

半年报符合预期，材料龙头稳增长

投资要点

- **业绩总结：**公司 2018 年上半年实现营业收入 42.9 亿元，同比增长 11.3%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 37.3%；其中第二季度实现营收 24.7 亿元，同比增长 6.9%，环比增长 36.4%，实现归母净利润 3.2 亿元，同比增长 23.4%，环比增长 110.7%。业绩稳步增长，符合市场预期。报告期内公司业绩提升的主要原因是锂电池材料业务产销量持续提升，业绩稳健增长；新能源汽车业务积极引入战略投资者，实现业绩提升，亏损同比收窄；期内出售所持宁波银行股票及收到洛阳钼业现金分红，导致投资收益同比增加。
- **正极业绩提升，高镍即将放量。**公司正极材料板块上半年实现销售量 10057 吨，同比增长 2%；实现营收 24.3 亿元，同比增长 15.3%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 7.06%。公司正极材料产能也在不断提升，7200 吨高镍三元产线已于 3 月陆续投产，标志着公司已具备高镍三元量产能力，10 万吨正极材料项目一期阶段 1 万吨产能预计于 2018 年年底陆续释放。截至 2018 年 6 月底，公司已具备 5 万吨正极材料年产能，正极材料产品出货量和竞争力将持续提升。
- **负极材料扩产迅速，继续保持龙头地位。**公司负极材料板块上半年实现销售量 14650 吨，同比下滑 4%；实现营收 7.8 亿元，同比增长 11.56%；实现归母净利润 4307.9 万元，同比下滑 4.99%。公司目前拥有负极材料年产能 6 万吨，在建 2 万吨宁德项目和 10 万吨包头项目将逐渐放量投产，预计 2018 年年末产能将达到 8 万吨，公司将继续保持行业领先地位。同时包头项目配备石墨化产能，公司将拥有负极材料生产的五大关键环节，规模效应凸显。预计未来公司负极材料成本有望进一步降低，毛利率进一步上升，业绩将实现稳定增长。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88 元、1.06 元、1.21 元，未来三年归母净利润将保持 15.0% 的复合增长率。考虑到公司是锂电行业龙头企业，给予公司 2018 年 23 倍估值，对应目标价 20.2 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**新能源汽车产销量或不及预期，原材料价格或大幅波动，新增产能投产进度或不及预期。

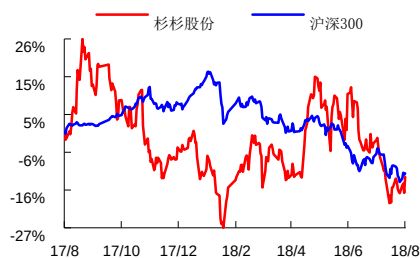
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8270.54	10247.64	13744.66	15788.25
增长率	51.07%	23.91%	34.13%	14.87%
归属母公司净利润(百万元)	896.12	986.12	1195.68	1361.86
增长率	171.42%	10.04%	21.25%	13.90%
每股收益 EPS(元)	0.80	0.88	1.06	1.21
净资产收益率 ROE	9.07%	12.62%	13.54%	13.64%
PE	22	20	17	15
PB	1.91	2.50	2.22	1.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁
 执业证号: S1250517090002
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn
 联系人: 陈瑶
 电话: 0755-23914886
 邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

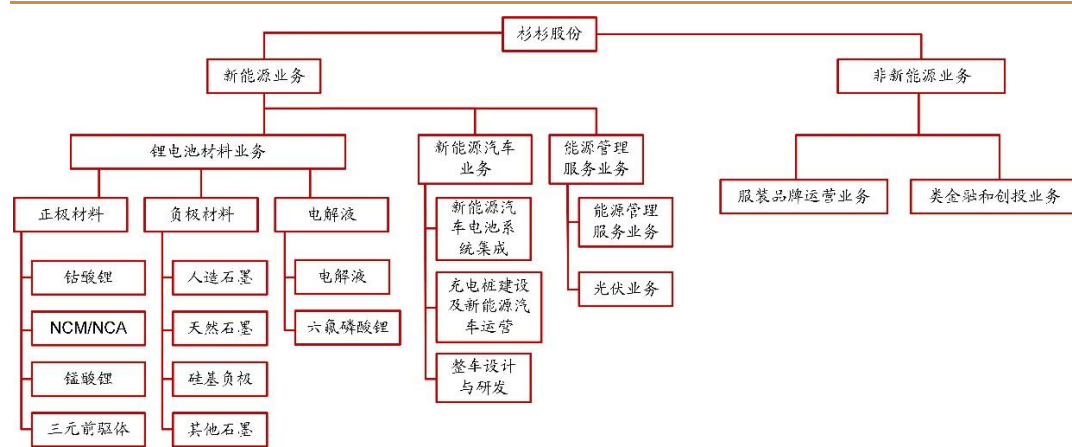
总股本(亿股)	11.23
流通 A 股(亿股)	8.22
52 周内股价区间(元)	14.93-25.7
总市值(亿元)	199.74
总资产(亿元)	239.00
每股净资产(元)	9.29

相关研究

1 成功转型，布局锂电池材料产业链

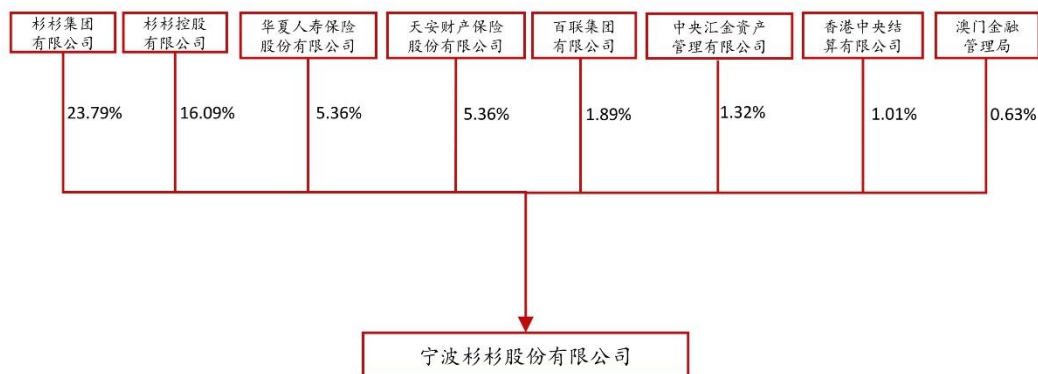
宁波杉杉股份有限公司成立于 1992 年，1996 年上市，成为国内服装行业首家上市的规范化股份公司。1999 年公司以前瞻性战略眼光，与鞍山热能研究院签署合作协议。杉杉以资金、鞍山热能研究院以“中间相碳微球”项目技术，共同投资成立杉杉科技，进军锂离子电池负极材料产业，并在几年时间内先后进入锂离子电池正极材料和电解液领域，由服装企业转型为新能源产业领军企业。公司现有业务覆盖锂离子电池材料、锂离子电容、电池 PACK、充电桩建设及新能源汽车运营和能源管理服务等新业务，以及服装、创投和融资租赁等非新能源业务。经过二十余年的发展，公司已经成为锂电池材料的龙头企业，新能源业务也已经成为公司主要的业绩来源及未来发展重点。

图 1：公司主营业务及产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司主要股东及持股比例

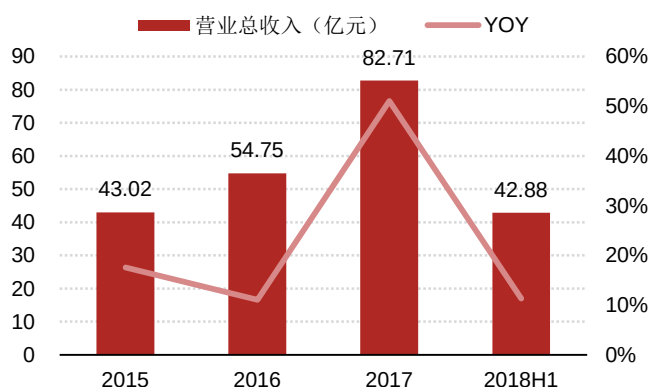


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 正负极业务同时发力，业绩显著提升

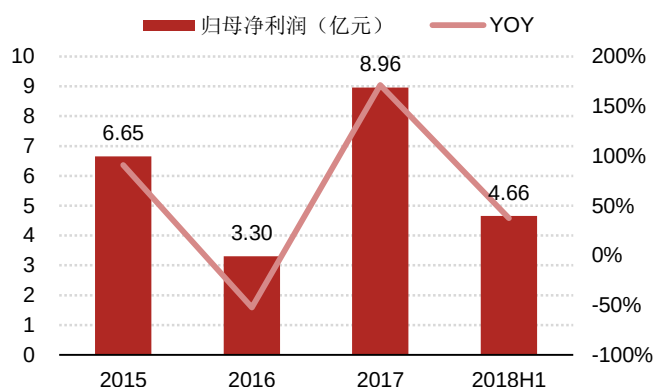
公司 2018 年上半年实现营业收入 42.9 亿元，同比增长 11.3%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 37.3%；其中第二季度实现营收 24.7 亿元，同比增长 6.9%，环比增长 36.4%，实现归母净利润 3.2 亿元，同比增长 23.4%，环比增长 110.7%。报告期内公司业绩提升的主要原因是锂电池材料业务产销量持续提升，业绩稳健增长；新能源汽车业务积极引入战略投资者，实现业绩提升，亏损同比收窄；期内出售所持宁波银行股票及收到洛阳钼业现金分红，导致投资收益同比增加。

图 3：公司 2015 年以来营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

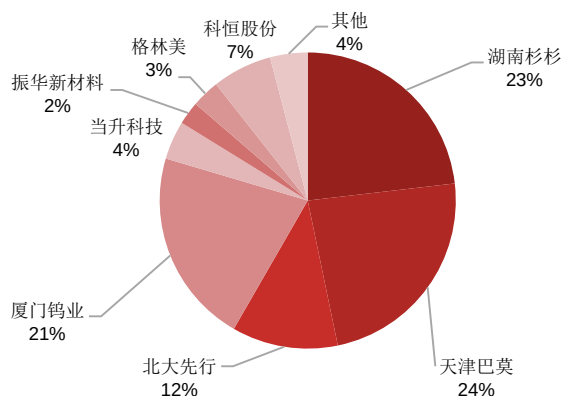
图 4：公司 2015 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

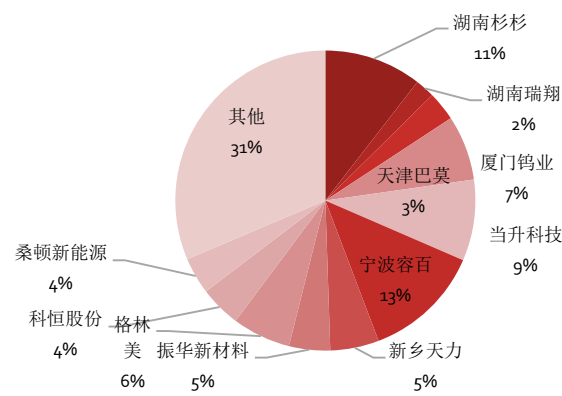
正极业绩提升，高镍即将放量。公司正极材料板块上半年实现销售量 10057 吨，同比增长 2%，实现营收 24.3 亿元，同比增长 15.3%，主要原因是公司正极产品价格上涨；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 7.06%，净利润增幅低于营业收入增幅，主要原因是市场竞争激烈，以及 2017 年上半年低价原材料库存增值，导致本期毛利率较 2017 年上半年有较大幅度降低。公司正极材料产能也在不断提升，7200 吨高镍三元产线已经于 3 月陆续投产，标志着公司已具备高镍三元量产能力，10 万吨正极材料项目一期阶段 1 万吨产能预计于 2018 年年底陆续释放。截至 2018 年 6 月底，公司已具备 5 万吨正极材料年产能，正极材料产品出货量和竞争力将持续提升。

图 5：2017 年钴酸锂市场占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2017 年三元材料市场占比



数据来源：Wind，西南证券整理

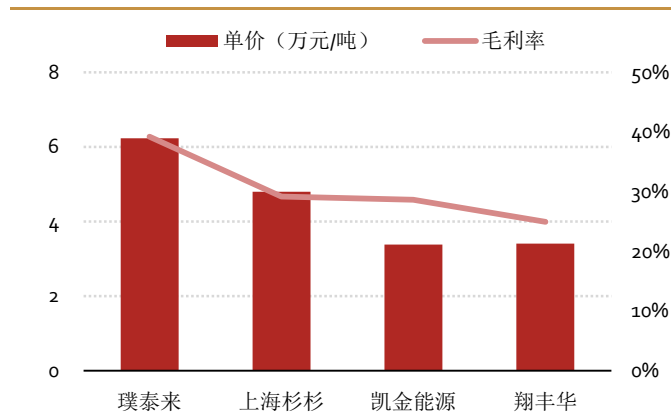
表 1：国内企业高镍三元进展情况

公司名称	高镍三元进展情况
杉杉股份	具备 7200 吨 NCM811 产能
容百锂电	具备 1.7 万吨 NCM811 产能；1 万吨高镍生产线在建
当升科技	4000 吨 NCM811 产能
天津巴莫	具备 5000 吨 NCM811 产能，少量 NCA 产能
贝特瑞	具备 3000 吨 NCM811/NCA 产能；1.5 万吨高镍生产线在建
湖南桑顿	2018 年底拥有 8000 吨 NCM811/NCA 产能
长远锂科	具备约 600 吨 NCA 产能，；2 万吨高镍产线在建
厦门钨业	具备 3000 吨 811 产能
格林美	布局高镍三元

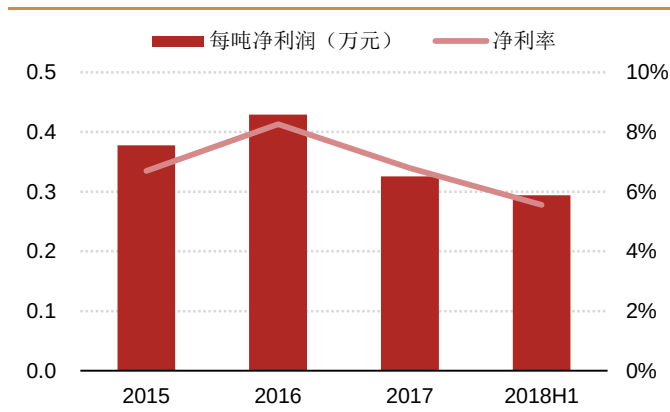
数据来源：公司公告，高工锂电，西南证券整理

钴酸锂与三元齐头并进，下游与上游同步布局。公司致力于研发高端钴酸锂产品，目前已经具备一定的技术优势，钴酸锂产品已经通过 ATL 进入苹果、三星等厂商电池的供应链，始终处于行业领先地位，在目前 3C 领域增长率较低的情况下，依靠着成本控制和客户优势实现着稳定盈利。随着三元材料的放量和投产，公司逐步进入比亚迪、力神等动力电池厂商的供应体系，未来需求较为稳定。公司也参股洛阳钼业等上游原材料厂商，在金属钴价格处于高位的当下，争夺上游资源的主动权与议价权，对公司正极材料发展和盈利具有重要意义。

负极材料扩产迅速，继续保持龙头地位。公司负极材料板块上半年实现销售量 14650 吨，同比下滑 4%，主要原因是：（1）生料和石墨化产能瓶颈，致使公司实际供应能力低于市场需求；（2）公司主动调整产品结构，大幅降低低端产品销量；（3）公司为控制风险，主动降低部分中小客户的发货量。负极板块实现营收 7.8 亿元，同比增长 11.56%，主要原因是公司负极产品售价有所上涨；归母净利润 4307.9 万元，同比下滑 4.99%，原因是原材料价格及石墨化加工费上涨。公司目前拥有负极材料年产能 6 万吨，在建 2 万吨宁德项目和 10 万吨包头项目将逐渐放量投产，预计 2018 年年末产能将达到 8 万吨，公司将继续保持行业领先地位。同时包头项目配备石墨化产能，公司将拥有负极材料生产的五大关键环节，规模效应凸显。预计未来公司负极材料成本有望进一步降低，毛利率进一步上升，业绩将实现稳定增长。

图 7：2017 年主要负极材料厂商产品均价及毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：杉杉负极材料单吨净利润及净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

绑定高端客户，布局硅碳负极。目前公司人造石墨负极材料已经成功切入 LG 化学、宁德时代、力神等中游大厂商产业链并批量供货，受益于新能源汽车动力电池企业的扩张，公司也将享受相关红利。公司也积极布局新一代负极材料硅碳负极，研发进度始终走在行业前列，并已经率先实现量产，具备 4000 吨的年产能。

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司正极材料扩产项目进展顺利，假设公司 2018-2020 正极材料出货量分别为 2.8 万吨、3.6 万吨、4.2 万吨；

假设 2：公司负极材料持续扩产，产销率稳定，假设公司 2018-2020 负极材料出货量分别为 4.2 万吨、7.6 万吨、9.0 万吨。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
正极材料	收入	4,259.66	6092.35	7863.63	8778.00
	增速	70.15%	43.02%	29.07%	11.63%
	毛利率	25.39%	26.19%	24.93%	24.87%
负极材料	收入	1,482.23	2215.40	3800.00	4320.00
	增速	26.34%	49.46%	71.53%	13.68%
	毛利率	27.19%	29.00%	27.00%	27.00%
其他业务	收入	2,528.65	1,939.89	2,081.03	2,690.25
	增速	40.62%	-23.28%	7.28%	29.27%
	毛利率	26.48%	25.54%	17.28%	17.08%
合计	收入	8,270.54	10,247.64	13,744.66	15,788.25
	增速	51.07%	23.91%	34.13%	14.87%
	毛利率	25.39%	26.19%	24.93%	24.87%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88 元、1.06 元、1.21 元，对应 PE 分别为 20 倍、17 倍、15 倍。行业可比公司 2018 年估值为 20.4 倍，但是考虑到公司是龙头企业，因此给予公司 2018 年 23 倍估值，对应目标价 20.2 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司相对估值

证券代码	证券简称	最新股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E
002108.SZ	沧州明珠	4.89	70.75	0.50	0.45	0.52	9.78	10.82	9.39
002341.SZ	新纶科技	10.98	131.48	0.34	0.44	0.59	32.02	25.03	18.55
002426.SZ	胜利精密	3.38	117.70	0.14	0.29	0.32	25.02	11.46	10.43
002812.SZ	创新股份	39.37	194.17	1.15	2.10	2.86	34.23	18.75	13.78

证券代码	证券简称	最新股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E
002850.SZ	科达利	21.86	46.54	1.24	0.98	1.18	17.63	22.27	18.59
300340.SZ	科恒股份	14.42	31.25	1.04	1.37	1.52	13.89	10.55	9.47
300457.SZ	赢合科技	24.31	91.29	0.72	0.94	1.24	33.76	25.77	19.68
300510.SZ	金冠电气	24.48	71.33	0.64	1.18	1.42	38.25	20.73	17.27
300568.SZ	星源材质	31.46	59.42	0.56	1.40	1.71	56.18	22.51	18.44
300648.SZ	星云股份	21.78	30.19	1.01	0.93	1.07	21.56	23.40	20.32
603659.SH	璞泰来	46.81	212.46	1.19	1.55	2.10	39.34	30.10	22.24
300450.SZ	先导智能	22.60	199.25	1.29	1.20	1.43	17.57	18.83	15.78
300532.SZ	今天国际	14.17	40.23	0.61	0.57	0.71	23.23	25.02	19.97
平均值							27.88	20.40	16.45

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8270.54	10247.64	13744.66	15788.25	净利润	1009.86	1111.28	1347.44	1534.72
营业成本	6171.04	7564.10	10318.71	11861.11	折旧与摊销	273.91	313.12	366.56	389.91
营业税金及附加	58.87	70.36	95.52	109.28	财务费用	223.77	31.18	41.83	48.05
销售费用	386.14	509.80	669.75	774.70	资产减值损失	140.73	100.00	80.00	100.00
管理费用	884.80	1133.99	1504.12	1734.21	经营营运资本变动	-1108.74	-1133.09	-1418.55	-797.27
财务费用	223.77	31.18	41.83	48.05	其他	-920.90	-601.04	-725.42	-777.52
资产减值损失	140.73	100.00	80.00	100.00	经营活动现金流净额	-381.38	-178.55	-308.15	497.88
投资收益	691.80	500.00	600.00	700.00	资本支出	-1735.24	-290.00	-290.00	-290.00
公允价值变动损益	0.45	0.18	0.24	0.25	其他	-1482.50	995.21	500.24	600.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3217.74	705.21	210.24	310.25
营业利润	1235.76	1338.38	1634.97	1861.16	短期借款	1977.22	1253.10	-313.34	-1116.59
其他非经营损益	9.47	17.38	14.74	15.62	长期借款	669.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	1245.23	1355.76	1649.71	1876.78	股权融资	17.69	0.00	0.00	0.00
所得税	235.38	244.48	302.27	342.06	支付股利	-89.82	-179.22	-197.22	-239.14
净利润	1009.86	1111.28	1347.44	1534.72	其他	-127.51	-2242.93	958.17	751.95
少数股东损益	113.74	125.16	151.76	172.86	筹资活动现金流净额	2447.32	-1169.06	447.61	-603.77
归属母公司股东净利润	896.12	986.12	1195.68	1361.86	现金流量净额	-1153.94	-642.40	349.70	204.36
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1667.16	1024.76	1374.47	1578.83	成长能力				
应收和预付款项	3891.36	4858.61	6500.79	7461.11	销售收入增长率	51.07%	23.91%	34.13%	14.87%
存货	2333.52	2872.00	3980.25	4552.77	营业利润增长率	179.45%	8.30%	22.16%	13.83%
其他流动资产	1352.47	837.93	1123.68	1290.66	净利润增长率	153.77%	10.04%	21.25%	13.90%
长期股权投资	1453.85	1453.85	1453.85	1453.85	EBITDA 增长率	145.26%	-2.93%	21.43%	12.52%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3648.34	3520.07	3354.51	3181.75	毛利率	25.39%	26.19%	24.93%	24.87%
无形资产和开发支出	537.27	647.10	740.78	818.31	三费率	18.07%	16.34%	16.12%	16.20%
其他非流动资产	7189.22	7284.54	7379.86	7475.18	净利率	12.21%	10.84%	9.80%	9.72%
资产总计	22073.19	22498.87	25908.18	27812.46	ROE	9.07%	12.62%	13.54%	13.64%
短期借款	2987.72	4240.82	3927.48	2810.89	ROA	4.58%	4.94%	5.20%	5.52%
应付和预收款项	3347.83	3740.06	5149.32	5983.23	ROIC	23.16%	18.99%	21.61%	23.12%
长期借款	865.96	865.96	865.96	865.96	EBITDA/销售收入	20.96%	16.42%	14.87%	14.56%
其他负债	3741.94	4847.03	6010.21	6901.59	营运能力				
负债合计	10943.46	13693.87	15952.98	16561.67	总资产周转率	0.45	0.46	0.57	0.59
股本	1122.76	1122.76	1122.76	1122.76	固定资产周转率	3.67	3.32	4.00	4.83
资本公积	2952.26	2952.26	2952.26	2952.26	应收账款周转率	3.66	3.32	3.43	3.21
留存收益	3101.41	3908.30	4906.75	6029.48	存货周转率	3.40	2.85	2.99	2.77
归属母公司股东权益	10433.23	7983.33	8981.78	10104.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.71%	—	—	—
少数股东权益	696.50	821.67	973.43	1146.29	资本结构				
股东权益合计	11129.73	8804.99	9955.21	11250.79	资产负债率	49.58%	60.86%	61.58%	59.55%
负债和股东权益合计	22073.19	22498.87	25908.18	27812.46	带息债务/总负债	42.05%	42.76%	34.74%	26.72%
					流动比率	1.34	1.14	1.34	1.57
					速动比率	1.00	0.80	0.93	1.09
					股利支付率	10.02%	18.17%	16.49%	17.56%
					每股指标				
					每股收益	0.80	0.88	1.06	1.21
					每股净资产	9.29	7.11	8.00	9.00
					每股经营现金	-0.34	-0.16	-0.27	0.44
					每股股利	0.08	0.16	0.18	0.21
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1733.44	1682.69	2043.35	2299.11					
PE	22.29	20.26	16.71	14.67					
PB	1.91	2.50	2.22	1.98					
PS	2.42	1.95	1.45	1.27					
EV/EBITDA	9.18	10.44	8.22	6.69					
股息率	0.45%	0.90%	0.99%	1.20%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn