



锂电池正负极材料的领跑者

——杉杉股份（600884）半年度财报点评

2018年08月24日

强烈推荐/维持

杉杉股份

财报点评

杨若木	分析师 yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014
刘慧影	研究助理 liuh_yjs@dxzq.net.cn 010-66444130	

事件:

公司2018H1实现营业收入42.88亿元，同比增长11.31%；实现归属于上市公司股东的净利润4.66亿元，同比增长37.33%，利润提升主要因素为：1)锂电池正极材料业务业绩持续稳定增长；2)新能源汽车业务业绩同比减亏；3)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。

剔除投资收益、政府补助等非经常性损益，公司实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润3.03亿元，同比增长18.58%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入(百万元)	1608.43	1537.7	2314.66	2791.32	1626.86	1813.53	2474.36
增长率(%)	-13.37%	36.87%	75.62%	95.89%	1.15%	17.94%	6.90%
毛利率(%)	22.13%	26.96%	24.03%	21.72%	32.11%	26.20%	23.17%
期间费用率(%)	20.83%	19.97%	15.46%	15.06%	25.16%	18.37%	17.13%
营业利润率(%)	3.21%	8.29%	14.98%	2.04%	43.31%	12.17%	15.86%
净利润(百万元)	62.63	103.98	290.26	170.98	444.64	180.39	355.71
增长率(%)	98.83%	89.80%	49.74%	97.23%	609.97%	73.49%	22.55%
每股盈利(季度, 元)	0.03	0.07	0.23	0.11	0.38	0.13	0.28
资产负债率(%)	40.74%	41.85%	47.49%	52.39%	49.58%	50.84%	52.79%
净资产收益率(%)	0.72%	1.16%	3.12%	1.73%	4.00%	1.50%	3.15%
总资产收益率(%)	0.43%	0.67%	1.64%	0.82%	2.01%	0.74%	1.49%

观点:

- 锂电池材料为主要利润来源，公司为正、负极领域的领跑者。

锂电池材料进入洗牌期，价格竞争非常激烈。公司通过坚持产品创新、成本管控和管理提升，实现锂电池材料营收33.48亿元，同比增长15%。其中，归属上市公司股东净利润为2.82亿元，占公司归属上市公司股东净利润60.66%，占公司归属上市公司股东扣除非经常性损益后净利润93.30%，是公司营业净利润的主要来源。

1、正极材料

2018H1，正极材料营收 24.34 亿元，同比增长 15.34%；出货 1.01 万吨，位列国内第一。公司是国内为数不多可以量产 4.45V 高压钴酸锂和高镍 811 的公司，为正极材料领域名副其实的技术领跑者。

新增产能方面，杉杉能源在宁夏石嘴山市启动了年产 7200 吨高镍三元及前驱体项目，并已于 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。以上产能达产后将进一步巩固公司正极材料领域的龙头地位，并可有效提升公司的盈利能力。

2、负极材料

2018H1，公司负极材料出货位列国内第二，实现出货 1.47 万吨，同比下降 4%，主要是由于：1) 生料和石墨化产能瓶颈，致出货减少；2) 公司产品结构调整，大幅消减低端产能；3) 为控制风险，公司主动降低部分中小客户发货量。报告期内，公司负极实现营收 7.76 亿元，同比增长 11.56%，主要是由于公司产品价格上涨；归属于上市公司股东净利润 0.43 亿元，同比下降 4.99%，主要是由于原材料和石墨化加工费上涨，毛利略有下降。

产能方面，在宁德、郴州、包头分别新增 2 万吨、2.3 万吨、10 万吨。其中，包头项目是从原材料加工、生料加工、石墨化、碳化到成品加工，集五大工序于一体的负极材料生产基地，结合包头电费的低价优势，项目建成后，有利于提升产品品质，大幅降低生产成本，提高产品毛利率，提升市场竞争力，巩固公司负极材料行业地位。

3、电解液

电解液方面，公司出货 0.41 万吨，同比增加 123%；营收 1.38 亿元，同比增加 30.87%；归属于上市公司股东净利润 -0.037 亿元，亏损同比减少 0.033 亿元。亏损较少主要是因为公司加大原材料成本采购管控力度，同时积极开发 3C 数码类客户，毛利同比提升 5pct。

➤ 新能源汽车业务引入战略投资，亏损大幅下降

2018H1，公司新能源汽车业务实现主营业务收入 0.42 亿元，同比下降 38.13%，主要系本期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范围所致；归属于上市公司股东的净利润 -0.38 亿元，亏损同比去年大幅下降，主要系本期宁波利维能通过增资扩股引入战略投资人，增资后公司不再对其实施控制，对其会计处理改为权益法核算并获得投资收益 0.45 亿元。

➤ 投资业务回报丰厚，为公司利润提升第三大主因

2018H1，公司投资收益为 0.98 亿元，分别为：1) 减持宁波银行获得收益 0.37 亿元；2) 涼州银行现金分红收益 0.25 亿元；3) 持股洛阳钼业收到现金分红 0.36 亿元。

➤ 多线并进，为公司盈利添砖加瓦

除以上业务外，公司传统服装业务以及新增光伏、储能业务也取得蓬勃发展，尤其是储能领域，2018 年，公司累计签约 230MWH。储能未来或成为公司新兴业务增长点。

结论：

公司为正极材料和负极材料领域的领跑者，具有较强技术储备，尤其在高压钴酸锂和高镍三元方面。随着动力电池市场进一步扩张以及公司新规划 10 万吨级以上正负极材料产能的释放，公司盈利能力会有大幅上涨。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 116.08 亿元、157.68 亿元和 209.18 亿元，归属净利润分别为 10.55 亿元、12.38 亿元和 14.60 亿元，EPS 分别为 0.94 元、1.10 元和 1.30 元，对应 PE 分别为 18.93 倍、16.13 倍和 13.68 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新能源汽车增速不及预期，锂电池材料价格下跌超出预期。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元							
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
流动资产合计	7148	9245	13778	18983	24327	营业收入	5475	8271	11608	15768	20918						
货币资金	2439	1667	3294	4893	5548	营业成本	4109	6171	8790	12107	16447						
应收账款	1807	2714	4003	5272	7024	营业税金及附加	35	59	66	101	134						
其他应收款	164	206	289	392	521	营业费用	306	386	476	577	691						
预付款项	181	430	714	955	1463	管理费用	646	885	1142	1440	1785						
存货	1207	2334	2719	3960	5562	财务费用	97	224	213	366	491						
其他流动资产	205	676	949	1291	1713	资产减值损失	50.95	140.73	88.39	93.36	107.50						
非流动资产合计	7438	12829	14417	16867	19101	公允价值变动收益	0.00	0.45	0.06	0.17	0.23						
长期股权投资	1343	1454	1454	1454	1454	投资净收益	210.74	691.80	553.28	485.27	576.78						
固定资产	1864	2645	4736	7106	9130	营业利润	442	1236	1387	1569	1840						
无形资产	396	375	375	375	375	营业外收入	41.32	68.95	100.80	129.14	175.79						
其他非流动资产	257	84	84	84	84	营业外支出	8.12	59.48	57.25	9.87	15.68						
资产总计	14586	22073	28195	35850	43427	利润总额	475	1245	1430	1689	2000						
流动负债合计	3996	6879	10767	15730	19972	所得税	77	235	241	293	354						
短期借款	1011	2988	6379	9844	11868	净利润	398	1010	1189	1396	1646						
应付账款	931	1409	1826	2649	3573	少数股东损益	68	114	134	157	185						
预收款项	132	103	194	286	357	归属母公司净利润	330	896	1055	1238	1460						
一年内到期的非流	790	155	4	0	0	EBITDA	750	1763	2134	2771	3307						
非流动负债合计	1946	4065	5083	6348	8001	EPS (元)	0.40	0.80	0.94	1.10	1.30						
长期借款	196	866	1536	2205	2875	主要财务比率						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
应付债券	747	748	748	748	748												
负债合计	5942	10943	15850	22078	27973	成长能力											
少数股东权益	502	697	830	988	1173	营业收入增长	27.25%	51.07%	40.35%	35.84%	32.66%						
实收资本(或股本)	1123	1123	1123	1123	1123	营业利润增长	-43.55	179.45	12.20%	13.18%	17.23%						
资本公积	2935	2952	2952	2952	2952	归属于母公司净利润	17.75%	17.36%	17.75%	17.36%	17.93%						
未分配利润	2158	2924	3825	4883	6130	获利能力											
归属母公司股东权	8142	10433	8258	9527	11024	毛利率 (%)	21.66%	24.95%	25.39%	24.28%	23.22%						
负债和所有者权	14586	22073	28195	35850	43427	净利润率 (%)	7.27%	12.21%	10.24%	8.85%	7.87%						
现金流量表					单位:百万元					主要财务比率							
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	-578	-381	-623	133	225	偿债能力											
净利润	398	1010	1189	1396	1646	资产负债率 (%)	41%	50%	56%	62%	64%						
折旧摊销	210.40	303.84	555.68	868.23	1026.9	流动比率	1.79	1.34	1.28	1.21	1.22						
财务费用	97	224	213	366	491	速动比率	1.49	1.00	1.03	0.96	0.94						
应收账款减少	0	0	-1289	-1269	-1752	营运能力											
预收帐款增加	0	0	91	93	71	总资产周转率	0.44	0.45	0.46	0.49	0.53						
投资活动现金流	-1455	-3218	-1748	-2926	-2791	应收账款周转率	3	4	3	3	3						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.17	7.07	7.18	7.05	6.72						
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)											
投资收益	211	692	553	485	577	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.80	0.94	1.10	1.30						
筹资活动现金流	3656	2447	3997	4392	3222	每股净现金流(最新)	1.45	-1.03	1.45	1.42	0.58						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.25	9.29	7.36	8.49	9.82						
长期借款增加	0	0	670	670	670	估值比率											
普通股增加	712	0	0	0	0	P/E	44.48	22.24	18.93	16.13	13.68						
资本公积增加	2431	18	0	0	0	P/B	2.45	1.91	2.42	2.10	1.81						
现金净增加额	1623	-1152	1627	1599	655	EV/EBITDA	27.05	13.08	11.88	10.06	9.05						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘慧影

2年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任TMT研究员，2017年1月加入东兴证券从事电子研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。