

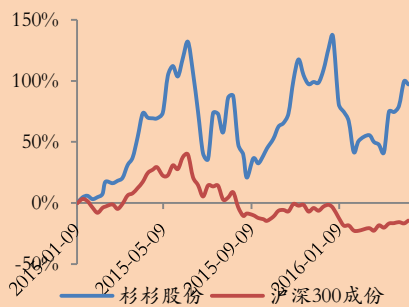


## 杉杉股份 (600884)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-04-15

### 股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 蒋园园  
0551-65161836  
jiangyy\_1987@163.com

联系人: 高欣宇  
0551-65161837  
gaoxy\_pro@126.com

# 锂电材料龙头切入新能源汽车全产业链

**事件:** 公司发布 2015 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 430,229.94 万元, 同比增长 17.58%; 实现归属于上市公司股东的净利润 66,481.38 万元, 同比增长 90.81%, 主要系公司期内抛售宁波银行部分股权获得投资收益 (含税) 61,024.18 万元以及公司主营业务净利润大幅增长所致; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 20,966.08 万元, 同比增长 62.77%。利润分配方案: 以资本公积 (股本溢价) 向全体股东每 10 股转增 8 股, 以盈余公积向全体股东每 10 股转增 2 股; 以未分配利润向全体股东每 10 股派现金红利 1.75 元 (含税)。

### □ 锂电材料增速显著, 产品毛利率略有下滑

15 年公司经营业绩稳健, 实现营业收入 430,229.94 万元, 同比增长 17.58%, 剔除针织品业务 2014 年下半年剥离因素, 营业收入同比增长 30.40%, 主要系本期锂电池正极材料业务销售业绩大幅提升所致。公司是目前国内最大的锂离子电池材料综合供应商, 拥有相对成熟完整的产品体系, 产品覆盖锂离子电池正极材料、负极材料和电解液, 公司 15 年实现锂电材料销售量 40,613 吨, 同比上升 46.28%; 实现主营业务收入 339,821.39 万元, 同比上升 41.66%; 实现归属于上市公司股东的净利润 9,996.91 万元, 同比上升 28%, 主要系正极材料业务经营业绩同比大幅上升所致。但由于市场竞争日趋激烈以及上游原材料价格快速上涨, 公司锂电材料的毛利率小幅下降 1.39% 至 16.79%。

### □ 锂电龙头优势显著

公司作为国内锂电材料的龙头企业, 综合产能居全国首位, 公司目前正极材料产能 2.8 万吨/年, 负极材料产能 1.5 万吨/年, 17 年将达到 5 万吨/年, 电解液产能 1.1 万吨/年。公司拥有稳定优质的客户资源, 包括三星 SDI、SONY、LGC、比亚迪、ATL 等全球知名企业, 并已进入苹果、宝马等世界知名企业的供应链。15 年我国锂离子电池总体产量达到 47.13Gwh, 同比大幅度增长 54.78%, 其中动力电池在整个锂离子电池中的比重快速上升, 从 2014 年的 19.38% 上升至 2015 年的 36.07%, 公司也积极布局三元材料, 目前三元材料占比提升至 30% 以上, 随着新能源汽车的持续火热, 三元材料也将保持高景气行情, 推动公司三元材料快速增长。

### □ 打造新能源汽车全套服务

2015 年, 公司依托锂离子电池材料产业优势基础, 积极向下游新能源汽车产业链进行延伸, 大力拓展新能源汽车相关业务。在动力总成领域, 公司引进动力电池模组与系统集成、动力总成集成团队, 分别成立了宁波杉杉运通新能源系统有限公司、宁波利维能储能系统有限公司、宁波杉杉八达

动力总成有限公司。在整车领域，青杉汽车已实施厂房建设，并通过与北奔客车合作，实现营业收入 18,245.59 万元。公司在深圳设立新能源汽车产业股权投资基金，注册资本 5 亿元人民币，拓展充电基础设施建设、充电运维、新能源汽车租赁、新能源汽车关键零部件维修服务等业务，构建新能源汽车运营大数据平台，实现车网协同、智能互联、专业运维。目前已在深圳、广州、宁波、上海等地通过开发和收购相结合的方式开展充电桩运营业务，2015 年内已建成 300 余个，并开始新能源汽车租赁的运营与市场开发。

#### □ 盈利预测与估值

公司作为锂电材料的绝对龙头将持续享受新能源汽车盛宴，整体营收有望不断提高，同时公司在新能源整车领域稳步推进，打造了新能源汽车全套服务模式，将成为公司新的利润增长点。预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 1.42 元、1.54 元、1.66 元，对应的 PE 分别为 23.04 倍、21.28 倍、19.7 倍，给予“增持”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4302	6135	8282	10767
收入同比(%)	18%	43%	35%	30%
归属母公司净利润	665	797	863	932
净利润同比(%)	91%	20%	8%	8%
毛利率(%)	21.7%	21.5%	21.5%	21.5%
ROE(%)	13.3%	43.5%	33.3%	26.9%
每股收益(元)	1.18	1.42	1.54	1.66
P/E	27.61	23.04	21.28	19.70
P/B	3.83	12.58	8.04	5.77
EV/EBITDA	15	22	19	19

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4,349	5,727	8,251	10,365	<b>营业收入</b>	4,302	6,135	8,282	10,767
现金	879	1,227	1,907	2,153	营业成本	3,371	4,816	6,502	8,452
应收账款	1,728	2,150	3,155	4,067	营业税金及附加	15	18	25	32
其他应收款	109	188	271	318	销售费用	253	368	497	646
预付账款	234	281	401	552	管理费用	452	644	870	1,131
存货	862	1,337	1,759	2,265	财务费用	111	88	132	133
其他流动资产	537	545	758	1,010	资产减值损失	73	33	(19)	10
<b>非流动资产</b>	5,849	3,029	2,311	1,967	公允价值变动收益	(0)	3	1	(2)
长期投资	1,203	1,111	1,123	1,146	投资净收益	757	700	700	700
固定资产	878	823	767	712	<b>营业利润</b>	783	871	977	1,062
无形资产	247	231	215	201	营业外收入	44	0	0	0
其他非流动资产	3,520	864	205	(91)	营业外支出	27	0	0	0
<b>资产总计</b>	10,19	8,756	10,561	12,332	<b>利润总额</b>	800	871	977	1,062
<b>流动负债</b>	2,836	5,152	6,038	7,001	所得税	123	131	146	159
短期借款	812	2,944	2,944	3,048	<b>净利润</b>	677	741	830	903
应付账款	597	862	1,246	1,543	少数股东损益	13	(56)	(33)	(29)
其他流动负债	1,427	1,345	1,848	2,409	<b>归属母公司净利润</b>	665	797	863	932
<b>非流动负债</b>	2,263	1,900	2,029	1,970	EBITDA	968	1,031	1,180	1,265
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	1.18	1.42	1.54	1.66
其他非流动负债	2,063	1,700	1,829	1,770					
<b>负债合计</b>	5,099	7,052	8,067	8,971					
少数股东权益	300	244	212	183					
股本	411	561	561	561					
资本公积	504	(2,033)	(2,033)	(2,033)					
留存收益	2,189	2,931	3,754	4,650					
归属母公司股东权益	4,799	1,460	2,282	3,179					
<b>负债和股东权益</b>	10,19	8,756	10,561	12,332					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	(258)	(698)	1	(341)
净利润	677	797	863	932
折旧摊销	79	72	71	70
财务费用	118	88	132	133
投资损失	(757)	(700)	(700)	(700)
营运资金变动	(516)	(933)	(315)	(754)
其他经营现金	142	(21)	(50)	(21)
<b>投资活动现金流</b>	215	3,445	687	679
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(148)	92	(12)	(23)
其他投资现金	363	3,353	699	702
<b>筹资活动现金流</b>	(246)	(639)	(8)	(93)
短期借款	(357)	2,133	(0)	104
长期借款	200	0	0	0
普通股增加	0	151	0	0
资本公积增加	15	(2,537)	0	0
其他筹资现金	(104)	(385)	(7)	(197)
<b>现金净增加额</b>	(289)	2,108	680	245

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.58%	42.60%	35.00%	30.00%
营业利润	112.16	11.22%	12.10%	8.76%
归属于母公司净利润	90.81%	19.84%	8.28%	8.02%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	21.66%	21.50%	21.50%	21.50%
净利率(%)	15.45%	12.99%	10.42%	8.66%
ROE(%)	13.29%	43.46%	33.28%	26.86%
ROIC(%)	29.39%	24.29%	17.00%	14.69%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	50.00%	80.54%	76.38%	72.74%
净负债比率(%)	26.80%	89.55%	36.50%	45.05%
流动比率	1.53	1.11	1.37	1.48
速动比率	1.23	0.85	1.08	1.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.44	0.65	0.86	0.94
应收账款周转率	2.97	3.43	3.42	3.25
应付账款周转率	7.13	8.41	7.86	7.72
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.42	1.54	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.46)	(1.24)	0.00	(0.61)
每股净资产(最新摊薄)	8.55	2.60	4.07	5.66
<b>估值比率</b>				
P/E	27.6	23.0	21.3	19.7
P/B	3.8	12.6	8.0	5.8
EV/EBITDA	15.16	21.77	19.48	18.64

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。