

2011年08月30日

服装 II

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 16.55

目标价(元): 24.63

# 杉杉股份(600884)

业绩增长维稳，投资业务收益大增

**投资评级: A--买入(重申)**

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(%)	50.12
每股净资产(元)	7.62
市净率(倍)	2.17
净资产收益率(加权)	2.55
12 个月内最高/最低价	29.29/15.0

## 股价走势图



## 相关研究报告

1 《完美蜕变中的锂电材料先行者》，2011.08.01

## ◎事项:

杉杉股份 8 月 30 日发布半年报称,公司上半年实现营业收入 13.04 亿元,同比增长 5.84%; 实现归属于上市公司股东净利润 8161.76 万元,同比增长 29.24%; 基本每股收益为 0.199 元。

## ◎主要观点:

◆**锂电池材料营收增速放缓,出货量仍保持增长。**上半年锂电池材料共实现营收 6.03 亿元,同比增长 0.33%,主要是市场竞争激烈,在产品价格下滑的情况下,产品出货量仍保持稳健增长,使得业绩增长维稳;实现净利润 5175 万元,同比增长 22.5%,为公司贡献了 63.4%的净利润,是公司主要利润来源;毛利率同比上升 5.39%,为 23.28%,得益于较高毛利率的负极材料产品营收占比有所提高,提升了整体毛利率。

◆**服装业务稳步增长,走多品牌、高端化路线。**上半年,服装业务实现营收 6.77 亿元,同比上升 11.24%,保持稳步上升态势;毛利率为 29.13%,同比增长 2.59 个百分点。同时,公司与 Smalto 品牌方签署了在中国市场的授权合作协议,继续走多品牌、国际化路线。此外,公司开始涉足电子商务,以期利用网络营销扩大品牌影响和销售渠道,获得新的利润增长。

◆**稠商银行并表,带来投资业务收益大幅增加。**上半年,投资业务实现净利润 2162 万元,同比大幅上升 537.8%,主要是因为对浙江稠州商业银行进行权益法核算,并入净利润 2765 万元。同时,公司完成了中油通用等新项目投资,一家企业上市申报工作,多家被投资企业进入上市辅导期,未来将带来业绩爆发的潜力。

◆**镍钴矿远景诱人,但目前仍处于框架协议协商、修改和补充阶段。**根据 09 年签署的框架协议约定,在协议签署后 24 个月内开展了项目可行性研究。鉴于项目的复杂性,该项目尚需进一步研究和论证。

◆**盈利预测与估值。**公司产业链布局完善,是我国最大的锂离子电池综合材料供应商。我们微调公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别至 0.45 元、0.63 元、0.87 元。考虑到市场对宁波银行预期下调,我们下调目标价至 24.63 元。给予重申“买入”评级。我们对公司锂电池材料业务长期持乐观态度。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2131.92	2840.51	633.43	3493.66	4620.80	5524.51
同比增速(%)	-14.43	33.24	-29.37	22.99	32.26	19.56
净利润(百万)	95.16	120.73	19.33	183.01	257.98	356.77
同比增速(%)	-0.91	26.87	-52.28	51.59	40.96	38.30
毛利率(%)	20.78	24.07	28.87	25.82	25.53	25.81
每股盈利(元)	0.23	0.29	0.05	0.45	0.63	0.87
ROE(%)	2.72	3.34	0.51	4.86	6.48	8.30
PE(倍)	0.00	65.31		43.08	30.56	22.10

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2451.39	3464.85	4174.53	5229.07
现金	741.36	1013.16	1353.89	1629.73
应收账款	563.01	755.00	935.59	1116.63
其它应收款	39.34	194.44	86.51	265.47
预付账款	101.51	217.51	154.16	318.34
存货	658.92	866.26	1105.08	1274.34
其他	347.26	418.48	539.30	624.56
<b>非流动资产</b>	4406.13	4531.86	4482.83	4500.33
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	2430.45	2299.66	2299.45
<b>资产总计</b>	6857.52	7996.71	8657.37	9729.40
<b>流动负债</b>	2060.97	3143.49	3723.39	4603.94
短期借款	1013.68	1669.01	1899.18	2527.39
应付账款	389.91	309.24	639.47	478.16
其他	657.38	1165.25	1184.74	1598.40
<b>非流动负债</b>	1165.38	1071.06	933.67	807.78
长期借款	612.96	472.02	357.94	220.40
其他	552.42	599.04	575.73	587.38
<b>负债合计</b>	3226.35	4214.55	4657.06	5411.72
少数股东权益	352.47	353.32	354.57	356.26
归属母公司股东权益	3278.70	3428.85	3645.73	3961.42
<b>负债和股东权益</b>	6857.52	7996.71	8657.37	9729.40

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	78.07	-68.90	407.43	56.11
净利润	121.34	183.86	259.23	358.46
折旧摊销	107.57	114.76	131.67	137.24
财务费用	88.40	107.85	131.83	152.89
投资损失	-56.63	-74.79	-75.71	-75.25
营运资金变动	-75.57	-449.32	-15.22	-529.42
其它	-107.05	48.74	-24.37	12.18
<b>投资活动现金流</b>	-218.55	-153.95	-12.81	-76.55
资本支出	369.16	-122.74	54.26	-55.10
长期投资	-250.20	-13.97	-13.97	-13.97
其他	-99.60	-290.65	27.48	-145.61
<b>筹资活动现金流</b>	103.74	-131.89	-298.45	-324.73
短期借款	-57.58	28.79	-14.40	7.20
长期借款	576.96	-140.93	-114.08	-137.55
其他	-415.64	-19.75	-169.98	-194.38
<b>现金净增加额</b>	-36.74	-354.74	96.17	-345.17

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2840.51	3493.66	4620.80	5524.51
营业成本	2156.72	2591.68	3441.22	4098.44
营业税金及附加	12.26	17.47	21.52	26.68
营业费用	182.98	248.05	314.21	336.99
管理费用	297.19	366.83	443.60	513.78
财务费用	88.40	107.85	131.83	152.89
资产减值损失	25.69	31.59	41.78	49.96
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
<b>营业利润</b>	140.15	204.97	302.33	421.02
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
<b>利润总额</b>	158.05	231.37	324.48	445.29
所得税	36.71	47.51	65.25	86.83
<b>净利润</b>	121.34	183.86	259.23	358.46
少数股东损益	0.61	0.85	1.25	1.69
<b>归属母公司净利润</b>	120.73	183.01	257.98	356.77
<b>EBITDA</b>	327.78	422.54	546.39	685.70
<b>EPS (元)</b>	0.29	0.45	0.63	0.87

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.24%	22.99%	32.26%	19.56%
营业利润	51.71%	46.25%	47.50%	39.26%
归属母公司净利润	26.87%	51.59%	40.96%	38.30%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.07%	25.82%	25.53%	25.81%
净利率	4.27%	5.26%	5.61%	6.49%
ROE	3.34%	4.86%	6.48%	8.30%
ROIC	3.43%	4.28%	5.48%	6.44%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.05%	52.70%	53.79%	55.62%
净负债比率	44.80%	59.85%	59.54%	66.53%
流动比率	1.19	1.10	1.12	1.14
速动比率	0.87	0.83	0.82	0.86
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.47	0.55	0.60
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.29	0.45	0.63	0.87
每股经营现金	0.19	-0.17	0.99	0.14
每股净资产	8.84	9.21	9.74	10.51
<b>估值比率</b>				
P/E	65.31	43.08	30.56	22.10
P/B	2.40	2.30	2.16	1.99
EV/EBITDA	27.82	22.47	16.96	13.84

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**

机构业务部咨询经理		
<b>上海</b>	<b>北京</b>	<b>深圳</b>
宋歌	程楠	袁月
021-5012 2086	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	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。