



纺织服装业/可选消费品

杉杉股份 (600884)

## 钴价负面影响消除，三元行业地位提升

	徐云飞 (分析师)	胥本涛 (分析师)	石岩 (研究助理)
	0755-23976775	021-38677826	0755-23976068
	xuyunfei@gjtas.com	xubentao@gjtas.com	shiyao019020@gjtas.com
证书编号	S0880517030003	S0880518020001	S0880117080210

### 本报告导读:

金属钴价格跌到 20 万元/吨附近，基本回到起点，库存等负面影响逐步结束，三元正极方面公司重新调整战略，重点抓取行业大客户，销量有望大幅增长，提高行业地位。

### 投资要点:

- **下调盈利预测和目标价，维持增持评级。** 由于金属钴原材料价格持续下跌，已由最高点 70 万元/吨跌至 20 万元/吨附近，叠加消费电子行业低迷拖累公司钴酸锂销量，业绩承压，下调 2019-2021 年盈利预测为 4.2 (-7.4)、5.8 (-7.5)、7.2 亿元，对应 EPS 为 0.38 (-0.66)、0.52 (-0.66)、0.64 元，考虑到钴价已基本回到历史低点，继续下跌空间有限，公司进行销售战略调整，三元正极销量有望在今年取得高速增长，参考行业可比公司 3 倍 PB，由于公司 PB 已经接近 1 倍，且公司业务较为复杂，给予公司 1.3 倍 PB 估值，给予公司 13.3 元目标价，给予增持评级。
- **金属钴价格已经回到起点，负面影响基本结束。** 2016 年下半年，金属钴开始上涨，在 2018 年上半年逐步达到 70 万元/吨高点，涨幅 250% 左右，伴随着钴价格上涨，公司业绩也持续攀升，2019 年金属钴价格逐步跌回起点 20 万元/吨附近，不可避免公司业绩大幅受损，目前钴进一步下跌空间有限，公司原材料库存的负面效应也基本结束。
- **战略调整，动力电池正极销量有望高增长。** 此前由于三元正极小客户体量不够，议价能力较弱，销售单价较高，公司为了利润，主要以这类客户为主，2019 年以来，公司逐步调整销售战略，重点抓取行业大客户宁德时代、比亚迪等，销量有望大幅增长，提升行业地位。
- **风险提示：** 正极行业价格战加剧，导致毛利率下滑
- **催化剂：** 公司获取大客户大订单

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,271	8,853	9,960	11,750	12,810
(+/-)%	51%	7%	12%	18%	9%
经营利润 (EBIT)	770	619	583	800	993
(+/-)%	103%	-20%	-6%	37%	24%
净利润 (归母)	896	1,115	423	580	720
(+/-)%	171%	24%	-62%	37%	24%
每股净收益 (元)	0.80	0.99	0.38	0.52	0.64
每股股利 (元)	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.3%	7.0%	5.9%	6.8%	7.7%
净资产收益率 (%)	8.6%	10.4%	4.3%	5.6%	6.5%
投入资本回报率 (%)	8.0%	4.2%	3.8%	4.9%	5.8%
EV/EBITDA	23.81	18.60	28.37	20.75	16.47
市盈率	13.07	10.50	27.71	20.18	16.27
股息率 (%)	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.30**

上次预测: 24.34

当前价格: 10.59

2019.06.24

### 交易数据

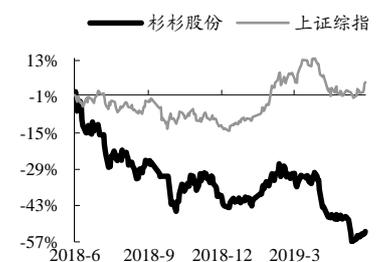
52 周内股价区间 (元)	9.61-23.14
总市值 (百万元)	11,890
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,123/1,123
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	16.66
日均成交值 (百万元)	228.22

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,492
每股净资产	10.24
市净率	1.0
净负债率	35.76%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.13	0.04
Q2	0.28	0.08
Q3	0.52	0.10
Q4	0.05	0.16
全年	0.99	0.38

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-31%	-53%
相对指数	-15%	-28%	-56%

### 相关报告

《锂电材料王者归来，存货和投资收益可观》  
2018.04.23

《正极材料发力，中报大增 51%》2017.08.15

《中报预告增 40%-60%，全年高速增长确定》  
2017.07.26

《牵手洛阳钼业，正式切入上游钴资源端》  
2017.07.13

模型更新时间: 2019.06.24

**股票研究**

可选消费品  
纺织服装业

杉杉股份 (600884)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **13.30**

上次预测: 24.34

**当前价格:** 10.59

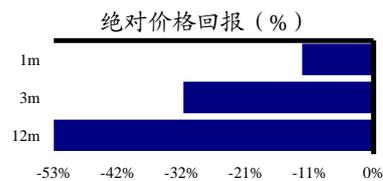
公司网址

www.ssgf.net

**公司简介**

公司成立于1992年,公司自1996年A股上市以来由国内第一家上市的服装企业转型为新能源产业领军企业,现有业务覆盖锂离子电池材料、电池系统集成(包括锂离子电容、动力电池PACK)、能源管理服务和充电桩建设及新能源汽车运营等新能源业务,以及服装、创投和融资租赁等业务,其中新能源业务已经成为公司主要的业绩来源及未来发展重点。

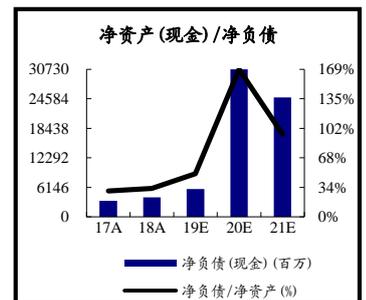
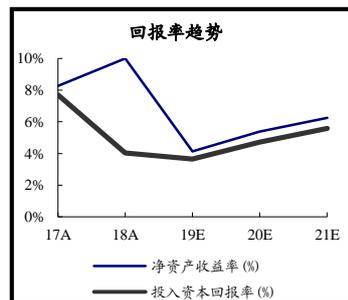
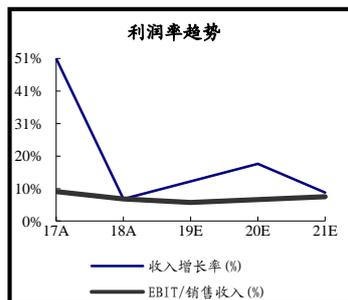
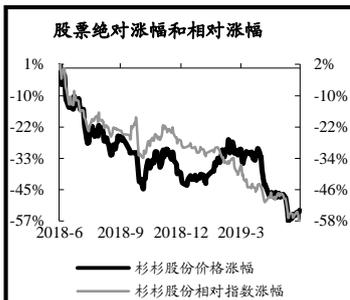
经过多年发展,杉杉股份已经成为全球规模最大的锂离子电池材料综合供应商,并一直致力于将公司打造成为全球领先的锂离子电池材料综合供应商。



52周价格范围 9.61-23.14  
市值(百万) 11,890

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	8,271	8,853	9,960	11,750	12,810
营业成本	6,171	6,897	7,840	9,150	9,850
税金及附加	59	57	66	77	84
销售费用	386	428	476	563	613
管理费用	553	478	581	668	735
<b>EBIT</b>	<b>770</b>	<b>619</b>	<b>583</b>	<b>800</b>	<b>993</b>
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资收益	692	1,091	0	0	0
财务费用	224	274	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,236</b>	<b>1,537</b>	<b>583</b>	<b>800</b>	<b>993</b>
所得税	235	286	109	150	186
少数股东损益	114	132	51	70	87
<b>归母净利润</b>	<b>896</b>	<b>1,115</b>	<b>423</b>	<b>580</b>	<b>720</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,668	2,620	1,263	1,215	1,459
其他流动资产	7,577	7,757	8,264	9,537	10,197
长期投资	1,454	2,624	2,624	2,624	2,624
固定资产合计	2,645	3,820	3,820	3,820	3,820
无形及其他资产	8,729	6,629	6,933	7,179	7,444
<b>资产合计</b>	<b>22,073</b>	<b>23,449</b>	<b>22,903</b>	<b>24,375</b>	<b>25,544</b>
流动负债	6,879	8,956	9,282	10,103	10,466
非流动负债	4,065	1,970	1,970	1,970	1,970
股东权益	11,130	12,522	11,651	12,301	13,108
<b>投入资本(IC)</b>	<b>7,816</b>	<b>12,127</b>	<b>12,613</b>	<b>13,311</b>	<b>13,874</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	624	503	474	650	807
折旧与摊销	274	348	0	0	0
流动资金增量	636	-109	182	452	298
资本支出	-1,328	-1,684	-304	-246	-265
<b>自由现金流</b>	<b>206</b>	<b>-942</b>	<b>352</b>	<b>855</b>	<b>839</b>
经营现金流	-381	540	292	198	509
投资现金流	-3,218	-1,705	-304	-246	-265
融资现金流	2,447	2,175	-1,345	0	0
<b>现金流净增加额</b>	<b>-1,152</b>	<b>1,011</b>	<b>-1,356</b>	<b>-48</b>	<b>243</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	51.1%	7.0%	12.5%	18.0%	9.0%
EBIT 增长率	102.9%	-19.6%	-5.8%	37.1%	24.1%
净利润增长率	171.4%	24.5%	-62.1%	37.3%	24.1%
利润率					
毛利率	25.4%	22.1%	21.3%	22.1%	23.1%
EBIT 率	9.3%	7.0%	5.9%	6.8%	7.7%
归母净利润率	10.8%	12.6%	4.2%	4.9%	5.6%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	8.6%	10.4%	4.3%	5.6%	6.5%
总资产收益率(ROA)	4.1%	4.8%	1.8%	2.4%	2.8%
投入资本回报率(ROIC)	8.0%	4.2%	3.8%	4.9%	5.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	105	123	117	119	118
应收账款周转天数	127	139	135	136	136
总资产周转天数	809	938	849	734	711
净利润现金含量	-42.6%	48.5%	69.2%	34.2%	70.7%
资本支出/收入	16.1%	19.0%	3.0%	2.1%	2.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.6%	46.6%	49.1%	49.5%	48.7%
净负债率	29.6%	32.5%	49.4%	47.1%	41.9%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	13.07	10.50	27.71	20.18	16.27
PB	2.09	1.35	1.20	1.13	1.06
EV/EBITDA	23.81	18.60	28.37	20.75	16.47
P/S	1.42	1.32	1.18	1.00	0.91
股息率	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海 银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界 商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中 心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		