

2012年08月13日

服装II

证券研究报告--公司点评报告

杉杉股份(600884)

收盘价(元): 11.49

服装主业业绩下滑，拖累公司业绩增长

投资评级: A--买入(持续)
能源: 王广举

执业证书编号: S0890510120010

电话: 021-68778090

邮箱: wgfuture@sohu.com

联系人: 艾潇潇

电话: 021-68778259

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(%)	52.14
每股净资产(元)	7.50
市净率(倍)	1.53
净资产收益率(加权)	3.02
12个月内最高/最低价	17.45/10.72

股价走势图

相关研究报告

- 1《正极材料业务下滑，投资收益保障业绩稳中有升》，2012.04.05
- 2《正极材料业务拖累业绩增长低于预期》，2012.04.05
- 3《负极材料支撑锂电业务稳定增长》，2011.10.28
- 4《业绩增长维稳，投资业务收益大增》，2011.08.30

◎事项:

公司8月11日发布半年报称，公司上半年实现营业收入15.65亿元，同比增长20.09%；实现归属于上市公司股东净利润9026.17万元，同比增长10.59%；扣除非经常性损益的净利润5,742.88万元，同比减少32.33%；基本每股收益为0.22元。

◎主要观点:

◆**锂电材料业务增收不增利，后续成长仍可期。**上半年锂电材料业务实现营收7.58亿元，同比增加25.73%；实现净利润4702万元，同比减少9.14%，净利润贡献占比52.1%，依旧为公司主要的利润来源。其中，正极材料前驱体业务受上半年金属价格低位徘徊影响，净利润大幅下降，拖累公司锂电材料业务增长。同时正极材料业务虽受行业产能过剩，竞争激烈影响，价格不断下行，但收入同比增长8.9%，净利润同比虽降，但环比呈现稳健回升态势，后续成长仍可期。

◆**纺织服装业务平台整合，拉低业绩水平。**上半年公司纺织服装业务实现净利润406万元，同比减少73.06%。主要是因为公司的多品牌业务在经营模式上由每个品牌公司独立运作的“多品牌经营模式”整合为以子公司时尚品牌公司为经营平台，统一运营所有品牌的“经营多品牌模式”。整合期间，发生较大费用，拉低净利水平，预计下半年影响仍将持续。但随着整合完成，公司多品牌服装业务运营成本将大幅降低，经营效率得到提升。

◆**投资业务收益贡献大。**上半年投资业务实现净利润3482万元，同比增长61.05%，为公司贡献38.58%的净利润，贡献比例持续提升。投资业务增长主要是因为宁波银行、浙江稠州商业银行现金分红，以及转让所持有的北京大苑39.39%股权，收回股权转让款8,803.65万元，其中归属于本期投资收益2,895.94万元。

◆**盈利预测与估值。**预计公司2012-2014年每股收益分别为0.46元、0.58元、0.71元，对应市盈率分别为25倍、20倍、16倍，给予“买入”评级。

	2010A	2011A	2012Q2	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	2840.51	3002.18	840.43	3441.21	4269.06	5233.23
同比增速(%)	33.24	5.69	15.92	14.62	24.06	22.59
净利润(百万)	120.73	153.40	75.23	190.31	239.16	291.16
同比增速(%)	26.87	27.06	400.58	24.07	25.67	21.74
毛利率(%)	24.07	24.43	23.97	24.18	24.29	24.43
每股盈利(元)	0.29	0.37	0.18	0.46	0.58	0.71
ROE(%)	3.34	4.45	2.13	5.52	6.55	7.44
PE(倍)	0.00	0.00		24.81	19.74	16.21

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2797.64	3338.44	4076.07	5116.70
现金	913.55	1127.23	1349.00	1693.95
应收账款	602.32	708.18	889.15	1104.52
其它应收款	63.60	111.22	80.51	140.25
预付账款	156.32	151.42	197.17	250.46
存货	814.59	770.57	1177.41	1271.32
其他	247.27	469.83	382.83	656.21
非流动资产	3834.01	4745.22	5164.21	5684.88
长期投资	948.11	1265.17	1560.00	1851.38
固定资产	897.80	992.44	1204.64	1440.21
无形资产	163.60	184.09	224.78	270.48
其他	1824.50	2303.51	2174.79	2122.81
资产总计	6631.65	8083.66	9240.28	10801.58
流动负债	2328.28	3573.56	4593.09	5958.02
短期借款	1354.61	2091.25	3039.63	3839.49
应付账款	433.67	336.14	664.34	601.18
其他	539.99	1146.17	889.11	1517.35
非流动负债	1007.37	1047.47	977.08	910.96
长期借款	594.08	510.35	476.13	427.18
其他	413.28	537.12	500.94	483.78
负债合计	3335.64	4621.03	5570.16	6868.97
少数股东权益	396.65	397.60	398.81	400.27
归属母公司股东权益	2899.36	3065.02	3271.31	3532.34
负债和股东权益	6631.65	8083.66	9240.28	10801.58

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-305.22	421.26	-172.99	278.26
净利润	146.80	191.27	240.36	292.62
折旧摊销	0.00	97.29	121.88	155.32
财务费用	127.46	112.14	159.42	209.24
投资损失	-184.03	-170.00	-195.00	-205.00
营运资金变动	-276.72	71.79	-463.62	-158.35
其它	-118.73	118.77	-36.04	-15.56
投资活动现金流	734.02	-826.14	-351.85	-471.12
资本支出	-87.18	3.03	300.85	308.54
长期投资	-167.22	-317.07	-294.83	-291.37
其他	479.62	-1140.18	-345.83	-453.95
筹资活动现金流	-312.05	-326.17	-176.69	-209.41
短期借款	340.93	-208.09	25.09	52.64
长期借款	-18.87	-83.73	-34.22	-48.96
其他	-634.11	-34.34	-167.55	-213.09
现金净增加额	116.75	-731.05	-701.53	-402.27

利润表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3002.18	3441.21	4269.06	5233.23
营业成本	2268.73	2609.29	3232.18	3954.70
营业税金及附加	15.88	15.95	20.26	24.60
营业费用	216.17	247.77	281.76	329.69
管理费用	359.28	395.74	469.60	549.49
财务费用	127.46	112.14	159.42	209.24
资产减值损失	3.02	3.44	4.27	5.24
公允价值变动收益	-15.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	184.03	170.00	195.00	205.00
营业利润	180.33	226.88	296.57	365.28
营业外收入	22.49	23.00	22.19	22.56
营业外支出	7.30	4.68	5.05	5.68
利润总额	195.52	245.20	313.71	382.16
所得税	48.72	53.93	73.34	89.55
净利润	146.80	191.27	240.36	292.62
少数股东损益	-6.59	0.96	1.20	1.46
归属母公司净利润	153.40	190.31	239.16	291.16
EBITDA	294.29	439.27	577.94	725.79
EPS (元)	0.37	0.46	0.58	0.71

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	5.69%	14.62%	24.06%	22.59%
营业利润	28.66%	25.82%	30.72%	23.17%
归属母公司净利润	27.06%	24.07%	25.67%	21.74%
获利能力				
毛利率	24.43%	24.18%	24.29%	24.43%
净利率	4.89%	5.56%	5.63%	5.59%
ROE	4.45%	5.52%	6.55%	7.44%
ROIC	4.51%	4.59%	5.02%	5.46%
偿债能力				
资产负债率	50.30%	57.17%	60.28%	63.59%
净负债比率	59.73%	78.82%	99.91%	112.98%
流动比率	1.20	0.93	0.89	0.86
速动比率	0.85	0.72	0.63	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.47	0.49	0.52
应收账款周转率	5.15	5.25	5.35	5.25
应付帐款周转率	5.51	6.78	6.46	6.25
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.46	0.58	0.71
每股经营现金	-0.74	1.03	-0.42	0.68
每股净资产	8.02	8.43	8.93	9.57
估值比率				
P/E	0.00	24.81	19.74	16.21
P/B	0.00	1.54	1.44	1.34
EV/EBITDA	4.97	15.32	12.88	10.85

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

021-6877 8081

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。