

2018年04月23日

业绩高增长，符合预期 买入（维持）

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8271	10904	12101	13529
收入同比(%)	51%	32%	11%	12%
归属母公司净利润	896	904	1137	1380
净利润同比(%)	171%	1%	26%	21%
毛利率(%)	25.4%	24.9%	24.8%	24.4%
ROE(%)	8.6%	8.2%	9.5%	10.7%
每股收益(元)	0.80	0.81	1.01	1.23
P/E	22.48	22.27	17.71	14.59
P/B	1.93	1.82	1.69	1.56
EV/EBITDA	15	16	14	12

投资要点

■ 2017年公司归母净利润8.96亿，增长171.4%，符合预期：2017年公司实现营收82.71亿元，同比增长51.07%；实现归母净利润8.96亿元，同比增长171.42%；扣非归母净利润为4.41亿元，同比增长72.07%，非经常性损益主要为公司出售宁波银行部分股票获得投资收益4.66亿所致。

图表1：杉杉分季度业绩情况

	4Q2017	3Q2017	2Q2017	1Q2017
营业收入(百万)	1,627	2,791	2,315	1,538
-同比	1.1%	95.9%	75.6%	36.9%
毛利率	32.1%	21.7%	24.0%	27.0%
归母净利润(百万)	428	129	256	83
-同比	1128.4%	80.3%	42.0%	90.6%
净利率	27.3%	6.1%	12.5%	6.8%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 四季度下游电池去库存，公司经营性业绩环比下滑：四季度公司实现营收16.27亿，同比略微增长1.1%，环比下滑41.7%；实现归母净利润4.28亿，同比增长11.3倍；扣非归母净利润为0.68亿，环比下滑42.9%。由于四季度下游动力电池企业去库存，开工率不足，对正极、负极、电解液需求下滑，因此四季度公司经营性业绩受影响。

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



市场数据

收盘价(元)	17.94
一年最低价/最高价	12.78/27.48
市净率(倍)	1.93
流通A股市值(百万元)	14741.59

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)	1,122.76
流通A股(百万股)	821.72

相关研究

- 正极持续发力，业绩大增 2018-01-24
- 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 2017-8-16
- 中报预告大增，预计下半年景气度将延续 2017-07-28
- 锂电材料龙头标的，将受益于电动车全球化采购 2017-07-14

■ 分业务看，锂电材料业务受正极材料拉动实现高增长。2017年公司锂电池材料实现**60.4**亿营收，同比增长47.4%；实现归母净利润**5.65**亿，同比增长101%，平均毛利率为24.8%，同比增加2个百分点，其中：

■ 1) 正极材料业绩大幅提高：2017年公司正极销售2.14万吨，同比增长19.4%，主要为钴酸锂和三元532正极。实现营收42.6亿，同比增长70.2%；归母净利润**4.87**亿，同比增长**180%**；毛利率**24.7%**，同比增加3.8个百分点。17年公司正极材料净利润大幅提升主要有几个原因：一是钴酸锂及三元正极材料受益于钴涨价，价格大幅上涨；二是公司有一定的钴库存，库存带来收益，提高公司毛利率水平；三是公司产品不断升级，盈利改善。

■ 2) 负极材料利润稳定增长，盈利水平下滑：2017年公司负极材料销售**3.1**万吨，同比上升36.8%，营收14.8亿元，同比上升26.3%；净利润**1**亿元，同比上升3.76%；17年负极均价5.6万元/吨（含税），整体降幅9%左右，在四大材料中降幅偏小，主要由于去年下半年石墨化成本提高和原材料涨价，降价空间被压缩；17年负极毛利率27.2%，同比下降4个百分点，盈利水平下滑。

■ 3) 电解液业务亏损幅度扩大：2017年公司电解液销售**6416**吨，同比下滑11.4%，营收2.94亿元，同比下滑29.8%；净利润**-2188**万元，主要是前期高价六氟磷酸锂库存抬升成本，同时廊坊杉杉的生产经营情况不佳所致。17年由于六氟磷酸锂价格大幅下滑，竞争加剧，未形成规模优势的电解液厂商盈利均受影响。

图表2：公司锂电材料业务经营情况

业务	时间	营收(亿元)	同比	净利润(亿元)	同比	出货量(吨)	同比
正极材料	1H2016	11.07	7.73%	0.85	231.90%	8171	—
	2016	25.03	8.12%	1.74	121.48%	17960	-5.88%
	1H2017	21.1	90.65%	2.28	166.67%	9880	20.92%
	2017	42.6	70.15%	4.87	179.54%	21447	19.42%
负极材料	1H2016	5.56	32.07%	0.41	73.05%	10141	—
	2016	11.73	31.36%	0.97	62.12%	22604	42.73%
	1H2017	6.85	25.07%	0.45	10.31%	15295	50.82%
	2017	14.82	26.34%	1	3.76%	30912	36.75%
电解液	1H2016	1.87	156.26%	0.12	—	3297	—
	2016	4.19	121.05%	0.08	—	7241	27.15%
	1H2017	1.58	-43.27%	-0.07	—	1869	-43.31%
	2017	2.94	-29.83%	-0.22	—	6416	-11.40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 其次，新能源汽车业务处于培育期，亏损**1.8**亿。公司新能源汽车业务17年实现营收**5.45**亿，规模不断壮大，同比增长477%；但由于仍处于市场培育期，造成亏损**1.8**亿，影响公司整体业绩。公司新能源汽车业务包括：动力电池PACK业务，目前建成19万只模组产能；充电桩和新能源汽车运营业务，17年公司在7个城市开展分时租赁业务；整车生产，包括客车和专用车。

■ 第三，公司能源服务业务受储能业务影响，利润下滑。17年实现8.5亿营

收，同比增加 39.21%，实现净利润 3125 万，同比下滑 16%，其中：光伏业务，包括光伏组件及分布式光伏电站建设，2017 年实现营收 8.5 亿营收，同比增加 38.7%，净利润 5260 万，同比增长 41.6%，略低于业绩承诺。储能业务处于开拓期，尚未带来营收贡献。

■ 第四，公司服装业务维持较高增速。2017 年公司服装业务实现 6.7 亿，同比增长 27.2%，净利润 4937 万，同比增长 36.16%。

■ 第五，投资业务方面，公司持有稠州银行 7.06% 股权，2017 年收到分红 2473 万；收到宁波银行现金分红 5343 万。报告期内公司出售宁波银行 2869 万股，获得投资收益 4.66 亿，期末公司依然持有宁波银行 3.35% 股权，将在 2018 年继续为公司贡献可观的分红。

■ 财务费用增加明显，总体费用率略微下降。17 年公司费用同比增长 42.5% 至 14.9 亿元，费用率下降 1 个百分点至 18.1%。其中，管理费用 8.85 亿，费用率为 10.7%（研发费用 2.4 亿，职工薪酬 3.2 亿）；销售费用 3.86 亿，费用率 4.7%；财务费用为 2.24 亿元，同比增加 131%，财务费用率 2.71%，同比上升 1 个百分点。

图表 4：杉杉股份 2017 年年费用率

项目	规模（百万）	规模同比（%）	费用率	费用率同比
销售费用	386.14	26%	4.67%	-0.92%
管理费用	884.8	37%	10.70%	-1.10%
财务费用	223.77	131%	2.71%	0.93%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 资本性支持加大，流动性下降。报告期末公司存货 23.3 亿，较年初增加 93%，系锂电材料原料涨价导致库存价值增加。报告期末公司应收账款为 27.1 亿，较年初增加 50%，系正极材料价格上涨所致。预收账款 1.03 亿，同比下滑 22%。现金流方面，公司经营活动净现金流为 -3.8 亿元，同比增加 2 亿；由于公司加大产能建设，资本开支 13.7 亿，投资活动净现金流为 -32.2 亿；因此，公司加大借款规模，筹资活动净现金流为 24.5 亿，报告期末公司短期借款余额为 30 亿，较年初增加 20 亿，规模增加明显，期末公司账面现金为 16.7 亿，较年初减少 32%。

■ 投资建议：我们预计 2018-2019 年归属母公司股东净利润为 9.0 亿元、11.4 亿元，增速 1%/26%，EPS 为 0.81/1.01 元，对应 PE 为 22x/18x。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；钴价下滑导致正极材料价格下滑。

杉杉股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表		2017	2018E	2019E	2020E
					营业收入	营业成本				
流动资产	9,245	10,916	11,768	13,002	营业收入	8,271	10,904	12,101	13,529	
现金	1,667	1,636	1,815	2,029	营业成本	6,171	8,184	9,106	10,232	
应收账款	2,714	3,155	3,501	3,914	营业税金及附加	59	55	61	68	
其他应收款	206	206	206	206	销售费用	386	458	484	501	
预付账款	430	571	635	713	管理费用	885	960	1,029	1,055	
存货	2,334	3,110	3,466	3,901	财务费用	224	250	246	175	
其他流动资产	1,894	2,239	2,145	2,238	资产减值损失	141	168	47	56	
非流动资产	12,829	12,836	12,828	12,806	公允价值变动收益	0	0	0	0	
长期投资	1,454	1,454	1,454	1,454	投资净收益	692	200	180	180	
固定资产	2,645	2,623	2,637	2,586	营业利润	1,236	1,090	1,368	1,682	
无形资产	375	359	392	375	营业外收入	69	50	60	70	
其他非流动资产	8,355	8,400	8,346	8,392	营业外支出	59	20	20	25	
资产总计	22,073	23,752	24,596	25,808	利润总额	1,245	1,120	1,408	1,727	
流动负债	6,879	7,849	7,804	7,920	所得税	235	168	211	259	
短期借款	3,143	3,050	2,506	2,014	净利润	1,010	952	1,197	1,468	
应付账款	1,409	1,869	2,079	2,336	少数股东损益	114	48	60	88	
其他流动负债	2,327	2,930	3,218	3,570	归属母公司净利润	896	904	1,137	1,380	
非流动负债	4,065	4,065	4,065	4,065	EBITDA	1,733	1,582	1,872	2,129	
长期借款	866	866	866	866	EPS(元)	0.80	0.81	1.01	1.23	
其他非流动负债	3,199	3,199	3,199	3,199						
负债合计	10,943	11,914	11,869	11,985						
少数股东权益	697	744	804	892						
股本	1,123	1,123	1,123	1,123						
资本公积	2,952	2,952	2,952	2,952						
留存收益	3,101	3,762	4,592	5,599						
归属母公司股东权益	10,433	11,093	11,924	12,931						
负债和股东权益	22,073	23,752	24,596	25,808						
现金流量表					主要财务比率		2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-381	605	1,347	1,323	成长能力					
净利润	1,010	952	1,197	1,468	营业收入	51.1%	31.8%	11.0%	11.8%	
折旧摊销	274	243	257	272	营业利润	179.5%	-11.8%	25.5%	22.9%	
财务费用	235	250	246	175	归属于母公司净利润	171.4%	0.9%	25.7%	21.4%	
投资损失	-692	-200	-180	-180	获利能力					
营运资金变动	-1,348	-808	-221	-468	毛利率(%)	25.4%	24.9%	24.8%	24.4%	
其他经营现金流	140	168	47	56	净利率(%)	15.8%	12.2%	8.7%	9.9%	
投资活动现金流	-3,218	-50	-70	-70	ROE(%)	8.6%	8.2%	9.5%	10.7%	
资本支出	1,328	250	250	250	ROIC(%)	13.7%	11.3%	13.1%	14.3%	
长期投资	0	0	0	0	偿债能力					
其他投资现金流	-1,890	200	180	180	资产负债率(%)	49.6%	50.2%	48.3%	46.4%	
筹资活动现金流	2,447	-586	-1,098	-1,039	净负债比率	36.6%	32.9%	28.4%	24.0%	
短期借款	0	-92	-544	-492	流动比率	1.34	1.39	1.51	1.64	
长期借款	670	0	0	0	速动比率	1.00	0.99	1.06	1.15	
普通股增加	196	0	0	0	营运能力					
资本公积金增长	18	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.46	0.46	0.49	
其他筹资现金流	1,581	-494	-553	-547	应收账款周转率	3	3	3	3	
现金净增加额	-1,152	-32	180	214	应付账款周转率	4.38	4.38	4.38	4.38	
					每股指标(元)					
					每股收益(最新摊薄)	0.80	0.81	1.01	1.23	
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.34	0.54	1.20	1.18	
					每股净资产(最新摊薄)	9.29	9.88	10.62	11.52	
					估值比率					
					P/E	22.48	22.27	17.71	14.59	
					P/B	1.93	1.82	1.69	1.56	
					EV/EBITDA	15	16	14	12	

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>