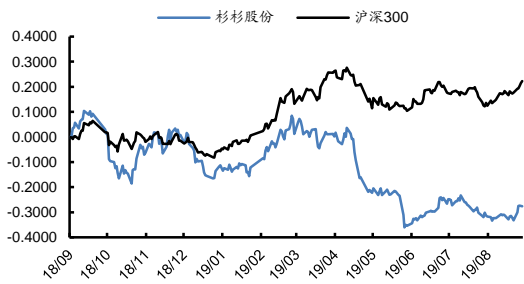


研究所
 证券分析师： 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师： 尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人： 张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

业绩符合预期，负极向好、正极承压 ——杉杉股份（600884）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
杉杉股份	3.6	12.0	-31.5
沪深 300	7.6	10.8	20.5

市场数据	2019-09-06
当前价格（元）	10.98
52 周价格区间（元）	9.54 - 16.96
总市值（百万）	12327.96
流通市值（百万）	12327.96
总股本（万股）	112276.50
流通股（万股）	112276.50
日均成交额（百万）	232.43
近一月换手（%）	14.04

相关报告

- 《杉杉股份（600884）三季报点评：投资收益增厚业绩，长期看好主业前景》——2018-11-04
- 《杉杉股份（600884）事件点评：业绩符合预期，锂电材料业务有望高成长》——2018-04-22
- 《杉杉股份（600884）动态研究：原材料涨价顺利传导，正极带动业绩大幅增长》——2018-03-15

事件：

公司发布半年报：2019H1 实现营业总收入 44.41 亿元，同比增长 3.58%；归母净利润 2.19 亿元，同比下降 52.97%；扣非归母净利润 1.62 亿元，同比下降 46.6%。同时，公司预计前三季度业绩同比预减。

投资要点：

- **上半年业绩下滑，符合预期。**2019Q2 公司实现营收 24.09 亿元，同比下降 2.63%，环比增长 18.56%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比下降 41.87%，环比上升 418.62%，其中归母扣非净利润 1.24 亿元，同比下降 34.14%，环比上升 226.46%。公司 2019H1 业绩同比下滑的主要原因是 1) 公司锂电池正极材料业务营收和毛利率下降导致业绩同比下滑。2) 2018 同期公司抛售宁波银行股票并改为权益法核算确认投资收益 4510.9 万元及临港项目土地处置确认资产处置收益 3735.5 万元，根据新金融工具准则，本年计入资产负债表中的其他综合收益，该事项也是导致公司前三季度业绩同比预减的要因。
- **正极材料：2019H1 业绩承压，2019H2 有望转暖。**公司子公司杉杉能源主营正极材料业务。2019H1 杉杉能源销售量 10173 吨，同比增长 1.15%；营收 19.1 亿元，同比下降 21.49%；实现归母净利润 8508 万元，同比下降 65.07%。销量增长的情况下，正极材料业绩的下滑主要源于 1) 正极材料采用成本加成定价模式，上游原材料四氧化三钴和三元前驱体价格下滑驱动正极产品均价同比大幅下降 22%，同时同期产品毛利率相应下降；2) 2019H1 消费电子市场需求疲软，导致钴酸锂需求和价格同时下滑，公司钴酸锂销量同比下降 29%；3) 动力电池补贴退坡驱使下游对成本的控制更加严苛，三元材料价格因此下滑。4) 2018H2 杉杉能源引进战略投资者，导致公司持股数占杉杉能源比例由 80%下降至 69%，公司利润分配比例下降。目前，公司正极材料产能 6 万吨，10 万吨高能量密度正极材料项目一期 1 万吨已陆续投产，5000 吨高镍三元产线预计 2020 年中投试产。目前上游原材料锂、钴价格处于相对底部区域，下半年为 3C 产品的旺季，叠加新能源汽车产销在 2019Q4 有望较高增长，公司正极材料需求有望转暖。
- **负极材料：营收维持高增长，产能有序扩张。**2019H1 负极业务销量

2.27 万吨，同比增长 55.19%；营收 13 亿元，同比增长 69.07%。一方面 2019H1 动力电池装机量大幅提升以及公司产品的高性价比带动公司负极材料销售量提升；另一方面，海外客户销售量同比增加 167%，带动负极业务整体上升。公司目前拥有负极材料成品产能 8 万吨，仍受限于前端产能不足，终端产能无法充分释放的问题。目前在建内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化项目，其中该项目一期 4 万吨产能已于 2019 年 8 月建成投试产，公司前端产能将得到有效提升，负极业务有望持续向好。同时依托内蒙古当地的电价优势，可以有效降低成本，提高产品毛利率。

- **电解液销量高增长，新能源车业务预期出表。**2019H1 公司电解液业务销售量 8609 吨，同比增长 106.45%；营收 2.63 亿元，同比增长 90.01%，归母净利润-414.30 万元，亏损来源于公司研发投入增加以及业务规模的扩大导致财务费用的大幅增加。新能源汽车业务实现主营业务收入 6116 万元，同比增长 44.42%，归母净利润-5441 万元。公司正推进新能源汽车相关业务战略调整，新能源整车的生产及销售逐步停止，新能源整车业务预期出表。
- **三费基本维持稳定，现金流承压明显。**2019H1 公司三费合计 7.92 亿元，同比增长 4.55%，费用率为 17.82%，同比增长 0.17pct。其中销售费用 2.38 亿元，费用率 5.36%，同比增长 0.6pct；管理费用（含研发）4.3 亿元，合计费用率 9.68%，同比基本持平，其中研发费用 2.22 亿，研发费用率为 4.99%；财务费用 1.24 亿元，费用率 2.79%，同比下降 0.4pct。公司年中账面货币资金 17.6 亿元，较期初减少 32.82%；预付款项 5.7 亿元，较期初增加 66.38%；短期借款 46.17 亿元，较期初增加 56.66%；长期借款 18.83 亿元，较期初增加 70%。本期经营活动现金流净流出 6.19 亿元。综合来看，公司现金流有所恶化。
- **盈利预测及投资评级：**根据新金融工具准则，抛售宁波银行股票所得收益不再确认为投资收益，叠加由于补贴大幅下降，导致锂电材料需求阶段性承压，我们下调公司 2019、2020 年归母净利润至 4.78、6.08 亿元（原值为 10.65、12.88 亿元），对应 EPS 分别为 0.43、0.54 元，PE 分别为 26、20 倍。基于公司推进新能源车业务出表，聚焦锂电材料，产能投放顺利，海外客户进展顺利，公司的各项业务稳中向好；目前估值处于历史区间的相对底部，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格低于预期；大盘系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	8853	8919	11040	14815
增长率(%)	7%	1%	24%	34%
归母净利润(百万元)	1115	478	608	727
增长率(%)	24%	-57%	27%	20%
摊薄每股收益(元)	0.99	0.43	0.54	0.65
ROE(%)	8.91%	3.71%	4.54%	5.20%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：杉杉股份盈利预测表

证券代码:	600884.SH				股价:	10.98	投资评级:	买入	日期:	2019-09-06		
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值				2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标							
ROE	9%	4%	5%	5%	EPS	0.99	0.43	0.54	0.65			
毛利率	22%	24%	24%	23%	BVPS	9.54	9.88	10.31	10.83			
期间费率	18%	17%	17%	17%	估值							
销售净利率	13%	5%	6%	5%	P/E	11.05	25.78	20.29	16.95			
成长能力					P/B	1.15	1.11	1.06	1.01			
收入增长率	7%	1%	24%	34%	P/S	1.39	1.38	1.12	0.83			
利润增长率	24%	-57%	27%	20%	利润表 (百万元)							
营运能力					营业收入	8853	8919	11040	14815			
总资产周转率	0.38	0.37	0.44	0.55	营业成本	6897	6766	8437	11344			
应收账款周转率	2.39	2.39	2.47	2.56	营业税金及附加	57	57	71	95			
存货周转率	2.96	2.96	2.96	2.96	销售费用	428	410	497	667			
偿债能力					管理费用	853	803	994	1333			
资产负债率	47%	46%	46%	48%	财务费用	274	288	290	459			
流动比	1.16	1.24	1.30	1.33	其他费用/(-收入)	955	(10)	(10)	(10)			
速动比	0.90	0.99	1.00	0.98	营业利润	1537	584	743	907			
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	(3)	1	1	1			
现金及现金等价物	2620	3999	3846	3109	利润总额	1534	585	744	908			
应收款项	3699	3727	4462	5785	所得税费用	286	107	136	166			
存货净额	2327	2302	2870	3859	净利润	1248	478	608	742			
其他流动资产	1731	1739	1996	2454	少数股东损益	132	0	0	15			
流动资产合计	10376	11109	12516	14549	归属于母公司净利润	1115	478	608	727			
固定资产	3804	3424	3181	3013	现金流量表 (百万元)							
在建工程	1135	1135	1235	1285	经营活动现金流	540	870	181	(358)			
无形资产及其他	517	517	477	438	净利润	1248	478	608	742			
长期股权投资	2624	2624	2624	2624	少数股东权益	132	0	0	15			
资产总计	23449	23801	25026	26901	折旧摊销	330	432	394	366			
短期借款	2947	2947	2947	2947	公允价值变动	(1)	0	0	0			
应付款项	2915	2883	3595	4834	营运资金变动	(1168)	20	(2300)	(4058)			
预收帐款	115	116	144	193	投资活动现金流	(1705)	380	142	118			
其他流动负债	2979	2979	2979	2979	资本支出	(1291)	380	142	118			
流动负债合计	8956	8926	9665	10953	长期投资	(1170)	0	0	0			
长期借款及应付债券	1107	1107	1107	1107	其他	756	0	0	0			
其他长期负债	863	863	863	863	筹资活动现金流	2544	(96)	(122)	(145)			
长期负债合计	1970	1970	1970	1970	债务融资	(548)	0	0	0			
负债合计	10927	10896	11635	12924	权益融资	2124	0	0	0			
股本	1123	1123	1123	1123	其它	967	(96)	(122)	(145)			
股东权益	12522	12905	13391	13977	现金净增加额	1380	1154	201	(386)			
负债和股东权益总计	23449	23801	25026	26901								

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。