



业绩符合预期，聚焦锂电池材料

2018.09.02

谨慎推荐（首次）

现价：16.47

潘永乐(分析师) 徐超(研究助理)
电话：020-88832354 020-88836115
邮箱：pan.yongle@gzgzhs.com.cn xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号：A1310518070002 A1310518060001

事件：

2018年8月24日公司公布2018年半年度报告，公司实现营业总收入42.88亿元，同比增长11.31%；实现营业利润6.13亿元，同比增长29.32%；归母净利润4.66亿元，同比增长37.33%。公司业绩整体符合我们的预期。

点评：

● 正极材料不断推进，高镍和高电压产品有所突破

正极材料上半年收入和归母净利润分别为24.34和2.44亿元，同比增长15.34%和7.06%，利润增速不及收入增速，主要受市场竞争加剧和去年同期低价原材料库存增值的影响，同时消费电子需求也较为疲软，今年二季度钴价开始转跌，导致上半年毛利率估计下滑至20%附近，正极子公司杉杉能源净利润约3.04亿元，销量约10057吨，同比增长2%，测算单吨税后均价/净利润约24/3万元，预计钴酸锂占比超过60%，三元以523为主，预计622占比较低，811还未大批量出货；现有产能达5万吨全国第一，18年1月已启动10万吨正极扩产项目，一期一阶段1万吨预计18年底投试产，3月宁夏石嘴山7200吨高镍三元及前驱体产线陆续投试产，NCM622和811正加大客户开拓和出货放量，产销结构的升级将带来盈利的持续改善，业绩有望持续增长。

● 负极材料原材料涨价，盈利略有下滑：

上半年公司负极材料销售1.5万吨，同比下滑4%，营收7.8亿元，同比增加11.6%；净利润0.43亿元，同比下滑5%；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。

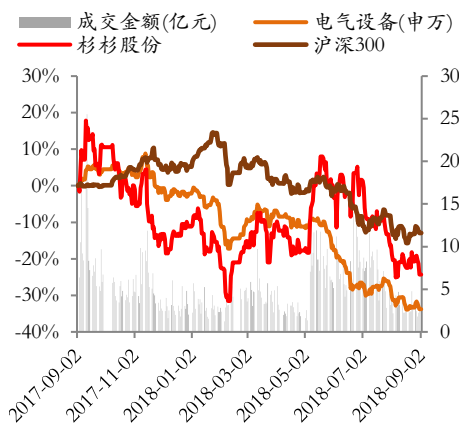
● 电解液再发力，亏损幅度缩窄：

上半年公司电解液销售4170吨，同比增加123%，营收1.4亿元，同比增长31%；净利润-373.9万元，亏损减少333.2万。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，因此盈利水平提升。

● 聚焦锂电池材料，正极材料引入战略投资者。

公司服装业务已在港股上市，新能源汽车业务引入战略投资者，已不再并表，公司将资源集中在锂电池材料领域，正极材料子公司拟融资20亿元，引入海尔和吉利两家重要战略合作伙伴，与行业巨擘同行，杉杉股份新能源业务发展进入新阶段，强强联合，将强化公司新能源业务的行业地位，进一步提升市场影响力。

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
杉杉股份	-6.63	-21.69	-8.91
电气设备(申万)	-4.66	-19.57	-26.63
沪深300	-1.08	-11.57	-16.98

基本资料

总市值(亿元)	184.92
总股本(亿股)	11.23
流通股比例	73%
资产负债率	53%
大股东	杉杉集团有限公司
大股东持股比例	24%

相关报告



盈利预测与估值:

根据公司现有业务,我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.77、0.84 和 0.91 元,对应 22、20 和 19 倍 PE,首次覆盖,给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示:

国家对新能源车政策支持不及预期;公司产销不达预期;产品价格下跌超预期,上游原材料价格波动。

主要财务指标(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8270.54	10562.40	13080.71	15373.20
同比(%)	51.07%	27.71%	23.84%	17.53%
归属母公司净利润	896.12	866.25	942.02	1026.26
同比(%)	171.42%	-3.33%	8.75%	8.94%
毛利率(%)	25.39%	24.33%	25.07%	24.86%
ROE(%)	9.06%	8.72%	10.47%	10.68%
每股收益(元)	0.80	0.77	0.84	0.91
P/E	21.43	22.16	20.38	18.71
P/B	2.68	2.41	2.28	2.14
EV/EBITDA	4.26	14.65	12.99	11.67



附录：财务报表预测

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	9245	9721	11764	13296	营业收入	8271	10562	13081	15373
现金	1667	1662	1923	1751	营业成本	6171	7993	9801	11552
应收账款	2714	3643	4374	5162	营业税金及附加	59	55	70	85
其它应收款	206	160	177	181	营业费用	386	542	641	771
预付账款	430	489	572	728	管理费用	885	1135	1428	1681
存货	2334	2472	3206	3907	财务费用	224	234	313	388
其他	1894	1296	1513	1568	资产减值损失	141	88	93	107
非流动资产	12829	10687	11937	12994	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1454	1333	1377	1388	投资净收益	692	553	485	577
固定资产	2645	3637	4474	5031	营业利润	1236	1068	1219	1366
无形资产	375	432	486	510	营业外收入	69	51	54	58
其他	8355	5284	5601	6065	营业外支出	59	31	33	41
资产总计	22073	20408	23701	26290	利润总额	1245	1088	1240	1382
流动负债	6879	8477	11135	12813	所得税	235	166	204	231
短期借款	2988	3982	5685	6498	净利润	1010	922	1036	1151
应付账款	1409	1684	2174	2545	少数股东损益	114	56	94	125
其他	2482	2811	3275	3770	归属母公司净利润	896	866	942	1026
非流动负债	4065	3203	3295	3521	EBITDA	1716	1631	1975	2295
长期借款	866	866	866	866	EPS (摊薄)	0.80	0.77	0.84	0.91
其他	3199	2337	2429	2655					
负债合计	10943	11680	14430	16334					
少数股东权益	697	752	846	971					
股本	1123	1123	1123	1123					
资本公积	2952	2952	2578	2204					
留存收益	3101	3900	4724	5659					
归属母公司股东权益	7176	7975	8425	8986					
负债和股东权益	22073	20408	23701	26290					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2020E
经营活动现金流	1085	-3624	621	1017	成长能力				
净利润	1010	866	942	1026	营业收入增长率	51.1%	27.7%	23.8%	17.5%
折旧摊销	274	309	422	524	营业利润增长率	179.5%	-13.6%	14.1%	12.0%
财务费用	224	234	313	388	归母净利润增长率	171.4%	-3.3%	8.7%	8.9%
投资损失	-692	-553	-485	-577	获利能力				
营运资金变动	-1323	-287	-806	-706	毛利率	25.4%	24.3%	25.1%	24.9%
其它	1592	-4194	235	361	净利率	14.5%	12.2%	8.7%	7.9%
投资活动现金流	-3218	2572	-1233	-1047	ROE	9.1%	8.7%	10.5%	10.7%
资本支出	-1366	-892	-1052	-962	ROIC	9.5%	8.3%	8.1%	8.5%
长期投资	1838	2656	-487	-561	偿债能力				
其他	-3690	808	306	476	资产负债率	49.6%	57.2%	60.9%	62.1%
筹资活动现金流	2447	1047	873	-142	净负债比率	36.63%	44.20%	48.31%	46.90%
短期借款	1977	994	1703	813	流动比率	1.34	1.15	1.06	1.04
长期借款	670	0	0	0	速动比率	1.00	0.86	0.77	0.73
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积金增加	18	0	-374	-374	总资产周转率	0.45	0.50	0.59	0.62
其他	-217	52	-456	-581	应收账款周转率	3.66	3.32	3.26	3.22
现金净增加额	315	-5	261	-172	应付账款周转率	5.27	5.17	5.08	4.90

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.77	0.84	0.91	P/E	21.43	22.16	20.38	18.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	-3.23	0.55	0.91	P/B	2.68	2.41	2.28	2.14
每股净资产(最新摊薄)	6.39	7.10	7.50	8.00	EV/EBITDA	4.26	14.65	12.99	11.67

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。