

证券研究报告

公司研究——事项点评

杉杉股份 (600884.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2017.07.19

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

相关研究

《与上游合作凸显资本、龙头优势，定增利好业务拓展及人才激励》2017.7

《锂电材料业务快速发展，产业链全方位延伸》

2017.4

《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

《业绩稳定增长，看点在锂电材料》2013.5

《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

材料龙头+资源打开盈利空间，资本、负极优势继续蓄力发展

2017 年 08 月 01 日

事件：公司发布 2017 年半年度业绩预告，预计 2017 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（含宁波尤利卡太阳能科技发展有限公司）相比，将增加 40%-60%，主要系公司锂电池正极材料业务经营业绩大幅提升所致。

公司公告成功认购洛阳钼业 A 股股票，认购金额 1800000001.98 元，认购价格 3.82 元/股，认购股份数量 471204189 股

点评：

- **锂电材料业务增长符合预期，未来有望继续超预期发展。**公司预计 2017 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增加 40%-60%，主要是由于正极材料业务的快速发展。正极材料领域有积淀的企业拥有领先的技术优势、良好的产品质量和成本优势，公司在锂电正极材料领域产能、技术均处于全球领先地位，2016 年总产能达 3.3 万吨，高电压、高压实钴系正极材料以及高镍三元材料等高端产品销售占比不断提升，业务布局全面，资本实力雄厚，下游把控能力强，将带来极大的业绩弹性，有望持续实现超预期发展。
- **行业最好的成长期到来，作为锂电材料全球龙头，公司将充分享受电动化盛宴。**我们判断 2017 年是新能源汽车行业的反弹和升华之年，将是行业新的起步，我们的行业报告预计今年国内新能源汽车和正极材料的增速都在 33% 以上，三季度是较好投资期，未来一年半是最好的上升周期，未来三年是行业最关键的成长期，将带动整个产业链快速向好发展；全球电动化浪潮涌现，将推动产业链全面升级、发展，公司是锂电材料领域全球龙头企业之一，规模效应日益显现，产品技术品质和成本竞争力突出，已与多家国内外一流电芯企业建立合作关系，产品已经进入宝马等一线车厂产业链，有望充分享受全球电动化趋势的盛宴，享受行业红利，厚积薄发
- **负极材料调涨趋势愈见明朗，量价齐升态势显现，有望接力成为业绩推力。**负极材料领域公司属行业龙头，尤其在人造石墨领域走在行业的前端。2016 年公司负极材料产能达 2.8 万吨，销量达 2.3 万吨，2017 年产能持续释放，年产 35,000 吨锂离子动力电池材料项目中一期项目计划于 2017 年年内投产。负极材料上游成本上升引发产品调涨趋势改善盈利：近期上游针状焦价格高涨，负极材料调涨趋势明朗化利于业务盈利改善，同时负极材料石墨化加工环节成本上升，公司子公司郴州杉杉具备石墨化产能，2017 年 6 月石墨化三期项目正式开工，将建成年产 2000 吨负极材料石墨化产线，有利于进一步降低成本，提升毛利率；公司产品技术领先，打开高端市场，价格传导顺利：硅基负极等前沿产品实现量产并供货。我们预计负极材料量价齐升态势将显现，公司的资本、成本、技术等优势将进一步助推业绩上涨。

- **资本优势凸显，锁定上游原材料供应，把握资源环节。** 正极材料上游锂钴资源有限，原料供给偏紧，我们预计钴价仍将维持坚挺态势。此次公司成功以 18 亿元人民币认购洛阳钼业 A 股股票，凸显了公司的资本实力，这是我们一直看好公司的最大原因。连接资源环节，既是对双方关系的进一步绑定，更是对上游资源属性环节的战略介入，有利于保障公司锂电池正极材料上游原材料钴资源的供应，降低原材料供应紧缺带来的供应链风险，提升公司对上游的把控能力，进一步巩固公司的龙头地位。公司通过资本平台充分享受新能源汽车发展的红利，我们预计公司有望进一步把控更多的资源端。
- **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 7 月 31 日收盘价（22.28 元）的市盈率分别为 36、29 和 23 倍，给予公司“买入”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：** 新能源汽车行业的发展不及预期；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)	14	76	36	29	23
市净率 P/B(倍)	1.9	3.1	2.8	2.6	2.3

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2017 年 07 月 31 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	10,197.9	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	14	76	36	29	23
P/B	1.9	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	11.70	35.64	26.87	22.11	18.04

利润表

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，新能源与电力设备行业首席研究员，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，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、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，推动行业发展。

电力设备与新能源行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
骆驼股份	601311.SH	四方股份	601126.SH	南都电源	300068.SZ	合康新能	300048.SZ
爱康科技	002610.SZ	万马股份	002276.SZ	江川技术	300124.SZ	东方日升	300118.SZ
林洋电子	601222.SH	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ	杉杉股份	600884.SH	雪迪龙	002658.SZ	风帆股份	600482.SH

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	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看涨：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起6个月内。	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。