



## 杉杉股份 (600884)

投资评级: 增持

报告日期: 2016-08-16

### 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: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

## 锂电材料高速增长, 新能源汽车期待放量

**事件:** 公司发布 2016 年半年报, 2016 年上半年, 公司经营业绩稳健, 实现营业收入 215,411.83 万元, 较去年同期增长 15.16%; 实现归属于上市公司股东的净利润 20,948.00 万元, 同比下降 65.72%; 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 20,172.13 万元, 同比上升 137.14%。

### □ 锂电材料业绩大增, 扣非净利润高速增长

公司上半年实现归属于上市公司股东的净利润 20,948.00 万元, 同比下降 65.72%, 主要系上年同期出售可供出售金融资产宁波银行部分股权获得投资收益 61,024.18 万元 (含税) 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 20,172.13 万元, 同比上升 137.14%, 主要是主营业务利润上升所致, 其中锂电池材料业务业绩大幅攀升, 2016 年上半年, 锂离子电池材料业务实现主营业务收入 184,912.66 万元, 同比上升 21.57%。公司锂电材料业务逐渐由 3C 电池转向动力电池, 动力电池材料超高的盈利能力大幅提升了毛利率水平, 公司的综合毛利率较去年同期大增 7.37%, 达到 28.81%。

### □ 三大材料稳步提升, 锂电材料龙头地位稳固

2016 年上半年, 公司锂离子电池材料业务实现主营业务收入 184,912.66 万元, 同比上升 21.57%。其中, 正极材料实现主营业务收入 110,671.72 万元, 同比上升 7.73%; 归属于上市公司股东的净利润 8,531.75 万元, 同比上升 231.90%; 负极材料实现营业收入 55,587.92 万元, 同比上升 32.07%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4,110.32 万元, 同比上升 73.05%; 电解液公司实现主营业务收入 18,653.01 万元, 同比上升 156.26%, 归属于上市公司股东的净利润 1,170.05 万元, 实现扭亏为盈。在产品毛利率方面, 正极材料和负极材料毛利率都有明显提升, 电解液业务则由于原材料六氟磷酸锂价格上涨幅度高于电解液价格上涨幅度, 毛利率有所下滑。另外公司宁夏一期 5000 吨三元前驱体和 5000 吨三元材料以及宁乡二期 1 万吨高能量密度正极材料项目, 以及年产 3.5 万吨锂离子动力电池负极材料成品加工项目均在积极施工中, 今年年底有望试投产, 公司锂电材料业务将继续放量

### □ 新能源汽车业务稳步推进, 未来放量可期

报告期内, 公司以“互联网+”与“工业 4.0”的全新发展思维布局新能源汽车产业链, 开展动力总成、整车研发设计、新能源汽车运营和能源管理服务等相关的生产能力建设、业务开拓等工作。上半年, 新能源汽车业务实现主营业务收入 419.38 万元, 归属于上市公司股东的净利润 -3,012.10 万元, 主要系公司新能源汽车业务项目尚处建设期, 未投入生产;

以及新设公司导致管理费用集中发生所致。公司年产 15000 至 20000 套的汽车动力电池自动化柔性生产线项目将于年底投产，青衫汽车项目有序推进中，在汽车运营方面，云杉智慧已布局充电桩近 3000 个，运营新能源汽车约 600 辆，公司整套新能源汽车生态圈稳步推进中，未来放量可期。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.78 元、0.92 元、1.05 元，对应的 PE 分别为 19.67 倍、16.63 倍、14.61 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	5593	7830	10179
收入同比(%)	18%	30%	40%	30%
归属母公司净利润	665	872	1031	1174
净利润同比(%)	91%	31%	18%	14%
毛利率(%)	21.7%	24.0%	23.0%	22.0%
ROE(%)	13.3%	16.7%	17.2%	16.7%
每股收益(元)	0.59	0.78	0.92	1.05
P/E	25.81	19.67	16.63	14.61
P/B	3.58	3.72	3.08	2.57
EV/EBITDA	15	17	14	13

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	6,492	9,187	11,35	<b>营业收入</b>	4,302	5,593	7,830	10,179
现金	879	2,408	3,216	3,601	营业成本	3,371	4,251	6,029	7,940
应收账款	1,728	1,960	2,983	3,845	营业税金及附加	15	17	23	31
其他应收款	109	171	257	301	销售费用	253	336	431	509
预付账款	234	275	387	529	管理费用	452	671	861	1,018
存货	862	1,180	1,631	2,128	财务费用	111	39	35	33
其他流动资产	537	498	714	951	资产减值损失	73	29	(16)	9
<b>非流动资产</b>	5,849	3,074	2,328	2,002	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	954	1,168	1,339
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	910	223	(57)	营业外支出	27	0	0	0
<b>资产总计</b>	10,19	9,567	11,51	13,35	<b>利润总额</b>	800	954	1,168	1,339
<b>流动负债</b>	2,836	2,795	3,697	4,537	所得税	123	143	175	201
短期借款	812	810	808	806	<b>净利润</b>	677	811	992	1,138
应付账款	597	761	1,156	1,450	少数股东损益	13	(62)	(39)	(37)
其他流动负债	1,427	1,225	1,733	2,282	<b>归属母公司净利润</b>	665	872	1,031	1,174
<b>非流动负债</b>	2,263	1,919	2,044	1,986	EBITDA	968	1,065	1,273	1,441
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.59	0.78	0.92	1.05
其他非流动负	2,063	1,719	1,844	1,786					
<b>负债合计</b>	5,099	4,714	5,740	6,523					
少数股东权益	300	239	200	163					
股本	411	1,123	1,123	1,123					
资本公积	504	504	504	504					
留存收益	2,189	2,987	3,948	5,043					
归属母公司股东权	4,799	4,614	5,575	6,670					
<b>负债和股东权益</b>	10,19	9,567	11,51	13,35					

  

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)	(509)	64	(152)
净利润	677	872	1,031	1,174
折旧摊销	79	72	71	70
财务费用	118	39	35	33
投资损失	(757)	(700)	(700)	(700)
营运资金变动	(516)	(763)	(319)	(700)
其他经营现金	142	(29)	(54)	(29)
<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)	354	57	(143)
短期借款	(357)	(2)	(2)	(2)
长期借款	200	0	0	0
普通股增加	0	712	0	0
资本公积增加	15	0	0	0
其他筹资现金	(104)	(356)	59	(141)
<b>现金净增加额</b>	(289)	3,289	809	384

  

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%	30.00%	40.00%	30.00%
营业利润	112.16	21.74%	22.43%	14.66%
归属于母公司净利润	90.81%	31.18%	18.26%	13.87%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	21.66%	24.00%	23.00%	22.00%
净利率(%)	15.45%	15.59%	13.17%	11.54%
ROE(%)	13.29%	16.70%	17.19%	16.65%
ROIC(%)	29.39%	25.15%	19.56%	17.56%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	50.00%	49.28%	49.85%	48.84%
净负债比率(%)	26.80%	7.11%	-10.43%	-1.82%
流动比率	1.53	2.32	2.49	2.50
速动比率	1.23	1.90	2.04	2.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.44	0.57	0.74	0.82
应收账款周转率	2.97	3.28	3.47	3.25
应付账款周转率	7.13	8.24	8.17	7.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.78	0.92	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.23)	(0.45)	0.06	(0.14)
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.11	4.97	5.94
<b>估值比率</b>				
P/E	25.8	19.7	16.6	14.6
P/B	3.6	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	15.16	16.69	14.31	12.85

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。