

平稳增长，符合预期

买入（维持）

2018 年 08 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8271	10686	12517	15015
同比（%）	51%	29%	17%	20%
归母净利润（百万元）	896	822	1056	1329
同比（%）	171%	-8%	28%	26%
每股收益（元/股）	0.80	0.73	0.94	1.18
P/E（倍）	21.61	23.56	18.35	14.57

投资要点

- **2018 年上半年公司归母净利润 4.66 亿，同比增 37.33%，扣非 3.03 亿，同比增 18.58%，符合预期：**2018 年上半年公司营收 42.88 亿元，同比增长 11.31%；归母净利润 4.66 亿元，同比增长 37.33%；扣非净利润 3.03 亿元，同比增长 18.58%；上半年毛利率为 24.45%，同比减少 0.75 个百分点。
- **分季度看，二季度增长幅度略微放缓：**二季度公司实现营收 24.74 亿元，同比增长 6.9%，环比增长 36.44%；归母净利润 3.16 亿元，环比增长 110.81%，同比增长 23.55%；扣非净利润 1.88 亿元，同比增长 6.48%，环比增长 63.68%。2Q 毛利率为 23.17%，同比减少 0.86 个百分点，环比减少 3.03 个百分点。二季度增速放缓，主要由于去年二季度受益于钴涨价，业绩基数高，且今年二季度钴价格持续下行，公司盈利也受一定影响。
- **锂电材料业务增速稳定，正极依然为主力。**2018 年上半年公司锂电池材料实现 33.48 亿营收，同比增长 15%；实现归母净利润 2.82 亿，同比增长 6.67%，其中：**正极材料平稳增长：**上半年公司正极销售 1.01 万吨，同比增长 2%，主要为钴酸锂和 532 正极，实现营收 24.34 亿，同比增长 15.34%；归母净利润 2.44 亿，同比增长 7.06%。公司正极增速放缓主要原因：第一，上半年消费类电池需求较疲软，公司三元还处于拓展期，因此销量基本持平；第二，金属钴在一季度继续冲高，公司正极盈利提高，但二季度钴价一路阴跌，难以享受钴价上涨带来的库存收益。
- **负极材料略有下滑：**上半年公司负极材料销售 1.47 万吨，同比下滑 4%，营收 7.76 亿元，同比增加 11.56%；净利润 0.43 亿元，同比下滑 4.99%；上半年负极均价 6 万/吨（含税），整体增长 15%左右，主要由于公司上半年调整产品结构，大幅降低低端产品销售。公司上半年已投产 7000 吨石墨化产能，另有 1.6 万吨将于年底开始陆续投产，投产后有望降低负极材料成本，提高盈利水平；同时公司也对负极材料团队做积极的调整，预计下半年有望正增长。
- **电解液再发力，亏损幅度缩窄：**上半年公司电解液销售 4170 吨，同比增加 123%，营收 1.38 亿元，同比增 30.87%；净利润-373.87 万元，亏损减少 333.21 万。上半年公司电解液均价 3.9 万/吨，同比下滑 40%左右，但由于今年公司控制原材料采购价格、且大力开发了消费类电池客户，因此盈利水平大幅提升，毛利率提升 5 个百分点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年归母净利润为 8.22/10.56/13.29 亿元，增速-8%/28%/26%，EPS 为 0.73/0.94/1.18 元，对应 PE 为 24x/18x/15x。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，我们给以目标价 23 元，对应 2019 年 25x，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.25
一年最低/最高价	14.58/27.41
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	14174.61

基础数据

每股净资产(元)	9.29
资产负债率(%)	52.79
总股本(百万股)	1122.76
流通 A 股(百万股)	821.72

相关研究

- 1、《杉杉股份（600884）业绩快报点评：中报业绩快报平稳增长，符合预期》2018-08-06
- 2、《年报点评：业绩高增长，符合预期》2018-04-24
- 3、《杉杉股份：正极持续发力，业绩大增》2018-01-24

杉杉股份三大财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,245	11,153	12,537	14,775	营业收入	8,271	10,686	12,517	15,015
现金	1,667	1,603	1,877	2,252	营业成本	6,171	8,144	9,357	11,309
应收账款	2,714	3,471	4,066	4,877	营业税金及附加	59	75	88	105
其他应收款	206	206	206	206	销售费用	386	449	501	571
预付账款	430	568	652	788	管理费用	885	940	1,064	1,171
存货	2,334	3,095	3,563	4,316	财务费用	224	256	277	229
其他流动资产	1,894	2,210	2,172	2,336	资产减值损失	141	72	57	78
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	300	200	200
固定资产	2,645	2,623	2,637	2,586	营业利润	1,236	1,109	1,432	1,812
无形资产	375	359	392	375	营业外收入	69	50	50	50
其他非流动资产	8,355	8,400	8,346	8,392	营业外支出	59	20	20	20
资产总计	22,073	23,989	25,365	27,582	利润总额	1,245	1,139	1,462	1,842
流动负债	6,879	8,092	8,568	9,650	所得税	235	215	276	348
短期借款	3,143	3,321	3,131	3,158	净利润	1,010	924	1,186	1,493
应付账款	1,409	1,860	2,137	2,582	少数股东损益	114	102	130	164
其他流动负债	2,327	2,912	3,300	3,909	归属母公司净利润	896	822	1,056	1,329
非流动负债	4,065	4,065	4,065	4,065	EBITDA	1,733	1,608	1,967	2,313
长期借款	866	866	866	866	EPS (元)	0.80	0.73	0.94	1.18
其他非流动负债	3,199	3,199	3,199	3,199					
负债合计	10,943	12,157	12,632	13,715	主要财务比率				
少数股东权益	697	798	929	1,093	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1,123	1,123	1,123	1,123	成长能力				
资本公积	2,952	2,952	2,952	2,952	营业收入	51.1%	29.2%	17.1%	20.0%
留存收益	3,101	3,702	4,472	5,442	营业利润	179.5%	-10.3%	29.2%	26.5%
归属母公司股东权益	10,433	11,033	11,804	12,774	归属于母公司净利	171.4%	-8.3%	28.4%	25.9%
负债和股东权益	22,073	23,989	25,365	27,582	获利能力				
					毛利率(%)	25.4%	23.8%	25.2%	24.7%
					净利率(%)	12.2%	8.6%	9.5%	9.9%
					ROE(%)	8.6%	7.5%	8.9%	10.4%
					ROIC(%)	13.7%	10.7%	12.5%	13.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.6%	50.7%	49.8%	49.7%
					净负债比率	36.6%	34.4%	31.6%	29.3%
					流动比率	1.34	1.38	1.46	1.53
					速动比率	1.00	1.00	1.05	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.45	0.45	0.49
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.38	4.38	4.38	4.38
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.80	0.73	0.94	1.18
					每股经营现金流	-0.34	0.17	0.96	0.88
					每股净资产	9.29	9.83	10.51	11.38
					估值比率				
					P/E	21.61	23.56	18.35	14.57
					P/B	1.86	1.76	1.64	1.52
					EV/EBITDA	14	15	13	11

数据来源: 贝格数据, 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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

