

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：买入，2017.08.17

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

马步芳 研究助理

联系电话：+86 10 83326842

邮箱：mabufang@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》2017.7.19

《材料龙头+资源打开盈利空间，资本、负极优势继续蓄力发展》2017.8.1

《正极带来业绩大幅上扬，资本、资源、规模优势打造更多期待》2017.8.17

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

锂电材料业绩亮眼，产业链拓展可期

2018年04月20日

事件：公司发布2017年年报，报告期内实现营业收入82.71亿元，比上年同期增加51.07%；实现归属于上市公司股东的净利润8.96亿元，同比增长171.42%；实现扣非后净利润4.41亿元，同比增长72.07%；基本每股收益0.798元，同比增长97.52%。

公司公告拟以2017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0.6元（含税），应付普通股股利67,365,899.16元。本年度无资本公积转增股本方案。

点评：

- **锂电材料业绩再突破，龙头地位更加稳固。**2017年公司锂电池材料经营业绩实现历史性突破，实现主营业务收入60.36亿元，同比增长47.37%；实现归属于上市公司股东的净利润5.65亿元，同比增长101.31%。正极材料、负极材料、电解液三项业务加起来在公司营收中占比达到72.98%，其中正极材料销售量21,447吨，同比增长19.42%，实现主营业务收入42.60亿元，同比增长70.15%，归属于上市公司股东的净利润4.87亿元，同比增长179.54%，负极材料销售量30,912吨，同比增长36.75%，主营业务收入14.82亿元，同比增长26.34%，实现归属于上市公司股东的净利润1.01亿元，同比增长3.76%。在中国锂电池产业链年度竞争力品牌榜单上，公司正极材料连续四年位列第一、负极材料2017年首夺榜单第一、电解液2017年位居榜单第四，是国内锂电材料领域绝对的龙头，2017年业绩再突破使得公司地位更加稳固。
- **新能源汽车业绩高速增长，有望驱动公司业绩再创新高。**2017年公司新能源汽车业务实现主营业务收入5.45亿元，同比增长476.64%，毛利润达到0.39亿元，同比增长350.54%。新能源汽车业务有望成为锂电材料之外的又一增长极，驱动公司业绩再增长。公司新能源汽车业务主要包括PACK业务、充电桩建设与新能源汽车运营业务和整车设计研发业务。全年公司销售PACK约1500套，在33个城市建设运营充电站，“驾呗”分时租赁已入驻广州、深圳、上海、长沙等7个城市，单车日均出租率25%，在华南广州市场排名第一，同时，2017年公司取得了新能源专用车生产资质，自主研发的1.5吨纯电动物流车型、0.5吨纯电动物流车型等进入工信部公告，并进入新能源汽车推广目录。新能源汽车市场广阔，公司有望以其在锂电材料领域的地位为依托，将产业链向下游延伸，在细分领域取得一定市场份额。
- **能源管理服务业务稳步开展，“制造+运营”打造智慧能源管理平台。**公司能源管理服务业务主要以储能技术与产品的应用为核心提供综合能源开发与服务的整体解决方案，同时，本着最大程度为用户节省成本的原则，公司在提供储能服务的同时，为用户配套适当的光伏发电项目，实现相较储能更低的能耗成本，通过“储能节电”、“光伏发电”和“光储结

合”的方式，为用户提供高性价比的能源管理方案，终端客户主要为高耗电，有节能、降需等需求的大型工商业企业。2017 年能源管理服务业务实现主营业务收入 8.49 亿元，同比增长 39.21%，主要系光伏业务组件销量大幅增加及光伏电站投运产生效益所致，储能项目处于投资建设期尚未能盈利。2017 年公司总计开发光伏项目近 150MW，累计并网发电项目 109.48MW；储能方面，公司实现了北京中裕世纪酒店商业储能项目、金坛沃德丰工业储能项目、无锡利特尔工业储能项目等多个项目的落地。“光伏+储能”的模式受到认可。公司采用“制造+运营”的模式，致力于打造智慧能源管理平台，定位于服务平台。随着储能项目建成和平台服务越来越完善，未来自持运营业务可能迎来增长。

- **非新能源业务回报丰厚，改善现金流结构。** 新能源业务之外，公司还从事服装品牌运营业务和类金融创投业务。2017 年服装业务收入 6.66 亿元，同比增长 27.23%，实现归属于上市公司股东的净利润 4,937.48 万元，同比增长 36.16%，金融股权投资业务收获分红 7815.55 万元，出售持有股票获得投资收益 4.66 亿元，类金融业务实现净利润 1,169.50 万元。非新能源业务对于改善经营现金流、缓解资金压力具有积极作用，多元化业务结构也使得公司抗风险能力更强。
- **盈利预测及评级：** 我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年营业收入分别为 109.02 亿元、143.40 亿元、191.73 亿元，归母净利润分别为 9.96 亿元、12.16 亿元、15.48 亿元，EPS 分别为 0.89、1.08、1.38 元，对应 4 月 19 日收盘价（18.18 元）的市盈率分别为 20、17 和 13 倍，公司作为材料龙头将充分享受行业红利；公司具有强大的资本实力和行业地位，鉴于此两点，我们维持公司“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

	2016A	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,474.77	8,270.54	10,902.24	14,339.68	19,173.27
增长率 YoY %	27.25%	51.07%	31.82%	31.53%	33.71%
归属母公司净利润(百万元)	330.16	896.12	996.02	1,216.41	1,548.35
增长率 YoY%	-50.34%	171.42%	11.15%	22.13%	27.29%
毛利率%	24.95%	25.39%	24.78%	24.64%	24.54%
净资产收益率 ROE%	5.10%	9.65%	9.11%	10.11%	11.54%
摊薄每股收益 (元)	0.29	0.80	0.89	1.08	1.38
市盈率 P/E(倍)	62	23	20	17	13
市净率 P/B(倍)	0.9	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,148.26	9,244.51	10,943.16	12,340.18	14,609.86
货币资金	2,439.38	1,667.16	2,292.18	1,445.08	560.64
应收票据	714.36	541.57	713.90	938.99	1,255.50
应收账款	1,807.04	2,713.76	3,270.67	4,301.90	5,751.98
预付账款	181.23	430.21	571.71	753.40	1,008.63
存货	1,207.42	2,333.52	2,536.42	3,342.51	4,474.82
其他	798.84	1,558.29	1,558.29	1,558.29	1,558.29
非流动资产	7,438.16	12,828.68	13,146.31	14,278.45	15,467.86
长期投资	1,342.98	1,453.85	1,453.85	1,453.85	1,453.85
固定资产	1,864.49	2,645.36	2,834.04	3,929.06	5,018.61
无形资产	396.47	374.61	460.27	541.86	608.80
其他	3,834.23	8,354.86	8,398.16	8,353.68	8,386.61
资产总计	14,586.4	22,073.19	24,089.47	26,618.63	30,077.72
流动负债	3,996.34	6,878.57	7,889.09	9,187.13	11,079.40
短期借款	1,010.50	2,987.72	2,987.72	2,987.72	2,987.72
应付账款	930.72	1,409.02	1,872.45	2,467.53	3,303.44
其他	2,055.12	2,481.83	3,028.91	3,731.87	4,788.24
非流动负债	1,945.96	4,064.89	4,064.89	4,064.89	4,064.89
长期借款	196.21	865.96	865.96	865.96	865.96
其他	1,749.74	3,198.93	3,198.93	3,198.93	3,198.93
负债合计	5,942.30	10,943.46	11,953.98	13,252.02	15,144.29
少数股东权益	501.70	696.50	706.25	720.95	739.43
归属母公司股东权益	8,142.42	10,433.23	11,429.25	12,645.66	14,194.00
负债和股东权益	14586.42	22073.19	24089.47	26618.63	30077.72

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,474.77	8,270.54	10,902.24	14,339.68	19,173.27
同比	27.25%	51.07%	31.82%	31.53%	33.71%
归属母公司净利润	330.16	896.12	996.02	1,216.41	1,548.35
同比	-50.34%	171.42%	11.15%	22.13%	27.29%
毛利率	24.95%	25.39%	24.78%	24.64%	24.54%
ROE	5.10%	9.65%	9.11%	10.11%	11.54%
每股收益(摊薄, 元)	0.29	0.80	0.89	1.08	1.38
P/E	62	23	20	17	13
P/B	0.9	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.60	14.35	14.10	12.04	10.08

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,474.77	8,270.54	10,902.24	14,339.68	19,173.27
营业成本	4,108.57	6,171.04	8,200.73	10,806.99	14,467.99
营业税金及附加	34.83	58.87	77.60	102.07	136.47
营业费用	305.86	386.14	509.01	669.50	895.17
管理费用	646.09	884.80	1,166.34	1,534.08	2,051.19
财务费用	96.99	223.77	396.29	369.99	340.91
资产减值损失	50.95	140.73	125.81	165.48	221.27
公允价值变动收益	0.00	0.45	0.00	0.00	0.00
投资净收益	210.74	691.80	692.14	692.14	692.03
营业利润	442.21	1,235.76	1,118.60	1,383.71	1,752.31
营业外收入	41.32	68.95	96.09	96.09	131.80
营业外支出	8.12	59.48	31.44	31.44	40.79
利润总额	475.41	1,245.23	1,183.25	1,448.37	1,843.33
所得税	77.46	235.38	177.49	217.26	276.50
净利润	397.94	1,009.86	1,005.76	1,231.11	1,566.83
少数股东损益	67.78	113.74	9.75	14.70	18.48
归属母公司净利润	330.16	896.12	996.02	1,216.41	1,548.35
EBITDA	778.84	1,753.78	1,784.56	2,090.06	2,496.21
EPS (摊薄)	0.29	0.80	0.89	1.08	1.38

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-577.95	-381.38	1,610.47	227.84	259.85
净利润	397.94	1,009.86	1,005.76	1,231.11	1,566.83
折旧摊销	167.59	273.91	171.68	225.87	283.07
财务费用	135.85	234.64	429.64	415.83	369.81
投资损失	-210.74	-691.80	-692.14	-692.14	-692.03
营运资金变动	-1,088.29	-1,322.67	-166.44	-1,111.55	-1,483.12
其它	19.70	114.68	861.97	158.72	215.30
投资活动现金流	-1,455.41	-3,217.74	-555.82	-659.10	-774.49
资本支出	-1,113.54	-1,328.00	-1,247.96	-1,351.25	-1,466.52
长期投资	199.48	373.05	692.14	692.14	692.03
其他	-541.35	-2,262.79	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	3,656.15	2,447.32	-427.99	-414.18	-368.16
吸收投资	3,459.03	196.15	0.00	0.00	0.00
借款	156.86	1,898.42	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	223.66	361.88	427.99	414.18	368.16
现金净增加额	1630.12	-1153.94	625.01	-847.09	-884.44

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的信达证券，任研究开发中心副总经理、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年新能源行业工作经验。2012年7月加盟信达证券研发中心，从事电力设备与新能源研究。能够准确把握行业整体状况，客观地从实业和资本市场角度发掘投资机会。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源化工研究。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。