

证券研究报告

公司研究——年报点评

杉杉股份（600884.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2016.08.31

郭荆璞 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 83326707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话：+86 10 83326705

邮箱：geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《锂电业务业绩大增，加速布局下游新能源业务》

2016.8

《看好其锂电材料业务扩张，盈利有望提升》2014.8

《杉杉股份：具有估值支撑的锂电材料龙头》

2012.12

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

锂电材料业务快速发展，产业链全方位延伸

2017年04月26日

事件：公司发布2016年年报，报告期内实现营业收入54.75亿元，比上年同期增加11.09%；实现归属于上市公司股东的净利润3.30亿元，同比下降52.24%；实现扣非后净利润2.56亿元，同比增长22.31%；基本每股收益0.40元，同比减少75.98%。

公司公告拟以2016年末总股本1,122,764,986股为基数，以未分配利润向全体股东每10股派现金红利0.80元（含税），应付普通股股利89,821,198.88元。本年度无资本公积转增股本方案。

点评：

- **业绩稳步前进，新能源业务快速崛起。**公司2016年实现营业收入54.75亿元，比上年同期增加11.09%；实现归属于上市公司股东的净利润3.30亿元，同比下降52.24%；实现扣非后净利润2.56亿元，同比增长22.31%。锂电池材料业务实现快速增长，主营业务收入达40.96亿元，同比上升20.53%，实现归属于上市公司股东的净利润2.81亿元，同比上升180.78%；新能源汽车业务主营业务收入达0.95亿元，归属于上市公司股东的净利润-1.17亿元；能源管理服务业务主营业务收入达6.10亿元，归属于上市公司股东的净利润0.37亿元，主要归于对光伏企业尤利卡的收购引致；服装业务实现主营业务收入5.24亿元，同比上升8.72%，归属于上市公司股东的净利润0.36亿元；类金融业务归属于上市公司股东的净利润达0.13亿元。
- **上下游协同，锂电材料业务成为主要盈利增长点。**锂电业务势头强劲，打通产业链坐稳龙头地位。公司产品技术领先，产能优势进一步扩大，正极材料、负极材料和电解液产能均有大幅扩张。正极材料方面，2016年实现归属于上市公司股东的净利润17430.71万元，同比上升121.48%，开发了包括高电压钴酸锂LC95A、xEV用三元T31R和高镍三元材料T61R等在内的高端正极材料，同时宁夏项目已建成投产，公司总产能达3.3万吨，居行业前列。负极材料方面，产销同增，2016年实现归属于上市公司股东的净利润9696.67万元，同比上升62.12%，新申请专利33项，被授权19项，同时产能迅速扩张，年产1万吨生料项目陆续投产，年产3.5万吨锂离子动力电池材料项目中一期项目已处于设备安装阶段，计划于2017年年内投试产，宁德1万吨项目目前处于建设阶段，我们预计2017年年内投试产。电解液方面，销量快速增长，实现归属于上市公司股东的净利润835.50万元，扭亏为盈，2016年完成对浙江巨化凯蓝新材料有限公司增资入股，在建的2000吨六氟磷酸锂和20000吨电解液项目我们预计年内均可投试产，将使毛利率有显著提升。
- **新能源汽车纵向长远布局，上下游连通发展打开成长空间。**依托锂电池行业地位，2016年逐步落实电池系统集成和动力

总成、整车涉及与研发、充电桩建设和新能源汽车运营业务。同时利用新能源汽车市场进一步带动上游锂电业务，打造产业闭环。2016年宁波利维能自动化18650电池PACK生产线初步建设完毕，上海展泉二期厂房建设完成并投入使用；杉杉汽车取得专用车生产资质；青杉汽车期内完成10款整车设计研发工作；子公司云山智慧完成19个城市的充电桩布局，并对新能源汽车租赁分别在上海、广州、深圳进行试点。短期内源于前期布局资产投入巨大导致2016年归母净利润亏损，长期来看在新能源汽车需求逐步打开的趋势下，此项业务将成为大幅增长点。

- **把握储能行业快速发展期，收购尤里卡打造“光储结合”。**2016年能源管理服务业务步入快速拓展时期，完成对尤利卡的收购。控股子公司尤利卡2016年实现主营业务收入60984.04万元，归属于上市公司股东的净利润3714.08万元。尤利卡主营电池片生产、太阳能组件生产及销售，太阳能光伏电站建设、发电及服务，总装机容量62.10MW，其中2016年度并网项目容量为11.24MW。对尤利卡的收购有利于公司将“储能节电”与“光伏发电”结合打造整体解决方案。
- **服装业务加速资源整合稳步盈利，拟赴港上市前景向好。**2016年服装业务实现主营业务收入52373.82万元，同比上升8.72%，归属于上市公司股东的净利润3626.17万元，同比下降25.39%。2016年门店由2015年末的1041家整体减少至901家，主要受整体行业黯淡趋势及部分门店类型调整等因素影响，公司平均店效略有下降。期内，控股子公司宁波杉杉服装品牌经营有限公司更名为杉杉品牌运营股份有限公司，并进行各品牌业务重整，拟以H股方式在香港联交所上市，已获得中国证监会批复。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司17年、18年、19年营业收入分别为83.15亿元、120.26亿元、168.58亿元，归母净利润分别为6.99亿元、8.64亿元、10.88亿元，EPS分别为0.62、0.77、0.97元，对应4月25日收盘价（15.44元）的市盈率分别为25、20和16倍，维持“增持”评级。
- **股价刺激因素：**新能源汽车发展的超预期；储能市场超预期发展；服装业务业绩超预期。
- **风险因素：**新能源汽车行业发展不及预期；市场竞争激烈导致盈利能力下降风险；服装业务对业绩的影响。

公司报告首页财务数据

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,302.30	5,474.77	8,315.16	12,026.41	16,857.94
增长率 YoY %	17.58%	27.25%	51.88%	44.63%	40.17%
归属母公司净利润(百万元)	664.81	330.16	699.21	864.11	1,087.85
增长率 YoY%	90.81%	-50.34%	111.78%	23.58%	25.89%
毛利率%	21.66%	24.95%	27.27%	26.34%	25.93%
净资产收益率 ROE%	14.70%	5.10%	8.23%	9.32%	10.61%

每股收益 EPS(元)	1.62	0.29	0.62	0.77	0.97
市盈率 P/E(倍)	10	53	25	20	16
市净率 P/B(倍)	1.3	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 04 月 25 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,349.44	7,148.26	10,292.64	13,068.64	16,049.41
货币资金	878.55	2,439.38	4,106.43	4,442.11	4,255.97
应收票据	417.69	714.36	957.47	1,384.82	1,941.16
应收账款	1,619.47	1,807.04	2,494.55	3,607.92	5,057.38
预付账款	234.44	181.23	266.75	390.74	550.77
存货	862.38	1,207.42	1,668.60	2,444.22	3,445.30
其他	336.91	798.84	798.84	798.84	798.84
非流动资产	5,848.55	7,438.16	6,568.31	7,093.33	7,667.27
长期投资	1,203.13	1,342.98	1,342.98	1,342.98	1,342.98
固定资产	878.44	1,864.49	1,229.39	1,526.70	1,930.56
无形资产	247.21	396.47	305.51	370.00	458.39
其他	3,519.77	3,834.23	3,690.43	3,853.65	3,935.36
资产总计	10,197.98	14,586.42	16,860.94	20,161.97	23,716.69
流动负债	2,835.67	3,996.34	5,568.27	7,999.26	10,457.25
短期借款	811.81	1,010.50	1,510.50	2,010.50	2,510.50
应付账款	596.72	930.72	1,511.82	2,214.56	3,121.58
其他	1,427.13	2,055.12	2,545.95	3,774.20	4,825.17
非流动负债	2,263.12	1,945.96	1,945.75	1,945.75	1,945.75
长期借款	200.00	196.21	196.21	196.21	196.21
其他	2,063.12	1,749.74	1,749.54	1,749.54	1,749.54
负债合计	5,098.78	5,942.30	7,514.02	9,945.02	12,403.00
少数股东权益	300.37	501.70	505.29	511.21	520.10
归属母公司股东权益	4,798.83	8,142.42	8,841.63	9,705.74	10,793.59
负债和股东权益	10197.98	14586.42	16860.94	20161.97	23716.69

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,302.30	5,474.77	8,315.16	12,026.41	16,857.94
同比	17.58%	27.25%	51.88%	44.63%	40.17%
归属母公司净利润	664.81	330.16	699.21	864.11	1,087.85
同比	90.81%	-50.34%	111.78%	23.58%	25.89%
毛利率	21.66%	24.95%	27.27%	26.34%	25.93%
ROE	14.70%	5.10%	8.23%	9.32%	10.61%
每股收益(元)	1.62	0.29	0.62	0.77	0.97
P/E	10	53	25	20	16
P/B	1.3	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.88	25.78	19.57	16.21	13.30

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,302.30	5,474.77	8,315.16	12,026.41	16,857.94
营业成本	3,370.58	4,108.57	6,047.29	8,858.25	12,486.33
营业税金及附加	15.26	34.83	52.90	76.51	107.25
营业费用	253.16	305.86	464.55	671.89	941.81
管理费用	452.03	646.09	981.30	1,419.27	1,989.45
财务费用	111.44	96.99	79.40	76.06	99.35
资产减值损失	73.50	50.95	86.02	123.98	173.53
公允价值变动收益	-0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	757.29	210.74	206.96	206.96	208.22
营业利润	783.35	442.21	810.66	1,007.40	1,268.43
营业外收入	43.74	41.32	34.43	34.43	36.73
营业外支出	26.70	8.12	18.26	18.26	14.88
利润总额	800.39	475.41	826.83	1,023.56	1,290.28
所得税	122.92	77.46	124.02	153.53	193.54
净利润	677.47	397.94	702.80	870.03	1,096.74
少数股东损益	12.65	67.78	3.59	5.92	8.88
归属母公司净利润	664.81	330.16	699.21	864.11	1,087.85
EBITDA	997.14	778.84	1,051.74	1,300.74	1,622.23
EPS (摊薄)	0.31	0.29	0.62	0.77	0.97

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-257.97	-577.95	1,680.96	418.56	-9.13
净利润	677.47	397.94	702.80	870.03	1,096.74
折旧摊销	78.95	167.59	96.73	118.98	143.76
财务费用	117.81	135.85	128.19	158.19	188.19
投资损失	-757.29	-210.74	-206.96	-206.96	-208.22
营运资金变动	-455.11	-1,088.29	-491.42	-633.31	-1,382.46
其它	80.21	19.70	1,451.62	111.63	152.86
投资活动现金流	215.09	-1,455.41	-385.72	-424.69	-488.82
资本支出	-577.33	-1,113.54	-592.68	-631.65	-697.04
长期投资	819.13	199.48	206.96	206.96	208.22
其他	-26.72	-541.35	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-246.00	3,656.15	367.78	337.78	307.78
吸收投资	144.70	3,459.03	0.00	0.00	0.00
借款	-76.74	156.86	500.00	500.00	500.00
支付利息或股息	170.96	223.66	132.22	162.22	192.22
现金净增加额	-286.91	1630.12	1667.05	335.68	-186.14

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年新能源实业工作经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。