

杉杉股份[600884]深度报告

锂电材料全产业链龙头， 正负极产能扩张实现未来成长

行业分类：电子

2019年6月28日

投资评级	持有
总股本（万股）	112276.5
流通A股（万股）	112276.5
总市值（亿元）	119.6
流通市值（亿元）	119.6
近3月日均成交量（万股）	1510.7

近一年行业与上证综指走势对比图



资料来源：wind、中航证券金融研究所

◆ 投资要点：

➤ 正极材料：

杉杉股份正极材料行业领先，未来产能扩充力度大。杉杉能源共有4大基地，现有产能5万吨，规划总产能15.5万吨，预计到2020年可实现总产能12万吨。

全资子公司投资澳大利亚 Altura 矿产公司 11.83% 股份，打通上游产业链，帮助公司增强成本端优势。Altura 现有探明矿储量 323,539wmt，品位 1.21%。目前一期已基本落地，产量约为每年 21.6 万吨锂晶矿，二期正在规划当中。

高镍三元产能扩张持续推进，并向正极材料的上游资源行业布局。公司现有三元材料产能 2.92 万吨，其中高镍三元材料 8200 吨。此外，公司现有三元前驱体产能约 1.2 万吨，其中对应 7200 吨高镍三元的产线在 2018 年投试产。为稳定钴锂资源供应，杉杉股份于 2017 年 7 月与洛阳钼业签订《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进行战略合作。

➤ 负极材料：

杉杉股份负极材料拥有六地工厂，收购湖州创亚完善布局，降低成本端压力。公司于 2017 年上半年以 2.4 亿元收购湖州创亚 100% 股权，现有产能 1 万吨/年。上海负极板块总部现有产能 1 万吨，宁波半成品、成品加工基地产能 4 万吨。产能提升方面，宁德在建产能 2 万吨，已于 2018 年年底达到投试产条件。郴州杉杉年产 7000 吨石墨化产能已于 2018 年 4 月底陆续投试产。内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化一期项目已于 2018 年 4 月开工，预计 2019 年年中投试产。成品加工与其他材料产能的联合将有利提高成本控制。

硅碳负极是高能量密度下的发展方向，公司已实现产业化。杉杉股份的硅碳负极材料已产业化。杉杉股份的高容量硅合金负极材料已产业化并可满足新能源乘用车 300wh/kg 性能要求，并已对 CATL 实现供货。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8853.42	12926.00	17501.80	23014.87
增长率	7.05%	46.00%	35.40%	31.50%
归属母公司净利润（百万元）	1115.28	870.74	1005.86	1312.57
增长率	24.46%	-21.93%	15.52%	30.49%
每股收益 EPS（元）	0.99	0.78	0.90	1.17
净资产收益率 ROE	9.96%	8.18%	8.63%	10.18%
PE	10	13	11	9
PB	0.90	0.93	0.86	0.77

风险提示：3C 产品市场持续下行，销量不及预期

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传 真：0755-83688539

目录

一、杉杉股份多年转型发展，现已成为全球规模最大的锂离子电池材料综合供应商	4
1.1. 公司由服饰公司转型成为新能源龙头企业	4
1.2. 2018 年现金流表现突出，2019 年一季度业绩承压	6
二、3C 产品呈现销售下降周期，新能源汽车带动锂电市场上升	8
2.1. 手机市场迎来下行周期，消费电池增长疲软	8
2.2. 新能源汽车仍保持高销量、高增速的特点，带动上游电池需求量增长	8
2.3. 2018 年电化学储能高速增长，市场迎来机遇	9
三、正极材料技术优势突出，3C 市场逆周期抵御能力强	10
3.1. 公司拥有四大基地，未来产能持续扩张	10
3.2. 公司投资澳大利亚 Altura 矿产公司，打通上游产业链	13
四、负极材料人造石墨领先企业，中国出货量第一	13
4.1. 公司六地布厂，是行业领头企业	13
4.2. 人造石墨技术发展更为成熟，负极占比增加	16
4.3. 硅碳负极是高能量密度下的发展方向，公司已实现产业化	16
五、公司布局六氟磷酸锂，电解液出货量排名国内前四	17
六、服装行业景气度提升，公司服装板块业绩稳健增长	19
七、投资银行股，分红与减持双丰收	20
八、类金融呈现持续增长态势	21
九、估值分析与报表预测	22

图表目录

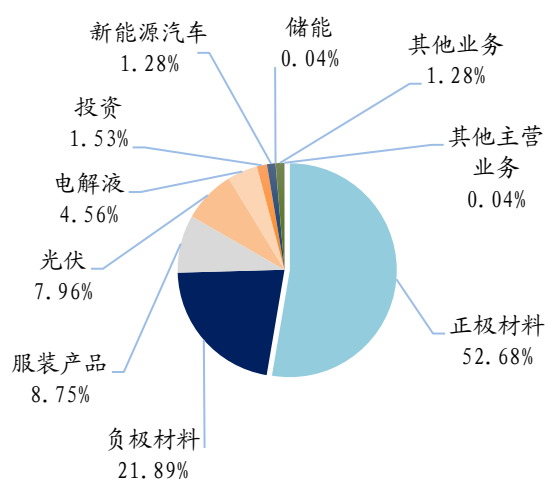
图表 1: 公司业务结构	4
图表 2: 公司收入结构变化	4
图表 3: 公司历史沿革	5
图表 4: 公司板块及业务线条	5
图表 5: 公司股权结构图	6
图表 6: 公司分板块毛利率	7
图表 7: 公司各费用趋势 (亿元)	7
图表 8: 我国手机产量 (亿台)	8
图表 9: 全球 PC 出货量 (亿台)	8
图表 10: 我国新能源汽车产量 (辆)	9
图表 11: 国内外动力电池装机量 (GWh)	9
图表 12: 全球已投运电化学储能项目新增&累计功率规模	10
图表 13: 2018 年我国装机功率占比	10
图表 14: 正极板块营收 (万元) 及增速	11
图表 15: 正极板块归母净利润 (万元) 及增速	11
图表 16: 主要正极材料企业产能及客户	11
图表 17: 2018 年中国三元正极材料市场出货量排名	12
图表 18: 杉杉股份负极板块营收 (万元) 及增速	14
图表 19: 杉杉股份负极板块归母净利润 (万元) 及增速	14
图表 20: 2018 年中国负极材料市场竞争格局	14
图表 21: 负极材料毛利率增减状况	15
图表 22: 杉杉股份负极基地	15
图表 23: 负极材料企业的硅碳负极生产进展	17
图表 24: 杉杉股份电解液基地	18
图表 25: 杉杉股份电解液板块营收 (万元) 及增速	18
图表 26: 杉杉股份电解液板块归母净利润 (万元) 及增速	18
图表 27: 六氟磷酸锂价格趋势	19
图表 28: 服装板块营收 (万元) 及增速	20
图表 29: 服装板块归母净利润 (万元) 及增速	20
图表 30: 估值分析	22
图表 31: 资产负债表预测	22
图表 32: 利润表预测	23
图表 33: 现金流量表预测	23

一、杉杉股份多年转型发展，现已成为全球规模最大的锂离子电池材料综合供应商

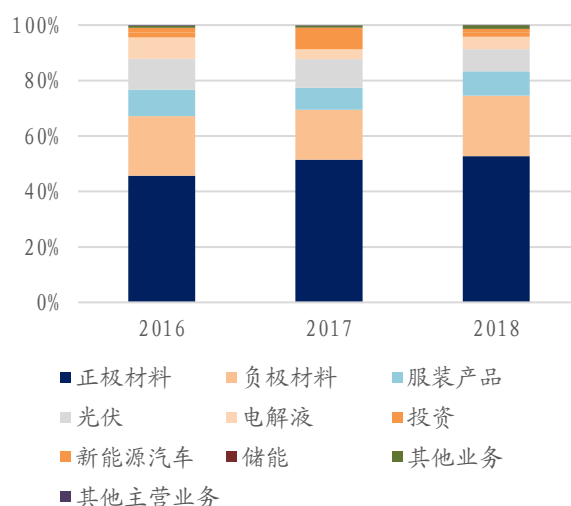
1.1. 公司由服饰公司转型成为新能源龙头企业

宁波杉杉股份有限公司成立于1992年，1996年在上交所上市。公司是国内第一家服装转型为新能源的上市企业。现在公司拥有五大业务线条，包括锂电材料、服装服饰、能源服务、新能源汽车和投资与类金融。公司的主营业务为锂电板块的正极材料(52.68%)、负极材料(21.89%)和电解液(4.56%)。其他业务占比分别为：服装产品(8.75%)、光伏(7.96%)、投资(1.53%)、新能源汽车(1.28%)、储能(0.04%)和其他(1.32%)。

图表 1：公司业务结构



图表 2：公司收入结构变化

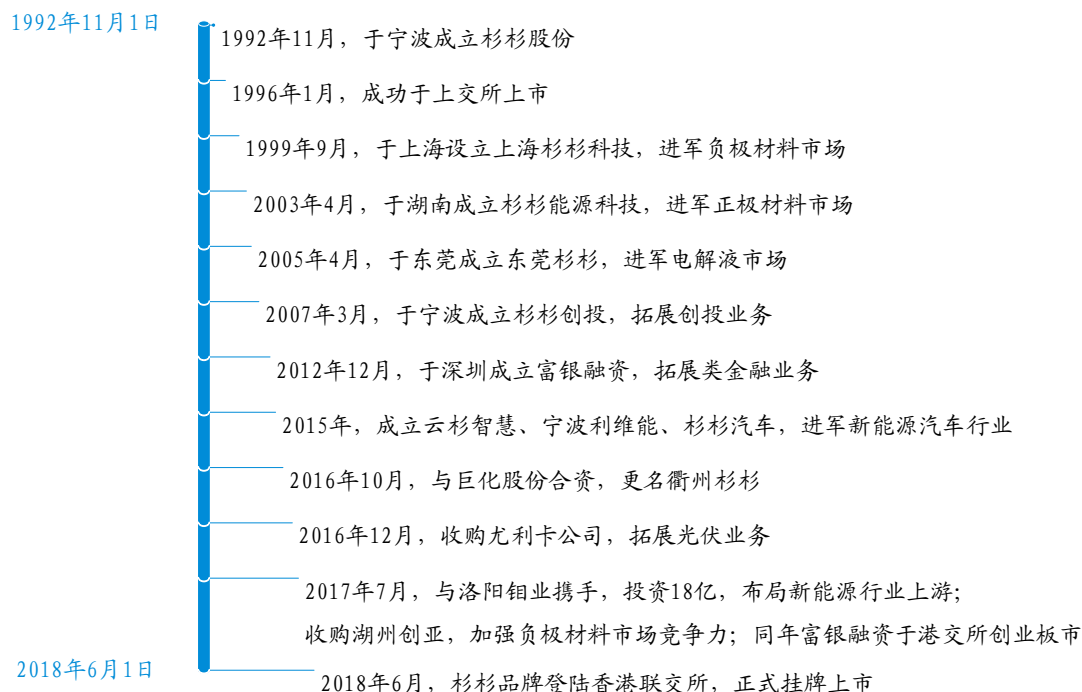


资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

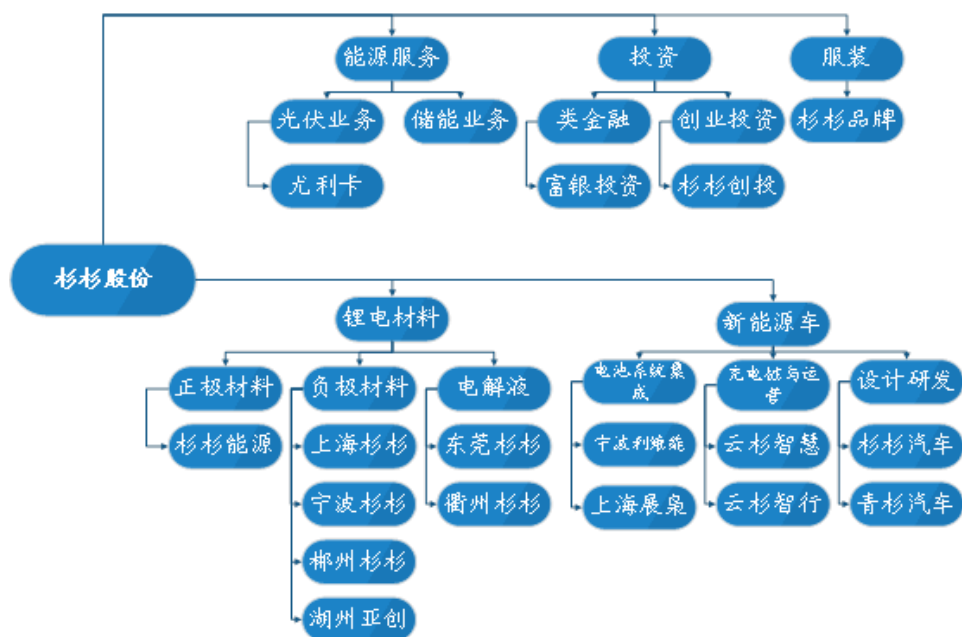
杉杉股份创立初期，公司主营业务为服装品牌，1998年公司开始向新能源领域布局，并在1999年成立上海杉杉，正式扩展负极材料业务。随后公司迅速向新能源行业相关业务扩展并在2003年进军正极材料市场；2005年投身电解液行业；2015年成立新能源汽车相关业务。此外，为扩大公司在行业的竞争力，公司于2017年与洛阳钼业开展深度合作，开始向锂电材料上游进行整合。与此同时，公司也在不断开拓新领域的发展。2007年公司进入创投行业，并在2012年扩展为投资和类金融业务。公司现在以锂电正、负极为主业，贯彻上下游矿产，电解液板块发展，积极延续服饰板块并发展新能源及储能和投资板块于一身。

图表 3: 公司历史沿革



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

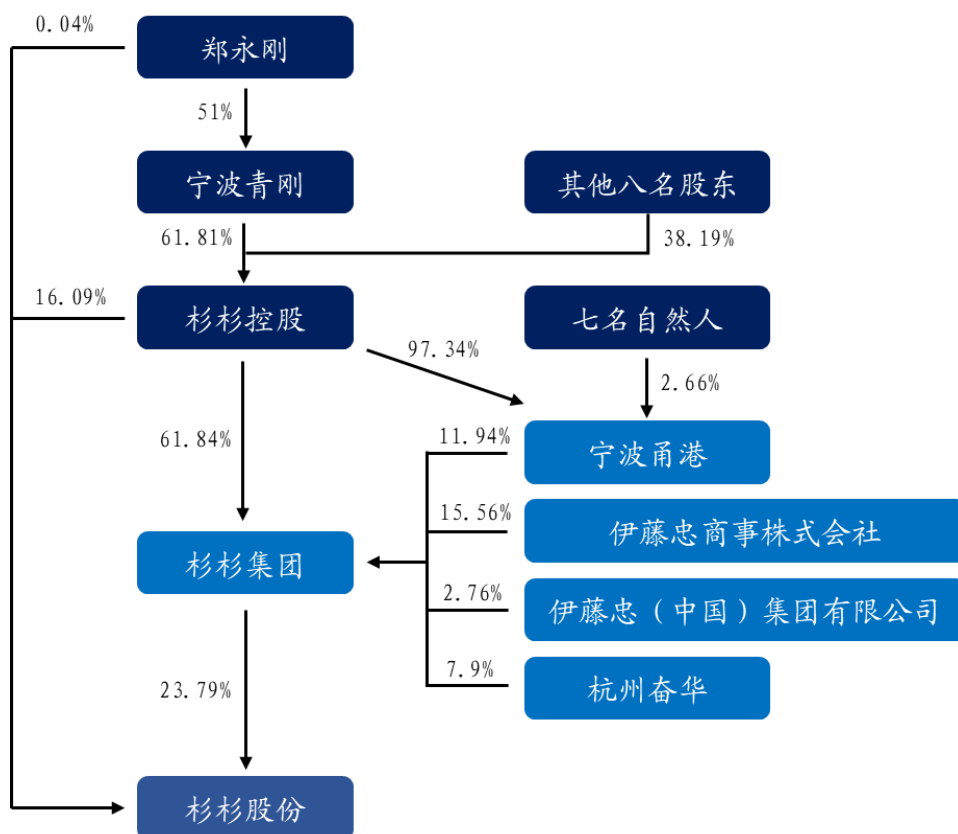
图表 4: 公司板块及业务线条



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

公司的第一大股东为杉杉集团，持股比例 23.79%。第二大股东为杉杉控股，持股比例 16.09%。2018 年杉杉集团与奋华投资合伙企业（有限合伙）进行商业战略合作，并由奋华投资引进 15 亿元资金，目前奋华持有杉杉集团股份 7.90%。公司的实际控制人为郑永刚。

图表 5：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

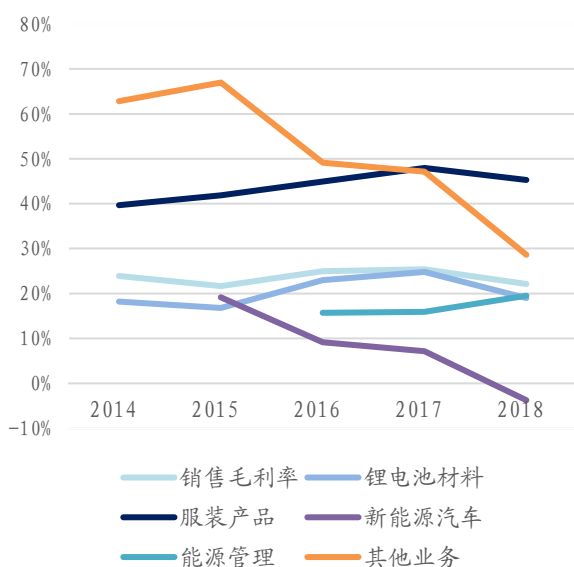
1.2. 2018 年现金流表现突出，2019 年一季度业绩承压

2018 年公司营收 88.53 亿元，同比增长 7.05%；归母净利润为 11.15 亿元，同比增长 24.46%；扣非后归母净利润为 3.03 亿元，同比下降 31.30%。分板块看，正极材料实现营收 46.64 亿元，同比增长 9.49%；负极材料实现营收 19.38 亿元，同比增长 30.74%；服装产品实现营收 7.74 亿元，同比增长 16.20%；光伏板块受到 531 光伏新政影响，实现营收 7.05 亿元，同比下降 16.71%；电解液实现营收 4.03 亿元，同比增长 37.10%；投资板块实现营收 1.35 亿元，同比增长 35.02%；新能源汽车板块实现营收 1.13 亿元，同比下降 79.20%，主要原因是受行业补贴下滑及公司宁波利维能和广州云杉智行有限公司退出合

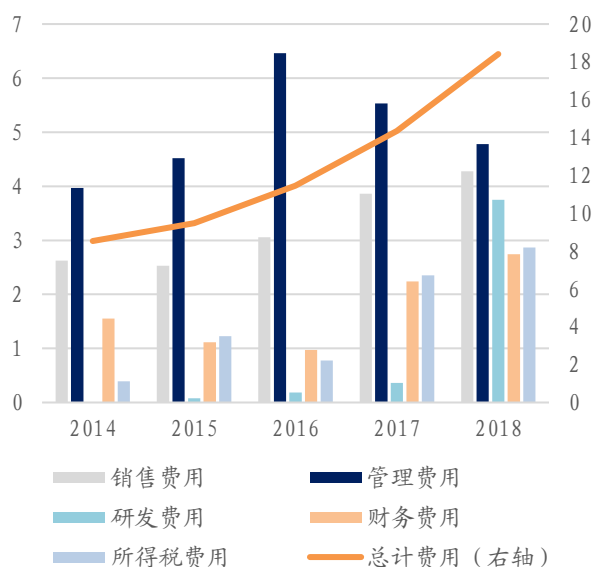
并报表范围影响，导致新能源客车销量减少和应收账款计提减值增加；储能板块实现营收 0.03 亿元，同比增长 11.72%。

公司近几年综合毛利率总体平稳。2017 年毛利率表现最佳，达到 25.39%，2018 年有所下滑，至 22.10%。2019 年一季度持续下滑到 21.11%。2018 年公司正极材料毛利率 17.13%，下降 7.54 个百分点；负极材料毛利率 24.41%，下降 2.78 个百分点；服装产品毛利率 45.26%，下降 2.7 个百分点。毛利率下降的主要原因在于正极材料客户结构调整，产品销量同比下降。与此同时，公司提高了研发费用，主要用于新能源汽车的研发。通过业务整合和优化，立足规模效应，未来毛利率有望上升。

图表 6：公司分板块毛利率



图表 7：公司各费用趋势（亿元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

2019 年一季度，公司营收 20.32 亿元，同比增长 12.05%；归母净利润为 0.35 亿元，同比下降 76.37%；扣非后归母净利润为 0.38 亿元，同比下降 66.98%。主要原因在于 3C 产品市场疲软，苹果销售量的下滑趋势对上游电池材料的需求下滑。公司作为苹果产业链上的企业之一，受到较大影响。

公司 2018 年现金流表现突出，经营活动所产生的现金净额 6 年来首次转正，为 5.40 亿元。主要由于公司着重提升优质客户销售占比，调整了客户结构，有效的控制了应收账款的回款速度且公司获得的税费返还及政府补助较去年有较大幅度增长。2019 年一季度公司经营活动所产生的现金净额为-4.14 亿元，主要原因在于手机销量下滑造成上游电池需求下降从而影响了公司业绩。

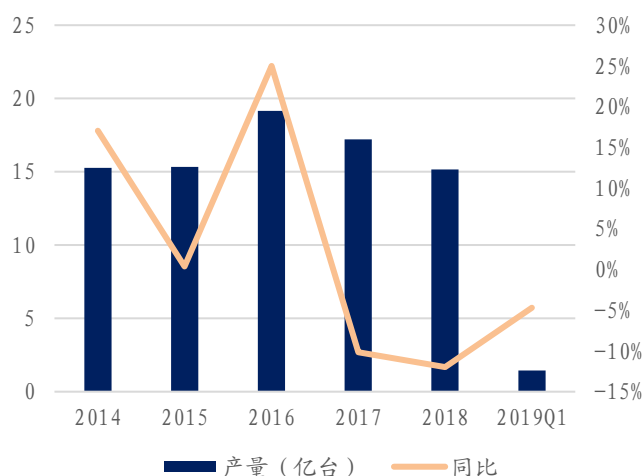
二、3C 产品呈现销售下降周期，新能源汽车带动锂电市场上升

锂电行业下游主要来自于三方面需求，消费电池、动力电池和储能电池。

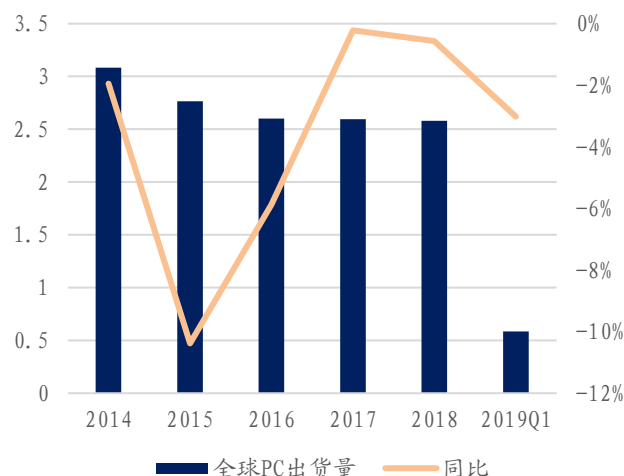
2.1. 手机市场迎来下行周期，消费电池增长疲软

随着智能手机的不断发展与渗透，我国在前几年迎来了手机的黄金周期，2014 到 2016 年呈现高速增长模式。但 2017 年这一增长被打破。2017 年我国手机产量达到 17.2 亿台，同比降低 10.2%。2018 年延续了这一下降模式，出货量达到 15.2 亿台，同比下降 12.0%。2019 年一季度同比下降 4.7%，虽然较之前有所好转，但也未能达到增长态势。另一方面，全球 PC 产品出货量近几年都呈现增速下降的趋势，但下降趋势逐渐放缓。2018 年全球产出 2.58 亿台，同比下降 0.57%。在产量下降的过程中也促进了产业链格局的变化，龙头效应将逐步凸显。

图表 8：我国手机产量（亿台）



图表 9：全球 PC 出货量（亿台）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

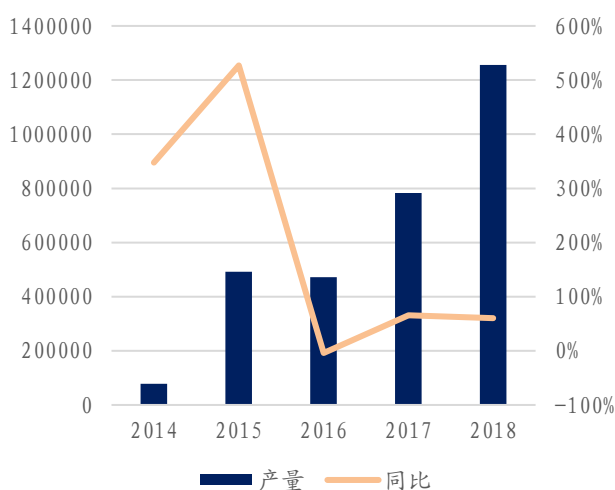
2.2. 新能源汽车仍保持高销量、高增速的特点，带动上游电池需求量增长

政策的推动和补贴的支持让我国新能源车相关技术和产量不断提升。从 2009 年之前的不到 500 辆新能源产量到 2018 年突破 100 万辆大关，达到 125.6 万辆。与此同时，近几年新能源汽车产量保持高速增长状态，2014 与 2015 年增速高达 347.7%与 527.1%。2016 年出现一波衰退迹象，增速降至-4.0%。2017 和 2018 年增速达到了 65.6%和 60.5%。整体来看增速逐年放缓，但增长强劲。

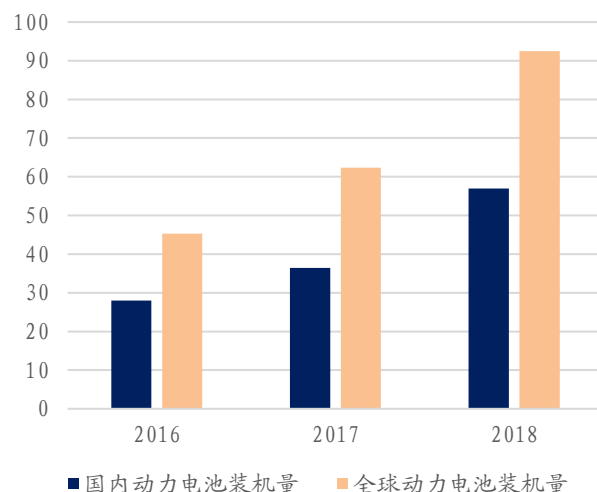
全球动力电池装机量逐步上升，中国占比超过 60%。2016-2018 年我国动力电池装机量分别为 30.5GWh、37.06 GWh 和 56.89GWh，同比增长分别为 79.41%、21.51%、53.51%，增长动力持续，未来仍有较大增长潜力。

新能源补贴退坡力度大，龙头企业市场占有率增高。新能源汽车市场的变化趋势与政策的变动存在较大关系，随着我国新能源汽车逐步发展，政府补贴力度在逐渐削弱，与去年相比补贴退坡程度高达 40%。在这一过程中，许多技术水平较低，盈利能力较差的企业被逐步淘汰，龙头企业的短期盈利水平下降但长期来看增加了市场占有率并增加营业收入。

图表 10: 我国新能源汽车产量 (辆)



图表 11: 国内外动力电池装机量 (GWh)



资料来源：第一电动网，中航证券金融研究所

资料来源：高工锂电，中航证券金融研究所

2.3. 2018 年电化学储能高速增长，市场迎来机遇

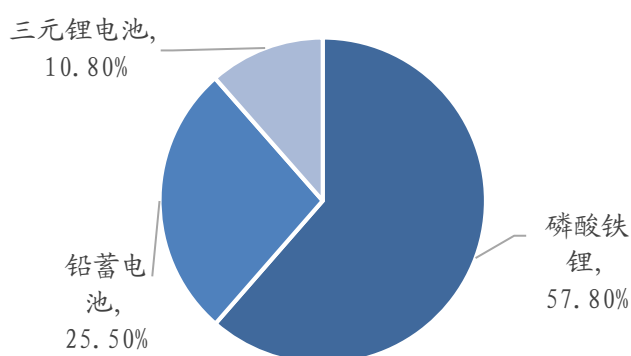
在我国发电规模不断扩大、发电结构不断调整的背景下，储能在能源格局中的地位不断上升。电力生产过程包括“发-采-输-配-用-储”，储能系统可在电力负荷高低不同状态下进行输出和储存同时还可以用于削峰填谷，很好的减轻新能源发电带来波动。2019 年 1 月，南方电网发布《关于明确公司综合能源服务发展有关事项的通知》，表示公司将逐步开拓电网侧、电源侧和用户侧储能市场，发展成为储能系统集成与服务商。2019 年 2 月，国家电网发布了《关于促进电化学储能健康有序发展的指导意见》，表示在电源侧国家电网支持新能源发电和常规火电配置储能，推动为储能的发展开启窗口机遇。

2018 年电化学储能呈现爆发式增长。我国新增电化学储能装机功率规模高达 612.8MW，对比 2017

年新增功率规模 147.3MW，同比增长 316%。截至 2018 年底，中国电化学储能市场累积装机功率规模为 1033.7MW，同比增长 146%；中国电化学储能市场累积装机容量为 3103MWh，同比增长 127%。从技术路线来看，在装机功率占比方面，磷酸铁锂储能技术占比最高(57.8%)，其次是铅蓄电池(25.5%)、三元锂电池(10.8%)；在装机容量占比方面，铅蓄电池占比最高，高达 51.7%，其次是磷酸铁锂(37.0%)、三元锂电池(5.2%)。

图表 12：全球已投运电化学储能项目新增&累计功率规模

率规模



资料来源：CNESA，中航证券金融研究所

资料来源：CNESA，中航证券金融研究所

三、正极材料技术优势突出，3C 市场逆周期抵御能力强

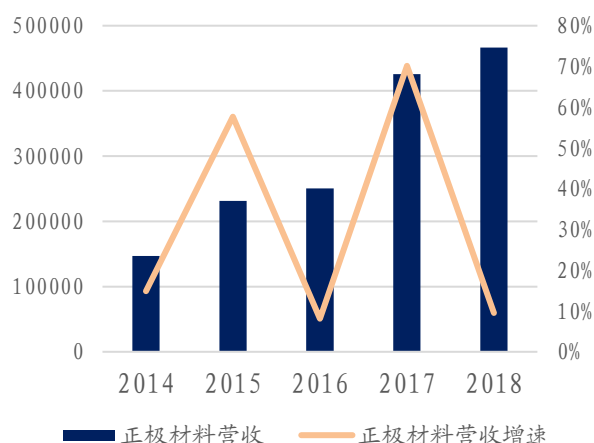
3.1. 公司拥有四大基地，未来产能持续扩张

杉杉股份正极材料行业领先，未来产能扩充力度大。杉杉能源作为杉杉股份旗下主要负责正极材料业务的公司，连续五年排名中国锂电正极材料行业竞争力品牌榜第一位，2018 年被国家工信部授予第三批制造业单项冠军(正极材料)，第 23 批国家企业技术中心、国家技术创新示范企业(68 家)，是全球发展最快、产销规模全球第一的锂离子电池正极材料制造商。正极公司拥有院士 1 人，外籍专家 2 人，海外归国专家 2 人，博士 7 人，硕士 70 余人，已有授权专利 67 项，其中发明专利 29 项，实用新型 38 项。

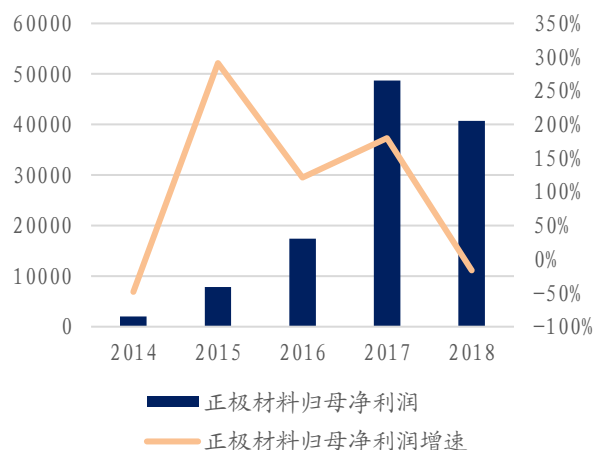
2018 年公司正极公司杉杉能源实现销售量 20,063 吨，同比下滑 6%，实现营收 46.64 亿元，同比增

长 9.5%，归母净利润 4.1 亿元，同比下降 16.43%，毛利率 17.13%，与去年同期相比下降 7.54 个百分点。公司正极板块归母净利润下降的主要原因一方面来源于毛利率的下降，另一方面来源于上市公司持股比例下降。2018 年正极公司引进投资者，导致杉杉能源归属于母公司股比由 80.083% 下降为 68.64%。公司通过引入战略投资者，利好长期发展。

图表 14: 正极板块营收（万元）及增速



图表 15: 正极板块归母净利润（万元）及增速



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

杉杉能源共有 4 大基地，实际产能 5 万吨，规划总产能为 15.5 万吨，预计到 2020 年可实现总产能 12 万吨。公司主要客户有 LGC、SDI、ATL、比亚迪、比克、力神电池、光宇等。

图表 16: 主要正极材料企业产能及客户

公司	产能 (万吨)	主要客户
杉杉能源	5	ATL、比亚迪、LG、力神电池、哈光宇等
长远锂科	1.5	比亚迪、CATL、力神电池、创明、亿纬锂能
天津巴莫	0.7	比亚迪、力神电池、三星、LG、哈光宇、维科精华等
厦门钨业	3	松下、CATL、三星 SDI、LG 等
宁波容百	3	比克、三星 SDI、LG、ATL 等
科恒股份	1	CATL、优特利、格林德等
当升科技	1.6	比亚迪、三星、LG、比克、孚能、卡耐等

资料来源: 公司公告, 高工锂电, 中航证券金融研究所

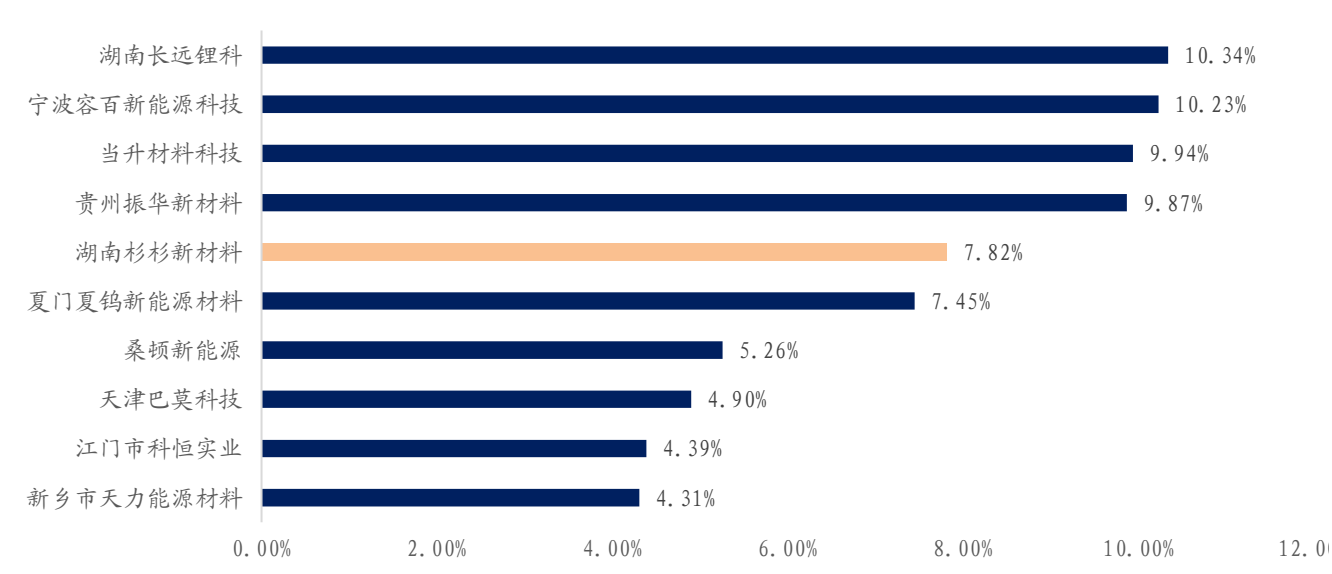
公司钴酸锂和三元材料科技领先。消费类材料方面，目前代表钴酸锂行业商业化产品最高技术水平的 4.45V 高电压钴酸锂在 2018 年已经实现小批量供货，量排名全国第二。另外公司 4.48V 高电压钴酸锂已经完成产品定型，并且批量送样给下游客户，产品性能在满足高容量的同时，兼顾优异的循环性能和安全性能。动力类材料方面，单晶 523 和单晶 622 材料具有低残锂、长循环、高安全和高性能

能优异。高镍三元材料方面，公司 811 产品具有高容量、高安全和长循环的特点，已实现大批量出货，应用于 3C 和动力领域。公司镍 83 产品 KY18 也已小批量供应给客户。公司高镍产线采用进口辊道窑炉和回转窑炉，是国内首家使用回转窑炉进行二次烧结的企业。

高镍三元产能扩张持续推进，并向正极材料的上游资源行业布局。在长沙高新区启动年产 10 万吨正极材料项目规划，其中一期一阶段 1 万吨项目已于 2018 年年底陆续投试产，年产 5000 吨的高镍 03 车间也已启动，预计 2019 年年内投产。公司将通过有效产能的释放和规模优势的发挥，进一步提升公司的盈利能力以及在正极材料行业的市场地位。为稳定钴锂资源供应，杉杉股份于 2017 年 7 月与洛阳钼业签订《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进行战略合作。

我国三元正极出货量稳中有升，杉杉股份市占率位属行业前列。根据高工产研锂电研究所 (GGII) 调研数据显示，2018 年中国锂电三元正极材料市场规模达 263 亿元，同比增长 52.9%；出货量 13.68 万吨，同比增长 57%。市场规模增长的主要原因在于新能源车产量增加；电动二轮车受新国标及铅酸电池涨价等影响，加大三元锂电池的应用比例；三元材料价格在 2018 年维持高位，较 2017 年同期上涨 15%-20%，到 2018 年第四季度才有较大幅度下滑。公司旗下湖南杉杉出货量排名中国前五，占据 7.82% 的市场份额，预计未来在释放产能的过程中逐步提高市占率。

图表 17：2018 年中国三元正极材料市场出货量排名



资料来源：高工锂电，中航证券金融研究所

3C 市场下行，正极板块毛利率有所下降。2018 我国手机产量 15.2 亿台，同比下降 12.0%。PC 产品 2018 年全球产出 2.5 亿台，同比下降 0.57%。3C 市场需求下滑严重，造成许多企业净利润下降，毛利率锐减。杉杉股份 2018 年正极板块毛利率下降 7.54%。其主要原因在于去年存在低价原材料库存增值影响，今年该影响消除，导致毛利率较去年同期较高水平有所降低；公司产品结构受市场影响而变化，毛利率较低的三元材料销量提升而毛利率较高的钴酸锂因手机市场需求下滑而销量降低。预计公司未来会趋于平稳。

3.2. 公司投资澳大利亚 Altura 矿产公司，打通上游产业链

公司全资子公司永杉国际以 2513 万澳元（折合人民币 1.2 亿元）受让福瑞控股所持有的全部澳洲上市公司 Altura Mining Limited 公司股份，占其已发行股份的 11.83%。Altura 公司旗下拥有 100% 所有权的 Pilgangoora 项目是位于澳大利亚西部皮尔巴拉地区的世界级硬岩石锂矿项目，并拥有探矿权和采矿权，目前采矿权仍有 18 年（到期日为 2037 年 8 月 25 日）。该项目现有探明矿储量 323,539wmt，品位为 1.21%。目前 Altura 一期已基本落地，产量约为每年 21.6 万吨锂晶矿，二期正在规划当中。通过打通产业链上游，公司可加强成本端优势。

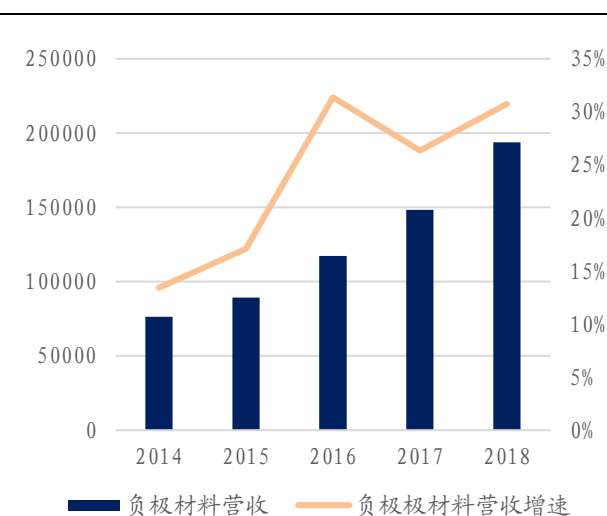
四、负极材料人造石墨领先企业，中国出货量第一

4.1. 公司六地布厂，是行业龙头企业

公司的人造石墨出货量中国第一，全球第二，总出货量全球第二，是行业龙头企业。2018 年负极业务实现销售量 33,907 吨，同比增加 9.69%，实现营收 19.38 亿元，同比增长 30.74%。归属于上市公司股东的净利润 1.1 亿元，同比上升 7.88%，其中湖州创亚商誉减值 2,000 万元，若剔除该减值影响，负极业务归属于上市公司股东的净利润为 1.2 亿元，同比增长 24.28%。公司负极材料毛利率 24.41%，比上一年同期下降 2.78%。长期来看，公司的盈利能力有望企稳回升，市占率进一步提升

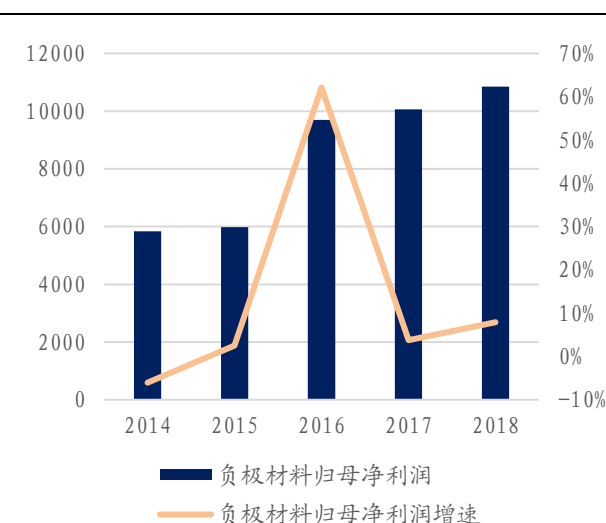
产品方面，人造石墨、天然石墨是公司负极材料的主要产品，占比分别达到 69.27%和 23.85%。其他产品，如硅基负极和复合石墨，占比约为 4%。上海杉杉是杉杉股份负极板块总部，下游主要客户有 ATL、LG、CATL、BYD、SDI、国轩高科、SKI、孚能等。负极公司拥有研发团队近百人，其中博士 5 人，硕士 80 人，已有授权发明专利 86 项，国际发明专利 2 项，实用新型专利 12 项。

图表 18: 杉杉股份负极板块营收（万元）及增速



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

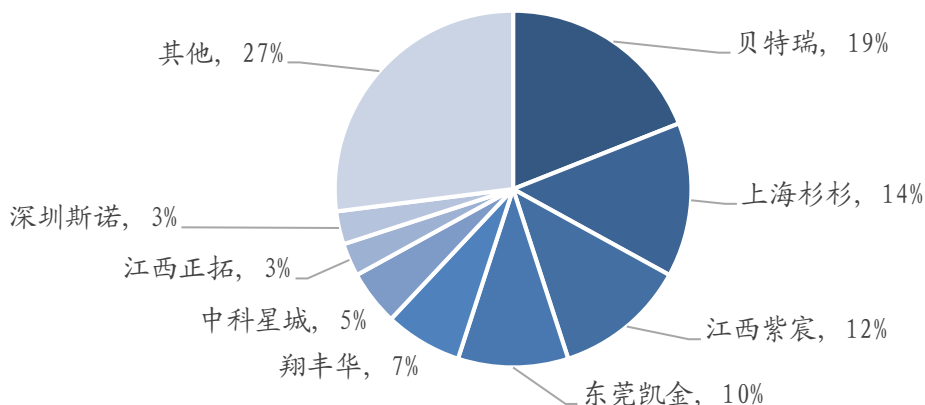
图表 19: 杉杉股份负极板块归母净利润（万元）及增速



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

杉杉股份国内负极市场占有率 14%，是第二大负极材料生产企业，但 2018 年其毛利有所下降。相比于其他上市负极材料制造商，2018 年杉杉股份负极板块毛利下降 2.78%。公司负极毛利率下降的主要原因是原材料针状焦的价格上涨和石墨化加工费提高，等待内蒙古包头一体化加工生产基地产能落地后将有效提高毛利率。

图表 20: 2018 年中国负极材料市场竞争格局



资料来源: 高工锂电, 中航证券金融研究所

图表 21: 负极材料毛利率增减状况

代码	公司名称	负极营收	营收增速	毛利率	毛利率增减	PE
300035.SZ	中科电气	4.23	81%	34.56%	5.85%	19.59
835185.OC	贝特瑞	23.58	56%	8.32%	3.51%	10.12
600499.SH	科达洁能	3.22	41%	9.11%	1.29%	-10.61
600884.SH	杉杉股份	19.38	31%	24.41%	-2.78%	11.08
603659.SH	璞泰来	19.81	35%	33.90%	-5.32%	33.00
300080.SZ	易成新能	1.38	86%	27.41%	-23.52%	-8.73

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

杉杉股份负极材料拥有六地工厂，收购湖州创亚完善布局，降低成本端压力。公司于 2017 年上半年以 2.4 亿元收购湖州创亚 100% 股权，现已更名为湖州杉杉新能源科技有限公司。湖州杉杉现有产能 1 万吨/年，其中生料和炭化产能利用率达到 100%。除湖州外，上海负极板块总部现有产能 1 万吨，宁波半成品、成品加工基地产能 4 万吨。产能提升方面，宁德在建成品产能 2 万吨，已于 2018 年年底达到投试产条件。郴州杉杉年产 7000 吨石墨化产能已于 2018 年 4 月底陆续投试产。内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化一期项目已于 2018 年 4 月开工，预计 2019 年年中投试产。该项目从原材料加工、生料加工、石墨化、炭化到成品加工一体化生产。2017 年以来，由于行业产能的扩张和石墨代工价格的上升，多数企业面临成本端的压力。杉杉股份在拥有郴州杉杉年产 7000 吨石墨化产能的同时，积极拓展内蒙古杉杉的产能扩张，解决成本困扰。另外依托包头电费的低价优势，预计建成后将大幅降低生产成本，提高产品毛利率。

图表 22: 杉杉股份负极基地



资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

技术研发方面，2018 年 5 月，上海杉杉科技分析中心正式通过 CNAS 认证，树立行业品质标杆。2019 年 1 月，宁波杉杉新材料技术中心被认定为国家企业技术中心，标志着公司在负极材料领域的研发水平及技术创新能力已进入国内同行业最先进行列。消费电子方面，液相包覆成功开发、高容量快充 QCG-D5 研发完成并形成销售；动力电池 EV 方面，高能量密度兼顾高低温的 EV7 开发成功；硅碳负极已达到量产程度，且向多个客户送样测试，并取得了小批量订单。硅碳新材料方面，液相包覆硅氧、纳米硅、高容量硬碳等开发成功。

4.2. 人造石墨技术发展更为成熟，负极占比增加

石墨类是较早应用的负极材料，与其他碳材料相比，其导电性、结晶度更高，良好的层状结构和充放电电压也十分适合正极材料的脱/嵌运动，且目前工艺成熟、成本较低，是较为理想的负极材料。目前市场上主流负极石墨产品主要包括天然石墨与人造石墨两大类。天然石墨负极材料采用天然鳞片晶质石墨，经过粉碎、球化、分级、纯化、表面等工序处理制成，其高结晶度是天然形成的。天然鳞片晶质石墨表面活性点较高，不能直接作为负极材料使用，需要进行表面改性处理后应用。人造石墨负极材料是将石油焦、针状焦、沥青焦等在一定温度下煅烧，再经粉碎、分级、高温石墨化制成，其高结晶度通过高温石墨化形成。相较于天然改性石墨，人造石墨技术发展较为成熟，且其电解液相容性较好，是当前锂离子动力电池负极的主要应用材料。

2018 年中国负极材料市场产值 105 亿元，同比增加 28%。负极材料出货量 19.2 万吨，同比增长 31%。其中人造石墨出货量 13.3 万吨，同比增长 33%，天然石墨出货量 4.58 万吨，同比增长 19%。**人造石墨出货量明显上升，且未来动力电池对其需求还将增加**

4.3. 硅碳负极是高能量密度下的发展方向，公司已实现产业化

在众多新型负极材料中，硅具有超高的理论比容量（4200mAh/g，高出传统石墨材料 10 倍）和较低的脱锂电位，且由于其电压平台与石墨相比较低，在充电时更难引起表面锂离子析出，电池综合安全性能更为出色，是替换锂离子电池碳基负极最为实际的选择。

杉杉股份的硅碳负极材料已产业化。杉杉股份的高容量硅合金负极材料已产业化并可满足新能源乘用车 300Wh/kg 性能要求，并已对 CATL 实现供货。与此同时，许多企业也在积极布局硅碳负极，其中贝特瑞、杉杉科技、江西正拓等已实现产业化。

图表 23: 负极材料企业的硅碳负极生产进展

公司	描述
贝特瑞	从事硅碳负极产业化生产的企业，也是唯一拥有硅碳负极外国订单的企业
杉杉股份	已产业化，但出货量不大
正拓能源	目前处于送样测试和小批量供货阶段
国轩高科	目前实验室小批量产品正在进行电池级别测试
璞泰来	全资子公司江西紫宸与中科院物理所合作研发
深圳斯诺	Si-C-石墨材料 2017 年实现试产且小批量供货
中科星城	硅碳负极材料目前处于中试阶段
翔丰华	拥有硅碳负极材料自主知识产权专利技术
东莞凯金	已进入小试阶段

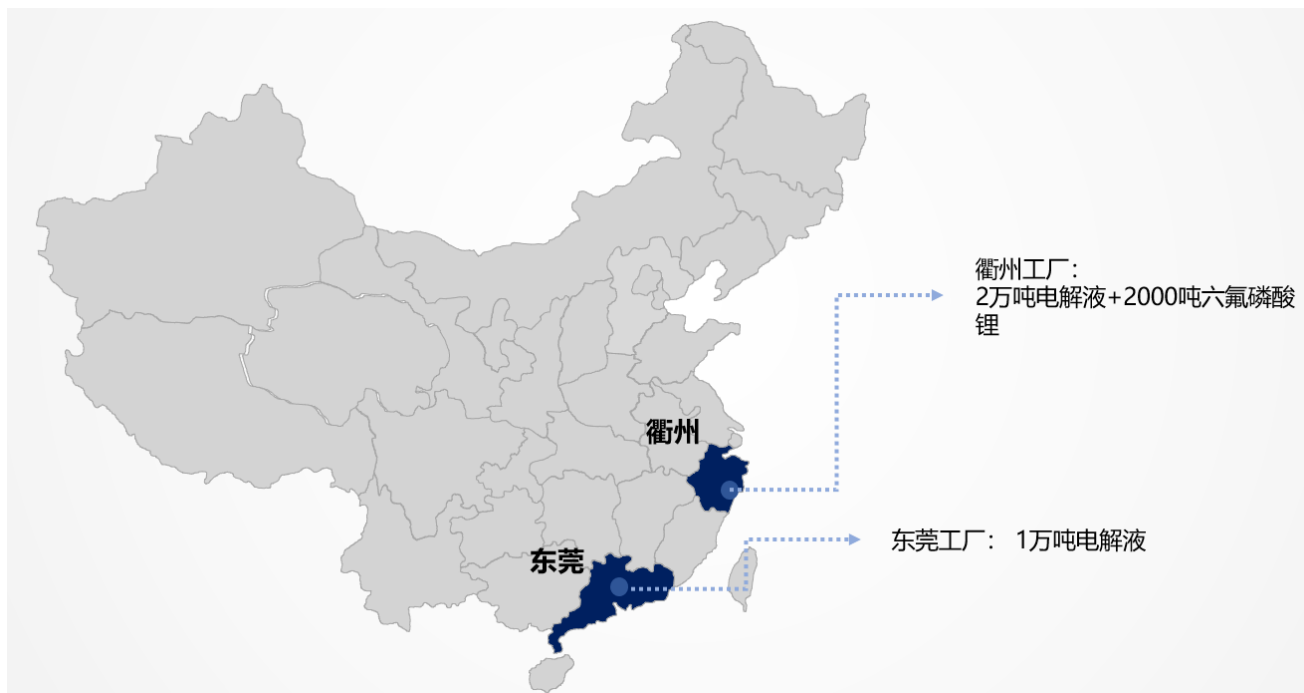
资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

五、公司布局六氟磷酸锂，电解液出货量排名国内前四

2018 年公司电解液现有产能 4 万吨，出货量排名国内前四。2018 年电解液业务实现销量 13,383 吨，同比增长 109%，主营业务收入 4.03 亿元，同比增长 37.10%；实现毛利 5,954.25 万元，同比增加 37.73%，但因费用同比增加 5,489 万元，导致归属于上市公司股东的净利润亏损 4,523.19 万元。费用主要增加原因在于机器设备折旧固定费用较高、原收购巨化凯蓝的六氟磷酸锂老装置加速计提折旧 2,038 万元和财务费用较去年同期增加 1,105 万元三方面所致。通过持续增长，公司归母净利润有望扭亏为正。

公司拥有衢州和东莞两大生产基地。衢州工厂拥有 2 万吨电解液产能和 2000 吨六氟磷酸锂产能，东莞工厂拥有 1 万吨电解液产能。公司是国内首家采用动态结晶工业法生产六氟磷酸锂的企业，结晶完整、粒径均匀、酸度和不溶物低，形成的电解液导电性能好。电解液公司已有授权专利 50 项，其中发明专利 19 项，实用新型专利 31 项。目前在职研发人员超过总人数的 30%，其中博士 3 人，硕士 4 名，高级职称 1 人。

图表 24: 杉杉股份电解液基地

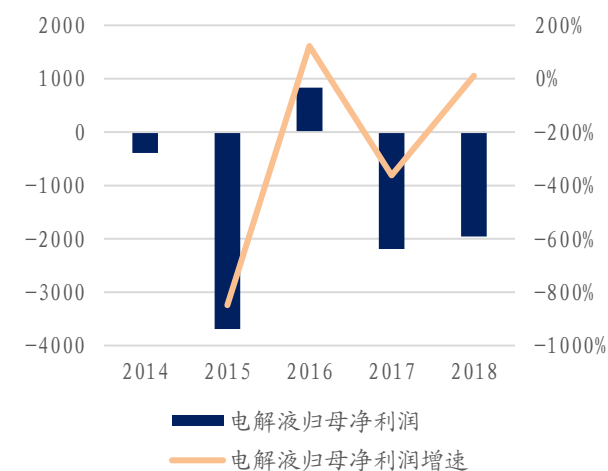
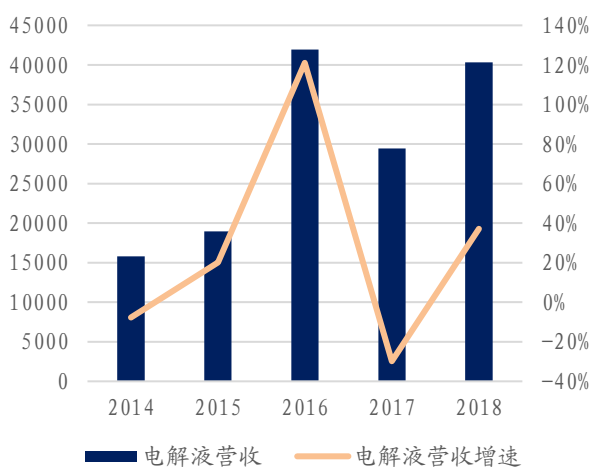


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

公司吸纳新客户，销量翻倍。2018 年公司加强了电解液板块市场开发力度，特别是加强了动力电池大客户的开发力度，如国轩高科、亿纬锂能等，使得电解液产销量翻倍增长。2018 年杉杉股份电解液业务实现营收 4.03 亿元，同比增加 37.10%。

图表 25: 杉杉股份电解液板块营收（万元）及增速

图表 26: 杉杉股份电解液板块归母净利润（万元）及增速

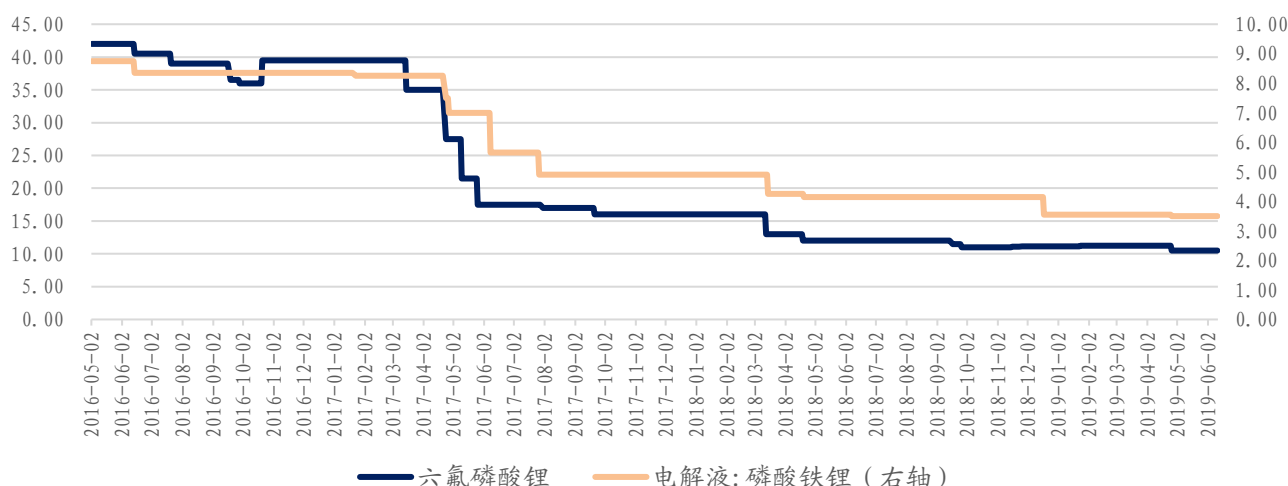


资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司布局六氟磷酸锂，现市占率前五。2016 年杉杉股份以现金 1.32 亿元增资入股巨化凯蓝，持有其 60.95% 股权，并将其更名为杉杉新材料（衢州）有限公司；并投资 5.01 亿元于衢州杉杉新建年产 2 万吨电解液及 2000 吨六氟磷酸锂项目，已分别于 2017 年 11 月和 2018 年 4 月底投试产。2018 年我国电解液出货量达 14 万吨，同比增长 27%。东莞杉杉电解液行业出货量排名前五。

图表 27：六氟磷酸锂价格趋势



资料来源：wind，中航证券金融研究所

六、服装行业景气度提升，公司服装板块业绩稳健增长

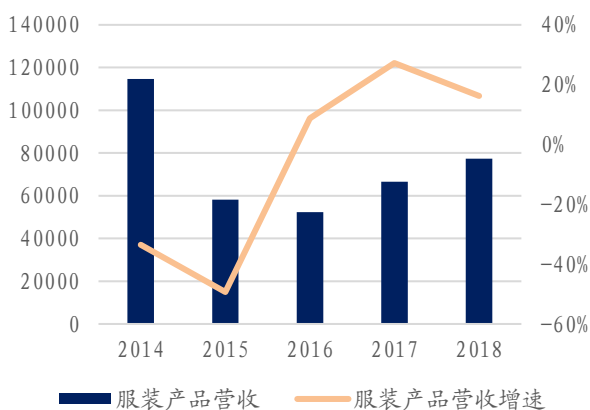
公司以下属控股子公司杉杉品牌公司为运营平台开展服装品牌运营业务，杉杉品牌公司于 2018 年 6 月 27 日成功在香港联交所主板挂牌上市，股票代码为“01749”，股票简称为“杉杉品牌”。本次杉杉品牌公司共发行 3,340 万股，发行完成后杉杉品牌公司总股本增加至 13,340 万股，公司持有杉杉品牌公司 9,000 万股，占杉杉品牌公司发行完成后总股本的 67.47%。

公司旗下包括三大品牌：FIRS、SHANSHAN、LUBIAM。每个品牌根据不同年龄段和收入情况制定品牌定位。公司的三大品牌分别运用三种不同经营模式经营：公司主要通过一级分销商及其子分销商（即二级分销商）经营的零售店销售 FIRS 品牌产品；通过与 OEM 供应商、加盟商之间的合作安排销售 SHANSHAN 品牌产品；杉杉品牌公司主要通过自营零售店、加盟商营运的零售店销售 LUBIAM 品牌产品。

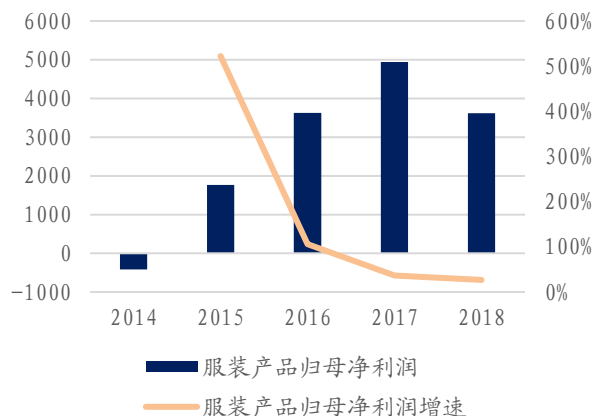
服装行业整体表现较为平稳，公司营收增长。根据国家统计局数据显示，2018 年限额以上单位消

费品零售总额 145,311 亿元,同比增长 5.7%,其中服装鞋帽、针纺织品类 13,707 亿元,同比增长 8.0%。2018 年,全国实物商品网上零售额 70,198 亿元,同比增长 25.4%,其中穿着类商品网上零售额累计同比增长 22.0%。根据国家海关数据显示,2018 年我国纺织品服装累计出口额为 2,767.31 亿美元,同比增长 3.66%,其中纺织品累计出口额为 1,190.98 亿美元,同比增长 8.50%;服装累计出口额为 1,576.33 亿美元,同比下降 0.29%。公司 2018 年服装产品营收 7.74 亿元,同比增长 16.22%,主要是因为 SHANSHAN 品牌加盟商零售网络扩张所致,品牌业绩稳健。但因杉杉品牌上市后母公司持股比例由 90%降至 67.47%,服装板块 2018 年归属于母公司净利润 3,616.66 万元,同比下降 26.75%。

图表 28: 服装板块营收(万元)及增速



图表 29: 服装板块归母净利润(万元)及增速



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

七、投资银行股, 分红与减持双丰收

公司的股权投资主要为宁波银行、稠州银行和洛阳钼业。

公司所持股票分红达到 1.28 亿元。2018 年,宁波银行按每 10 股派现 4 元(含税)实施 2017 年度权益分派方案,公司收到现金分红 6,701.21 万元。公司持有稠州银行 24,726 万股,占稠州银行总股本的 7.06%,2018 年收到现金分红 2,472.60 万元。2018 年,稠州银行长期股权投资收益(按权益法核算)为 10,521.05 万元。公司通过信托计划持有洛阳钼业 471,204,189 股,占洛阳钼业总股本的 2.18%,2018 年收到现金分红 3,581.15 万元。

公司通过减持宁波银行股票,获得投资收益约 8.17 亿元。截至 2018 年底,公司仍持有宁波银行股票 118,450,163 股,占宁波银行总股本的 2.27%。

八、类金融呈现持续增长态势

公司类金融业务主要由下属控股子公司富银融资股份及其子公司（包括杉杉富银商业保理有限公司、北京杉杉医疗科技发展有限公司、天津富银租赁有限公司）开展。富银融资股份为香港联交所创业板挂牌上市公司。其主营业务为融资租赁、商业保理及咨询服务。2018 年实现主营业务收入 13,669.65 万元，同比增长 43.72%，实现归属于母公司净利润 1,635.25 万元，同比增长 39.82%，主要系融资租赁业务及保理业务投放规模放大，生息资产提高带来的影响。

融资租赁呈现持续发展态势。根据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院统计，截至 2018 年 12 月底，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司和收购海外的公司）总数约为 11,777 家，较上年底的 9,676 家增加了 2,101 家，增长 21.7%。截至 2018 年底，全国融资租赁合同余额约为 66,500 亿元人民币，比 2017 年底的 60,800 亿元增加约 5,700 亿元，增长 9.38%。

商业保理市场需求持续增长。2018 年，全国商业保理企业注册数量快速增长。截至 2018 年 12 月 31 日。全国已注册商业保理法人企业及分公司共计 11,541 家（不含已注销企业 436 家，已吊销企业 57 家），其中法人企业 11,167 家（不含已注销法人企业 353 家，已吊销法人企业 40 家）、分公司 374 家（不含已注销分公司 83 家，已吊销分公司 17 家）。2018 年底的全国商业保理法人企业及分公司存量较 2017 年底的 8,261 家（不含当时已注销企业 164 家，已吊销企业 20 家）增长了 39.7%。截至 2018 年 12 月末，根据国家统计局发布的数据，全国规模以上工业企业应收账款 143,418.20 亿元，比上年增长 8.6%。随着企业赊销比例日益提高、账期延长，企业应收账款规模越来越大。保理市场需求持续快速增长。

九、估值分析与报表预测

图表 30: 估值分析

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8853.42	12926.00	17501.80	23014.87
增长率	7.05%	46.00%	35.40%	31.50%
归属母公司净利润 (百万元)	1115.28	870.74	1005.86	1312.57
增长率	24.46%	-21.93%	15.52%	30.49%
每股收益 EPS (元)	0.99	0.78	0.90	1.17
净资产收益率 ROE	9.96%	8.18%	8.63%	10.18%
PE	10	13	11	9
PB	0.90	0.93	0.86	0.77

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 31: 资产负债表预测

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2619.51	1938.90	2625.27	3452.23
应收和预付款项	4042.33	5887.64	7974.47	10486.43
存货	2326.57	3324.34	4539.30	5986.98
其他流动资产	1387.83	1066.86	1444.50	1899.49
长期股权投资	2623.67	2623.67	2623.67	2623.67
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4939.31	4689.36	4231.26	3635.81
无形资产和开发支出	646.42	587.22	527.80	468.14
其他非流动资产	4863.17	5075.63	5278.09	5470.55
资产总计	23448.82	25193.63	29244.37	34023.31
短期借款	2946.94	4685.45	4890.03	5096.91
应付和预收款项	3435.51	4892.19	6646.82	8740.56
长期借款	1107.36	1657.36	2137.36	2587.36
其他负债	3436.74	1879.30	2421.54	3043.84
负债合计	10926.55	13114.30	16095.75	19468.67
股本	1122.76	1122.76	1122.76	1122.76
资本公积	4087.72	4087.72	4087.72	4087.72
留存收益	4149.32	4936.22	5876.62	7113.58
归属母公司股东权益	10707.20	10146.71	11087.11	12324.07
少数股东权益	1815.07	1932.62	2061.50	2230.57
股东权益合计	12522.27	12079.33	13148.62	14554.64
负债和股东权益合计	23448.82	25193.63	29244.37	34023.31

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 32: 利润表预测

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8853.42	12926.00	17501.80	23014.87
营业成本	6897.20	9784.98	13301.37	17491.30
营业税金及附加	56.69	69.80	96.26	126.58
销售费用	427.69	646.30	857.59	1127.73
管理费用	478.03	1311.99	1806.19	2375.13
财务费用	274.39	228.21	285.59	312.76
资产减值损失	136.20	136.20	136.20	136.20
投资收益	1091.45	470.00	380.00	380.00
公允价值变动损益	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1536.80	1218.01	1398.11	1824.66
其他非经营损益	-2.76	-2.76	-2.76	-2.76
利润总额	1534.04	1215.25	1395.34	1821.90
所得税	286.50	226.96	260.60	340.26
净利润	1247.54	988.29	1134.75	1481.64
少数股东损益	132.26	117.55	128.88	169.06
归属母公司股东净利润	1115.28	870.74	1005.86	1312.57

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 33: 现金流量表预测

现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1247.54	988.29	1134.75	1481.64
折旧与摊销	348.06	978.28	1146.66	1274.24
财务费用	274.39	228.21	285.59	312.76
资产减值损失	136.20	136.20	136.20	136.20
经营营运资本变动	99.04	-1565.64	-1712.57	-2028.58
其他	-1564.81	-605.70	-515.70	-515.70
经营性现金流净额	540.42	159.64	474.92	660.55
资本支出	-1406.08	-652.29	-602.29	-582.29
其他	-298.45	927.26	180.19	180.19
投资性现金流净额	-1704.53	274.97	-422.10	-402.10
短期借款	-40.78	1738.50	204.59	206.88
长期借款	241.40	550.00	480.00	450.00
股权融资	1135.46	0.00	0.00	0.00
支付股利	-67.37	-83.84	-65.46	-75.62
其他	906.36	-3319.89	14.41	-12.76
筹资性现金流净额	2175.07	-1115.23	633.54	568.50
现金流量净额	1018.60	-680.61	686.37	826.96

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文，CFA，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士、生理学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。