酸锂的投产将显著提升电解液毛利率，电解液盈利有望改善并扭亏。

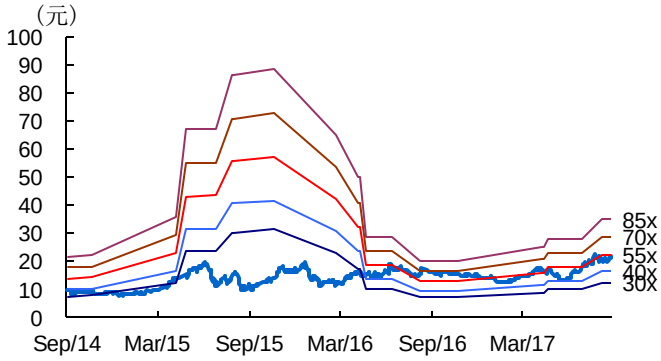
新能源汽车业务持续亏损，后续亏损可能得到控制。为打通产业链上下游，形成协同效应，公司开展新能源车业务，目前尚处于培育期，2017H1 实现营收 6845 万元，亏损 9239 万元，影响了归上业绩。

公司已将服装、类金融业务独立到港股上市，未来可能对一些竞争力不够的业务逐渐做减法，上市公司有望进一步聚焦新能源汽车材料主业。

4、投资建议与估值

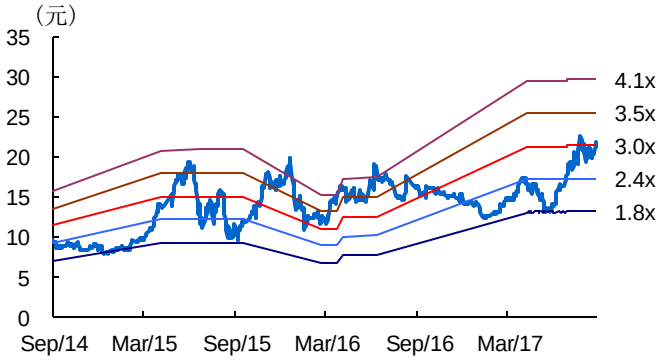
我们预计，下半年随着新能源汽车逐渐放量，带动下游需求快速回暖，作为电池核心材料航母的杉杉有望持续高增长，**继续维持“强烈推荐-A”评级，上调目标价 26-28 元。**

图 11：杉杉股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 12：杉杉股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

2017.8.16 公司深度：业绩符合预期，锂电材料将保持强增长

2017.7.25 公司深度：正极业务如期爆发，负极涨价后有望贡献增长

2017.7.25 行业报告：材料价格暴涨，负极材料涨价在即

2017.7.19 点评报告：子公司管理层大比例参与融资，正极业务将保持高速发展

2017.7.12 点评报告：洛钼战略合作锁定钴资源,电池材料经营可能再超预期

2017.6.27 公司深度：业绩之年，三元卡位与产能扩张进入收获期

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	13.3	72.9	30.9	24.7	20.1
PB	2.8	3.0	2.9	2.7	2.4
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。

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。

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，主要研究电力设备、新能源汽车上游产业。

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。