

2012 年 08 月 11 日

服装 II

证券研究报告-公司简评报告

收盘价(元): 11.49

目标价(元): -

杉杉股份(600884)

投资收益的贡献依旧显著, 提升锂电技术优势乃当务之急

调研日期 -

分析日期 2012 年 08 月 11 日

投资评级: 增持(首评)

行业公司二部 大机械: 徐婴

执业证书编号: S0630511010011

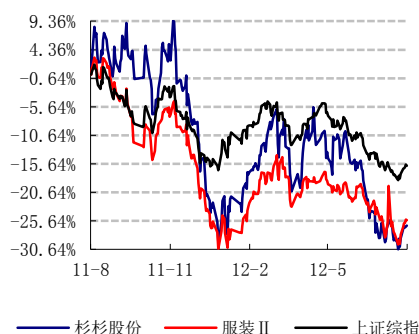
电话: 021-50586660-8608

邮箱: xuying@longone.com.cn

公司基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 410.86 |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 410.86 |
| 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 | 17.39/10.72 |

股价走势图



相关研究报告

□ 事项

公司公布 2012 上半年报。

□ 主要内容

- 投资收益的贡献依旧巨大: 报告期, 公司实现营业收入 1,565.42 百万元, 同比上升 20.1%; 毛利率 24.3%, 同比下降 2.7 个百分点。归属母公司净利润 90.26 百万元, 同比上升 10.6%。净利润率 5.8%, 同比减少 0.5 个百分点。报告期每股收益 0.220 元。一如以往, 公司在第二季度的投资收益对于其半年净利润的贡献非常显著。
- 得益于投资收益, 第二季度的净利润增长保持稳定: 公司在第二季度实现营收 840.43 百万元, 同比、环比都出现一定幅度上扬, 但毛利率却略有下降。毛利率同比下降接近 1.3 个百分点, 环比下降超过 0.7 个百分点。
- 第二季度, 虽然销售费用和管理费用同比和环比都出现一定幅度上升, 并超过各自相应的营收的增长幅度, 但由于投资收益同比和环比的增幅比较显著, 使得归属母公司之净利润达到 75.23 百万元, 同比上升 20.8%, 环比上升超过 400%。
- 以毛利率衡量盈利能力, 主营产品都有所下降:

报告期, 公司的两大类主营产品(服装和锂离子电池材料)

的营收虽有上升，但盈利能力都下降。服装实现营收约 789.50 百万元，同比上升约 16.6%；毛利率 25.9%，同比下降 3.2 个百分点。锂离子电池材料实现营收 757.76 百万元，同比上升 25.7%；毛利率 21.7%，同比下降 1.6 个百分点。

□ 评论

公司主营服装和锂离子电池材料，其中服装在营收和毛利中的占比大约都在 60%，较之锂离子电池材料的占比略高。

公司主营的服装产品原本就处于一个基本完全竞争的行业，又受宏观经济形势影响较深，在目前的大环境下，其业绩表现，尤其是盈利能力受到一定的下行压力不算太出乎意料。看得见的未来出现显著改观的几率不大。

锂离子电池的四大材料：正极、负极、电解液和隔膜，公司能提供前三种。综合产能和技术能力在国内同行业中属比较强的，但与它的同业竞争企业一样，在技术上不具有独特优势。如何尽快形成技术优势应是公司的当务之急。浙江万向集团并购在动力电池技术方面在全球具有领先地位的美国 A123 公司已经给出了很明显的信号，不具有技术优势的企业已没有太多生存的时间了。

我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 将达到 0.429 元、0.507 元、0.591 元。予以“增持”评级。

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 | 2,797.64 | 3,495.80 | 4,300.45 | 5,634.54 |
| 现金 | 913.55 | 1,179.42 | 1,416.49 | 1,845.65 |
| 应收账款 | 602.32 | 768.84 | 908.39 | 1,263.83 |
| 其它应收款 | 63.60 | 89.24 | 101.05 | 123.20 |
| 预付账款 | 156.32 | 125.44 | 225.35 | 234.46 |
| 存货 | 814.59 | 871.29 | 1,233.01 | 1,481.37 |
| 其他 | 247.27 | 461.58 | 416.16 | 686.03 |
| 非流动资产 | 3,834.01 | 4,713.86 | 5,379.71 | 6,054.56 |
| 长期投资 | 948.11 | 1,391.17 | 1,796.00 | 2,199.38 |
| 固定资产 | 897.80 | 1,048.60 | 1,269.14 | 1,560.17 |
| 无形资产 | 163.60 | 193.43 | 236.29 | 295.35 |
| 其他 | 1,824.50 | 2,080.65 | 2,078.28 | 1,999.67 |
| 资产总计 | 6,631.65 | 8,209.66 | 9,680.16 | 11,689.10 |
| 流动负债 | 2,328.28 | 3,749.27 | 5,034.46 | 6,843.89 |
| 短期借款 | 1,354.61 | 2,537.94 | 3,777.21 | 2,073.94 |
| 应付账款 | 433.67 | 457.55 | 654.87 | 805.07 |
| 其他 | 539.99 | 753.78 | 602.38 | 3,964.88 |
| 非流动负债 | 1,007.37 | 1,007.44 | 968.63 | 916.11 |
| 长期借款 | 594.08 | 524.59 | 485.77 | 456.45 |
| 其他 | 413.28 | 482.85 | 482.85 | 459.66 |
| 负债合计 | 3,335.64 | 4,756.72 | 6,003.08 | 7,760.00 |
| 少数股东权益 | 396.65 | 397.16 | 398.23 | 399.06 |
| 归属母公司股东权益 | 2,899.36 | 3,055.79 | 3,278.85 | 3,530.04 |
| 负债和股东权益 | 6,631.65 | 8,209.66 | 9,680.16 | 11,689.10 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|---------|----------|----------|---------|
| 经营活动现金流 | -183.06 | -103.09 | -318.13 | 2832.17 |
| 净利润 | 146.80 | 181.59 | 224.14 | 252.02 |
| 折旧摊销 | 122.16 | 106.54 | 136.03 | 167.42 |
| 财务费用 | 127.46 | 38.00 | 42.00 | 47.00 |
| 投资损失 | -184.03 | -186.00 | -180.00 | -187.00 |
| 营运资金变动 | -276.72 | -307.94 | -540.29 | 2574.30 |
| 其它 | -118.73 | 64.71 | 0.00 | -21.57 |
| 投资活动现金流 | 611.86 | -790.33 | -626.32 | -655.66 |
| 资本支出 | -87.18 | 110.70 | 261.02 | 380.17 |
| 长期投资 | -167.22 | -443.07 | -404.83 | -403.37 |
| 其他 | 357.46 | -1122.70 | -770.13 | -678.86 |
| 筹资活动现金流 | -312.05 | -194.51 | -57.73 | 12.74 |
| 短期借款 | 340.93 | -170.47 | 0.00 | 56.82 |
| 长期借款 | -18.87 | -69.49 | -38.82 | -29.32 |
| 其他 | -634.11 | 45.45 | -18.92 | -14.76 |
| 现金净增加额 | 116.75 | -1087.93 | -1002.19 | 2189.25 |

利润表

| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3002.18 | 3600.51 | 4482.63 | 5701.91 |
| 营业成本 | 2268.73 | 2808.40 | 3505.42 | 4407.58 |
| 营业税金及附加 | 15.88 | 18.00 | 22.41 | 28.51 |
| 营业费用 | 216.17 | 270.04 | 322.75 | 404.84 |
| 管理费用 | 359.28 | 432.06 | 493.09 | 700.94 |
| 财务费用 | 127.46 | 38.00 | 42.00 | 47.00 |
| 资产减值损失 | 3.02 | 3.20 | 3.11 | 3.15 |
| 公允价值变动收益 | -15.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 184.03 | 186.00 | 180.00 | 187.00 |
| 营业利润 | 180.33 | 216.81 | 273.85 | 296.89 |
| 营业外收入 | 22.49 | 23.00 | 21.00 | 22.50 |
| 营业外支出 | 7.30 | 7.00 | 7.50 | 7.30 |
| 利润总额 | 195.52 | 232.81 | 287.35 | 312.09 |
| 所得税 | 48.72 | 51.22 | 63.22 | 68.66 |
| 净利润 | 146.80 | 181.59 | 224.14 | 243.43 |
| 少数股东损益 | -6.59 | 0.51 | 1.07 | 0.83 |
| 归属母公司净利润 | 153.40 | 181.08 | 223.06 | 251.19 |
| EBITDA | 410.47 | 443.05 | 590.44 | 632.56 |
| EPS (元) | 0.373 | 0.429 | 0.507 | 0.591 |

主要财务比率

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------|--------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 5.69% | 19.93% | 24.50% | 27.20% |
| 营业利润 | 28.66% | 20.23% | 26.31% | 12.43% |
| 归属母公司净利润 | 27.06% | 18.05% | 23.19% | 12.61% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 24.43% | 22.00% | 21.80% | 22.70% |
| 净利率 | 4.89% | 5.04% | 5.00% | 4.42% |
| ROE | 4.43% | 5.22% | 5.84% | 6.38% |
| ROIC | 4.42% | 4.18% | 4.59% | 5.79% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 50.30% | 57.94% | 62.01% | 66.39% |
| 净负债比率 | 59.73% | 92.49% | 120.13% | 69.12% |
| 流动比率 | 1.20 | 0.93 | 0.85 | 0.82 |
| 速动比率 | 0.85 | 0.70 | 0.61 | 0.61 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.45 | 0.49 | 0.50 | 0.53 |
| 应收帐款周转率 | 5.15 | 5.25 | 5.35 | 5.25 |
| 应付帐款周转率 | 5.51 | 6.30 | 6.30 | 6.04 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.37 | 0.44 | 0.54 | 0.61 |
| 每股经营现金 | -0.45 | -0.25 | -0.77 | 6.89 |
| 每股净资产 | 8.02 | 8.40 | 8.95 | 9.56 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 30.77 | 26.80 | 22.67 | 19.46 |
| P/B | 1.36 | 1.40 | 1.32 | 1.24 |
| EV/EBITDA | 3.56 | 16.12 | 13.76 | 9.48 |

资料来源：东海证券、港澳资讯

分析师简介：

毕业于美国 Georgia State University, 获MBA/金融学双硕士学位。2007 年加入东海证券研究所。目前任职新能源行业高级分析师。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东世纪大道1589号长泰国际金融大厦11楼

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）50586660 转8638

传真：（8621）50819897

邮编：200122

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089