



2018 年 08 月 23 日

买入(首次评级)

当前价: 17.79 元
目标价: 25 元

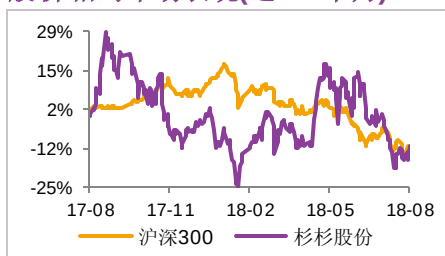
分析师: 韩晨 CFA

执业编号: S0300518070003
电话: 021-51759955
邮箱: hanchen@lxsec.com

分析师: 夏春秋 CFA

执业编号: S0300517050001
电话: 021-51782230
邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	8,271	11,476	15,442	19,535
(+/-)	51.1	38.8	34.6	26.5
归母净利润	896	938	1,244	1,546
(+/-)	100.0	4.5	32.6	24.4
EPS(元)	0.80	0.84	1.11	1.38
P/E	24.7	21.3	16.1	12.9

资料来源: 联讯证券研究院

杉杉股份(600884.SH)

【联讯电新公司点评】杉杉股份：材料业务稳步增长，新能源汽车业务减亏

投资要点

✧ 材料业务稳步增长，新能源汽车业务减亏

2018 年上半年，公司主营业务收入 42.88 亿元，同比增长 11.31%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比增长 37.33%。实现扣非净利润 3.03 亿元，同比增长 18.58%。利润提升主要因为锂电池正极材料业务业绩持续稳定增长，新能源汽车业务业绩同比减亏，以及出售部分可供出售金融资产、获得洛阳钼业现金分红等导致投资收益同比上升。公司预计 18 年前三季度业绩将会大幅增长。

✧ 正极业务盈利能力稳定，后续产能陆续释放

2018 年上半年，正极材料业务实现主营业务收入 24.34 亿元，同比增长 15.34%，实现销售量 10,057 吨，同比增长 2%，归母净利润 2.44 亿元，同比增长 7.06%，由于低价钴库存影响消失，净利润率小幅下滑。目前，公司高镍三元材料已经量产，后续还将进一步扩大产能。

产能提升方面，宁夏石嘴山市年产 7200 吨高镍三元及前驱体项目，已于 2018 年 3 月陆续投试产。2018 年 1 月杉杉能源启动了 10 万吨高能量密度锂离子电池正极材料项目，其中一期一阶段 1 万吨产能预计 2018 年年底投试产。

✧ 负极业务产能瓶颈有望打破，成本有较大下降空间

2018 年上半年，负极业务实现主营业务收入 7.76 亿元，同比增长 11.56%，公司负极业务受到生料和石墨化产能瓶颈，销售量 14,650 吨，同比下滑 4%。归母净利润 0.43 亿元，同比下滑 4.99%，受原材料价格和石墨化加工费的上涨，毛利率略有下降。

产能提升方面，宁德在建成品产能 2 万吨，预计今年第三季度产线达到投试产条件。郴州杉杉年产 7000 吨石墨化产能已于 2018 年 4 月底陆续投试产，在建年产 16000 吨生料产能正处建设阶段，预计年底部分产线可以投试产。内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化一期项目已于 2018 年 4 月开工。结合包头低电价优势，公司未来负极生产成本有望大幅下降。

✧ 电解液、新能源车业务减亏

2018 年上半年，电解液业务主营业务收入 1.38 亿元，同比增加 30.87%，销售量为 4,170 吨，同比增加 123%，归母净利润-373.87 万元，亏损同比减少 333.21 万元。虽然 2018 年上半年电解液价格仍在下滑，但是公司有效控制原材料采购成本，大力开发 3C 数码类客户，2018 年上半年毛利率较去年同期增加 5 个百分点。

新能源汽车业务实现主营业务收入 4,235 万元，同比下降 38.13%，主要系



宁波利维能和广州云杉智行新能源汽车有限公司退出合并报表，归属于上市公司股东的净利润-3,849 万元，亏损同比去年大幅下降，主要系宁波利维能通过增资扩股引入战略投资人，出表改为权益法核算并获得投资收益 4,511 万元。预计公司未来将通过引入战投，进一步降低新能源车业务的亏损。

✧ 投资建议

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润为 9.38/12.44/15.48 亿元，EPS 为 0.84/1.11/1.38 元，增速分别为 4.7%、32.6%、24.4%，考虑公司在锂电材料行业的龙头地位，按 18 年 30 倍 PE，目标价为 25 元，对应 19、20 年为 23、18 倍 PE 水平，给予“买入”评级。

✧ 风险提示

公司产能扩张低于预期；新能源车需求增速低于预期；原材料涨价影响公司产品毛利率。



附录：公司财务预测表（百万元）

合并利润表	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,271	11,476	15,442	19,535	货币资金	90	2,869	3,861	4,884
营业成本	6,171	8,687	11,447	14,368	银行存款	1	1	1	1
营业毛利	2,099	2,789	3,995	5,167	应收款项	3,255	5,848	6,401	9,094
营业税金及附加	59	65	88	111	存货	2,334	2,170	3,764	3,684
营业费用	386	617	831	1,051	其他流动资产	1,907	2,127	2,397	2,641
管理费用	885	1,228	1,652	2,090	流动资产	7,587	13,015	16,424	20,303
财务费用	224	345	466	534	长期投资	1,454	1,554	1,654	1,754
资产减值损失	141	0	0	0	固定资产	2,645	3,191	3,631	3,972
联营公司收益	117	100	100	100	其他长期资产	8,660	8,585	8,514	8,467
其他投资收益	575	500	500	500	总资产	20,346	26,344	30,224	34,496
营业外收入	9	40	40	40	短期借款	2,988	7,527	8,564	10,654
EBITDA	1,579	2,048	2,695	3,262	应付款项	2,991	3,366	5,011	5,503
税前净利	1,245	1,173	1,599	2,022	预收帐款	103	259	228	388
所得税	235	103	180	256	其他流动负债	445	445	445	445
税后净利	1,010	1,070	1,419	1,766	流动负债	6,527	11,597	14,248	16,990
归属母公司股东净利	896	938	1,244	1,548	长期借款	1,614	1,614	1,614	1,614
基本 EPS (RMB)	0.80	0.84	1.11	1.38	其他长期负债	1,134	1,134	1,134	1,134
完全稀释 EPS (RMB)	0.80	0.84	1.11	1.38	总负债	9,275	14,346	16,996	19,739
现金股利 (RMB)	0.08	0.13	0.17	0.21	普通股股本	1,123	1,123	1,123	1,123
					公积	2,952	2,952	2,952	2,952
年成长率(%)					股东权益	11,130	12,057	13,286	14,815
营业收入	51.1	38.8	34.6	26.5	负债加股东权益	20,405	26,403	30,282	34,554
营业毛利	53.7	32.8	43.3	29.3					
税前净利	161.9	(5.8)	36.3	26.4	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
税后净利	171.4	4.7	32.6	24.4	税后净利	1,010	1,070	1,419	1,766
基本 EPS	100.0	4.5	32.6	24.4	折旧与摊提	274	530	630	707
获利能力(%)					营运资金增减	(1,323)	(2,118)	(805)	(2,203)
毛利率	25.4	24.3	25.9	26.5	其他	(317)	(288)	(167)	(99)
税前净利率	15.1	10.2	10.4	10.3	来自营运之现金流量	(356)	(806)	1,077	170
税后净利率	10.8	8.2	8.1	7.9	资本支出	(412)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
EBITDA 率	19.1	17.8	17.4	16.7	投资收益	588	500	500	500
					其他	(3,394)	33	33	33
比率分析	2017	2018E	2019E	2020E	来自投资之现金流量	(3,218)	(467)	(467)	(467)
ROE (%)	7.8	8.4	10.1	11.4	自由现金流量	(768)	(1,806)	77	(830)
ROA (%)	6.4	5.8	6.8	7.4	借款增(减)	0	4,540	1,037	2,090
ROIC (%)	14.2	14.2	12.0	12.7	现金股利与利息支出	0	(488)	(655)	(770)
P/E (x)	24.7	21.3	16.1	12.9	现金增资	0	0	0	0
P/S (x)	2.4	1.7	1.3	1.0	其他	2,447	(0)	0	0
P/B (x)	1.9	1.8	1.6	1.5	来自融资之现金流量	2,447	4,052	382	1,320
EV/EBITDA (x)	11.9	11.5	9.2	8.3	汇率调整	(2)	0	0	0
股息率 (%)	0.4	0.7	1.0	1.2	本期产生之现金流量	(1,129)	2,779	992	1,023

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨：2018 年 6 月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

夏春秋：2016 年 8 月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业分析师，证书编号：S0300517050001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com