

2018年10月30日

## 3Q 正极销量低于预期拖累扣非业绩增速

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	1152	1066	1340
同比(%)	171%	29%	-7%	26%
每股收益(元/股)	0.80	1.03	0.95	1.19
P/E(倍)	16.63	12.94	13.98	11.12

## 投资要点

- **2018年前三季度公司扣非归母净利润3.85亿，同比增3.15%，符合预期：**2018年前三季度公司营收63.8亿元，同比下降3.9%；归母净利润10.5亿元，同比增长125%，其中非经常性损益6.7亿，主要为政府补助1.5亿，出售宁波银行股权获得6.9亿投资收益；扣非净利润3.85亿元，同比增长3.15%；前三季度毛利率为23.10%，同比减少0.63个百分点。
- **分季度看，三季度扣非利润下滑30%：**三季度公司实现营收20.9亿元，同比下滑25%，环比下滑15.4%；归母净利润5.9亿元，同比增长356.5%，其中非经常性损益5.1亿，包括政府补助0.9亿和出售宁波银行股权获得的6.2亿投资收益；扣非归母净利润0.83万，同比下滑30.1%，环比下滑56%。3Q毛利率为20.35%，同比减少1.4个百分点，环比减少2.8个百分点。
- **三季度正极材料出货量不达预期，影响业绩。**我们估计公司三季度正极材料出货量同比下滑15-20%左右，根据高工锂电统计，估计1-9月公司出货量1.5万吨左右。我们估计三季度公司钴酸锂销量同环比下滑，主要受下游大客户商务谈判影响造成而供货减少；而三元材料处于市场开拓期，主要客户为比亚迪、力神，目前销量爬坡，尚未大规模起量。因此导致公司三季度销量一般，我们预计全年公司有望达到销量2万吨，同比基本持平。
- **财务费用增加明显，总体费用率上涨1个百分点。**18年前三季度公司费用同比增长2.1%至11.1亿元，费用率上涨1.02个百分点至17.36%。其中，管理费用6亿，费用率为9.42%，其中研发费用2.9亿，研发费用率4.5%；销售费用3.1亿，费用率4.8%；财务费用为2亿元，同比增加25.3%，财务费用率3.12%，上涨0.73个百分点。
- **期末应收账款33.3亿，1-3Q经营活动净现金流-3.38亿。**报告期末公司存货26.94亿，较年初增加15.43%；应收账款为33.28亿，较年初增加22.63%，高于营收增速。预收账款1.17亿，较年初增长14.32%，表明公司订单增加。现金流方面，公司经营活动净现金流为-3.38亿元，流出规模同比减少0.61亿。
- **投资建议：**我们预计2018-2020年归母净利润为11.5(扣非预计4.7亿左右)/10.66/13.40亿元，增速29%/-7%/26%，EPS为1.03/0.95/1.19元，对应PE为13x/14x/11x。我们给予2019年18x，对应目标价17元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司出货量不达预期，产品价格下滑幅度超预期。

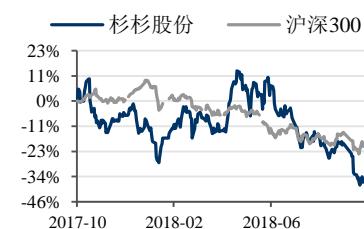
证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	13.27
一年最低/最高价	12.00/23.60
市净率(倍)	1.38
流通A股市值(百万元)	10904.18

## 基础数据

每股净资产(元)	9.61
资产负债率(%)	49.11
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)中报点评：平稳增长，符合预期》  
2018-08-25
- 2、《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
- 3、《年报点评：业绩高增长，符合预期》2018-04-24

## 杉杉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	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	减: 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
存货	2,334	3,095	3,563	4,316	营业费用	386	449	501	571
其他流动资产	1,894	2,210	2,172	2,336	管理费用	885	940	1,064	1,171
<b>非流动资产</b>	12,829	12,836	12,828	12,806	财务费用	224	250	263	214
长期股权投资	1,454	1,454	1,454	1,454	资产减值损失	141	72	57	78
固定资产	2,645	2,623	2,637	2,586	加: 投资净收益	692	750	200	200
无形资产	375	359	392	375	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	8,355	8,400	8,346	8,392	<b>营业利润</b>	1,236	1,566	1,447	1,827
<b>资产总计</b>	22,073	23,989	25,365	27,582	加: 营业外净收支	10	30	30	30
<b>流动负债</b>	6,879	7,811	8,277	9,350	<b>利润总额</b>	1,245	1,596	1,477	1,857
短期借款	3,143	3,039	2,841	2,859	减: 所得税费用	235	302	279	351
应付账款	1,409	1,860	2,137	2,582	少数股东损益	114	142	132	166
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	1,152	1,066	1,340
<b>非流动负债</b>	4,065	4,065	4,065	4,065	<b>EBIT</b>	1,245	1,596	1,477	1,857
长期借款	866	866	866	866	<b>EBITDA</b>	1,733	2,058	1,967	2,313
其他非流动负债	3,199	3,199	3,199	3,199					
<b>负债合计</b>	10,943	11,876	12,342	13,415					
少数股东权益	697	839	971	1,136					
<b>归属母公司股东权益</b>	10,433	11,274	12,052	13,030					
<b>负债和股东权益</b>	22,073	23,989	25,365	27,582					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>					
经营活动现金流	-381	100	1,074	982	<b>重要财务与估值指标</b>				
投资活动现金流	-3,218	500	-50	-50	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
筹资活动现金流	-3,218	500	-50	-50	每股收益(元)	0.80	1.03	0.95	1.19
现金净增加额	-1,152	-64	275	375	每股净资产(元)	9.29	10.04	10.73	11.61
折旧和摊销	274	243	257	272	发行在外股份(百万股)	1,123	1,123	1,123	1,123
资本开支	1,328	250	250	250	<b>ROIC (%)</b>	13.7%	14.2%	12.5%	13.5%
营运资本变动	-1,348	-1,009	-501	-888	<b>ROE (%)</b>	8.6%	10.2%	8.8%	10.3%
					<b>毛利率 (%)</b>	25.4%	23.8%	25.2%	24.7%
					销售净利率 (%)	12.2%	12.1%	9.6%	10.0%
					资产负债率 (%)	49.6%	49.5%	48.7%	48.6%
					收入增长率 (%)	51.1%	29.2%	17.1%	20.0%
					净利润增长率 (%)	171.4%	28.5%	-7.4%	25.7%
					<b>P/E</b>	16.63	12.94	13.98	11.12
					<b>P/B</b>	1.43	1.32	1.24	1.14
					<b>EV/EBITDA</b>	12	10	10	9

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>