

杉杉股份 (600884) 中报点评

推荐

行业：电力设备与新能源

锂电材料持续贡献利润，静待新能源汽车业务放量

事件：公司 1H2016 年实现营业收入 21.5 亿，净利润 2.1 亿，分别同比增长 15.2%和-65.7%。净利润下滑主要系去年同期出售宁波银行股权获得约 6 亿投资收益，那么扣非后公司净利润为 2.02 亿，同比增长 137.14%，增长主要受益于新能源汽车高速发展，公司锂电材料业务量价齐升，盈利能力显著提升。

投资要点：

✧ **各项业务经营效益显著提升，公司扣非净利润改善显著。**上半年公司实现净利润 2.1 亿，其中锂电材料实现净利润 1.4 亿，同比增长 194%，受益于行业景气度提升带来的量价齐升，服装业务实现净利润 2,343 万，同比增长 263%，系进一步剥离亏损项目；投资业务及其他（主要是宁波银行及稠州银行投资收益）获得净利润 1.4 亿；而由于新能源汽车业务还处于产能建设及市场拓展阶段，盈利有限并亏损 3,012 万，加之母公司 6,585 万各项费用及减值损失计提，公司最终盈利 2.1 亿，扣非净利润 2.02 亿，同比增长 137.14%。

✧ **受益于新能源汽车行业高景气度，锂电材料量价齐升，盈利能力大幅改善。**上半年公司实现锂电材料营收/净利润 18.5 亿/1.4 亿，分别同比增长 21.6%和 193.8%。其中，正极材料贡献 8531.8 万净利润，同比增长 231.9%，主要系公司规模扩大，客户结构优化，产品结构高端化所致；负极材料贡献 4110 万净利润，同比增长 73.05%；电解液贡献 1170 万净利润，实现扭亏为盈，系公司廊坊工厂市场拓展顺利。虽然新能源汽车调整政策延期出台，但国家大力支持新能源汽车发展方向不变，预计相关政策在 9 月份出台，新能源汽车四季度放量，伴随公司正极材料 1.5 万和负极材料 3 万吨新建产能逐步投产，未来公司锂电业务依然有望保持高速增长。

✧ **全面布局新能源汽车产业链，静待产能释放。**公司 1.5 万台动力电池 PACK 产线将于年底投产，青杉汽车产能建设也在稳步推荐，下游运营市场已初具规模，公司布局 3000 多个充电桩，在运营 600 辆新能源汽车。

✧ **推荐评级：**基于公司盈利能力的改善，我们调高公司盈利预测，预测公司 16-18 年的 EPS 为 0.45/0.54/0.64 元，对应的 PE 为 34、28、24 倍。给予明年 35 倍 PE，对应目标价为 19 元。

✧ **风险提示：**新能源汽车政策不达预期；公司新能源汽车业务拓展不达预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4302	6249	8379	11144
收入同比(%)	18%	45%	34%	33%
归属母公司净利润	665	501	611	724
净利润同比(%)	91%	-25%	22%	18%
毛利率(%)	21.7%	24.0%	23.1%	22.8%
ROE(%)	13.9%	7.2%	8.3%	9.2%
每股收益(元)	1.62	0.45	0.54	0.64
P/E	9.44	34.22	28.09	23.71
P/B	3.58	2.48	2.33	2.17
EV/EBITDA	20	25	22	19

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：阮巧燕

S0960115080018

0755-88323284

ruanqiaoyan@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 19

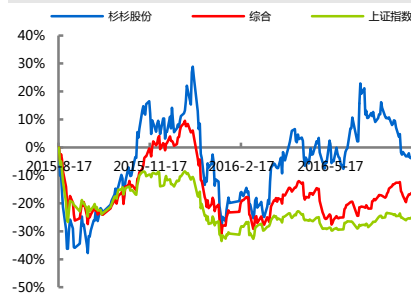
当前股价： 15.28

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,123
流通股本(百万股)	822
总市值(亿元)	172
流通市值(亿元)	126
成交量(百万股)	21.33
成交额(百万元)	323.16

股价表现



相关报告

《杉杉股份-新能源汽车产能今年将逐步释放，增厚业绩可期》2016-03-02

《杉杉股份-锂电材料龙头全力打造新能源汽车整体解决方案》2015-11-23

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4349	6588	6996	9499
现金	879	1759	838	1114
应收账款	1619	1827	2449	3529
其它应收款	109	109	109	109
预付账款	234	330	448	599
存货	862	1540	2110	2838
其他	646	1024	1042	1310
非流动资产	5849	5600	5861	5903
长期投资	1203	1203	1203	1203
固定资产	878	1120	1339	1391
无形资产	247	242	335	328
其他	3520	3035	2983	2981
资产总计	10198	12188	12857	15402
流动负债	2836	2688	4233	6237
短期借款	812	0	734	1700
应付账款	597	840	1141	1524
其他	1427	1847	2359	3012
非流动负债	2263	2263	929	929
长期借款	200	200	200	200
其他	2063	2063	729	729
负债合计	5099	4951	5162	7166
少数股东权益	300	310	322	335
股本	411	1123	1123	1123
资本公积	504	3250	3250	3250
留存收益	2189	2555	3001	3529
归属母公司股东权益	4799	6927	7373	7901
负债和股东权益	10198	12188	12857	15402

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-258	-128	142	-399
净利润	677	511	622	737
折旧摊销	79	116	139	157
财务费用	118	89	48	46
投资损失	-757	-150	-150	-150
营运资金变动	-449	-720	-595	-1324
其它	74	26	78	135
投资活动现金流	215	282	-250	-50
资本支出	577	400	400	200
长期投资	0	0	0	0
其他	792	682	150	150
筹资活动现金流	-246	726	-813	725
短期借款	0	-812	734	967
长期借款	200	0	0	0
普通股增加	145	3458	0	0
资本公积增加	15	2746	0	0
其他	-591	-1920	-1547	-242
现金净增加额	-289	881	-921	277

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4302	6249	8379	11144
营业成本	3371	4746	6444	8608
营业税金及附加	15	22	30	40
营业费用	253	344	461	613
管理费用	452	587	754	1003
财务费用	111	89	48	46
资产减值损失	73	26	78	135
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	757	150	150	150
营业利润	783	584	715	850
营业外收入	44	44	44	44
营业外支出	27	27	27	27
利润总额	800	601	732	867
所得税	123	90	110	130
净利润	677	511	622	737
少数股东损益	13	10	12	14
归属母公司净利润	665	501	611	724
EBITDA	974	789	902	1054
EPS (元)	1.62	0.45	0.54	0.64

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	17.6%	45.2%	34.1%	33.0%
营业利润	112.2%	-25.5%	22.5%	18.9%
归属于母公司净利润	90.8%	-24.6%	21.8%	18.5%
获利能力				
毛利率	21.7%	24.0%	23.1%	22.8%
净利率	15.7%	8.2%	7.4%	6.6%
ROE	13.9%	7.2%	8.3%	9.2%
ROIC	17.0%	11.2%	10.6%	10.0%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	40.6%	40.2%	46.5%
净负债比率	19.84%	4.04%	18.08%	26.52%
流动比率	1.53	2.45	1.65	1.52
速动比率	1.23	1.88	1.15	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.51	0.51	0.65
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	5.65	5.65	5.65	5.65
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.62	0.45	0.54	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.63	-0.11	0.13	-0.36
每股净资产(最新摊薄)	11.68	6.17	6.57	7.04
估值比率				
P/E	9.44	34.22	28.09	23.71
P/B	3.58	2.48	2.33	2.17
EV/EBITDA	20	25	22	19

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

阮巧燕,中国中投证券研究所电力设备与新能源行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434