

投资收益贡献利润，产能逐步扩张

——杉杉股份 (600884.SH) 公司三季度点评

季报点评

开文明 (分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

孟可 (联系人)

mengke@xsdzq.cn

证书编号: S0280118090006

● 2018 年 1-9 月归母扣非后净利润 3.85 亿元，同比增长 3.15%

2018 年 1-9 月公司实现收入 63.82 亿元 (YOY-3.94%); 归母净利润 10.54 亿元 (YOY+125.27%), 位于业绩预告区间 (10.18-10.88 亿元) 的靠近上限位置; 扣非后归母净利润 3.85 亿元 (YOY+3.15%), 位于业绩预告区间 (3.74-3.94 亿元) 的靠近上限位置; 毛利率为 23.10% (YOY-0.64pct)。Q3 公司实现收入 20.94 亿元 (YOY-24.97%); 归母净利润 5.89 亿元 (YOY+356.53%); 扣非后归母净利润 0.82 亿元 (YOY-30.51%); 毛利率为 20.34% (环比下滑 2.83pct)。2018 年 1-9 月归母净利润大幅增加的主要原因是公司出售所持宁波银行部分股票获得投资收益约 6.58 亿元所致。

● 新能源业务战略逐步调整，非核心板块引入外部投资人

锂电池材料业务是公司的主要业绩来源和未来发展重点。电池 PACK 业务方面，宁波利维能通过增资扩股完成了红杉资本的引入。充电桩建设与运营方面，广州云杉智行新能源已完成了 Pre-A 轮融资。非新能源业务方面，服装板块 (1749.HK) 和类金融板块 (8452.HK) 均已在香港上市。新能源汽车市场景气度保持高位，公司战略的调整积极顺应了行业发展趋势。

● 锂电材料业务多元化布局，产能有序扩张

公司产能正有序扩张，2018 年年底正极材料产能 5 万吨，负极材料成品产能 8 万吨，电解液产能 3 万吨。公司长沙高新区年产 10 万吨高能量密度正极材料项目规划，其中一期一阶段 1 万吨项目已于 2018 年上半年开工建设，2018 年年底将投产，有效产能的释放和规模优势将进一步提升盈利能力。内蒙古年产 10 万吨负极材料一体化项目规划，其中一期 6 万吨项目已于 2018 年上半年开工建设，预计 2019 年投产。

● 维持“推荐”评级：

我们预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.11、0.89 和 1.06 元 (原预测为 0.81、0.91 和 1.13 元)，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 11.2、14.0 和 11.7 倍，公司未来战略将聚焦于锂电材料业务，维持“推荐”评级。

● 风险提示：补贴政策退坡幅度超预期；产品价格下跌；技术路线变化。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5475	8,271	9,455	11,383	14,049
增长率(%)	27.3	51.1	14.3	20.4	23.4
净利润(百万元)	330.2	896	1,250	999	1,195
增长率(%)	-50.3	171.4	39.5	-20.1	19.7
毛利率(%)	25.0	25.4	24.6	25.1	24.8
净利率(%)	6.0	10.8	13.2	8.8	8.5
ROE(%)	4.6	9.1	11.3	8.3	9.1
EPS(摊薄/元)	0.29	0.80	1.11	0.89	1.06
P/E(倍)	42.34	15.6	11.2	14.0	11.7
P/B(倍)	1.72	1.3	1.2	1.1	1.0

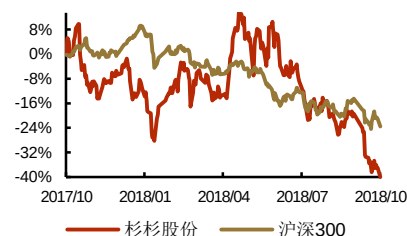
推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2018.10.29

收盘价(元):	12.45
一年最低/最高(元):	12.0/23.66
总股本(亿股):	11.23
总市值(亿元):	139.78
流通股本(亿股):	8.22
流通市值(亿元):	102.3
近 3 月换手率:	119.18%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.43	-22.87	-18.53
绝对	-21.56	-33.13	-39.06

相关报告

《业绩符合预期，锂电材料龙头持续成长》2018-08-23

《一季度业绩符合预期，锂电材料龙头保持高成长》2018-04-25

《正负极业务稳定发展，新能源汽车业务成长可期》2018-01-19

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7148	9245	11102	14966	16468	营业收入	5475	8271	9455	11383	14049
现金	2439	1667	4159	5007	6180	营业成本	4109	6171	7126	8530	10565
应收账款	1807	2714	2454	3768	3912	营业税金及附加	35	59	64	79	96
其他应收款	164	206	217	292	337	营业费用	306	386	441	531	656
预付账款	181	430	269	573	466	管理费用	646	885	945	1138	1405
存货	1207	2334	1755	3139	2923	财务费用	97	224	174	210	267
其他流动资产	1349	1894	2247	2187	2651	资产减值损失	51	141	19	57	70
非流动资产	7438	12829	13336	14130	15168	公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
长期投资	1343	1454	1682	1909	2137	投资净收益	211	692	937	417	517
固定资产	1864	2645	3034	3609	4366	营业利润	442	1236	1723	1374	1647
无形资产	396	375	337	299	261	营业外收入	41	69	20	20	20
其他非流动资产	3834	8355	8283	8312	8403	营业外支出	8	59	6	6	6
资产总计	14586	22073	24437	29096	31636	利润总额	475	1245	1737	1388	1661
流动负债	3996	6879	8141	11916	13320	所得税	77	235	328	262	314
短期借款	1011	2988	4630	6574	7939	净利润	398	1010	1409	1126	1347
应付账款	931	1409	1293	1942	2064	少数股东损益	68	114	159	127	152
其他流动负债	2055	2482	2218	3401	3317	归属母公司净利润	330	896	1250	999	1195
非流动负债	1946	4065	3825	3651	3508	EBITDA	693	1757	2200	1936	2351
长期借款	943	1614	1375	1201	1057	EPS(元)	0.29	0.80	1.11	0.89	1.06
其他非流动负债	1003	2451	2451	2451	2451						
负债合计	5942	10943	11966	15567	16828	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	502	697	855	982	1134	成长能力					
股本	1123	1123	1123	1123	1123	营业收入(%)	27.3	51.1	14.3	20.4	23.4
资本公积	2935	2952	2952	2952	2952	营业利润(%)	(43.5)	179.5	39.4	-20.3	19.9
留存收益	2295	3101	4404	5445	6691	归属于母公司净利润(%)	(50.3)	171.4	39.5	-20.1	19.7
归属母公司股东权益	8142	10433	11616	12547	13675	获利能力					
负债和股东权益	14586	22073	24437	29096	31636	毛利率(%)	25.0	25.4	24.6	25.1	24.8
						净利率(%)	6.0	10.8	13.2	8.8	8.5
						ROE(%)	4.6	9.1	11.3	8.3	9.1
						ROIC(%)	3.9	7.3	8.1	6.0	6.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.7	49.6	49.0	53.5	53.2
						净负债比率(%)	3.5	27.8	17.6	23.3	22.0
						流动比率	1.8	1.3	1.4	1.3	1.2
						速动比率	1.5	1.0	1.1	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	3.2	3.7	3.7	3.7	3.7
						应付账款周转率	5.4	5.3	5.3	5.3	5.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.80	1.11	0.89	1.06
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	-0.03	0.87	-0.00	1.00
						每股净资产(最新摊薄)	7.25	9.29	10.35	11.18	12.18
						估值比率					
						P/E	42.34	15.60	11.18	14.00	11.69
						P/B	1.72	1.34	1.20	1.11	1.02
						EV/EBITDA	21.86	10.9	8.4	10.1	8.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>