

杉杉股份 (600884)

——锂电材料龙头，中报扣非净利润同比增 137%

行业名称	综合
投资建议	买入
当前价格:	17.77 元
目标价格:	23.10 元

投资要点:

➤ 锂电材料业务发力，扣非净利润同比增速超130%

杉杉股份发布2016年半年报，2016H1，公司实现营收21.54亿，净利润2.09亿，分别同比增长15.16%和-65.72%，净利润大幅下滑系去年同期抛售了部分宁波银行股权，扣非后净利润同比上升137.14%。其中，锂电材料业务实现净利润1.37亿，同比上升193.76%，是业绩贡献绝对主力。

➤ 16年产能将逐步投产，锂电材料龙头地位进一步巩固

杉杉股份是国内最大的锂离子电池材料综合供应商，产品覆盖锂离子电池正极材料、负极材料和电解液。当前，杉杉正极材料总产能达到2.8万吨/年，是全球规模最大的正极材料生产商，另外，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生产基地项目已开始动工，计划于2016年年底实现试生产。杉杉负极材料当前产能为1.6万吨/年，同时年产3.5万吨负极材料项目目前正在施工阶段，预计2016年年底逐步建成投入试生产，该项目建成后公司负极材料总产能将达5万吨/年。随着产能逐步投产，同时新能源汽车持续高速增长，动力锂电需求将拉动公司锂电材料业绩进一步快速释放，龙头地位进一步巩固。

➤ 布局新能源汽车全产业链，2017年有望多点开花

公司于2015年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，年产15000-2000套纯电动车电池系统预计16年第四季度将陆续投产。整车方面，宁波杉杉汽车有限公司4月份获国家专用车生产资质，青杉汽车已实施厂房建设，并与北奔客车合作，16年将加快青杉汽车生产能力建设。同时，公司于2015年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。目前，云杉智慧已布局充电桩近3000个，运营新能源汽车约600辆，未来，公司将加快各地子公司的布局，计划建设20个城市公司平台。我们预计，新能源汽车相关业务将在2017年逐步兑现业绩。

➤ 投资建议

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.46、0.58、0.90 元，当前股价对应 PE 分别为 38.80、30.63、19.73倍，首次给予“买入”评级，6个月目标价 23.10元。

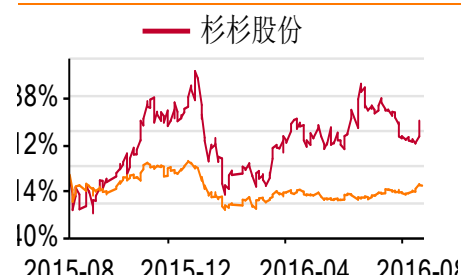
➤ 风险提示

新能源汽车推广不及预期；产能扩张不及预期；新能源汽车业务的进展不及预期；锂电材料行业竞争加剧，市场价格大幅下跌。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,123/822
流通 A 股市值 (百万元)	14,602
每股净资产 (元)	7.35
资产负债率 (%)	35.52
一年内最高/最低 (元)	40.78/14.47

一年内股价相对走势



张淼 分析师
执业证书编号: S1110515010001
电话: 021-68815303
邮箱: zhangmiao@sh.tfzq.com

李丹丹 联系人
电话:
邮箱: lidd@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3,658.99	4,302.30	5,622.24	8,471.04	11,146.19
增长率 (%)	-9.61%	17.58%	30.68%	50.67%	31.58%
EBITDA (百万元)	604.50	968.20	710.50	919.70	1,329.63
净利润 (百万元)	348.42	664.81	514.17	651.44	1,011.21
增长率 (%)	89.58%	90.81%	-22.66%	26.70%	55.23%
EPS (元/股)	0.31	0.59	0.46	0.58	0.90
市盈率 (P/E)	57.26	30.01	38.80	30.63	19.73
市净率 (P/B)	4.70	4.16	4.68	4.12	3.49
EV/EBITDA	8.66	15.12	28.27	21.83	15.23

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,003.85	878.55	449.78	677.68	891.70	营业收入	3,658.99	4,302.30	5,622.24	8,471.04	11,146.19
应收账款	1,429.73	1,728.31	1,831.74	3,470.16	3,506.08	营业成本	2,785.74	3,370.58	4,359.97	6,575.72	8,628.61
预付账款	148.53	234.44	164.48	473.88	395.30	营业税金及附加	16.33	15.26	23.90	34.62	44.15
存货	774.55	862.38	1,517.56	2,049.83	2,654.41	营业费用	262.35	253.16	344.92	519.69	683.81
其他	494.26	645.76	738.51	1,168.85	1,278.88	管理费用	396.93	452.03	609.91	847.10	891.70
流动资产合计	3,850.91	4,349.44	4,702.07	7,840.40	8,726.37	财务费用	155.13	111.44	138.63	135.07	128.38
长期股权投资	1,055.09	1,203.13	1,203.13	1,203.13	1,203.13	资产减值损失	86.50	73.50	71.28	77.09	73.96
固定资产	686.72	878.44	1,010.20	1,097.19	1,144.30	公允价值变动收益	-0.32	-0.28	2.99	0.80	-1.53
在建工程	152.98	377.11	262.27	205.36	153.22	投资净收益	413.54	757.29	445.75	445.75	445.75
无形资产	171.67	247.21	240.79	234.37	227.95	其他	-826.45	-1,514.02	-897.49	-893.10	-888.45
其他	3,248.35	3,142.67	2,994.54	3,065.74	3,053.16	营业利润	369.23	783.35	522.38	728.29	1,139.81
非流动资产合计	5,314.81	5,848.55	5,710.93	5,805.78	5,781.75	营业外收入	18.23	43.74	30.22	30.73	34.89
资产总计	9,165.72	10,197.98	10,413.00	13,646.18	14,508.12	营业外支出	19.97	26.70	18.01	21.56	22.09
短期借款	1,169.09	811.81	2,238.93	2,380.38	2,792.54	利润总额	367.49	800.39	534.59	737.46	1,152.61
应付账款	897.97	932.15	1,259.81	2,261.98	2,286.14	所得税	38.96	122.92	56.67	110.62	172.89
其他	624.93	1,091.70	637.96	1,930.61	1,516.43	净利润	328.53	677.47	477.91	626.84	979.72
流动负债合计	2,692.00	2,835.67	4,136.70	6,572.97	6,595.10	少数股东损益	-19.89	12.65	-36.26	-24.60	-31.49
长期借款	0.00	200.00	21.73	44.53	75.15	归属于母公司净利润	348.42	664.81	514.17	651.44	1,011.21
应付债券	1,331.45	1,334.02	1,087.27	1,250.91	1,224.07	每股收益(元)	0.31	0.59	0.46	0.58	0.90
其他	732.17	729.10	636.08	699.12	688.10						
非流动负债合计	2,063.62	2,263.12	1,745.08	1,994.55	1,987.32						
负债合计	4,755.61	5,098.78	5,881.78	8,567.52	8,582.42						
少数股东权益	166.92	300.37	265.93	241.74	210.95	主要财务比率					
股本	410.86	410.86	1,122.76	1,122.76	1,122.76		2014	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	488.66	503.97	503.97	503.97	503.97	成长能力					
留存收益	2,045.57	2,692.83	3,142.52	3,714.15	4,591.99	营业收入	-9.61%	17.58%	30.68%	50.67%	31.58%
其他	1,298.10	1,191.17	-503.97	-503.97	-503.97	营业利润	120.93%	112.16%	-33.31%	39.42%	56.50%
股东权益合计	4,410.10	5,099.20	4,531.21	5,078.66	5,925.70	归属于母公司净利润	89.58%	90.81%	-22.66%	26.70%	55.23%
负债和股东权益总计	9,165.72	10,197.98	10,413.00	13,646.18	14,508.12	获利能力					
						毛利率	23.87%	21.66%	22.45%	22.37%	22.59%
						净利率	9.52%	15.45%	9.15%	7.69%	9.07%
						ROE	8.21%	13.85%	12.05%	13.47%	17.69%
						ROIC	14.84%	28.47%	17.85%	16.67%	21.71%
						偿债能力					
						资产负债率	51.88%	50.00%	56.49%	62.78%	59.16%
						净负债率	16.59%	24.34%	41.37%	40.97%	71.04%
						流动比率	1.43	1.53	1.14	1.19	1.32
						速动比率	1.14	1.23	0.77	0.88	0.92
						营运能力					
						应收账款周转率	2.95	2.72	3.16	3.20	3.20
						存货周转率	4.41	5.26	4.72	4.75	4.74
						总资产周转率	0.44	0.44	0.55	0.70	0.79
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.59	0.46	0.58	0.90
						每股经营现金流	-0.36	-0.23	-0.63	-0.21	-0.29
						每股净资产	3.78	4.27	3.80	4.31	5.09
						估值比率					
						市盈率	57.26	30.01	38.80	30.63	19.73
						市净率	4.70	4.16	4.68	4.12	3.49
						EV/EBITDA	8.66	15.12	28.27	21.83	15.23
						EV/EBIT	9.98	16.36	30.39	23.26	15.96

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)