

研究所  
 证券分析师：谭倩 S0350512090002  
 tanq@ghzq.com.cn  
 联系人：石金漫 S0350115070037  
 010-88576693-811 shijm@ghzq.com.cn

## 三元正极材料龙头尽享行业盛宴

### ——杉杉能源（835930）2015 年报点评

#### 事件：

杉杉股份（600884）子公司杉杉能源（835930）发布 2015 年年报，杉杉能源 2015 年实现营业收入 23.16 亿元，同比增长 57.64%；实现归属于挂牌公司扣非后净利润 8949.45 万元，同比增长 312.39%，实现基本每股收益 0.19 元。公司拟向全体股东每 10 股派现 1.11 元。

#### 点评：

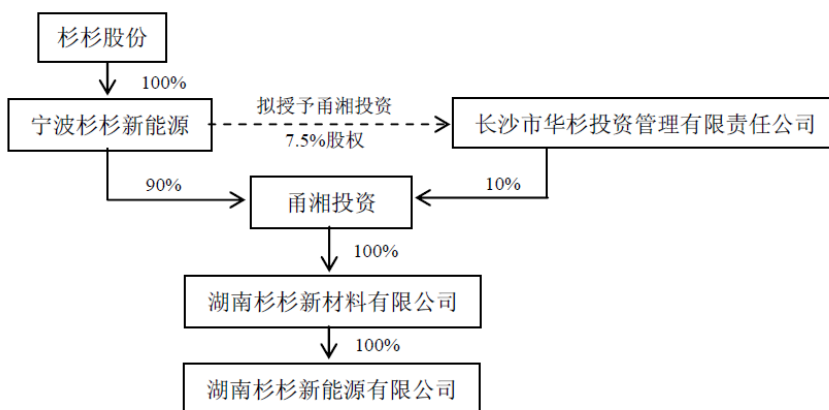
##### 1. 2015 年动力电池产量增加带动公司正极材料实现快速增长。

2015 年，得益于动力电池出货量的快速增长，根据中国电池网数据显示，我国锂离子电池总体产量达到 47.13Gwh，同比大幅度增长 54.78%；动力电池在整个锂离子电池中的比重快速上升，从 2014 年的 19.38% 上升至 2015 年的 36.07%。电池产量的增加带来对原材料需求量的爆发增长，公司主要产品钴酸锂以及镍钴锰三元材料，今年乘用车、物流车、专用车等车型的快速增长，三元电池仍将保持高景气度，带动公司三元材料保持快速增长。

##### 2. 公司未来三年计划在宁夏、宁乡分期投入近 20 亿元资金，形成近 6 万吨的产能（NCA、NCM、高镍），团队实施股权激励，增强凝聚力

根据公司披露，未来三年扩大产能的同时扩充技术路线，主要投资方向集中于高端 LCO、动力用 NCM、NCA、高镍等复合材料的生产及经营。努力实现产销 30% 以上的复合增长率。2015 年 8 月，杉杉能源确认授予股权激励人民币 1,275.24 万元，授予对象包括正极材料业务经营、管理、技术等核心骨干共计 42 人，提高了团队凝聚力。在管理方面，公司将在 2016 年完成公司各标准化建设并强制性推行，实现决策集中，管理集中，制度集中，供销集中，财务集中，人力资源管理集中，设备管理集中，工程建设集中，成本管控集中。

图 1：本次股权激励关系图



数据来源：公司公告，国海证券研究所

### 3. 公司是国内规模最大的正极材料供货商，与同行业其他公司相比盈利能力突出、下游客户优质、偿债能力佳、规模优势明显。

1) 公司所属化工行业，规模优势奠定行业地位，公司目前拥有正极材料产能 2.8 万吨，规模国内第一。2) 质量上乘，下游客户优质，目前杉杉下游客户包括 ATL、BYD、松下、天津力神等，锂电池正极材料是锂离子电池产业链的关键环节，占据锂离子电池成本 30%~50%，是决定锂离子动力电池的性能、安全和成本的关键因素，成为引领锂离子电池发展方向的重要载体。3) 与同行业其他公司比，公司盈利能力突出、偿债能力佳。杉杉能源 15 年毛利率有所提升，由 2014 年的 10.66% 提升至 12.96%，同行业当升科技 14、15 年毛利率分别为 2.24% 和 4.69%。公司流动比率、速动比率分别为 1.16 和 0.79，处于合理范围。4) 依托母公司杉杉股份，协同效应强大。杉杉股份现已从锂电材料业务延展至动力总成及整车、电动车运维，深耕新能源汽车产业链，同时其材料领域的龙头地位（杉杉锂电材料综合规模国内第一，分拆来看正极第一、负极第二（人造石墨第一）、电解液前五）将进一步巩固杉杉能源在正极材料的霸主地位。5) 公司去年底登陆新三板，拓宽融资渠道的同时提升影响力。

### 4. 盈利预测

暂未考虑公司新投产项目，我们预计公司 2016~2018 年净利润分别为 1.6 亿元、2.3 亿元和 3 亿元，对应 EPS 分别为 0.25 元、0.3 元和 0.36 元。给予“买入”评级。

### 5. 风险提示

原材料技术风险，新能源汽车推广不及预期，市场流动性风险。

### 【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，1年证券行业研究经验，2015年进入国海证券，主要负责新能源汽车、工控、储能细分行业研究。

### 【分析师承诺】

谭倩：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。