

2017年07月14日

公司研究·证券研究报告

杉杉股份 (600884.SH)

公司快报

牵手洛阳钼业，涉足上游钴矿

投资要点

- ◆ **事件：**7月13日，公司公告，与洛阳钼业签订了《战略合作框架协议》，就钴产品的采购与销售以及钴、锂等金属资源项目开发进行战略合作。并且，公司拟与洛阳钼业通过华润信托·博荟70号集合资金信托计划，参与报价并认购洛阳栾川钼业集团的180亿的增发募资，资金拟用于巴西铌、磷资产收购项目和刚果（金）铜、钴资产收购项目，公司拟投资金额18亿元人民币。
- ◆ **牵手洛阳钼业，保障公司原材料供应：**公司此次战略合作伙伴洛阳钼业，旗下子公司持有TFM公司56%股权，TFM拥有的Tenke Fungurume铜钴矿，是全球范围内储量最大、品位最高的铜&钴矿产之一，具有长周期、低成本的特点，金属钴储量超过50万吨，是全球第二大钴生产商。钴产品是杉杉正极材料产品的主要原材料之一，中长期供给可能存在瓶颈，并且资源集中度高，价格波动较大。公司作为全球产能规模最大的正极供应商，与洛钼就钴产品采购和钴锂资源项目开发的战略合作，有利于保障公司上游原材料的供应，降低原材料市场紧缺带来的生产风险，提升公司持续盈利的能力。
- ◆ **正极材料攫取钴价上涨带来的库存差收益，全年业绩有望超预期：**公司目前正极材料产能3.3万吨，下半年将投放宁乡二期和宁夏二期的产能，预计年底产能将达5万吨，位居世界前列。公司目前的正极材料生产基地分布在长沙、宁乡和宁夏，除宁夏高镍产线外，其他产能均能够生产三元和钴酸锂两种产品。公司产品还是高电压的钴酸锂，该产品在钴价快速上涨的过程中，能够通过库存差带来超额收益。预计下半年公司将逐步转向动力三元的生产，有望获益于新能源汽车产业的高速发展，全年正极材料业绩有望超预期。
- ◆ **负极材料有望受益于原材料针状焦的价格上涨：**公司主营产品除了锂电正极材料，还包括锂电的负极材料人造石墨。公司16年负极材料出货量位居行业第二，产能近3万吨，出货量超2万吨。据高工锂电消息，由于石墨电极遭遇供给侧改革，其对电弧炉需求大增，这直接导致原材料针状焦供应紧张，价格大幅上涨。针状焦同时也是锂电负极材料的原材料，针状焦的短缺导致的价格上涨或将引起锂电负极材料的价格上涨，公司负极材料业务有望受益。
- ◆ **投资建议：**公司与洛钼合作将保障公司主要原材料钴产品的稳定供应，增强公司的成本优势；预计下半年新产线的投放，将使得公司动力三元材料的占比提高，确保公司盈利能力持续提升。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.59、0.68、0.87元，对应PE分别为33.1、28.5、22.3倍，首次覆盖给予“增持-A”评级，6个月目标价22元。
- ◆ **风险提示：**新能源汽车推广不达标，政策风险，原材料价格大幅波动。

财务数据与估值

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级 增持-A(首次)

6个月目标价 22元

股价(2017-07-13) 19.49元

交易数据

总市值(百万元) 21,882.69

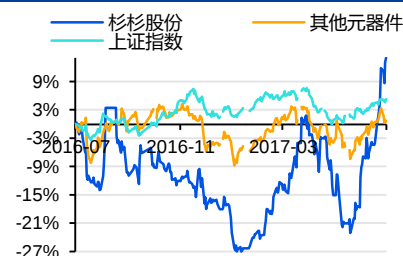
流通市值(百万元) 16,015.25

总股本(百万股) 1,122.76

流通股本(百万股) 821.72

12个月价格区间 12.13/20.25元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	26.42	13.7	7.22
绝对收益	28.47	11.94	12.37

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20655793

报告联系人

 肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20655796

相关报告

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4,302.3	5,474.8	8,765.1	10,562.0	12,177.9
同比增长(%)	17.6%	27.3%	60.1%	20.5%	15.3%
营业利润(百万元)	783.4	442.2	866.5	991.2	1,193.2
同比增长(%)	112.2%	-43.5%	96.0%	14.4%	20.4%
净利润(百万元)	664.8	330.2	660.1	766.7	981.4
同比增长(%)	90.8%	-50.3%	99.9%	16.1%	28.0%
每股收益(元)	0.59	0.29	0.59	0.68	0.87
PE	32.9	66.3	33.1	28.5	22.3
PB	4.6	2.7	3.1	2.8	2.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,302.3	5,474.8	8,765.1	10,562.0	12,177.9
减:营业成本	3,370.6	4,108.6	6,098.8	7,625.7	8,768.1
营业税费	15.3	34.8	17.5	41.9	50.1
销售费用	253.2	305.9	631.1	887.2	860.0
管理费用	452.0	646.1	968.7	1,174.5	1,379.1
财务费用	111.4	97.0	182.9	154.1	102.0
资产减值损失	73.5	51.0	8.6	10.2	6.3
加:公允价值变动收益	-0.3	-0.0	2.8	-1.9	0.3
投资和汇兑收益	757.3	210.7	6.2	324.7	180.6
营业利润	783.4	442.2	866.5	991.2	1,193.2
加:营业外净收支	17.0	33.2	-1.3	25.3	51.3
利润总额	800.4	475.4	865.3	1,016.5	1,244.5
减:所得税	122.9	77.5	121.9	155.0	189.3
净利润	664.8	330.2	660.1	766.7	981.4

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	878.5	2,439.4	701.2	845.0	974.2
交易性金融资产	0.2	0.2	2.9	1.1	1.4
应收帐款	1,728.3	1,971.3	4,125.9	3,286.5	5,129.2
应收票据	417.7	714.4	1,072.3	1,068.1	1,421.3
预付帐款	234.4	181.2	430.5	370.4	525.4
存货	862.4	1,207.4	2,015.7	1,842.7	2,653.0
其他流动资产	227.9	634.4	305.6	389.3	443.1
可供出售金融资产	2,536.8	2,661.6	2,634.5	2,611.0	2,635.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,203.1	1,343.0	1,343.0	1,343.0	1,343.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	878.4	1,864.5	1,768.6	1,672.7	1,576.9
在建工程	377.1	356.4	356.4	356.4	356.4
无形资产	247.2	396.5	386.0	375.6	365.2
其他非流动资产	605.9	816.3	671.9	687.5	700.0
资产总额	10,198.0	14,586.4	15,814.5	14,849.3	18,124.7
短期债务	811.8	1,010.5	2,206.9	466.9	513.9
应付帐款	932.2	1,227.6	2,085.4	2,011.8	2,682.5
应付票据	858.9	621.9	1,366.9	1,315.5	1,719.1
其他流动负债	232.8	1,136.4	626.0	722.7	907.4
长期借款	200.0	196.2	-	-	935.9
其他非流动负债	2,063.1	1,749.7	1,958.8	1,923.9	1,877.5
负债总额	5,098.8	5,942.3	8,244.0	6,440.8	8,636.3
少数股东权益	300.4	501.7	585.0	679.7	753.6
股本	410.9	1,122.8	1,122.8	1,122.8	1,122.8
留存收益	2,692.8	5,229.7	5,862.8	6,606.0	7,612.1
股东权益	5,099.2	8,644.1	7,570.5	8,408.5	9,488.4

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	677.5	397.9	660.1	766.7	981.4
加:折旧和摊销	79.0	167.6	106.3	106.3	106.3
资产减值准备	73.5	51.0	-	-	-
公允价值变动损失	0.3	0.0	2.8	-1.9	0.3
财务费用	117.8	135.9	182.9	154.1	102.0
投资损失	-757.3	-210.7	-6.2	-324.7	-180.6
少数股东损益	12.7	67.8	83.3	94.8	73.9
营运资金的变动	-528.9	-1,108.6	-1,869.5	947.5	-2,012.5
经营活动产生现金流量	-258.0	-577.9	-840.3	1,742.9	-929.2
投资活动产生现金流量	215.1	-1,455.4	234.4	297.7	122.5
融资活动产生现金流量	-246.0	3,656.1	-1,132.3	-1,896.8	935.9

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	17.6%	27.3%	60.1%	20.5%	15.3%
营业利润增长率	112.2%	-43.5%	96.0%	14.4%	20.4%
净利润增长率	90.8%	-50.3%	99.9%	16.1%	28.0%
EBITDA 增长率	60.2%	-28.0%	65.7%	8.3%	12.0%
EBIT 增长率	70.6%	-39.7%	94.6%	9.1%	13.1%
NOPLAT 增长率	61.6%	-40.4%	99.8%	7.7%	13.1%
投资资本增长率	24.5%	54.5%	37.3%	-15.2%	31.8%
净资产增长率	15.6%	69.5%	-12.4%	11.1%	12.8%
盈利能力					
毛利率	21.7%	25.0%	30.4%	27.8%	28.0%
营业利润率	18.2%	8.1%	9.9%	9.4%	9.8%
净利润率	15.5%	6.0%	7.5%	7.3%	8.1%
EBITDA/营业收入	22.5%	12.7%	13.2%	11.9%	11.5%
EBIT/营业收入	20.8%	9.8%	12.0%	10.8%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	40.7%	52.1%	43.4%	47.6%
负债权益比	100.0%	68.7%	108.9%	76.6%	91.0%
流动比率	1.53	1.79	1.38	1.73	1.91
速动比率	1.23	1.49	1.06	1.32	1.46
利息保障倍数	8.03	5.56	5.74	7.43	12.70
营运能力					
固定资产周转天数	65	90	75	59	48
流动营业资本周转天数	111	114	126	120	120
流动资产周转天数	343	378	325	280	280
应收帐款周转天数	132	122	125	126	124
存货周转天数	68	68	66	66	66
总资产周转天数	810	815	624	523	487
投资资本周转天数	250	277	249	221	204
费用率					
销售费用率	5.9%	5.6%	7.2%	8.4%	7.1%
管理费用率	10.5%	11.8%	11.1%	11.1%	11.3%
财务费用率	2.6%	1.8%	2.1%	1.5%	0.8%
三费/营业收入	19.0%	19.2%	20.3%	21.0%	19.2%
投资回报率					
ROE	13.9%	4.1%	9.5%	9.9%	11.2%
ROA	6.6%	2.7%	4.7%	5.8%	5.8%
ROIC	28.5%	13.6%	17.6%	13.8%	18.4%
分红指标					
DPS(元)	0.06	0.08	-	-	-
分红比率	10.8%	27.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.59	0.29	0.59	0.68	0.87
BVPS(元)	4.27	7.25	6.22	6.88	7.78
PE(X)	32.9	66.3	33.1	28.5	22.3
PB(X)	4.6	2.7	3.1	2.8	2.5
P/FCF	-144.5	-20.3	-57.6	186.9	216.9
P/S	5.1	4.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	6.7	27.0	19.0	16.1	15.0
CAGR(%)	8.3%	38.4%	31.3%	8.3%	38.4%
PEG	3.9	1.7	1.1	3.4	0.6
ROIC/WACC	2.7	1.3	1.7	1.3	1.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn