

2017年08月17日

# 杉杉股份 (600884.SH)

## 动态分析

### 受益于钴价上涨，正极材料业绩高增长

#### 投资要点

◆ **事件**：8月15日，公司发布2017年中期业绩报告，17H1实现营业收入38.52亿元，同比增长57.79%，毛利率为25.20%，比去年下降了3.61个百分点，归母净利润3.39亿元，同比增长51.49%，扣非净利润2.55亿元，同比增长26.56%。公司17Q2实现销售收入23.15亿元，同比增长75.62%，归母净利润为2.56亿元，同比增长41.99%，环比增长206%，符合预期。

#### ◆ 点评：

➢ **锂电池材料业务再创佳绩，引领公司业绩增长**：锂电材料业务收入29.11亿元，同比增长57.43%，实现归母净利润2.65亿元，同比增长92.66%。公司锂电材料业务涉及正极、负极、电解液三大块。**正极材料** 17H1销售9880吨，同比增长20.9%，材料价格受益于金属钴涨价，业绩大幅提升，17H1实现营收21.1亿元，同比增长90.65%，归母净利润2.28亿元，同比增长166.67%。**负极材料**，17H1收购了湖州创亚，新增产能1万吨，上半年累计销售15295吨，同比增长50.82%，但由于材料价格下滑，17H1实现营收6.95亿元，同比增长25.07%，归母净利润4534万元，同比增长10.3%。公司计划投资38亿元，于今年10月在包头新建年产10万吨负极材料产能，稳固公司材料产能龙头地位。**电解液**，该业务销量1869吨，同比下滑43.31%，收入1.06亿元，同比下滑43.27%，归母净利润亏损707万元，主要因为六氟磷酸锂价格下调致使电解液价格下调，子公司廊坊杉杉经营不及预期。三季度公司将投放2万吨电解液项目，年内投放衢州2000吨六氟磷酸锂产线，电解液业务在下半年有望实现反转。

➢ **新能源车运营业务仍处于培育期，光伏电站业务开始贡献业绩**：公司新能源车业务，上半年实现营收0.68亿元，该业务仍在培育期，产业试点布局多，管理费用计提较多，整体尚未实现盈利。配合新能源车运营，公司积极搭建融合充电网、车联网、互联网和停车位的“三网一位”的综合智能服务平台，未来有望成为公司又一新增长点。公司依托子公司尤利卡，开展了分布式光伏电站的建设并网项目，17H1并网项目15个，装机容量39.02MW，累计已并网项目17个，总装机容量50.26MW。该能源管理业务17H1实现营收4.98亿元，归母净利润0.28亿元。尤利卡自投分布式光伏电站项目，将为公司持续提供现金流。

➢ **服装业务稳定发展，银行分红助力业绩增长**：17H1公司传统服装业务实现营收3.00亿元，同比增加28.06%，但由于销售费用和财务费用的增加，归母净利润为0.16亿元，同比下降32.01%。公司金融类业务也稳定开展，H1内公司持有宁波银行3.91%和稠州银行7.06%的股权，分别获得分红0.53亿元和0.25亿元。

◆ **投资建议**：公司以锂电材料为主业，外拓业务多点开花，我们预计公司2017-2019年每股收益分别为0.59、0.71和0.81元，对应PE分别为33、27、24倍，继续给予“增持-A”评级，6个月目标价为23.0元。

◆ **风险提示**：新能源汽车推广不达标，新能源政策风险，原材料价格大幅波动。

电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6个月目标价 23元

股价(2017-08-16) 20.69元

#### 交易数据

总市值(百万元) 23,230.01

流通市值(百万元) 17,001.31

总股本(百万股) 1,122.76

流通股本(百万股) 821.72

12个月价格区间 12.13/23.19元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	11.46	30.43	39.88
绝对收益	12.2	35.49	43.76

#### 分析师

林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20655793

#### 报告联系人

肖索  
 xiaosuo@huajinsec.cn  
 021-20655796

#### 相关报告

杉杉股份：牵手洛阳铝业，涉足上游钴矿  
 2017-07-16

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4,302.3	5,474.8	8,765.1	10,562.0	12,177.9
同比增长(%)	17.6%	27.3%	60.1%	20.5%	15.3%
营业利润(百万元)	783.4	442.2	882.8	1,029.4	1,112.1
同比增长(%)	112.2%	-43.5%	99.6%	16.6%	8.0%
净利润(百万元)	664.8	330.2	664.3	797.4	910.8
同比增长(%)	90.8%	-50.3%	101.2%	20.0%	14.2%
每股收益(元)	0.59	0.29	0.59	0.71	0.81
PE	32.9	66.3	32.9	27.4	24.0
PB	4.6	2.7	2.5	2.3	2.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、季度业绩点评：正极材料业绩大幅增长，归母净利润同比提升超 50% .....	4
二、经营状况点评：新能源布局完善，业绩有望持续超预期 .....	5
（一）锂电池业务是主要收入来源，新能源车业务有望成为又一增长点 .....	5
（二）下半年新能源车行业进入快速发展期，公司有望持续获益 .....	6
三、投资建议 .....	7
四、风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动（亿元） .....	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润变动（亿元） .....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动 .....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动 .....	4
图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1） .....	5
表 1：杉杉各项业务基本情况 .....	6

## 一、季度业绩点评：正极材料业绩大幅增长，归母净利润同比提升超 50%

公司 2017 年上半年实现营收 38.52 亿元，同比上升 57.79%，其中第二季度的营收为 23.15 亿元，同比上升 75.62%。

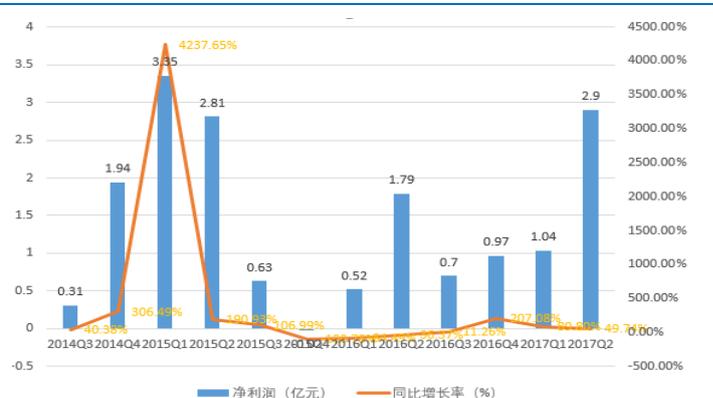
公司 2017 年上半年实现归母净利润 3.39 亿元，同比上升 51.49%，符合中报预告中上半年归母净利润 3.31 亿到 3.58 亿元之间，同比增长 40%-60%的预期。其中第二季度的归属母公司股东净利润为 2.56 元，同比上升 41.99%。主要是因为原材料价格上涨导致正极材料业务经营业绩大幅提升所致。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润变动（亿元）

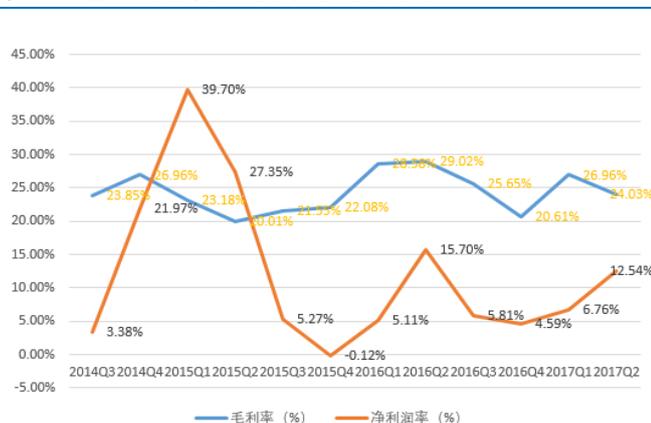


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 25.20%，相比去年下降了 3.61 个百分点，其中第二季度的毛利率为 24.03%，同比略微有所下降。虽然毛利率有所下降，但由于锂电正极材料业务经营业绩大幅提升而导致整体归母净利润提升。

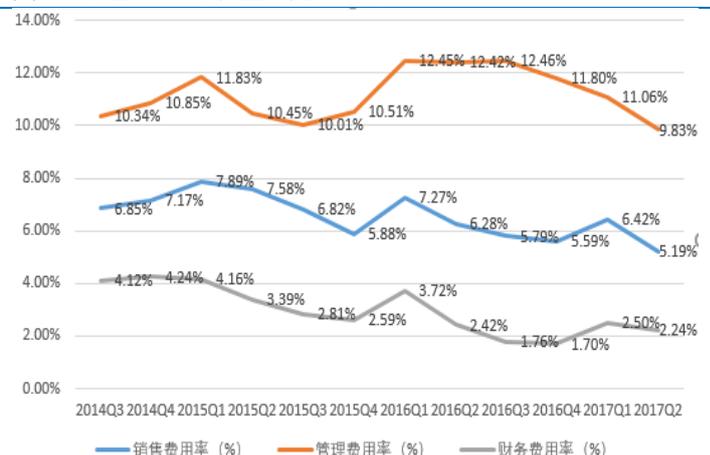
经营费用方面，公司上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 5.19%、9.83%、2.24%，公司销售规模扩大，对应人工及各类经管费用增加，特别是锂电池业务研发费用的增加，使得管理费用有所增加。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、经营状况点评：新能源布局完善，业绩有望持续超预期

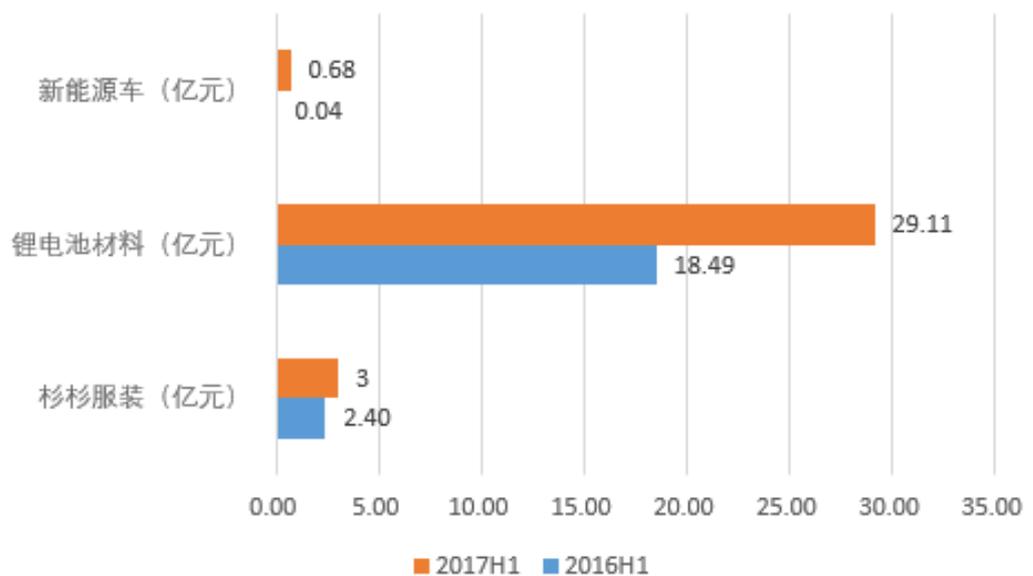
### （一）锂电池业务是主要收入来源，新能源车业务有望成为又一增长点

锂电材料业务收入 29.11 亿元，同比上升 57.43%，实现归母净利润 2.65 亿元，同比上升 92.66%，是公司营业收入的主要来源。**正极材料** 17H1 销售 9880 吨，同比增长 20.9%，材料价格受益于金属钴涨价，业绩大幅提升，17H1 实现营收 21.1 亿元，同比增长 90.65%，归母净利润 2.28 亿元，同比增长 166.67%。**负极材料**，17H1 收购了湖州创亚，新增产能 1 万吨，上半年累计销售 15295 吨，同比增长 50.82%，但由于材料价格下滑，17H1 实现营收 6.95 亿元，同比增长 25.07%，归母净利润 4534 万元，同比增长 10.3%。公司计划投资 38 亿元，于今年 10 月在包头新建年产 10 万吨负极材料产能，稳固公司材料产能龙头地位。**电解液** 该业务销量 1869 吨，同比下滑 43.31%，收入 1.06 亿元，同比下滑 43.27%，归母净利润亏损 707 万元，主要因为六氟磷酸锂价格下调致使电解液价格下调，子公司廊坊杉杉经营不及预期。三季度公司将投放 2 万吨电解液项目，年内投放衢州 2000 吨六氟磷酸锂产线，电解液业务在下半年有望实现反转。

传统服装业务实现营收 3.00 亿元，同比增加 28.06%，但由于销售费用和财务费用的增加归母净利润为 0.16 亿元，同比下降 32.01%。

新能源车业务上半年实现营收 0.68 亿元，但由于前期资产投入大，产业试点布局多，管理费用计提较多尚未盈利。随着公司“动力电池 PACK+新能源汽车运营+能源管理服务”的产业链布局的完善，未来有望成为又一增长点。

图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：公司半年报，华金证券研究所

## (二) 下半年新能源车行业进入快速发展期，公司有望持续获益

下半年将进入新能源车行业旺季，今年上半年新能源车产量约 21 万辆，如要完成 70 万辆的目标，下半年需生产近 50 万辆，是上半年的 2.5 倍。作为新能源车锂电池重要的原材料供应商杉杉股份将充分受益于行业的高速发展。公司正极材料领域主要产品钴酸锂系列、多元材料系列、锰酸锂系列和三元前驱体，16 年总产能达 3.3 万吨，为全球规模最大的正极材料生产商。

公司在一系列正极材料中，高电压、高压实、高能量密度的高端钴系产品占有较大市场优势，而公司这些高端产品销售占比正在不断提升，下半年公司正极材料业绩有望超过上半年的增长。

公司负极材料上半年出货 1.5 万吨，但是利润增长低于出货量的增长。主要是因为上半年负极材料价格下滑。但从 7，8 月份开始，负极材料开始回暖，原材料针状焦的价格上涨，或将持续带动负极材料价格的恢复性增长，有望获得超额收益。

电解液业务虽然受今年年初六氟磷酸锂的价格从 30 多万/吨降低到 15 万/吨的原因导致上半年亏损，但随着 16 年的六氟磷酸锂库存消化完毕，下半年采用入股巨化凯蓝自供的六氟磷酸锂，其成本有望大幅下降，再加上公司电解液销量迅速增长，下半年有望实现盈利。

客户群方面，公司为其高端客户群，提供定制化产品服务。目前，公司锂电池材料业务已经与多家行业排名靠前的电池制造商建立了长期稳定的合作关系，包括三星、ATL、LGC、SDI、比亚迪、比克等国内外主流的电芯企业，并已进入苹果、宝马、华为等世界知名企业的供应链。

公司一直积极探索寻求上游资源端领域的合作，并积极接洽现有产业链上下游的其他龙头或知名企业，7 月 13 日，公司与洛阳钼业签订了《战略合作框架协议》，公司拟投资金额 18 亿元人民币，参与报价并认购洛阳栾川钼业集团的 180 亿的增发募资，资金拟用于巴西铌、磷资产收购项目和刚果（金）铜、钴资产收购项目，确保上游矿产资源的供应。

随着全球电动化浪潮来袭，公司作为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，而且客户群优质，有望充分获益于全球汽车电动化趋势的盛筵。

表 1：杉杉各项业务基本情况

	营收(亿元)	营收 同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润 同比增长	销量	销量 同比增长
正极材料	21.1	90.65%	2.28	166.67%	9880(吨)	20.92%
负极材料	6.95	25.07%	0.45	10.31%	15295(吨)	50.82%
电解液	1.06	-43.27%	-0.07		1869(吨)	-43.31%
新能源汽车业务	0.68		-0.92		2000余套订单	
能源管理服务	4.98		0.28		2017年上半年并网项目15个，装机容量39.02MW	
服装业务	3	28.06%	0.16	-32.01%		

资料来源：公司半年报，华金证券研究所

### 三、投资建议

杉杉股份以锂电材料为主业，外拓业务多点开花，我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.59、0.71 和 0.81 元，对应 PE 分别为 33，27，24 倍，继续给予“增持-A”评级，6 个月目标价为 23.0 元。

### 四、风险提示

- 1、新能源汽车推广不达标，
- 2、新能源车政策风险，
- 3、原材料价格大幅波动。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4,302.3	5,474.8	8,765.1	10,562.0	12,177.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	3,370.6	4,108.6	6,503.7	7,868.7	9,133.4	营业收入增长率	17.6%	27.3%	60.1%	20.5%	15.3%
营业税费	15.3	34.8	17.5	41.9	50.1	营业利润增长率	112.2%	-43.5%	99.6%	16.6%	8.0%
销售费用	253.2	305.9	534.7	676.0	734.2	净利润增长率	90.8%	-50.3%	101.2%	20.0%	14.2%
管理费用	452.0	646.1	968.7	1,172.4	1,378.3	EBITDA 增长率	60.2%	-28.0%	46.4%	7.9%	7.1%
财务费用	111.4	97.0	32.1	-33.4	-37.4	EBIT 增长率	70.6%	-39.7%	69.7%	8.9%	7.9%
资产减值损失	73.5	51.0	8.6	10.2	6.3	NOPLAT 增长率	61.6%	-40.4%	70.1%	10.2%	6.9%
加:公允价值变动收益	-0.3	-0.0	2.8	-1.9	0.3	投资资本增长率	24.5%	54.5%	13.8%	14.7%	9.3%
投资和汇兑收益	757.3	210.7	180.2	205.0	198.6	净资产增长率	15.6%	69.5%	7.3%	9.4%	9.9%
<b>营业利润</b>	783.4	442.2	882.8	1,029.4	1,112.1	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	17.0	33.2	8.8	25.3	51.3	毛利率	21.7%	25.0%	25.8%	25.5%	25.0%
<b>利润总额</b>	800.4	475.4	891.6	1,054.7	1,163.4	营业利润率	18.2%	8.1%	10.1%	9.7%	9.1%
减:所得税	122.9	77.5	143.6	158.7	184.0	净利润率	15.5%	6.0%	7.6%	7.5%	7.5%
<b>净利润</b>	664.8	330.2	664.3	797.4	910.8	EBITDA/营业收入	22.5%	12.7%	11.7%	10.4%	9.7%
						EBIT/营业收入	20.8%	9.8%	10.4%	9.4%	8.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	50.0%	40.7%	40.8%	36.5%	40.7%
货币资金	878.5	2,439.4	1,403.0	1,398.8	1,740.4	负债权益比	100.0%	68.7%	68.9%	57.5%	68.6%
交易性金融资产	0.2	0.2	2.9	1.1	1.4	流动比率	1.53	1.79	1.92	2.28	2.05
应收帐款	1,728.3	1,971.3	3,385.2	3,656.1	5,139.1	速动比率	1.23	1.49	1.50	1.75	1.62
应收票据	417.7	714.4	1,072.3	1,068.1	1,421.3	利息保障倍数	8.03	5.56	28.54	-29.80	-28.70
预付帐款	234.4	181.2	471.1	355.3	577.8	<b>营运能力</b>					
存货	862.4	1,207.4	1,863.8	2,070.6	2,496.2	固定资产周转天数	65	90	75	59	48
其他流动资产	227.9	634.4	305.6	389.3	443.1	流动营业资本周转天数	111	114	101	111	123
可供出售金融资产	2,536.8	2,661.6	2,634.5	2,611.0	2,635.7	流动资产周转天数	343	378	321	297	307
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	132	122	110	120	130
长期股权投资	1,203.1	1,343.0	1,343.0	1,343.0	1,343.0	存货周转天数	68	68	63	67	68
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	810	815	621	539	514
固定资产	878.4	1,864.5	1,768.6	1,672.7	1,576.9	投资资本周转天数	250	277	225	213	206
在建工程	377.1	356.4	356.4	356.4	356.4	<b>费用率</b>					
无形资产	247.2	396.5	386.0	375.6	365.2	销售费用率	5.9%	5.6%	6.1%	6.4%	6.0%
其他非流动资产	605.9	816.3	671.9	687.5	700.0	管理费用率	10.5%	11.8%	11.1%	11.1%	11.3%
<b>资产总额</b>	10,198.0	14,586.4	15,664.3	15,985.5	18,796.2	财务费用率	2.6%	1.8%	0.4%	-0.3%	-0.3%
短期债务	811.8	1,010.5	-	-	-	三费/营业收入	19.0%	19.2%	17.5%	17.2%	17.0%
应付帐款	932.2	1,227.6	2,305.3	1,922.3	2,967.6	<b>投资回报率</b>					
应付票据	858.9	621.9	1,499.0	1,268.9	1,892.1	ROE	13.9%	4.1%	7.6%	8.4%	8.8%
其他流动负债	232.8	1,136.4	626.0	722.7	907.4	ROA	6.6%	2.7%	4.8%	5.6%	5.2%
长期借款	200.0	196.2	-	-	-	ROIC	28.5%	13.6%	15.0%	14.5%	13.6%
其他非流动负债	2,063.1	1,749.7	1,958.8	1,923.9	1,877.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	5,098.8	5,942.3	6,389.1	5,837.9	7,644.5	DPS(元)	0.06	0.08	-	-	-
少数股东权益	300.4	501.7	585.5	684.0	752.6	分红比率	10.8%	27.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	410.9	1,122.8	1,122.8	1,122.8	1,122.8	股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,692.8	5,229.7	7,567.0	8,340.8	9,276.3						
<b>股东权益</b>	5,099.2	8,644.1	9,275.2	10,147.6	11,151.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	677.5	397.9	664.3	797.4	910.8	EPS(元)	0.59	0.29	0.59	0.71	0.81
加:折旧和摊销	79.0	167.6	106.3	106.3	106.3	BVPS(元)	4.27	7.25	7.74	8.43	9.26
资产减值准备	73.5	51.0	-	-	-	PE(X)	32.9	66.3	32.9	27.4	24.0
公允价值变动损失	0.3	0.0	2.8	-1.9	0.3	PB(X)	4.6	2.7	2.5	2.3	2.1
财务费用	117.8	135.9	32.1	-33.4	-37.4	P/FCF	-144.5	-20.3	-15.9	-630.7	68.7
投资损失	-757.3	-210.7	-180.2	-205.0	-198.6	P/S	5.1	4.0	2.5	2.1	1.8
少数股东损益	12.7	67.8	83.8	98.6	68.6	EV/EBITDA	6.7	27.0	18.6	17.3	15.9
营运资金的变动	-528.9	-1,108.6	-665.5	-974.9	-741.4	CAGR(%)	9.8%	35.0%	31.6%	9.8%	35.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-258.0	-577.9	43.6	-212.9	108.5	PEG	3.4	1.9	1.0	2.8	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	215.1	-1,455.4	408.4	178.0	140.6	ROIC/WACC	2.7	1.3	1.4	1.4	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-246.0	3,656.1	-1,488.3	30.7	92.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn