

杉杉股份(600884)业绩预告点评

正极持续发力，业绩大增

买入（维持）

2018年01月23日

首席证券分析师 曾朵红

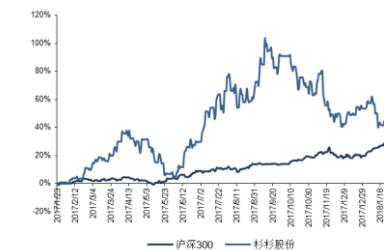
执业证书编号：

S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5475	8519	10639	12223
收入同比(%)	27%	56%	25%	15%
归属母公司净利润	330	891	909	1128
净利润同比(%)	-50%	170%	2%	24%
毛利率(%)	25.0%	24.6%	23.2%	22.7%
ROE(%)	4.1%	10.1%	9.6%	11.0%
每股收益(元)	0.29	0.79	0.81	1.00
P/E	64.75	24.00	23.51	18.95
P/B	2.63	2.43	2.26	2.08
EV/EBITDA	35	18	17	15

投资要点

■ 公司预告2017年归母净利润增加5.2-6.2亿，即2017年归母净利润8.5-9.5亿，同比增长158-188%；扣非净利润增加1.6-2.1亿，即2017年扣非归母净利润为4.16-4.66亿，同比增长62-82%，符合预期。

■ 单季度看，公司四季度实现归母净利润3.8-4.8亿，其中四季度公司出售宁波银行股权0.565%，获得投资收益4.66亿（税前）。

图表1：杉杉股份分季度业绩情况

	3Q2017	2Q2017	1Q2017	2016年	4Q2016	3Q2016
营业收入(百万)	2,791	2,315	1,538	5,475	2,108	1,213
同比	95.9%	75.6%	36.9%	11.1%	13.5%	1.0%
毛利率	21.7%	24.0%	27.0%	25.0%	20.6%	25.7%
归母净利润(百万)	129	256	83	330	62	59
同比	80.3%	42.0%	90.6%	-52.2%	148.1%	6.4%
净利率	6.1%	12.5%	6.8%	7.3%	4.6%	5.8%

数据来源：Wind资讯，东吴证券研究所

■ 业绩拆分看，我们预计四季度公司正极材料依然保持较好的增速，预计全年将为公司贡献5亿左右净利润（前三季度湖南杉杉净利润4.8亿，为公司贡献3.7亿净利润，三季度贡献1.4亿），出货量将超2万吨；负极材料方面，由于下半年原材料涨价对公司净利润有所影响，我们预计全年为公司贡献0.8-1亿左右净利润；电解液下半年由于高价六氟磷酸锂消化完毕，有望扭亏，我们预计保持盈亏平衡。能源管理业务方面，我们预计全年贡献0.55-0.6亿净利润（业绩承诺0.55亿），服装业务预计贡献0.3亿。新能源汽车业务预计四季度还将继续亏损，全年可能亏损2亿左右。投资收益方面，宁波银行和稠州银行分红实现1.2亿投资收益，此外出售宁波银行股权获得4.66亿投资收益（税前），因此我们判断投资收益可贡献4.5-5亿净利润。

市场数据

收盘价(元)	19.04
一年最低价/最高	12.44 / 27.48
市净率(倍)	2.32
流通A股市值(百万元)	15645.48

基础数据

每股净资产(元)	8.22
资产负债率(%)	52.39%
总股本(百万股)	1122.76
流通A股(百万股)	821.72

相关研究

1. 中报业绩大增，正极材料势头猛，锂电材料下半年景气度更进一步 2017-08-16
2. 杉杉股份中报预告大增，预计下半年景气度将延续 2017-07-28
3. 锂电材料龙头标的，将受益于电动车全球化采购 2017-07-14

■ 正极材料持续发力，继续规划 10 万吨项目。子公司杉杉能源计划固定资产累计投资 50 亿，在长沙建设 10 万吨高能量密度正极材料，其中一期产能 2 万吨，计划于 2020 年底前完成，一期第一阶段设计产能 1 万吨，计划于 2018 年底建设完成。同时，公司不断调整产品和客户结构以适应市场需求，高电压钴酸锂和 532/622 三元占比不断提升。2017 年公司正极材料产量 2 万吨左右，预计钴酸锂占比 55%，三元占比 45%。2018 年钴价高位上扬（公司加强与洛阳钼业合作，锁定上游原材料），钴酸锂价格继续走高，截至 1 月 20 日达到 43.5 万元/吨，同时由于补贴政策门槛提高，三元 622 正极材料占比将提升，也有利于提高公司盈利水平。

■ 负极原材料价格企稳，且正极高镍化，配套的高端负极材料占比提升，公司负极盈利今年有望改善。17 年下半年，人造石墨原材料国产针状焦价格上涨 3 倍以上（负极成本上涨 1.8 万元/吨），而负极材料涨价稍微滞后，影响公司盈利，目前针状焦价格已企稳。此外 17 年公司以 2.4 亿收购湖州创亚 100% 股权，新增 1 万吨产能，实力进一步增强。根据高工锂电统计，公司 2017 年负极材料产量达到 3.2 万吨，同比增长 41%，预计 18 年受益于动力电池增长将继续维持较高增速。

■ **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 8.91 亿元、9.09 亿元、11.28 亿元，增速 170%/2%/24%，EPS 为 0.79/0.81/1.00 元，对应 PE 为 24x/24x/19x。考虑到公司为锂电池材料龙头，已形成新能源产业链上下游双闭环，随着新能源汽车持续发展，锂电池材料需求不断增加，再加上近期钴价持续上涨，我们给予目标价 24.3 元，对应 2018 年 30x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**国家对新能源车政策支持不及预期，新能源车销量下降；公司产销不达预期；产品价格下滑。

杉杉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表				
					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,148	8,230	9,637	10,973	营业收入	5,475	8,519	10,639	12,223
现金	2,439	1,278	1,596	1,833	营业成本	4,109	6,426	8,174	9,445
应收账款	1,807	2,465	3,078	3,536	营业税金及附加	35	43	53	61
其他应收款	164	164	164	164	销售费用	306	426	479	526
预付款项	181	283	361	417	管理费用	646	924	904	953
存货	1,207	1,896	2,416	2,793	财务费用	97	122	134	109
其他	1,349	2,143	2,023	2,230	资产减值损失	51	84	84	62
非流动资产	7,438	7,500	7,548	7,582	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,343	1,343	1,343	1,343	投资净收益	211	587	275	300
固定资产	1,864	1,890	1,951	1,948	营业利润	442	1,081	1,086	1,367
无形资产	396	388	429	420	营业外收入	41	50	60	70
其他	3,834	3,879	3,825	3,871	营业外支出	8	15	20	25
资产总计	14,586	15,730	17,185	18,555	利润总额	475	1,116	1,126	1,412
流动负债	3,996	4,443	5,187	5,661	所得税	77	179	169	212
短期借款	1,800	1,221	1,197	1,111	净利润	398	938	957	1,200
应付账款	931	1,456	1,852	2,140	少数股东损益	68	47	48	72
其他	1,265	1,766	2,138	2,410	归属母公司净利润	330	891	909	1,128
非流动负债	1,946	1,946	1,946	1,946	EBITDA	707	1,391	1,422	1,692
长期借款	196	196	196	196	EPS (元)	0.29	0.79	0.81	1.00
其他	1,750	1,750	1,750	1,750					
负债合计	5,942	6,389	7,132	7,607					
少数股东权益	502	549	596	668					
股本	1,123	1,123	1,123	1,123					
资本公积	2,935	2,935	2,935	2,935					
留存收益	2,295	2,945	3,609	4,433					
归属母公司股东权益	8,142	8,793	9,456	10,280					
负债和股东权益	14,586	15,730	17,185	18,555					
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	-578	-557	697	687					
净利润	398	938	957	1,200					
折旧摊销	168	188	202	216					
财务费用	136	122	134	109					
投资损失	-211	-587	-275	-300					
营运资金变动	-1,120	-1,302	-405	-601					
其他经营现金流	51	84	84	62					
投资活动现金流	-1,455	337	25	50					
资本支出	1,114	250	250	250					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	-342	587	275	300					
筹资活动现金流	3,656	-942	-404	-499					
短期借款	0	-579	-24	-86					
长期借款	-4	0	0	0					
普通股增加	3,459	0	0	0					
资本公积金增长	2,431	0	0	0					
其他筹资现金流	201	-363	-380	-413					
现金净增加额	1,623	-1,161	318	238	每股指标(元)	2016	2017E	2018E	2019E
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.79	0.81	1.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.51	-0.50	0.62	0.61
					每股净资产(最新摊薄)	7.25	7.83	8.42	9.16
					估值比率				
					P/E	64.75	24.00	23.51	18.95
					P/B	2.63	2.43	2.26	2.08
					EV/EBITDA	35	18	17	15

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>