

杉杉股份 (600884)
强烈推荐
行业：综合

锂电材料绝对龙头，新能源业务布局日趋完善

公司正在将服装和租赁业务剥离单独香港上市，专注新能源业务。公司新能源业务从上游锂电材料到中游锂电 PACK，动力总成，再到新能源车租赁，锂电回收与储能，全产业链布局。公司业务包括锂电三大材料，正极材料，负极材料以及电解液，规模排名均处于世界前列，当之无愧的锂电材料龙头。除巩固公司锂电材料龙头地位外，公司重视绿色出行与储能业务的发展，锂电回收有序开展，逐步打造新能源产业链闭环生态。

投资要点：

- ◆ **正极材料受益钴金属涨价，大力发展高镍三元材料。**公司正极材料产能超3万吨，17年年底前扩产至5万吨。公司超过一半的正极材料为钴酸锂，主要供货消费类锂电池，下游客户主要为ATL(供货苹果)。三元材料目前重点发展高镍三元材料NCM622，技术储备NCM811及NCA，供货动力电池，下游客户主要为比亚迪。钴金属价格上涨利好公司正极材料盈利，公司拥有原材料周转优势，库存降低了生产成本，且资金周转率提高。公司正极材料营收占比超过50%，营收和技术均处行业前列，公司是正极材料绝对龙头。预计今年公司三元材料出货量提升50%以上，主要来自动力锂电新增需求及消费类锂电升级替换市场；产品结构高端化，及产能规模优势等保证利润率基本稳定。
- ◆ **负极材料以人工石墨为主，注重提高能量密度，着重发展硅碳负极材料。**人工石墨负极一致性好且安全性高，毛利率略低于天然石墨负极，高于正极材料毛利率。为提高毛利率及负极性能，公司加速硅碳负极材料产业化进程。目前负极材料产能2.2万吨，新增3.5万吨产能正在建设中，产能规模行业前三。预计公司今年负极材料出货量提升约50%。基于上游材料没有明显涨价趋势，通过规模优势及成本管理控制毛利率，公司负极材料利润率稳定或略微上扬。
- ◆ **电解液注重一体化建设，收购巨化凯蓝实现电解液产业一体化。**目前公司电解液产能约1.5万吨，今年年中有望新增产能2万吨，实现产能规模行业前三。巨化凯蓝拥有2000吨六氟磷酸锂产能，均供应公司电解液生产，通过产业链优势提高毛利率，且可以部分抵御上游材料价格暴涨的风险。公司加速新型锂盐双氟磺酰亚胺锂的研发应用，以及高电压电解液的推广，通过技术优势降低成本。公司的产业一体化优势，产能优势及技术优势足以弥补电解液市场降价10%-15%的趋势，实现量利齐升，预计今年公司电解液出货量增长率约50%。
- ◆ **发展绿色出行与储能业务，除提前布局市场外，带动电池PACK及动力总成业务的发展。**公司希望通过推绿色出行和储能，打造一个产业链生态，带动公司PACK业务及动力总成业务的发展。绿色出行已经布局30多个

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 21.35

当前股价： 14.93

评级调整： 上调

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)	168
流通市值(亿元)	123
成交量(百万股)	12.01
成交额(百万元)	178.46

股价表现

相关报告

城市，主要做新能源汽车租赁，已投运约 1000 辆新能源汽车，3000 个充电桩。在上海地区推广良好，积极探索新的商业模式。打造大储能业务，实现回收动力电池的梯次利用及能源管理，该业务今年有望开始盈利。目前公司拥有电池 PACK 1.5 万到 2 万套的产能，依托绿色出行及储能业务拓展市场空间。

- ✧ **非新能源业务剥离后单独港股上市，新能源主业明晰，构建境外运营平台。**公司控股子公司杉杉品牌运营、富银融资租赁（深圳）单独 H 股上市申请已获证监会核准批复，非新能源业务上市工作稳步推进。剥离完成后公司将成为纯粹的新能源企业，主营业务突出，方便后续资本运作。H 股上市业务可作为公司境外运营平台，更利于公司海外业务的拓展。
- ✧ **盈利预测：**预测 2016-2018 年公司的 EPS 为 0.46 /0.61/0.80, 对应 PE 为 32/24/18。公司锂电材料技术领先，产能居前，剥离非新能源业务，专注新能源业务布局发展，给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 21.35 元，强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示：**新能源汽车销量不达预期，材料价格降幅过大的风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4302	4534	5855	7386
收入同比(%)	18%	5%	29%	26%
归属母公司净利润	665	444	597	778
净利润同比(%)	91%	-33%	35%	30%
毛利率(%)	21.7%	27.7%	27.0%	26.9%
ROE(%)	13.9%	5.2%	6.5%	7.9%
每股收益(元)	0.68	0.46	0.61	0.80
P/E	21.32	31.96	23.73	18.23
P/B	2.95	1.65	1.55	1.44
EV/EBITDA	15	19	15	12

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产				
现金	4349	7792	8734	9887
应收账款	879	4500	4655	5010
其它应收款	1619	1572	2097	2636
预付账款	109	138	178	219
存货	234	188	260	330
其他	862	854	857	856
非流动资产				
长期投资	646	540	687	836
固定资产	5849	5940	6039	6100
无形资产	1203	1203	1203	1203
其他	878	1128	1260	1329
资产总计				
流动负债	247	266	301	331
短期借款	3520	3344	3274	3237
应付账款	812	812	812	812
其他	597	607	804	1000
非流动负债				
长期借款	1427	1197	1479	1761
其他	2263	2209	2208	2216
负债合计				
少数股东权益	200	200	200	200
股本	2063	2009	2008	2016
资本公积	5099	4825	5303	5788
留存收益	300	309	320	334
归属母公司股东权益	411	972	972	972
负债和股东权益				
少数股东权益	597	607	804	1000
股本	1427	1197	1479	1761
资本公积	2263	2209	2208	2216
留存收益	200	200	200	200
现金流量表				
经营活动现金流				
净利润	-258	229	236	373
折旧摊销	677	452	609	792
财务费用	79	115	144	168
投资损失	111	115	87	76
营运资金变动	-757	-235	-285	-345
其它	-227	-387	-413	
投资活动现金流				
资本支出	111	115	87	76
长期投资	1424	331	238	303
筹资活动现金流				
短期借款	-455	-227	-387	-413
长期借款	87	9	68	95
普通股增加	583	149	53	121
资本公积增加	626	0	0	0
其他	1424	331	238	303
现金净增加额				

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	4534	5855	7386
营业成本	3371	3279	4275	5399
营业税金及附加	15	17	22	28
营业费用	253	286	361	459
管理费用	452	481	620	783
财务费用	111	115	87	76
资产减值损失	73	73	73	73
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	757	235	285	345
营业利润	783	516	701	912
营业外收入	44	33	34	35
营业外支出	27	24	25	25
利润总额	800	524	710	922
所得税	123	72	102	130
净利润	677	452	609	792
少数股东损益	13	8	11	15
归属母公司净利润	665	444	597	778
EBITDA	974	746	932	1156
EPS (元)	1.62	0.46	0.61	0.80
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	17.6%	5.4%	29.1%	26.2%
营业利润	112.2%	-34.2%	36.0%	30.1%
归属于母公司净利润	90.8%	-33.3%	34.7%	30.2%
获利能力				
毛利率	21.7%	27.7%	27.0%	26.9%
净利率	15.5%	9.8%	10.2%	10.5%
ROE	13.9%	5.2%	6.5%	7.9%
ROIC	22.0%	14.5%	16.2%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	35.1%	35.9%	36.2%
净负债比率	19.84%	21.04%	19.12%	17.52%
流动比率	1.53	2.98	2.82	2.77
速动比率	1.21	2.63	2.53	2.51
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.38	0.41	0.48
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	5.59	5.45	6.06	5.99
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.46	0.61	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.27	0.24	0.24	0.38
每股净资产(最新摊薄)	4.94	8.84	9.41	10.15
估值比率				
P/E	21.32	31.96	23.73	18.23
P/B	2.95	1.65	1.55	1.44
EV/EBITDA	15	19	15	12

相关报告

报告日期 报告标题

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。
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业助理分析师,北京大学金融硕士。

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,但我们将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