

正极材料利润大增，专注立足新能源主业

——杉杉股份（600884）2017 年三季度报点评

2017 年 10 月 30 日

强烈推荐/维持

杉杉股份

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn

010-66554032

事件：

10 月 30 日，公司发布了 2017 年三季度报告，2017 年前三季度实现营业收入 66.44 亿元，同比增长 71.83%，归母净利润为 4.68 亿元，同比增长 58.47%。其中，公司第三季度实现营业收入 27.91 亿元，同比增长 95.89%，归母净利润 1.29 亿元，同比增长 120.26%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	1123.45	1317.98	1424.91	1608.43	1537.7	2314.66	2791.32
增长率（%）	33.31%	28.23%	18.65%	-13.37%	36.87%	75.62%	95.89%
毛利率（%）	27.52%	27.19%	24.05%	22.13%	26.96%	24.03%	21.72%
期间费用率（%）	22.38%	17.42%	16.35%	20.83%	19.97%	15.46%	15.06%
营业利润率（%）	5.77%	16.54%	7.38%	3.37%	8.33%	10.41%	5.81%
净利润（百万元）	54.78	193.84	86.69	62.63	103.98	290.26	170.98
增长率（%）	-83.62%	-31.04%	36.84%	98.83%	89.80%	49.74%	97.23%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.16	0.06	0.03	0.07	0.23	0.11
资产负债率（%）	38.25%	35.52%	36.43%	40.74%	41.85%	47.49%	52.39%
净资产收益率（%）	0.65%	2.25%	0.99%	0.72%	1.16%	3.12%	1.73%
总资产收益率（%）	0.40%	1.45%	0.63%	0.43%	0.67%	1.64%	0.82%

观点：

➤ 全年快速增长，业绩符合预期

公司今年前三季度业绩实现高速增长，增长主要来源于电池材料相关业务保持较高景气度。公司正极材料业绩大幅提升，贡献归母净利润 3.99 亿元，同比增加 227.27%，全年高增长可期。负极材料盈利能力总体保持稳定，出货量明显增加，全年预计全年贡献业绩 1 亿元以上。电解液已摆脱上半年库存减值影响，随着自身六氟磷酸锂产能的推进，未来盈利能力有望显著提升，预计全年将扭亏为盈。另外，公司新能源汽车业务目前仍处于亏损状态，随着公司通过对外融资引入战略投资者，将从资金和管理等方面不断改善经营状况，并不排除出表的可能性。

➤ 钴酸锂价格传导顺畅，完善上游钴矿布局

正极材料业务在公司业绩占比中达80%以上，主要分为钴酸锂和三元正极材料两种产品。目前公司正极产品中钴酸锂占比较大，在钴价大涨的背景下，公司钴酸锂产品价格向下游超额传导导致利润空间大幅提升，目前钴酸锂单吨利润以从年初的约1.5万元增至约4万元。我们预计2017年正极材料产量2.5万吨，钴酸锂与三元材料各1.5万吨和1万吨，受益钴涨价扩大加工利润空间，保守预计将推高公司正极材料业绩3亿元以上。同时，公司积极推进新建622、811三元正极材料产能落地，明年可实现大批量供货，将成为业绩提升的新动力。

另外，今年7月，公司参与报价并认购全球第二大钴供应商洛阳钼业定增，并就未来钴产品的采购、销售以及钴、锂等金属资源项目开发达成战略合作协议。通过与洛阳钼业实现紧密合作，有助于公司争取上游资源端主动权，提升议价能力并缓解下游电池厂成本挤压，同时将一同开展废旧电池回收技术研发，提炼回收钴、锂等有价金属，实现产业链纵向延伸，打造循环经济。

➤ 分拆无关业务，专注新能源领域

2015年以来，公司愈加专注于锂电材料等新能源业务，积极推进对传统的服装业务和投资业务进行分拆，陆续启动了杉杉品牌公司和富银融资租赁（含商业保理）的港交所上市进程。富银融资租赁已于今年5月在港交所创业板成功上市，而杉杉品牌公司上市进程仍在积极推进中。完成非新能源业务分拆后，公司将成为一家更为纯正的新能源企业，在拓宽融资渠道方便资本运作的同时，为新能源核心业务的产业链布局扫清障碍。

结论：

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 90.4 亿元、110.8 亿元和 137.2 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 7.2 亿元、9.4 亿元和 11.4 亿元，EPS 分别为 0.64 元 0.84 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 32.4、24.7 和 20.5，钴价仍有较大上涨空间，维持公司“**强烈推荐**”评级。

风险提示：

新能源汽车行业发展不达预期，锂电材料价格传导受阻，公司产线投放进度不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4349	7148	8269	9809	11803	营业收入	4302	5475	9040	11083	13724
货币资金	879	2439	1808	1995	2196	营业成本	3371	4109	6823	8283	10338
应收账款	1619	1807	2477	3036	3760	营业税金及附加	15	35	54	66	82
其他应收款	109	164	271	332	412	营业费用	253	306	452	526	619
预付款项	234	181	181	181	181	管理费用	452	646	886	1032	1214
存货	862	1207	1869	2269	2832	财务费用	111	97	67	103	123
其他流动资产	109	205	490	653	865	资产减值损失	73.50	50.95	40.00	40.00	40.00
非流动资产合计	5849	7438	7549	7603	7648	公允价值变动收益	-0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1203	1343	1343	1343	1343	投资净收益	757.29	210.74	210.00	210.00	210.00
固定资产	878.44	1864.4	2117.9	2251.9	2342.7	营业利润	783	442	927	1242	1518
无形资产	247	396	397	367	340	营业外收入	43.74	41.32	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	257	257	257	257	营业外支出	26.70	8.12	8.00	8.00	8.00
资产总计	10198	14586	15818	17412	19452	利润总额	800	475	959	1274	1550
流动负债合计	2836	3996	5408	6212	7287	所得税	123	77	152	201	245
短期借款	812	1011	1807	2126	2520	净利润	677	398	808	1073	1305
应付账款	597	931	1309	1589	1983	少数股东损益	13	68	90	130	170
预收款项	59	132	132	132	132	归属母公司净利润	665	330	718	943	1135
一年内到期的非流	0	790	790	790	790	EBITDA	1210	1085	1218	1596	1902
非流动负债合计	2263	1946	1174	1174	1174	BPS (元)	1.62	0.40	0.64	0.84	1.01
长期借款	200	196	196	196	196	主要财务比率					
应付债券	1334	747	0	0	0						
负债合计	5099	5942	6582	7386	8461	成长能力					
少数股东权益	300	502	592	722	892	营业收入增长	17.58%	27.25%	65.12%	22.60%	23.83%
实收资本(或股本)	411	1123	1123	1123	1123	营业利润增长	112.16	-43.55	109.67	33.93%	22.25%
资本公积	504	2935	2935	2935	2935	归属于母公司净利润	117.36	31.34%	117.36	31.34%	20.44%
未分配利润	1940	2158	2374	2656	2997	获利能力					
归属母公司股东权	4799	8142	6855	7515	8309	毛利率(%)	23.87%	21.66%	24.95%	24.52%	25.26%
负债和所有者权	10198	14586	15818	17412	19452	净利率(%)	15.75%	7.27%	8.93%	9.68%	9.51%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	6.52%	2.26%	4.54%	5.41%	5.84%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	13.85%	4.05%	10.47%	12.54%	13.66%
经营活动现金流	-258	-578	-133	394	409	偿债能力					
净利润	677	398	808	1073	1305	资产负债率(%)	50%	41%	42%	42%	
折旧摊销	315.18	546.16	0.00	211.83	224.45	流动比率	1.53	1.79	1.53	1.58	1.62
财务费用	111	97	67	103	123	速动比率	1.23	1.49	1.18	1.21	1.23
应收账款减少	0	0	-670	-560	-723	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.44	0.59	0.67	0.74
投资活动现金流	215	-1455	-170	-140	-140	应收账款周转率	3	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.13	7.17	8.07	7.65	7.69
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	757	211	210	210	210	每股收益(最新摊薄)	1.62	0.40	0.64	0.84	1.01
筹资活动现金流	-246	3656	-328	-67	-69	每股净现金流(最新)	-0.70	1.45	-0.56	0.17	0.18
应付债券增加	0	0	-747	0	0	每股净资产(最新摊)	11.68	7.25	6.11	6.69	7.40
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	712	0	0	0	P/E	12.79	51.80	32.42	24.68	20.49
资本公积增加	15	2431	0	0	0	P/B	1.77	2.86	3.39	3.10	2.80
现金净增加额	-289	1623	-631	187	201	EV/EBITDA	8.25	21.71	19.90	15.27	12.92

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。