

2011年08月01日

服装II

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 17.27
 目标价(元): 26.37

杉杉股份(600884)

完美蜕变中的锂电材料先行者

投资评级: A--买入(首评)

新能源组: 陈亮
 执业证书编号: S0890510120003
 电话: 021-50122150
 邮箱: chenliang@cnhbstock.com

联系人: 艾潇潇
 电话: 021-50122430

公司基本数据

总股本(万股)	41085.82
流通 A 股/B 股(万股)	41085.82/0.00
资产负债率(%)	48.20
每股净资产(元)	8.31
市净率(倍)	2.08
净资产收益率(加权)	0.58
12个月内最高/最低价	29.29/16.05

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

◆锂电池市场未来的增长将主要来自：小型锂电池市场稳定增长及动力锂电池市场爆发式增长。锰酸锂和磷酸铁锂为首选的两种动力锂电池正极材料，未来增长迅猛。而随着日本地震带来锂电池产能对华转移，以及铅酸蓄电池行业整顿，出现锂电池替代机会，也进一步验证锂电池市场巨大的成长空间。

◆公司是我国最大的锂离子电池综合材料供应商。公司覆盖锂离子电池材料的3大关键产业链环节——正极材料、负极材料、电解液，走“超市型”道路，品种繁多，种类齐全，充分满足市场的多元化需求，同时在负极材料领域具有国际领先的竞争力。

◆锂电池产业链布局完整。形成上游收购镍钴矿+中游覆盖锂电池材料+下游进军新能源汽车及动力电池的一体化完整产业链。同时，与技术成熟的户田和销售网络全球化的伊藤忠的合作更是如虎添翼，形成技术领先+销售网络全球化双管齐下的独特竞争优势。

◆得益于公司市场先发与产业链整合优势，锂电材料业务快速增长。锂电池材料业务2010年就为公司净利润贡献了73.38%，已取代服装业务成为公司的主要利润来源；服装业务趋于高端化，稳定增长；投资业务不断寻求新的项目资源，将成为公司业绩新的增长点。

◆潜在资产价值巨大：镍钴矿产价值+银行股权价值+创投业务。公司投资的拟上市公司及现拥有的多家金融机构股权未来都有带来业绩爆发的潜力。中长期公司拥有矿产价值对应每股价为10.46-17.4元，将大幅增加公司价值。

◆预计公司2011-2013年每股收益分别为0.48元、0.65元、0.88元，我们认为2012年公司服装业务贡献EPS约0.13元，锂电池业务EPS约0.52元，暂不考虑新购买镍钴矿的矿产价值，保守估计公司股价为26.37元，给予买入评级。

◎风险提示:

镍钴矿后续开采的不确定性风险；
 原材料上涨风险；锂电池技术升级风险。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2131.92	2840.51	633.43	3525.16	4453.86	5324.93
同比增速(%)	-14.43	33.24	-29.37	24.10	26.34	19.56
净利润(百万)	95.16	120.73	19.33	198.02	268.33	359.61
同比增速(%)	-0.91	26.87	-52.28	64.02	35.51	34.02
毛利率(%)	20.78	24.07	28.87	24.12	24.22	24.59
每股盈利(元)	0.23	0.29	0.05	0.48	0.65	0.88
ROE(%)	2.72	3.34	0.51	5.24	6.70	8.31
PE(倍)	75.09	59.55		35.98	26.57	19.63

正文目录

1. 公司基本情况	3
1.1. 公司简介	3
1.2. 股权结构	3
1.3. 业务概况	4
2. 锂电池行业发展前景广阔	5
2.1. 行业背景	5
2.2. 日本地震及铅酸电池业整顿为锂电池行业带来新的发展机遇	6
2.3. 市场容量分析	7
3. 锂电池材料：产业链覆盖完备，走“超市型”道路	9
3.1. 正极材料：与国际锂电巨头合作，进军高端锂电材料市场	10
3.2. 负极材料：技术国际领先	11
3.3. 电解液：配套销售，提供综合产品服务	12
4. 打通锂电池产业链上下游	14
4.1. 收购镍钴矿进入上游	14
4.2. 整合产业链，进军下游新能源汽车	14
5. 服装、投资业务维稳为主	15
5.1. 服装业务稳定增长，走向高端市场	15
5.2. 投资业务：不断寻求新的项目资源，成为新的业绩增长点	15
6. 公司盈利预测与估值	15
7. 同类公司估值水平	16
8. 公司投资评级	16
9. 风险提示	16

图表目录

图 1 公司锂离子电池业务发展历程	3
图 2 公司股权结构	4
图 3 近 5 年来营收增长情况	4
图 4 2010 年两大主业贡献利润占比	4
图 5 2010 年全球锂电池芯厂产量排名	6
图 6 全球锂电池的产值增长趋势	8
图 7 小型锂电池正极材料市场需求	9
图 8 动力锂电池正极材料市场需求	9
图 9 锂电池正极材料增长率	9
图 10 不同类型正极材料复合增长率	9
图 11 锂离子电池组成	10
图 12 锂电池材料营收及净利润情况	13
图 13 2010 年细分材料贡献利润占锂电池材料比例	13

表 1 我国新能源汽车行业政策措施	5
表 2 动力电池比较	7
表 3 国内正极材料主要生产企业	11
表 4 国内负极材料主要生产企业	12
表 5 国内电解液及电解质主要生产企业	13
表 6 同类上市公司估值及指标对比	16

(本报告共有图 13 张, 表 6 张)

1. 公司基本情况

1.1. 公司简介

杉杉股份于 1996 年上市，包括服装、锂电池材料和投资三大主营业务。其中仅锂电池材料业务 2010 年就贡献了净利润 8904.62 万元，占公司净利润的 73.38%，是公司的主要利润来源。至此，公司已经完成了三大产业布局，锂电产业为先的战略格局，成功由传统服装企业转型为锂电池材料为引导的新型多元化综合投资企业。

公司 1999 年开始进入锂电池负极材料领域，经过 10 多年的经验积累和沉淀，目前已经是我国最大的锂离子电池综合材料供应商，拥有较完整的锂离子电池材料产品体系，产品种类覆盖锂电池正极材料、负极材料和电解液。目前正积极向上游钴矿资源和下游新能源汽车及动力电池方向发展，力图贯通锂电池整个产业链，打造强大的新能源锂电池产业。

图 1 公司锂离子电池业务发展历程



资料来源：华宝证券研究所

集团背景强劲：

杉杉控股集团连续入选中国企业 500 强，是以资本为纽带的大型企业集群，产业涉及 5 大板块：时尚产业、新能源新材料、投资、园区开发、国际贸易。

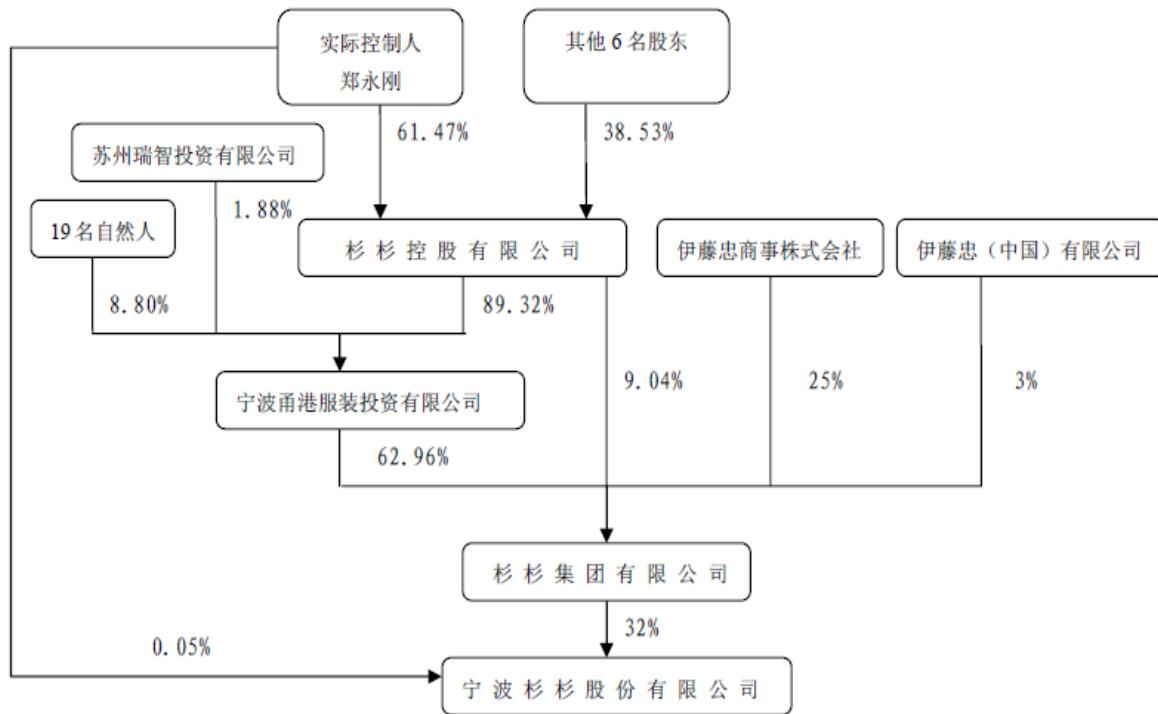
杉杉控股集团旗下拥有杉杉股份和中科英华两家上市公司，集团通过收购中科英华进入锂离子电池材料的另一个产业链环节——铜箔（包装材料）。锂离子电池由正极、负极、电解液、隔膜和包装材料组成，集团通过旗下的两家上市公司已成功布局锂离子电池的 4 大关键材料领域，产业链优势非常突出。

1.2. 股权结构

公司目前总股本 4.11 亿股，公司控股股东杉杉集团持有公司股份 1.3 亿股，占公司总股本的 32%。本公司的实际控制人为郑永刚先生。在业务布局上，公司已形成杉杉控股—杉杉集团—杉杉股份三层控股结构，杉杉集团为杉杉控股成熟业务的主要载体。

公司下设 46 家参股控股子公司，其中有 10 家控股子公司从事锂离子电池材料相关业务。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司年报，华宝证券研究所

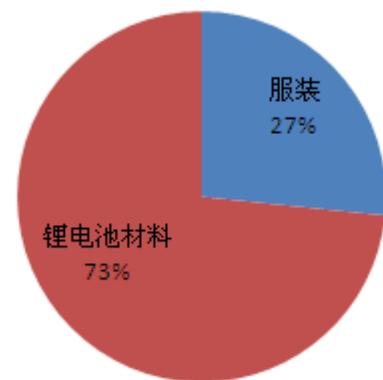
1.3. 业务概况

公司的主营业务包括：服装业务、锂电池材料业务及投资业务。2010 年服装业务和锂电池材料业务分别实现销售收入 15.3 亿元、12.6 亿元，同比增长分别为 15%、63%。其中仅锂电池材料业务就贡献了净利润 8904.62 万元，占公司净利润的 73.38%，是公司的主要利润来源。至此，公司已经完成了三大产业布局，锂电产业为先的战略格局。

图 3 近 5 年来营收增长情况



图 4 2010 年两大主业贡献利润占比



资料来源：wind，华宝证券研究所

资料来源：wind，华宝证券研究所

2. 锂电池行业发展前景广阔

2.1. 行业背景

锂离子电池自1991年由索尼公司推出商用化以来，全球锂电池市场基本由日本独霸天下。近年来，随着中国和韩国大量企业纷纷投入进来，日本锂电池的市场份额逐渐减少，目前全球锂电池产业逐渐形成了中、日、韩三分天下的格局。

锂离子电池目前应用领域广阔，包括电子消费品用的小型锂电池和电动汽车用动力电池等，而后者恰恰是目前产业应用发展的重点和市场关注热点，因为处于电动汽车“心脏”位置的动力锂电池，其未来技术发展及产业化程度直接影响到整个新能源汽车产业的崛起，对于新能源汽车产业至关重要。而新能源汽车产业的不断发展也会带动锂电池行业的快速发展，乃至引起锂电池行业需求的爆发式增长，未来发展前景广阔。

随着国际能源日趋减少、空气污染的日益加剧以及人类对低碳环保意识的加深，“节能环保”已经上升成为国家层面的战略高度。在汽车行业，越来越多的汽车企业将目光聚焦于新能源汽车，新能源汽车产业的广阔前景推动了动力电池产业的快速发展。目前，各国政府纷纷采取措施抢占这一制高点，推进新能源汽车的研发和产业化。我国政府从09年开始，密集发布扶持新能源汽车产业政策和措施，政策支持力度空前。

表1 我国新能源汽车行业政策措施

发布时间	政策措施	政策措施内容
2009年1月23日	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》出台	“十城千辆”规划：计划用3年时间，每年发展10个城市，每个城市推出1000辆新能源车；在13个城市给予混合动力汽车补助4000-50000元/辆，纯电动汽车补助6万元/辆，燃料电池汽车补贴25万元/辆 (公共领域补贴推广政策)
2009年3月20日	《汽车产业调整和振兴规划》出台	提出2009-2011年新能源汽车形成50万辆产能，占乘用车销量的5%；推动新能源车及关键零部件产业化；形成10亿安时(Ah)单体动力电池生产能力
2009年12月9日	新能源汽车示范推广试点城市范围扩大	试点城市由13个扩大到20个，选择5个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点
2010年6月	私人购买新能源汽车补贴试点政策出台	选择上海、长春、深圳、杭州、合肥等5个城市，按3000元/千瓦时给予补助，PHEV最高补助5万元/辆；EV最高补助6万元/辆；1.6升及以下节能车补贴3000元 (私人领域补贴推广政策)
2010年11月	工信部公布《电动汽车传导充电用连接装置》等三项国家标准征求意见稿	意味着电动车充电接口有望统一，具体政策近期有望出台
2011年5月	《电动汽车“十二五”专项规划》低调开始实施	科技部共投入7.8亿元的专项资金，以小型纯电动车为主要发展方向，2015年电池生产成本降至现在的一半，电动车保有量达到100万辆，动力电池产能达到100亿瓦时
2011年7月	《国家“十二五”科学和技术发展规划》出台	到2015年，突破23个重点技术方向，在30个以上城市进行规模化示范推广，5个以上城市进行新型商业化模式试点应用，电动汽车保有量达100万辆，产值预期超过1000亿元。
近期即将出台	发改委：《产业结构调整和指导目录》	在鼓励类产品中，新增了新能源汽车关键零部件
	《节能与新能源汽车发展规划(2011年-2020年)》	草案称：2015年初步实现产业化，关键核心技术自主化，EV和PHEV销量达50万辆，到2020年，EV和PHEV销量达500万辆，居世界前列

资料来源：华宝证券研究所整理

敬请参阅报告结尾处免责声明

随着新能源汽车试点城市的不断增加，在公共服务领域和私人领域的购车补贴、技术支持等政策的出台，都表明国家发展新能源汽车产业的决心，为新能源汽车产业发展构建了一个有利的政策环境，这对于促进汽车产业结构调整，推动新能源汽车整车和关键零部件的研发和产业化，提升中国汽车产业核心竞争能力和促进中国汽车产业跨越式发展提供了有力的技术支撑和政策支持。在如此有力的政策环境背景下，新能源汽车产业的发展必然为上游锂离子电池行业提供良好的发展平台，带动其飞速成长。

2.2. 日本地震及铅酸电池业整顿为锂电池行业带来新的发展机遇

日本地震引起锂电池产能对华转移

2010年3月11日，日本发生9.0级地震，重创日本经济，尤其在锂离子电池行业，日本一直处于世界前列，是锂电池产业的发源地，全球市场占有率达到50%以上，此次受地震影响巨大。

日本的锂电池生产两大巨头索尼和三洋产量共计占到全球的37%，均受到此次地震影响。尤其是大户之一的索尼，受影响较为严重，已经关闭了位于日本东北部的6家工厂，严重影响锂电池的供应，虽然现在已经经过3个多月的生产修复，情况有了好转，但产能缩减不可避免。而另一家锂电池生产企业大户三洋的电池生产线则位于日本关西京阪神附近，情况要略微好点。

图5 2010年全球锂电池芯厂产量排名

排名	厂商名称	国别	产量(M cells/年)	百分比
1	Sanyo(含Panasonic)	日本	990.8	25.3%
2	SDI	韩国	780.2	20%
3	LGC	韩国	586	15.01%
4	Sony	日本	462.9	11.86%
5	Lishen(力神)	大陆	247.5	6.34%
6	BAK(比克)	大陆	175.5	4.5%
7	BYD(比亚迪)	大陆	161.6	4.14%
8	ATL(新能源)	大陆	147.3	3.77%
9	Maxell	日本	139.8	3.58%
10	E-One(能元)	台湾	27.9	0.71%
Others			182.5	4.68%
Total			3,902	100%

资料来源：工研院IEK，华宝证券研究所

目前，由于大地震及核辐射泄露等问题，日本厂商已经开始将锂电池产能尽可能的转移到中国，以此来避免由于自然灾害而造成的产能急剧下降。据日本媒体报道，松下已决定把更多锂电池生产从日本转移至中国，降低成本，保持市场份额。在2012年前，该公司将投资200亿-300亿日元，在中国建设一座新厂和升级设施。按计划，到2015年时，松下在中国生产的电池量占比将提升到50%。

随着日本电池产量的下滑，供应逐渐趋紧，部分锂电池下游厂商转而向国内锂电池厂商增加订单，给国内的锂电池上下游企业带来了大量的机会。同时，日本锂电池企业开始向中国进行产能转移，必然会为国内的锂电池相关产业链企业带来新的机遇和挑战。

铅酸蓄电池行业整顿，出现锂电池替代机会

由于铅酸电池污染引发血铅超标事件，国家环保部门目前对全国的铅酸电池企业进行停产整顿，没有达到 500 米防护距离的铅酸电池企业一律关停。由于国内达到此标准的铅酸电池企业没有几家，整个铅酸电池行业 5 月基本陷入停产状态，90% 的铅酸蓄电池小型企业将受到重创，可能就此出局。

锂电池相对铅酸蓄电池而言，环保优势非常明显，但目前成本高于铅酸蓄电池，同型号电动自行车需求锂电池的成本约为铅酸电池的 2-3 倍。虽然锂电池暂时无法取代铅酸蓄电池在电动自行车中的绝对地位，但电动自行车对锂电池的需求必然将出现明显增长，替代机会出现，而且目前仅仅约不到 5% 的电动车使用锂电池，市场容量非常小，未来假设使用锂电池的电动自行车量翻倍，将增加约 70 亿元锂电池需求市场容量，有较大的发展空间。

表 2 动力电池比较

技术参数	铅酸电池 Pb-acid	镍镉电池 Ni-Cd	镍氢电池 Ni-MH	锂电池 Li-ion
工作电压 (V)	2	1.2	1.2	3.2-3.7
质量比能量 (Wh/kg)	30-45	30-50	60-80	90-150
体积比能量 (Wh/L)	60-90	150	130-200	140-220
循环寿命	300 次	500 次	500 次	>1000 次
每月自放电率	4-5%	20-30%	30-35%	<5%
价格	<0.2 \$/Wh	0.5 \$/Wh	0.5-1\$/Wh	0.3-1\$/Wh
优点	1.技术成熟 2.价格低	1.可快速充电 2.价格便宜 3.循环寿命	1.可快速充电 2.高功率放电 3.能量密度稍高 4.循环寿命长	1.可快速充电 2.可高功率放电 3.能量密度高 4.循环寿命长
缺点	1.不适快速充 放电 2.能量密度低 (重量重/体积大) 3.寿命短	1.能量密度低 2.具记忆效应 3.环保问题 (Cd)	1.具些许记忆效应 2.高温环境下性能差 3.充放电效率差	1.价格高 2.安全性

资料来源：华宝证券研究所

随着日本地震带来的锂电池产能对华转移，以及铅酸蓄电池行业整顿，出现的锂电池替代机会，都使得电池行业面临着产品结构的调整与转换，也进一步验证了锂电池巨大的成长空间。

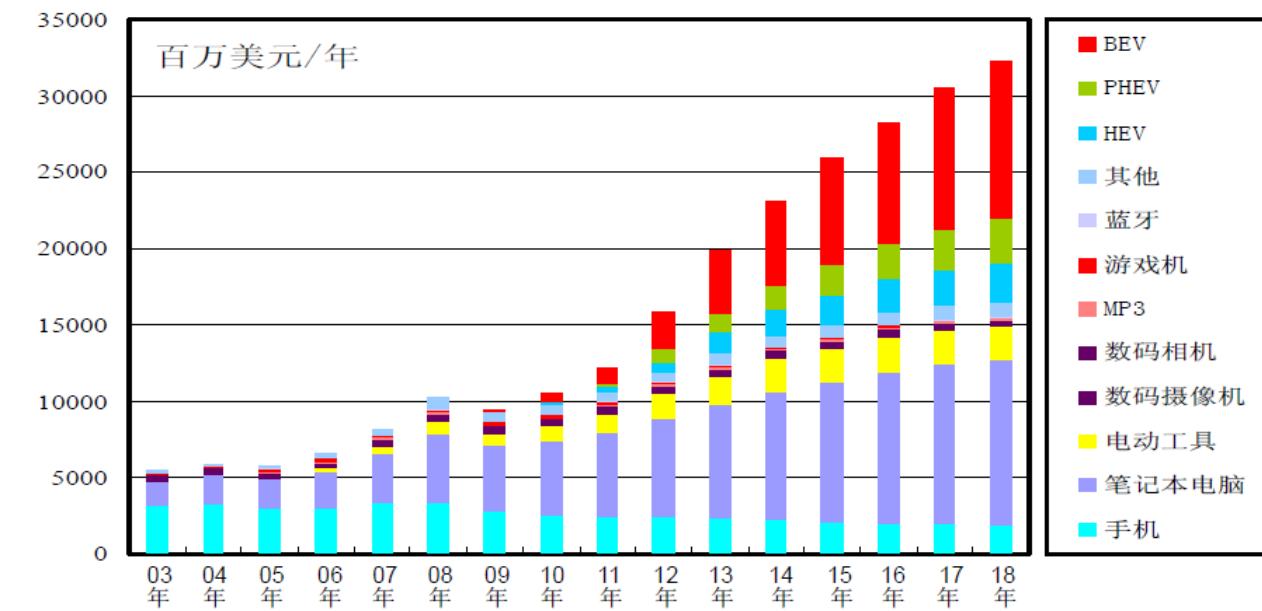
2.3. 市场容量分析

目前锂电池主要应用在笔记本电脑和手机两大领域，约占到整个市场份额的 70%，随着笔记本电脑价格的逐渐降低，便携式的优势不断体现，使得其销量在未来仍将保持快速增长，带动了对锂电池需求量的快速增加。并且锂离子电池在数码相机、数码摄像机、游戏机、移动 DVD、蓝牙耳机、电动工具等其他小型锂电池领域的规模化应用，也将会为锂电池行业增长带来稳定的支撑。

根据 IIT 预测，到 2018 年锂电池产业的产值将达到约 320 亿美元，其中电动汽车领域的锂电池产值将占 50% 以上，超过 160 亿美元。2011-2015 年笔记本电脑等小型锂电池市场的复合增长率为 12%，而电动汽车等动力锂离子电池市场的复合增长率则达 50% 左右，由于基数较低，呈现爆发式增长。

锂电池市场未来的增长将主要来自：笔记本电脑等小型锂电池市场的稳定增长以及电动汽车等动力电池领域对锂电池需求的爆发式增长。

图 6 全球锂电池的产值增长趋势



资料来源：IIT，华宝证券研究所

正极材料市场容量分析：

锂离子电池未来的快速发展也带来了上游市场——锂离子电池正极材料市场的快速增长。市场容量最大的正极材料，大约占锂电池成本 30-40%，决定着锂离子电池电化学性能。不同正极材料毛利率差异较大，例如比较成熟的正极产品钴酸锂毛利率为 13% 左右，而高品质的磷酸铁锂正极材料毛利率则高达 70%。根据应用领域的不同，锂电正极材料市场可以细分为小型锂电池正极材料市场和动力电池正极材料市场。目前，小型锂电池正极材料主要包括钴酸锂、多元材料（包括三元材料系）和锰酸锂，而动力电池正极材料主要包括锰酸锂、磷酸铁锂和多元材料。

在小型锂电池正极材料市场中：钴酸锂份额最大，但份额占比将随着锰酸锂、多元材料市场认可度的上升而下降。

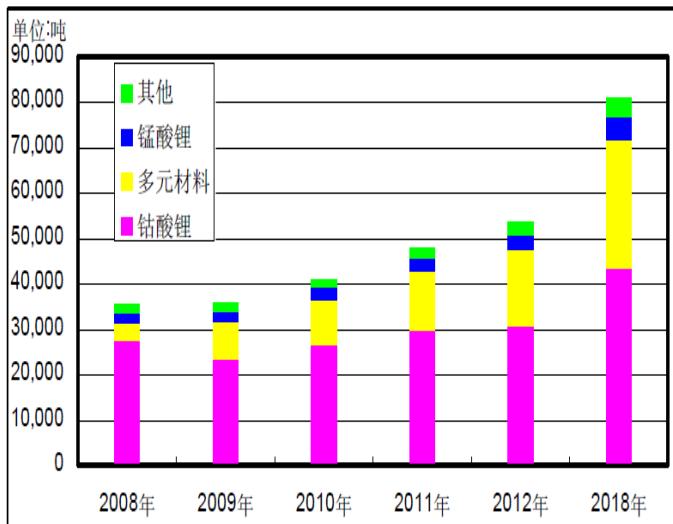
钴酸锂占据着绝对的份额，但份额占比将随着市场对锰酸锂、多元材料接受度的上升而下降。笔记本电脑等小型锂电池市场的稳定增长仍将使得钴酸锂近三年保持 9.32% 的复合增长率。根据 IIT 预测，到 2018 年小型锂电池对正极材料的总需求量将达到 81,100 吨/年，年复合增长率为 9% 左右。

在动力电池正极材料市场中：锰酸锂和磷酸铁锂为首选的两种正极材料，未来将呈现爆发性增长。

锰酸锂和磷酸铁锂为主要的动力锂电池正极材料，2009 - 2012 年将分别以 79.56% 和 114.72% 的年复合增长率呈现爆发性增长（见下图 10），是动力锂电池材料的绝对热点材料。根据 IIT 预测，到 2018 年动力电池对正极材料的总需求量将达到 158,800 吨/年，年复合增长率为 63% 左右，将是未来发展最快的锂电正极材料应用领域。

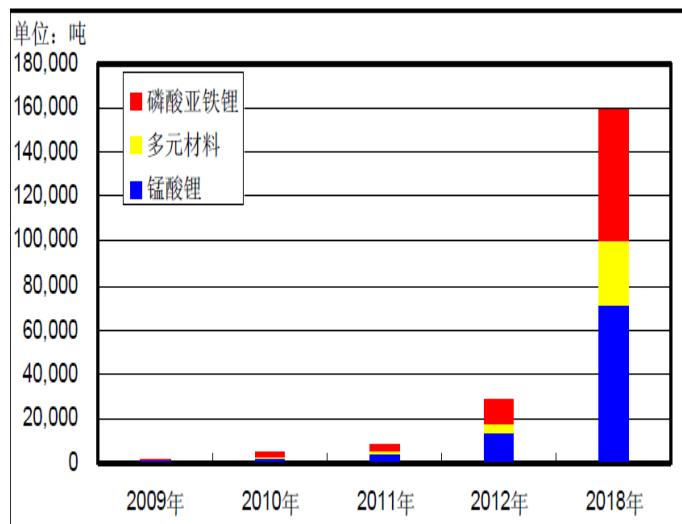
在小型锂电池正极材料市场需求稳定增长和动力电池正极材料市场爆发性增长的共同推动下，整个锂电池正极材料行业将保持 22.86% 的年复合增长率。

图 7 小型锂电池正极材料市场需求



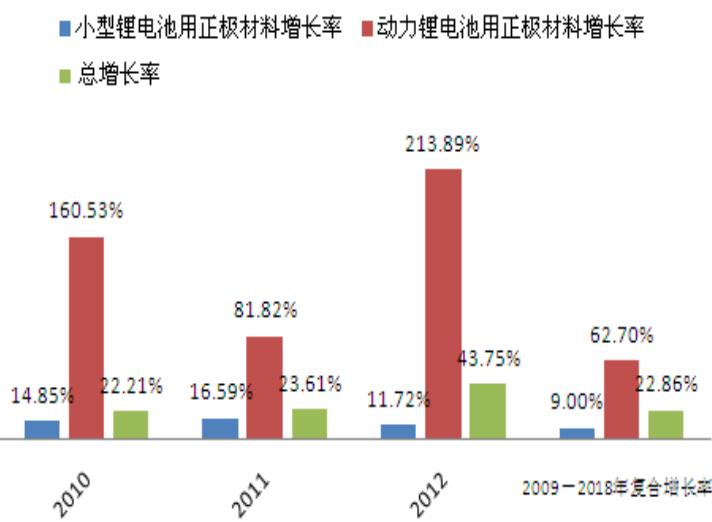
资料来源：华宝证券研究所

图 8 动力锂电池正极材料市场需求



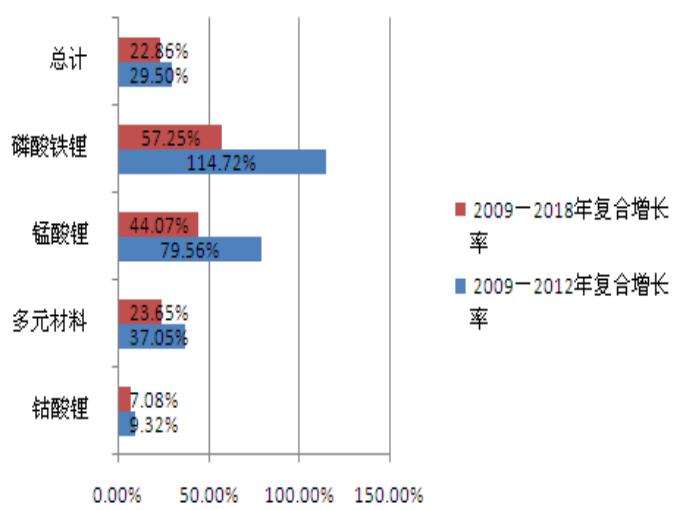
资料来源：华宝证券研究所

图 9 锂电池正极材料增长率



资料来源：IIT，华宝证券研究所

图 10 不同类型正极材料复合增长率



资料来源：IIT，华宝证券研究所

3.锂电池材料：产业链覆盖完备，走“超市型”道路

锂离子电池能量密度较高，约为镍氢电池的两倍，能大幅提高电动汽车的续航里程。体积小，重量轻，循环寿命长，温度适应范围广，已开始逐渐取代铅酸和镍氢电池，成为目前世界上大多数汽车企业在新能源汽车领域的首选目标和主攻方向。

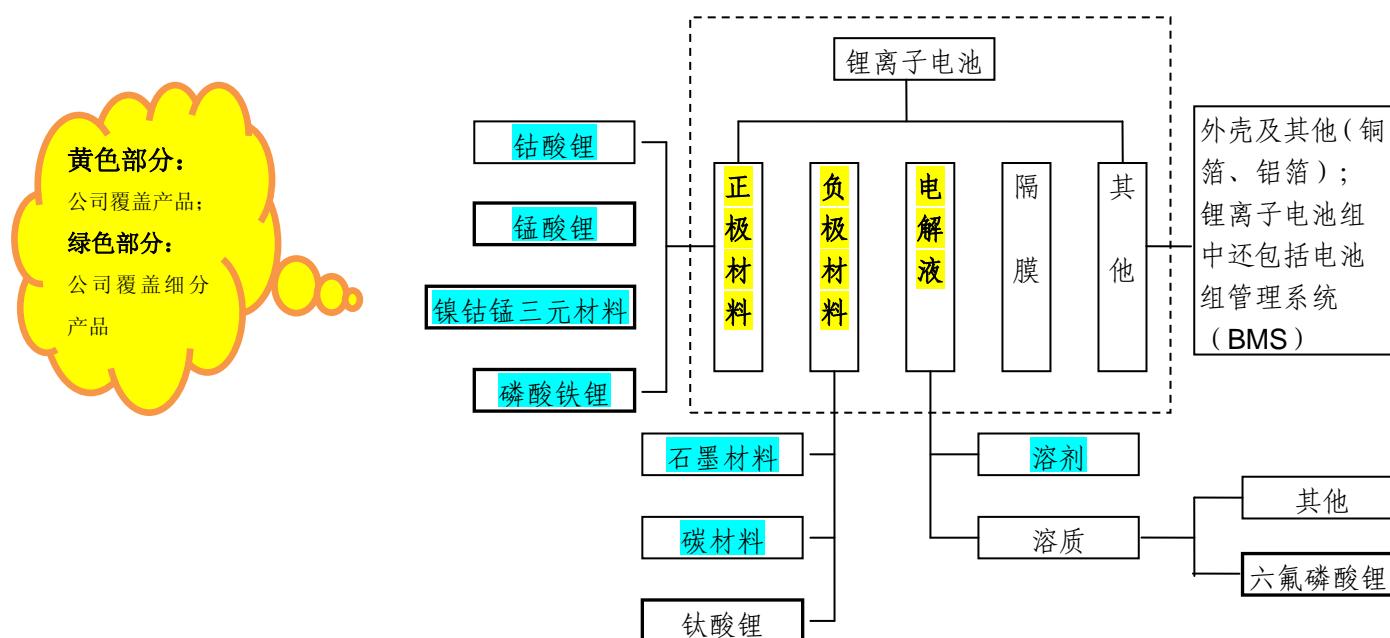
锂离子电池主要由5部分构成，即正极材料、负极材料、电解液、隔膜和包装材料。其中，包装材料和石墨负极技术相对成熟，成本占比不高。锂离子电池的核心材料主要是正极材料、电解液和隔膜，占锂离子动力电池成本约70%。其中，市场容量最大、附加值最高的是正极材料，大约占锂电池成本30-40%。不同正极材料毛利率差异较大，例如比较成熟的正极产品钴酸锂毛利率为13%左右，而高品质的磷酸铁锂正极材料毛利率则高达70%。

正极材料是锂离子电池电化学性能的决定性因素。

杉杉股份从事的锂电池材料业务，属于锂电池的上游行业，与锂电池行业的发展密切相关。公司产品种类覆盖锂电池正极材料、负极材料和电解液，正极产品包括钴酸锂、锰酸锂、镍钴二元系、镍钴锰三元系、磷酸铁锂等系列产品；负极产品包括中间相系列、人造石墨系列、天然石墨系列、综合型系列等四大系列成熟产品；电解液产品包括各种规格型号锂离子电池电解液及各种高纯度的有机溶剂。

下图中，黄色部分为杉杉股份覆盖的锂离子电池材料的3大关键产业链环节——正极材料、负极材料、电解液，合计占到锂离子电池成本50%以上。其中，公司的正极材料产品基本将钴酸锂、锰酸锂、三元材料、磷酸铁锂等产品系列全部覆盖，走“超市型”道路，品种繁多，种类齐全，充分满足市场的多元化需求，提升公司的竞争力。

图 11 锂离子电池组成



资料来源：华宝证券研究所

3.1. 正极材料：与国际锂电巨头合作，进军高端锂电材料市场

小型锂电池正极材料通常是钴酸锂和三元材料。从实际产业化的角度来看，动力锂电池正极材料当今分为锰酸锂和磷酸铁锂两大派系，日本厂家力推锰酸锂材料，并且已经推出数款采用锰酸锂电池的电动汽车，如日产Leaf；而美国和中国厂家则热衷于磷酸铁锂材料，国内磷酸铁锂生产企业的技术多来源于美国已实现量产的磷酸铁锂龙头企业A123 和 Valence。

磷酸铁锂在性能上有较大的优势，其能量密度较大，循环寿命较长，充放电时发热量小，安全性高。但在工业化成熟度、成本、一致性等问题上，锰酸锂远优于磷酸铁锂。由于电动车用的锂电池是数十甚至数百个电芯连接起来的，对一致性要求非常高，这是磷酸铁锂目前所需要克服的难题。

杉杉股份正极材料生产技术较为成熟，产品品种齐全，性价比良好。其钴酸锂生产技术是公司与中南大学冶金学院联合研发生产的，产能国内第一。随着与技术成熟的日本户

和销售网络全球化的伊藤忠合作，公司将如虎添翼，未来更加专注于高端锂电池正极材料生产，扩大正极材料的产能，为锂电池市场的飞速发展储备技术和能量。

2010 年公司正极材料实现销售收入79373.68万元，占锂电池业务营收的62.9%，占总营收的27.94%，净利润3458.91 万元，为公司贡献了28.5%的净利润。

表 3 国内正极材料主要生产企业

公司	背景	正极材料产能				合计产能
		磷酸铁锂	锰酸锂	三元化合物	钴酸锂	
湖南杉杉户田新材料（原湖南杉杉）	杉杉股份子公司杉杉新能源控股 75%，T&I 控股 25%（户田持有 75%，伊藤忠持有 25%）	300 吨/年	500 吨/年	200 吨/年	4000 吨/年	5000 吨/年
当升科技			300 吨/年，2012 年扩产后为 870 吨/年	200 吨/年，2012 年扩产后产能 1030 吨/年	3900 吨/年，2012 年扩产后 5200 吨/年	4400 吨/年，扩产后 7100 吨/年
深圳贝特瑞	中国宝安子公司	产能 1500 吨/年				6700 吨/年
山东临沂杰能		200 吨/年	2000 吨/年，计划扩产到 3000 吨/年			
深圳天骄科技				3000 吨/年		
中信国安盟固利	中信国安子公司		3000 吨/年		2000 吨/年	5000 吨/年
湖南瑞翔	上海致达、中南大学合资		500 吨/年		2000 吨/年	2500 吨/年
北大先行	东圣科技、北京大学合资	2000 吨/年		500 吨/年	3500 吨/年	6000 吨/年
天津斯特兰		2000 吨/年，计划扩产到 4000 吨/年				2000 吨/年
新乡格瑞恩	河南金龙铜管集团控股			2000 吨/年		2000 吨/年
青海佛照锂电	佛山照明子公司	设计产能为 2000 吨左右，2012 年实现全部产能				500 吨/年
合肥国轩		500 吨/年				

资料来源：华宝证券研究所

3.2. 负极材料：技术国际领先

目前国内使用的负极材料主要是碳素材料，包括石墨、硬碳、软碳等，占锂电池成本比重较低，国内已经实现产业化，技术门槛不高。目前新型负极材料钛酸锂等还基本处于实验室研究阶段，在短期内难以展开大规模应用。

行业内胜出的企业主要靠规模，行业前三的企业是深圳贝特瑞、上海杉杉、长沙海容，国内负极材料生产企业基本能够满足国内市场的需求。

与其他竞争对手相比：公司负极材料CMS技术国际领先

杉杉股份是国内最早从事锂电池负极材料的企业，拥有独立知识产权的负极材料——中间相炭微球技术，该技术在国际上处于领先地位，打破了日本对该技术的垄断，是公司在负极材料领域的核心竞争力。由于其负极材料CMS技术较高，平均价格在10万元/吨左右，主要供应中高端市场。

公司的负极产品品种齐全，产品线丰富，包括中间相系列、人造石墨系列、天然石墨

系列、综合型系列等四大系列成熟产品，能全面满足客户的需求，提供多元化的产品服务。

2010 年公司负极材料实现销售收入31,967.99 万元，占锂电池业务营收的25.3%，占总营收的11.25%，净利润4,010.47 万元，为公司贡献了33.05%的净利润。

表 4 国内负极材料主要生产企业

公司	背景	产能	现状
深圳贝特瑞	中国宝安控股 51.91%	10000 吨/年	碳负极材料产能 10000 吨，居全球第二。是国内锂电池碳负极材料标准制定者。价格为 6 万元/吨左右。2008 年，贝特瑞收购了天津铁诚公司，使其碳负极材料成本下降 30%。
上海杉杉科技	杉杉股份控股 100%	6000 吨/年 (全部负极材料)	国内最早从事负极材料的企业，拥有锂电池负极材料 CMS (中间相炭微球) 技术，负极产品品种齐全。目前，杉杉股份的负极材料 CMS 平均价格在 10 万元/吨左右。
宁波杉杉新材料科技	上海杉杉科技控股子公司		主营负极材料 CMS(中间相炭微球)产品
郴州杉杉新材料	上海杉杉科技控股子公司		成立于 2009 年 7 月，拟建成 7500 吨/年的负极材料石墨化加工生产线
湖南摩根海容新材料	碳素陶瓷材料生产商摩根坩埚公司持有 70%股份，其余 30% 股份为上海电气集团子公司持有	2000 吨/年	锂电池中高端负极材料
新乡远东电子	民营企业	3900 吨/年	年产 1000 吨高纯天然石墨、1000 吨人造石墨、100 吨热解碳、1000 吨微粉石墨及 800 吨复合碳复合改性能力
余姚宏远碳素	民营企业	1200 吨/年	锂电池中负极材料年产能 1200 吨
辽宁弘光科技	股份制企业	2000 吨/年	主要经营化学改性石墨粉(CGP)系列负极材料，年产能约 2000 吨

资料来源：华宝证券研究所

3.3. 电解液：配套销售，提供综合产品服务

锂离子电池电解液是由不含水有机溶剂和电解质（六氟磷酸锂）组成的电解液体，约占锂电池成本8-12%，毛利率约30-40%，盈利能力较强，目前国内已经基本实现国产化，只有少部分采用进口。国内的电解液龙头为江苏国泰控股的国泰华荣，其次为杉杉股份旗下的东莞杉杉和天津金牛。

与其他竞争对手相比：电解液产品与公司其他锂电池材料配套销售，提供综合服务

杉杉股份电解液产品体系有80多种，多数产品与公司的正极、负极材料匹配应用销售，提供综合配套服务，提升产品的竞争力。其中圆柱、抗过充型电解液性能和品质国内领先。

2010 年公司电解液实现销售收入14,863.32万元，占锂电池业务营收的11.78%，占总营收的5.23%，净利润1435.24万元，为公司贡献了11.83%的净利润。

电解液主要原材料为六氟磷酸锂，占电解液成本的 50%左右，高端产品毛利率高达 75%，高于成品电解液的毛利率。其合成难度较高，具有较高的技术门槛，市场主要被关东电化学工业、STELLA、森田化学等几家日本企业垄断。公司暂未介入该市场。

表 5 国内电解液及电解质主要生产企业

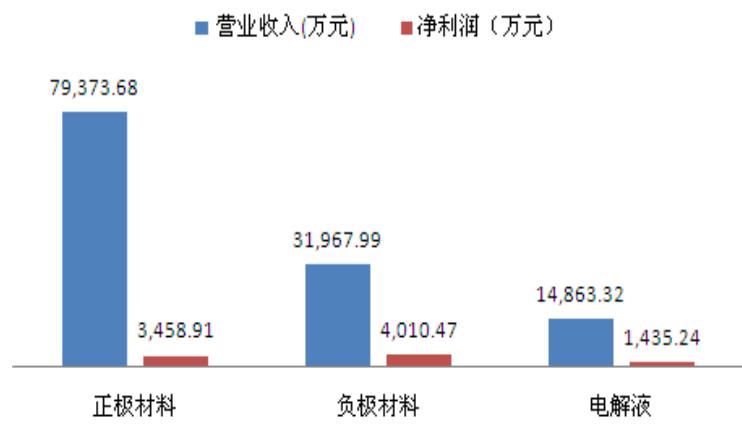
公司	背景	现状
张家港国泰华荣化工	江苏国泰控股 78.94%	目前产能 5000 吨/年, 11 年 10 月扩产到 10000 吨/年, 市场占有率为 40%, 定位中高端客户; 电解质六氟磷酸锂在中试过程中, 控股 81% 亚源高新 300 吨六氟磷酸锂项目已立项
天津金牛	邢台矿业集团子公司, 为天津力神配套生产	拥有 8 条电解液生产线, 生产能力为 5000 吨/年; 电解质六氟磷酸锂产能为 250 吨/年, 目前在建年产 400 吨六氟磷酸锂生产线
东莞杉杉	杉杉股份控股 100%	三期扩产工程已完工, 目前产能 5000 吨/年, 市场占有率为 20%
珠海赛纬电子	民营企业	产能约 1500 吨, 定位高端客户
新宙邦		电解液产能 3600 吨/年, 包括在建的 2400 吨/年电解液产能
广州天赐	广州天赐企业集团控股	产能 2000 吨
北京创亚恒业		产能 1500 吨
多氟多		六氟磷酸锂中试取得成功, 年产 200 吨六氟磷酸锂项目已投产, 2015 年扩产到 2200 吨; 电解液 2015 年扩产到 2 万吨。
张家港华天新材料	华芳纺织控股 70%	年产 5000 吨磷酸铁锂电池电解液生产能力, 远期产能可达 12000 吨

资料来源：华宝证券研究所

公司三大材料业务比较：

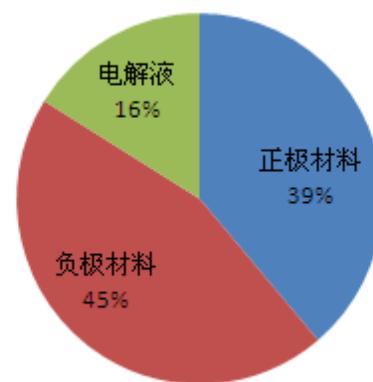
杉杉股份覆盖的 3 大锂电池材料产业链环节——正极材料、负极材料、电解液中营收贡献最大是正极材料, 而净利润贡献最大的却是负极材料, 主要是因为杉杉的负极材料生产技术优势明显, 且已实现规模化量产, 大幅度降低成本, 使得利润实现最大化。

图 12 锂电池材料营收及净利润情况



资料来源：wind, 华宝证券研究所

图 13 2010 年细分材料贡献利润占锂电池材料比例



资料来源：wind, 华宝证券研究所

4.打通锂电池产业链上下游

4.1. 收购镍钴矿进入上游

公司于09年5月28日在澳大利亚佩斯与Heron Resources Limited签署了关于Yerilla镍钴矿项目的框架合作协议。双方将共同合资运营该项目，其中杉杉股份将获得该项目70%的权益，Heron以Yerilla镍钴矿全部矿权出资占该项目30%的权益。通过该协议的签订，公司将参与镍钴矿的开发，直接掌控了资源和主动权，将产业延伸至产业链上游，锁定稳定的原材料供应，战略意义重大。

杉杉股份将认购1204.694万股Heron股票，占该公司发行股本的4.99%，这一认购比例有望在今后扩大到14.99%。

Heron符合JORC标准的资源由约9.817亿吨镍边际品位0.72%的Kalgoorlie镍钴矿，以及约1.353亿吨镍边际品位0.77%的Yerilla镍钴矿组成。Heron总的镍金属储量约813万吨，钴金属约54万吨。其镍储量超过中国最大的镍矿金川镍矿，目前杉杉股份的镍钴矿主要是向金川矿业采购。根据当前镍钴报价，仅Yerilla项目，杉杉股份的权益价值就达1237亿元，其远景矿产价值相当于16个杉杉。

虽然该矿远景诱人，但目前该Yerilla镍钴矿品味较低，开采成本也不低，且后续的开采投入仍然很大，带来的不确定性因素较多，所以对该矿产带来的价值我们目前仍旧谨慎对待。

矿产价值分析：

根据协议，公司需要在澳大利亚将矿石处理成镍钴精矿，使之设计产能不少于年处理100万吨红土镍钴矿，在产品中所含金属量不少于5000吨的精矿，并连续三十天内运营达到设计产能的50%或以上的前提下，公司可获得该项目70%的权益。

假设公司年产5000吨镍，开采净利率40%，镍报价17万元/吨，则公司每年可获得净利润=17×5000×0.4×0.7=23800万元，折合EPS=0.58，给予30倍PE，对应股价17.4元。

而按照国家矿业部门标准的矿山价值评估标准，我们以8.5亿元为初始开采年销售额，50年为开采期限，t=8%为折现系数，k=8%为矿山权益系数（稀土贵金属标准），价格变化系数为m1=15%（前10年复合增速），m2=8%（后40年复合增速），则公司拥有的矿山权益价值为：

$$E = K * [\sum_{i=0}^{10} S * (\frac{1+m1}{1+t})^i + (\frac{1+m1}{1+t})^{10} \sum_{i=11}^{50} S * (\frac{1+m2}{1+t})^i] * 70\% = 8.5 * 0.08 * 90.31 * 0.7 = 42.98 \text{ 亿元}$$

元，折合每股10.46元。这就是我们对于公司拥有矿山价值的保守评估。

则我们认为公司拥有矿产价值对应每股价为**10.46-17.4元**。

4.2. 整合产业链，进军下游新能源汽车

公司不断持续关注并积极参与到下游的锂电池产业，与拥有锂电池正极材料高端技术的户田工业和拥有全球化市场网络的伊藤忠商社合作，如虎添翼，进一步推动锂电产业的技术升级和规模扩张。

同时公司与上海空间电源研究所等机构合作组建上海航天电源技术有限公司，生产动力电池，并在此基础上进一步推进合作，于2011年1月共同组建了宁波航天杉杉电动汽车技

术发展有限公司（公司全资子公司宁波杉杉新能源技术发展有限公司持有其94%的股权，上海航天电源技术有限公司持有其6%的股权），以参与到下游新能源汽车产业。

5. 服装、投资业务维稳为主

5.1. 服装业务稳定增长，走向高端市场

公司是中国服装行业的龙头企业，主营产品以西服为主，兼有衬衫、休闲服等。拥有“杉杉”、“FIRS”、“梵尚”等20多个国内知名服装品牌，以宁波杉杉时尚服装品牌管理有限公司为平台逐步进行统一运作管理。

在品牌业务方面，公司借助伊藤忠的品牌资源和市场网络，积极寻求和引入具有市场潜力和投资价值的品牌资源。2010年公司以再授权方式获得了国际品牌ELLE的商标和标识的使用权利，从而整体提升了公司服装业务的品牌影响力。此外，公司还引入了日本的高级童装服饰精品店“StompStamp”，正式进军高级童装领域。

2010年，公司服装业务发展稳定，实现营业收入15.3亿元，同比上升14.96%，占总营收53.79%，毛利率为25.98%，同比上升2.95个百分点。

5.2. 投资业务：不断寻求新的项目资源，成为新的业绩增长点

公司的投资业务包括拟上市企业投资、产业相关的收购兼并及金融股权投资。

创投业务方面，公司以全资子公司宁波杉杉创投公司为运营平台，开展高成长性企业的PE投资业务。2010年，公司已投资了金安国纪、天跃科技、山西尚风科技、宁波新银通、福建华林蔬菜等一批增长潜力大、行业前景看好的拟上市企业。

在金融股权投资方面，2010年8月公司以每股6元的价格认购稠州银行8242万股股份，占稠州银行增资扩股后总股本的6.87%。同时，公司也持有宁波银行1.79亿股股权，占总股本6.21%。

根据市场对宁波银行一致预期价格16元左右，预计公司持有的宁波银行股权价值为28.64亿元，随着2010年7月该股权的全面解禁，将会为公司带来了较为可观的投资收益，该股权约折合每股价值为6.97元。同时，稠州银行股权根据其成本价计算，折合每股价值为1.2元。则这两项金融股权对应每股价8.17元。

6. 公司盈利预测与估值

预计公司2011-2013年每股收益分别为0.48元、0.65元、0.88元，考虑公司目前市场地位及未来发展前景等因素，我们认为2012年公司服装业务贡献EPS约0.13元，给予动态PE20估值，即合理价格2.6元；锂电池业务EPS约0.52元，给予动态PE30估值，即合理价格15.6元；同时持有宁波银行及稠州银行的股权对应每股股价8.17元。不考虑新购买镍钴矿的矿产价值，保守估计公司股价为26.37元。

而中长期看，公司拥有矿产价值对应每股价为10.46-17.4元，则公司股价为36.8-43.7元，考虑到公司有确定的股价业绩支撑及未来良好的发展前景，我们给予买入评级。

7. 同类公司估值水平

为了说明公司目前的估值水平，我们选取了 A 股市场上同类上市公司作为对比。

表 6 同类上市公司估值及指标对比

证券代码	证券简称	股价	总市值 (亿元)	PE(11E)	PB	ROE(摊薄) %	毛利率%
600884.SH	杉杉股份	17.27	78.6	35.98	2.08	3.68	24.07
300073.SZ	当升科技	14.70	28.11	36.75	2.83	4.09	9.36
000839.SZ	中信国安	10.23	177.8	53.84	2.73	4.46	28.9
002091.SZ	江苏国泰	18.00	71.64	26.47	5.61	19.27	12.06
002407.SZ	多氟多	49.08	69.84	43.82	3.74	3.45	21.42
000973.SZ	佛塑科技	13.44	90.72	30.55	5.95	13.12	15.49

资料来源：wind，华宝证券研究所

从主营业务的盈利能力来看，公司毛利率高于同类企业，显示主营业务盈利能力更强。且考虑到公司拥有的镍钴矿产的巨大潜力价值，及创投业务、银行股权变现等多个业绩爆发因素，我们认为公司的价值已经被低估。

8. 公司投资评级

根据对公司成长能力的评估，我们给予公司“买入”评级。

9. 风险提示

公司投资风险包括：公司镍钴矿后续开采的不确定性风险；公司锂电材料产业化过程中存在的不足；锂电池技术升级风险；产品技术缺陷；原材料上涨风险；服装行业受人力成本、人民币升值等因素影响，利润下滑风险等。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2451.39	3546.31	3897.17	5205.65
现金	741.36	1022.30	1304.98	1570.85
应收账款	563.01	766.89	862.63	1115.45
其它应收款	39.34	196.55	74.25	265.01
预付账款	101.51	220.39	137.86	317.58
存货	658.92	915.13	1018.22	1312.97
其他	347.26	425.05	499.23	623.80
非流动资产	4406.13	4531.93	4482.39	4500.17
长期投资	780.89	794.85	808.82	822.79
固定资产	1117.92	1113.10	1167.40	1159.46
无形资产	181.33	193.46	206.95	218.63
其他	2325.99	2430.52	2299.22	2299.30
资产总计	6857.52	8078.24	8379.56	9705.82
流动负债	2060.97	3209.92	3420.23	4552.03
短期借款	1013.68	1663.65	1723.70	2418.73
应付账款	389.91	331.64	598.78	496.18
其他	657.38	1214.63	1097.75	1637.11
非流动负债	1165.38	1071.08	933.55	807.77
长期借款	612.96	472.04	357.82	220.39
其他	552.42	599.04	575.73	587.38
负债合计	3226.35	4281.00	4353.77	5359.80
少数股东权益	352.47	353.39	354.69	356.39
归属母公司股东权益	3278.70	3443.86	3671.10	3989.62
负债和股东权益	6857.52	8078.24	8379.56	9705.82

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	78.07	-54.35	512.13	-30.17
净利润	121.34	198.94	269.64	361.31
折旧摊销	107.57	114.81	131.36	136.83
财务费用	88.40	107.80	125.09	143.66
投资损失	-56.63	-74.79	-75.71	-75.25
营运资金变动	-75.57	-449.86	86.12	-608.90
其它	-107.05	48.74	-24.37	12.18
投资活动现金流	-218.55	-154.07	-11.99	-76.42
资本支出	369.16	-122.67	53.74	-54.81
长期投资	-250.20	-13.97	-13.97	-13.97
其他	-99.60	-290.71	27.79	-145.20
筹资活动现金流	103.74	-131.82	-291.89	-315.38
短期借款	-57.58	28.79	-14.40	7.20
长期借款	576.96	-140.92	-114.22	-137.42
其他	-415.64	-19.70	-163.27	-185.15
现金净增加额	-36.74	-340.25	208.24	-421.96

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2840.51	3525.16	4453.86	5324.93
营业成本	2156.72	2674.73	3374.92	4015.35
营业税金及附加	12.26	15.19	19.21	22.96
营业费用	182.98	215.03	249.42	271.57
管理费用	297.19	331.37	405.30	473.92
财务费用	88.40	107.80	125.09	143.66
资产减值损失	25.69	31.88	40.27	48.15
公允价值变动收益	6.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	56.63	74.79	75.71	75.25
营业利润	140.15	223.95	315.36	424.56
营业外收入	21.09	29.76	25.42	27.59
营业外支出	3.18	3.36	3.27	3.32
利润总额	158.05	250.34	337.51	448.84
所得税	36.71	51.41	67.87	87.52
净利润	121.34	198.94	269.64	361.31
少数股东损益	0.61	0.92	1.30	1.70
归属母公司净利润	120.73	198.02	268.33	359.61
EBITDA	327.78	441.23	553.88	681.40
EPS (元)	0.29	0.48	0.65	0.88

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.24%	24.10%	26.34%	19.56%
营业利润	51.71%	59.79%	40.82%	34.63%
归属母公司净利润	26.87%	64.02%	35.51%	34.02%
获利能力				
毛利率	24.07%	24.12%	24.22%	24.59%
净利率	4.27%	5.64%	6.05%	6.79%
ROE	3.34%	5.24%	6.70%	8.31%
ROIC	3.43%	4.53%	5.72%	6.47%
偿债能力				
资产负债率	47.05%	52.99%	51.96%	55.22%
净负债比率	44.80%	59.47%	54.80%	63.59%
流动比率	1.19	1.10	1.14	1.14
速动比率	0.87	0.82	0.84	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.47	0.54	0.59
应收帐款周转率	5.63	5.30	5.47	5.38
应付帐款周转率	7.10	7.41	7.25	7.33
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.48	0.65	0.88
每股经营现金	0.19	-0.13	1.25	-0.07
每股净资产	8.84	9.24	9.80	10.58
估值比率				
P/E	65.31	39.82	29.38	21.92
P/B	2.40	2.29	2.15	1.98
EV/EBITDA	27.82	21.49	16.50	13.85

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。