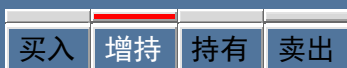


证券研究报告

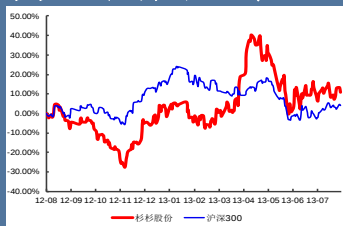
公司研究——中报点评

杉杉股份（600884.sh）



上次评级: 增持, 2013.05.2

杉杉股份相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-8-28)

收盘价 (元)	11.86
52 周内股价波动区间 (元)	7.75-15.00
最近一月涨跌幅 (%)	-1.98
总股本 (亿股)	4.11
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	48.73

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

刘强 研究助理
联系电话: +86 10 63081251
邮箱: liuqiang1@cindasc.com

相关研究

《业绩稳定增长, 看点在锂电材料》

2013.5

《锂电业务快速增长, 投资业务支撑业绩》2013.3

《杉杉股份: 具有估值支撑的锂电材料龙头》2012.12

看点在继续布局锂电材料, 业绩支撑在投资业务

2013 年中报点评

2013 年 8 月 29 日

事件: 公司发布 2013 年半年报, 1-6 月实现营业收入 17.67 亿元, 同比增长 12.88%; 归属于上市公司股东的净利润 9259.66 万元, 同比增长 2.59%; 基本每股收益 0.23 元。

点评:

◆ **公司净利润仍主要体现在投资收益。**公司上半年实现投资收益 1.06 亿元, 其中主要为: 宁波银行分红 4475 万元, 稠州银行长期股权投资收益 4997.07 万元, 湖南海纳股权转让收益 1118.50 万元。前两者有望在未来持续贡献投资收益, 为公司提供盈利支撑; 公司投资业务还包括 PE 及基金募集与管理业务, 未来 IPO 开闸, 可以为公司带来较好正面作用。

◆ **锂电材料业务: 盈利较好, 拟扩产布局未来。**公司定位于做锂电材料综合提供商, 产品包括正负极、电解液等; 其中负极、电解液盈利能力较好, 尤其是负极材料在行业中具有相对竞争优势, 口碑较好。上半年公司锂电业务好于 2012 年, 实现收入 9.75 亿元, 同比增长 28.60%, 净利润 5402.38 万元, 同比增长 14.91%, 正极材料 (完成盈利较差的前驱体业务剥离)、负极材料和电解液业务分别实现净利润 1356.79 万元、2619.10 万元和 1395.42 万元; 公司净利润增幅小于收入增幅的原因是毛利率下降 (上半年下降 2.56 个百分点)。**在锂电需求提升和新能源汽车良好前景的推动下, 公司拟扩产布局未来:** 推进锂离子电池正极材料 9000 吨产能提升项目; 推进在上海闵行经济技术开发区的锂离子动力电池关键材料项目; 拟在廊坊建立电解液生产基地 (年产 4000 吨)。

◆ **服装业务: 仍处调整期, 业绩负贡献。**上半年, 受国内服装行业的转型调整以及公司内部实施多品牌业务整合的综合影响, 公司服装业务净利润为-378.39 万元; 公司服装业务主要涵盖原创“杉杉”品牌业务、时尚品牌公司 (负责除“杉杉”品牌以外, 其他品牌业务的运营) 的多品牌业务和针织品 (OEM) 业务, 其中多品牌业务以及针织品 (OEM) 业务亏损较大, 净利润分别为-1,344.87 万元 (加大库存处理力度所致)、-460.18 万元。随着业务整合的逐步完成, 业务有望好转。

◆ **股价刺激因素:** 新能源汽车补贴政策的推出; 国外特斯拉等新能源汽车厂商形势向好; 储能市场启动。

◆ **盈利预测:** 我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.43 元、0.57 元、0.64 元, 对应 2013 年 8 月 28 日收盘价 (11.86 元) 的市盈率分别为 27、21 和 19 倍, 维持“增持”评级。由于公司盈利有支撑, 未来新能源汽车和储能市场预期较好时, 公司是不错的主题投资标的。

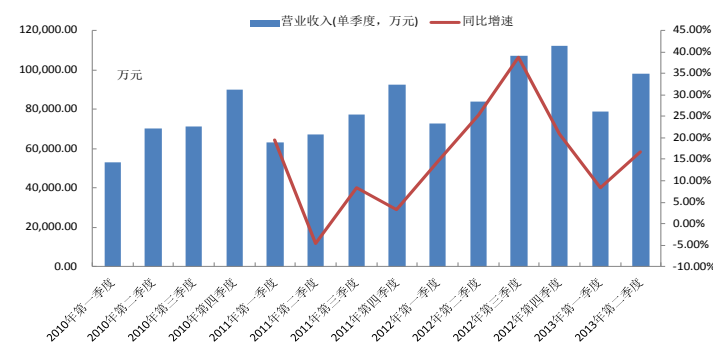
◆ **风险因素:** 新能源汽车的推广低于预期; 锂电池材料的技术及竞争风险; 服装业务对业绩的影响。

表 1: 公司主要财务数据预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	3,002.18	3,755.89	4,514.11	5,448.55	6,567.62
增长率 YoY %	5.69%	25.11%	20.19%	20.70%	20.54%
净利润(百万元)	153.40	158.85	178.17	234.85	261.91
增长率 YoY%	27.06%	3.56%	12.16%	31.81%	11.52%
毛利率%	24.43%	22.76%	23.89%	24.14%	23.74%
净资产收益率 ROE%	4.97%	5.18%	5.36%	6.65%	6.93%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.39	0.43	0.57	0.64
市盈率 P/E(倍)	32	31	27	21	19
市净率 P/B(倍)	1.68	1.50	1.43	1.33	1.25

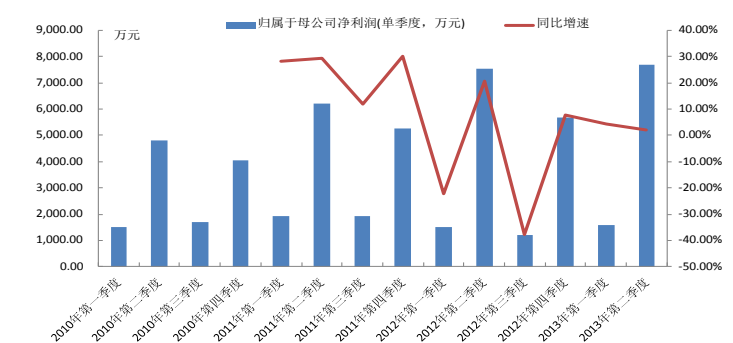
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 8 月 28 日收盘价

图 1: 公司营业收入分季度变化



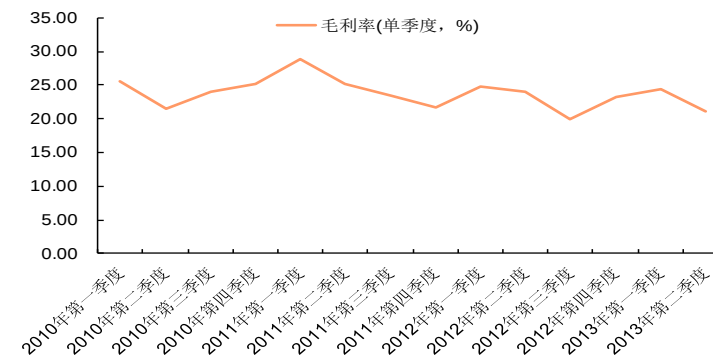
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 公司归属于母公司的净利润分季度变化



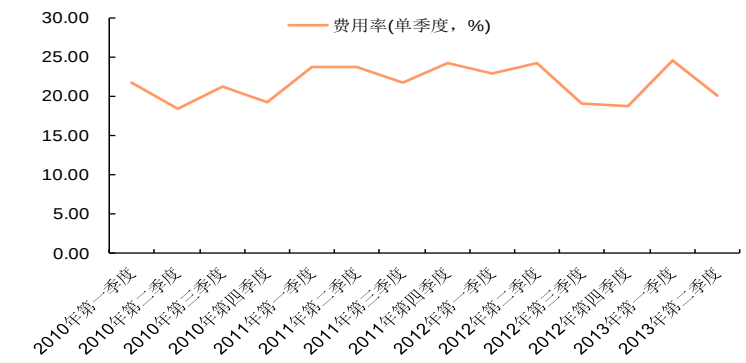
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 公司单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 公司单季度期间费用率变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,797.64	3,228.23	3,756.18	4,235.75	4,799.80
货币资金	913.55	927.12	1,100.18	1,287.97	1,254.77
应收票据	231.78	305.79	315.99	381.40	459.73
应收账款	602.32	884.49	984.35	1,035.22	1,247.85
预付账款	156.32	146.08	171.77	206.66	250.42
存货	814.59	880.22	1,099.35	1,239.96	1,502.49
其他	79.09	84.53	84.53	84.53	84.53
非流动资产	3,834.01	4,395.68	4,418.95	4,445.94	4,483.06
长期投资	948.11	1,019.10	1,019.10	1,019.10	1,019.10
固定资产	897.80	902.20	972.49	1,076.92	1,113.02
无形资产	163.60	271.64	257.94	244.23	230.53
其他	1,824.50	2,202.74	2,169.42	2,105.69	2,120.41
资产总计	6,631.65	7,623.91	8,175.13	8,681.69	9,282.86
流动负债	2,328.28	2,923.23	3,295.39	3,565.92	3,903.87
短期借款	1,354.61	1,756.36	1,756.36	1,756.36	1,756.36
应付账款	433.67	472.97	687.10	826.64	1,001.66
其他	539.99	693.90	851.94	982.92	1,145.85
非流动负债	1,007.37	1,120.36	1,120.36	1,120.36	1,120.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,007.37	1,120.36	1,120.36	1,120.36	1,120.36
负债合计	3,335.64	4,043.59	4,415.75	4,686.28	5,024.22
少数股东权益	396.65	342.48	343.38	344.56	345.87
归属母公司股东权益	2,899.36	3,237.84	3,416.01	3,650.86	3,912.76
负债和股东权益	6631.65	7623.91	8175.13	8681.69	9282.86

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,002.18	3,755.89	4,514.11	5,448.55	6,567.62
同比	5.69%	25.11%	20.19%	20.70%	20.54%
归属母公司净利润	153.40	158.85	178.17	234.85	261.91
同比	27.06%	3.56%	12.16%	31.81%	11.52%
毛利率	24.43%	22.76%	23.89%	24.14%	23.74%
ROE	4.97%	5.18%	5.36%	6.65%	6.93%
每股收益(元)	0.37	0.39	0.43	0.57	0.64
P/E	32	31	27	21	19
P/B	1.68	1.50	1.43	1.33	1.25
EV/EBITDA	15.54	16.20	13.95	11.98	11.12

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,002.18	3,755.89	4,514.11	5,448.55	6,567.62
营业成本	2,268.73	2,901.01	3,435.48	4,133.21	5,008.31
营业税金及附加	15.88	17.62	19.41	23.43	28.24
营业费用	216.17	263.99	311.04	375.43	452.53
管理费用	359.28	377.40	451.41	544.85	656.76
财务费用	127.46	141.92	155.34	153.61	151.73
资产减值损失	3.02	49.29	25.91	31.86	48.72
公允价值变动收益	-15.35	2.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	184.03	149.78	95.98	98.30	97.03
营业利润	180.33	156.96	211.50	284.46	318.35
营业外收入	22.49	26.00	23.19	23.89	24.36
营业外支出	7.30	4.86	5.11	5.76	5.24
利润总额	195.52	178.10	229.57	302.60	337.46
所得税	48.72	40.53	50.51	66.57	74.24
净利润	146.80	137.57	179.07	236.03	263.22
少数股东损益	-6.59	-21.28	0.90	1.18	1.32
归属母公司净利润	153.40	158.85	178.17	234.85	261.91
EBITDA	440.16	445.96	517.92	602.91	649.43
EPS (摊薄)	0.37	0.39	0.43	0.57	0.64

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	35.98	64.57	382.30	410.03	207.84
净利润	146.80	137.57	179.07	236.03	263.22
折旧摊销	122.16	124.91	123.73	135.70	147.36
财务费用	122.48	142.95	164.61	164.61	164.61
投资损失	-184.03	-149.78	-95.98	-98.30	-97.03
营运资金变动	-211.87	-223.05	-8.64	-53.11	-308.02
其它	40.44	31.98	19.51	25.10	37.70
投资活动现金流	-225.03	-230.68	-44.62	-57.64	-76.43
资本支出	-143.49	-278.94	-140.60	-155.94	-173.45
长期投资	103.08	343.24	95.98	98.30	97.03
其他	-184.62	-294.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	395.86	98.53	-164.61	-164.61	-164.61
吸收投资	60.53	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	430.73	289.30	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	154.16	167.58	164.61	164.61	164.61
现金净增加额	203.31	-67.99	173.07	187.78	-33.20

电力设备与新能源小组简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

刘强, 工程师, 武汉大学理学学士, 浙江大学金融学硕士, 6 年电源行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研发中心, 从事电力设备与新能源研究。能够准确把握行业整体状况, 客观地从实业和资本市场角度发掘投资机会。

电力设备与新能源行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
骆驼股份	601311.SH	四方股份	601126.SH	南都电源	300068.SZ	合康变频	300048.SZ
国电南瑞	600406.SH	荣信股份	002123.SZ	汇川技术	300124.SZ	东方电气	600875.SH
龙源技术	300105.SZ	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ	杉杉股份	600884.SH				

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制, 但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下, 信达证券或其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, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 投资者需自行承担风险。