

2018年08月25日

## 平稳增长，符合预期 买入（维持）

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，我们给予目标价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。

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

### 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

- 《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
- 《年报点评：业绩高增长，符合预期》2018-04-24
- 《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				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	9,245	11,153	12,537	14,775	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	22,073	23,989	25,365	27,582	<b>利润总额</b>	1,245	1,139	1,462	1,842
<b>流动负债</b>	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	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	896	822	1,056	1,329
<b>非流动负债</b>	4,065	4,065	4,065	4,065	<b>EBITDA</b>	1,733	1,608	1,967	2,313
长期借款	866	866	866	866	<b>EPS (元)</b>	0.80	0.73	0.94	1.18
其他非流动负债	3,199	3,199	3,199	3,199					
<b>负债合计</b>	10,943	12,157	12,632	13,715					
少数股东权益	697	798	929	1,093					
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	3,702	4,472	5,442					
归属母公司股东权	10,433	11,033	11,804	12,774					
<b>负债和股东权益</b>	22,073	23,989	25,365	27,582					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-381	186	1,077	985	<b>成长能力</b>				
净利润	1,010	924	1,186	1,493	营业收入	51.1%	29.2%	17.1%	20.0%
折旧摊销	274	243	257	272	营业利润	179.5%	-10.3%	29.2%	26.5%
财务费用	235	256	277	229	归属于母公司净利	171.4%	-8.3%	28.4%	25.9%
投资损失	-692	-300	-200	-200	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-1,348	-1,009	-501	-888	毛利率(%)	25.4%	23.8%	25.2%	24.7%
其他经营现金流	140	72	57	78	净利率(%)	12.2%	8.6%	9.5%	9.9%
<b>投资活动现金流</b>	-3,218	50	-50	-50	ROE(%)	8.6%	7.5%	8.9%	10.4%
资本支出	1,328	250	250	250	ROIC(%)	13.7%	10.7%	12.5%	13.5%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-1,890	300	200	200	资产负债率(%)	49.6%	50.7%	49.8%	49.7%
<b>筹资活动现金流</b>	2,447	-300	-752	-560	净负债比率	36.6%	34.4%	31.6%	29.3%
短期借款	0	178	-190	27	流动比率	1.34	1.38	1.46	1.53
长期借款	670	0	0	0	速动比率	1.00	1.00	1.05	1.08
普通股增加	196	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积金增长	18	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.45	0.45	0.49
其他筹资现金流	1,581	-478	-562	-588	应收账款周转率	3	3	3	3
<b>现金净增加额</b>	-1,152	-64	275	375	应付账款周转率	4.38	4.38	4.38	4.38

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>