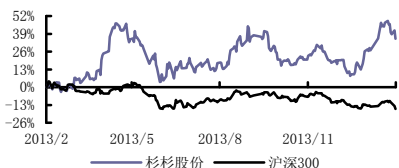


2014 年 2 月 26 日

市场数据	2014 年 2 月 25 日
当前价格 (元)	13.92
52 周价格区间 (元)	9.93-15.27
总市值 (百万)	5719.15
流通市值 (百万)	5719.15
总股本 (百万股)	410.86
流通股 (百万股)	410.86
日均成交额 (百万)	108.88
近一月换手 (%)	53.34%
Beta (2 年)	1.5
第一大股东	杉杉集团有限公司
公司网址	http://www.ssgf.net

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	22.76%	4.08%
净利率	4.23%	4.38%
净资产收益率	4.91%	5.70%
总资产收益率	2.08%	2.41%
资产负债率	53.04%	55.10%
市盈率	35.97	0.00
市净率	1.77	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
杉杉股份	22.12%	19.71%	50.30%
沪深 300	-3.91%	-9.66%	-17.16%

相关报告

周宥

执业证书号 S1030511010002
0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 周宥, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

产业链完整的锂电池行业明星

— 杉杉股份 (600884) 研究报告

评级: 买入 (首次评级)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	3756	4157	5158	6526
净利润 (百万元)	138	164	211	247
每股收益 (元)	0.39	0.43	0.54	0.63
净利润增长率%	3.6%	11.1%	26.7%	16.2%
市盈率	39	35	28	24

资料来源: 世纪证券研究所

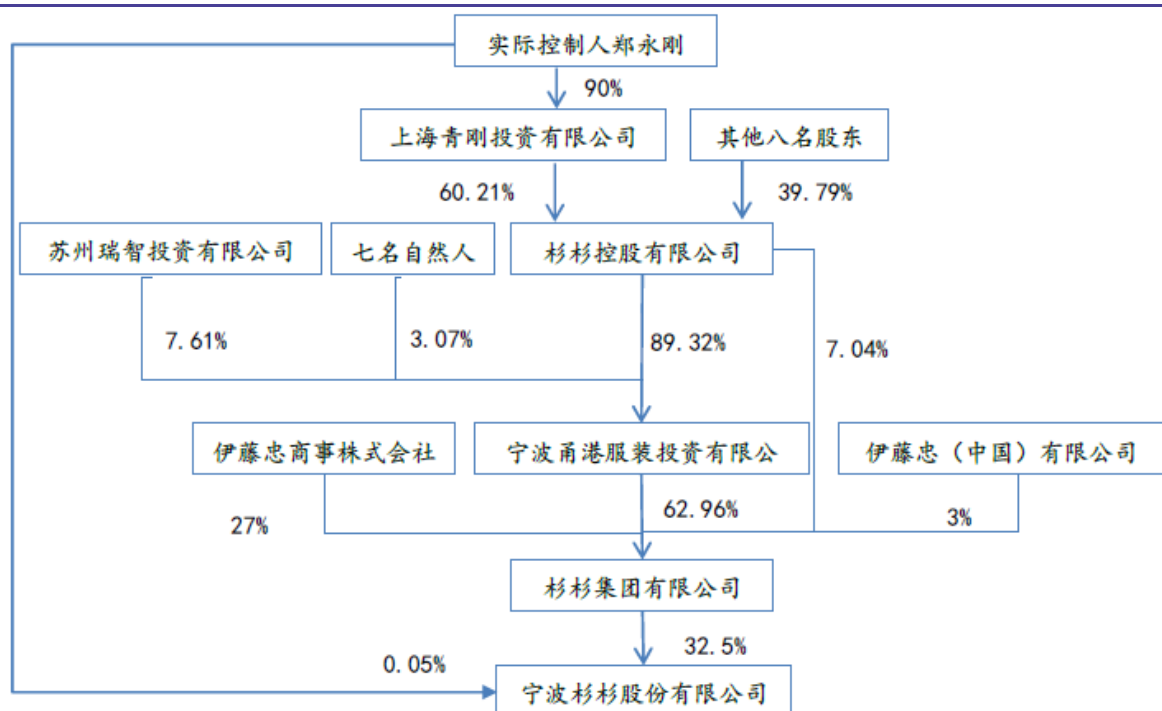
- 公司业务主要分服装、锂电、投资三大块。**2013 年上半年, 服装收入和毛利分别为 7.7 亿元、1.9 亿元, 毛利率 25% 左右; 锂电材料收入和毛利分别为 9.7 亿元, 1.8 亿元, 毛利率 19% 左右; 投资收益 1 亿元, 主要为宁波银行分红和稠州银行长期股权收益以及处理湖南海纳股权转让。
- 公司三大板块中锂电业务是最大看点。**服装业务, 毛利率较为稳定, 约 25% 左右, 未来加快渠道整合, 稳定增长; 投资业务, 为公司提供稳定现金流; 新能源汽车启动在即, 将引发锂电需求放量。据真锂研究数据, 未来电动自行车铅酸电池的替换、电动汽车的启动以及工业储能市场将在未来几年为锂电池带来巨大的市场空间, 需求年增速达 100%。
- 公司是锂电产业链最为完整的上市公司。**公司 1999 年涉足锂电池行业, 产品覆盖锂电池正极材料、负极材料、电解液, 产销量均排名国内前三, 并向上延伸到上游矿产资源, 向下延伸到电动车动力电池生产。一旦锂电池市场启动, 龙头公司将最为受益。
- 利润增长点在于锂电池需求快速增长预期下的产能扩张。**正极材料目前产能 5300 吨/年, 未来 9000 吨产能提升项目正在稳步推进中公司电解液目前产能为 3600 吨, 河北廊坊年产 4000 吨电解液新建项目正在进行中; 负极材料目前产能 7500 吨/年, 未来郴州杉杉 6000 吨, 以及上海闵行临港年产 20000 吨负极材料和年产 1000 吨电池合金材料, 将成为全球规模最大的负极材料基地。
- 盈利与估值。**我们认为随着锂电成本下降, 小型锂电取代铅酸电池, 以及电动汽车对锂动力电池的拉动, 近几年都是可预期的, 必然会引发锂电池巨大的需求空间, 杉杉股份作为锂电池完整产业链的龙头必将受益巨大。首次评级“买入”。
- 风险因素。**新能源汽车市场不如预期。服装业务品牌整合不如预期。

公司概况

公司成立于1992年，主要从事服装生产业务，以西服为主，兼有衬衫等，1996年在主板上市，1999年公司成立杉杉科技，涉足锂电池生产业务，主要有正极材料及前驱体、负极材料和电解液，是国内规模最大的锂电池材料生产企业。公司旗下有多家分公司，分别负责不同的业务。其中湖南杉杉户田负责生产正极材料，湖南海纳负责生产正极材料前驱体（已被剥离），上海杉杉负责生产负极材料，东莞杉杉负责电解液生产；服装业务主要由宁波杉杉负责运营。

杉杉股份是杉杉集团旗下上市公司，持有上市公司32.5%股权，其中实际控制人郑永刚除了通过杉杉集团间接控制公司外，还直接持有上市公司0.05%股份。

Figure 1 公司实际控制人郑永刚



资料来源：WIND 世纪证券研究所

公司所处行业背景

锂离子电池主要用于消费类电子、储能、电动汽车、电动自行车等领域，根据真锂研究预测，未来几年需求将快速增长。

中国消费类电子锂离子电池需求量今后几年的增长速度会维持在27%左

右。根据真锂研究预测，全球消费类电子锂离子电池需求量今后几年的增长速度会维持在15%左右，由于中国企业会在智能手机、移动电源等产业上取得更快发展，因此，该市场中国企业锂离子电池的供应量未来几年大致会维持27.01%的年均复合增长率，发展速度高于全球。

Figure 2 消费电子锂电池市场预测

表 2：2013~2017 年中国消费类电子产品用锂离子电池市场预测 单位：万 kWh

分类	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
手机	功能手机	65.49	29.27	19.98	17.21	15.54
	智能手机	117.83	219.78	288.60	353.44	423.18
	合计	183.32	249.75	308.58	370.64	438.72
平板电脑	28.49	50.91	84.59	130.51	190.28	266.39
笔记本电脑	148.47	171.25	184.62	193.80	203.85	220.20
移动电源	52.20	82.80	126.17	186.16	266.02	369.29
其他	20.45	25.56	31.96	39.94	49.93	62.41
合计	432.94	580.28	735.81	921.05	1,148.80	1,430.80

数据来源：真锂研究，2013年10月10日。

资料来源：WIND 世纪证券研究所

工业及储能领域未来需求增速在90%以上。移动通讯基站电源市场对电池的需求规模2012年大约是5,000万kWh，比2012年锂离子电池的全部销量还要大得多。这个市场目前基本上还都是使用铅酸电池，只要在性价比方面合适，锂离子电池就将快速取代铅酸电池。目前各方面条件已基本成熟，锂离子电池在这个市场大规模取代铅酸电池的时代已经到来。

Figure 3 工业及储能领域市场预测

表 5：2013~2017 年中国工业&储能用锂离子电池市场预测 单位：万 kWh

分类	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
电动工具	57.42	81.93	104.21	146.36	193.51	255.17
工业器械	--	1	2	4	8	16
移动基站电源	5.80	15.44	101.06	436.99	1,004.82	1,797.33
风光发电配套	7.95	16	32	64	128	256
其他	1.98	4	8	16	32	64
合计	73.15	118.37	247.27	667.35	1,366.33	2,388.50

数据来源：真锂研究，2013年04月11日。注：2011年的其他部分包括工业器械（搬运机、起重机、挖掘机等）、家庭储能系统、UPS电源等。

资料来源：WIND 世纪证券研究所

电动交通工具市场年增速高达101.95%，是三大市场中最高的。预计2016年电动自行车基本完成锂电替代铅酸电池的过程。全球与中国的电动自行车市场都已基本饱和，预计2017年全球电动自行车市场销量约3,500万辆，其中中国市场约2,500万辆。2012年中国市场共销售锂电

版电动自行车约160万辆，预计2013年将达到300万辆，到2017年会达到2,500万辆。全球电动自行车产能90%以上集中在中国，这一状况即使未来多年内也很难改变。预计到2017年中国电动自行车对锂离子电池的需求量将高达1,637.76万kWh，是2012年的19.69倍；无论是全球还是中国，今后几年该市场的锂离子电池用量将会以90%~100%的年增速成长。

Figure 4 电动交通工具市场需求预测

表 3: 2013~2017 年中国电动交通工具用锂离子电池市场预测 单位: 万 kWh

细分市场	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
电动自行车	83.16	154.22	317.02	651.17	1,289.81	1,637.76
电动三轮车	2.52	12.51	55.76	147.58	360.52	800.10
低速电动汽车	16.00	38.50	108.90	279.51	614.92	1,352.83
电动汽车	42.01	71.70	202.03	568.52	1,201.73	2,352.47
其他	12.22	24.44	48.88	97.76	195.52	391.04
合计	155.91	301.37	732.58	1,744.54	3,662.50	6,534.20

数据来源: 真锂研究, 2013年10月10日

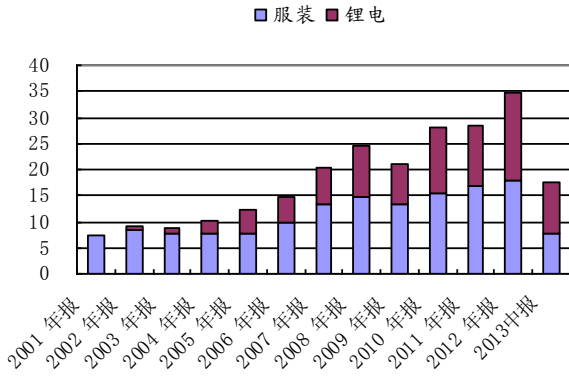
资料来源: WIND 世纪证券研究所

公司主营业务分析

公司主要从事服装、锂电池材料、投资三大主营业务，其中服装业务包括时尚品牌公司（负责除“杉杉”品牌以外，其他品牌业务的运营）的多品牌业务、原创“杉杉”品牌业务和针织品（OEM）业务。锂电池材料业务主要包括正极材料、负极材料及电解液（2013年6月公司剥离了正极材料中低盈利的前驱体业务）。公司投资业务包括股份公司层面的直接投资业务与产业并购业务，以及以子公司杉杉创投为平台开展的PE业务，目前主要投资了宁波银行、稠州银行和富银融资租赁公司及杉杉富银保理公司。

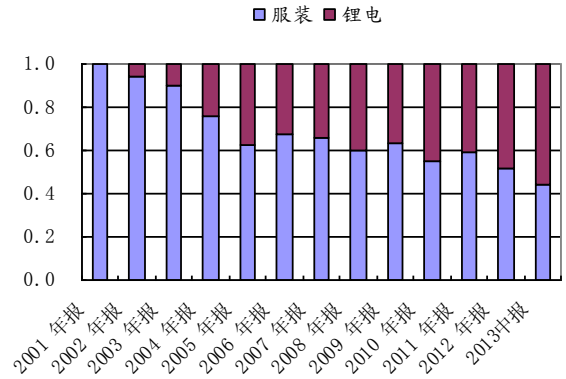
锂电池收入及利润的占比逐年提高，达到50%左右。2013上半年，公司实现主营业务收入17.5亿元，同比增长13%；净利润8557万元，同比下降6%；实现归属于上市公司股东的净利润为9260万元，同比增长2.6%。其中锂电材料主营收入9.7亿，占比56%；主营利润1.8万元，占比48%。

Figure 5 主营收入 (单位: 百万元)



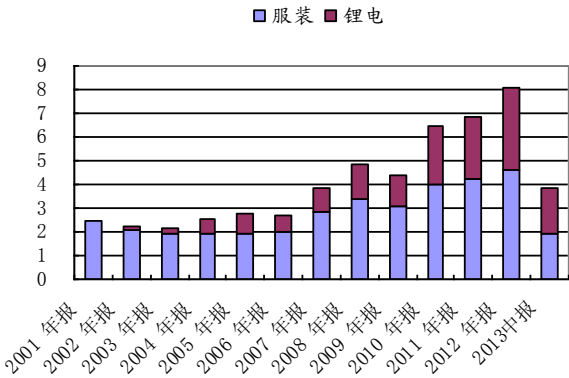
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 6 各产品对主营收入的贡献度 (%)



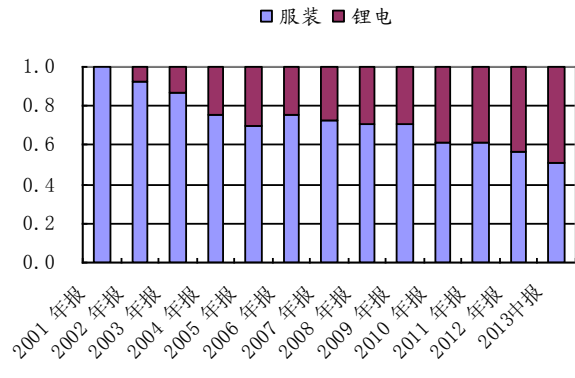
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 7 主营利润 (单位: 百万元)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

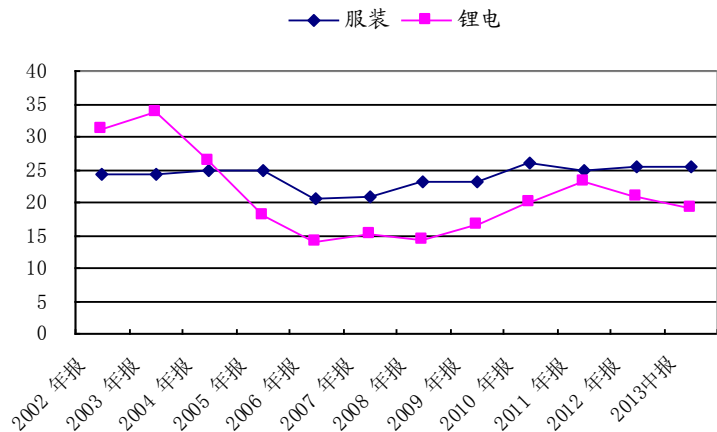
Figure 8 各产品对主营利润的贡献度 (%)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

服装业务毛利率较为稳定, 约 25%左右, 锂电毛利率受竞争加剧影响, 有下降趋势。2013 年中期服装业务的毛利率为 25.39%, 基本持平。锂电池材料的毛利率由 2012 年中期的 23.28%下降至 2013 年中期的 19.11%。

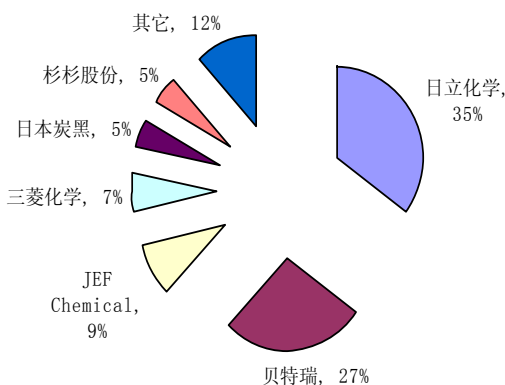
Figure 9 各产品毛利率情况



资料来源: WIND 世纪证券研究所

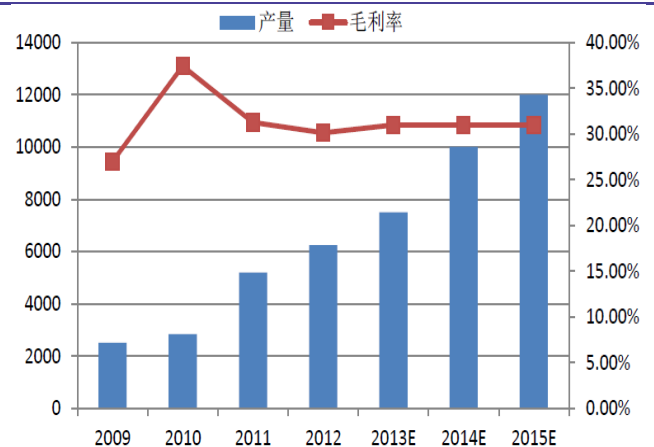
负极材料是公司锂电业务利润的支柱,公司拥有 7500 吨/年的锂离子电池负极材料生产能力,未来上海闵行经济技术开发区临港园区战略性新兴产业基地建设年产 20000 吨新能源锂离子电池负极材料项目和年产 1000 吨新能源锂离子电池合金材料项目,以及郴州杉杉 6000 吨的负极材料在推进中,旨在打造全球规模最大的新能源锂离子电池负极材料产业基地。公司于 1999 年介入锂电负极材料领域,是当时国内第一家专门从事锂离子电池负极材料生产、开发和销售的高新技术企业。2009 年,公司成立了郴州杉杉新材料有限公司专门对锂电负极材料进行石墨化处理,目前已经具备 7500 吨/年的生产能力。公司负极产品已经涵盖中间相石墨、人造石墨、天然石墨和复合石墨等全系列产品。2011 年负极材料实现净利润 5863 万元,占锂电净利润的 87%,2012 年负极材料实现净利润 7087 万元,占锂电净利润的 73%;2013 上半年负极材料实现主营业务收入 29231 万元,实现归属于上市公司股东的净利润 2619 万元,占锂电净利润的 48%。负极材料净利率为 8.9%。随着 2012 年宁波杉杉新材料年产 1000 吨锂离子电池负极材料中间相炭微球项目落成投产,该项目的投产解决了公司当前中间相产品产能瓶颈问题,承接订单能力显著增强,公司负极材料产能达到 7500 吨,郴州杉杉年产 6000 吨负极材料,以及未来临港园区战略性新兴产业基地建设年产 20000 吨新能源锂离子电池负极材料项目和年产 1000 吨新能源锂离子电池合金材料项目,旨在打造全球规模最大的新能源锂离子电池负极材料产业基地。

Figure 10 全球负极材料市场份额 (2012 年)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 11 公司负极材料产量及毛利率

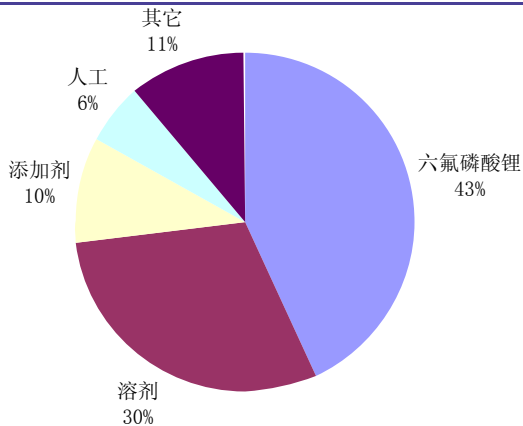


资料来源: WIND 世纪证券研究所

电解液材料净利率高达 16%,在锂电业务中的利润贡献在 20-30%。目前电解液设计产能在 3600 吨/年左右,河北廊坊年产 4000 吨电解液新建项目正在进行中。生产主体为东莞杉杉,公司在国内电解液企业排名第三,仅次于江苏国泰和新宙邦。2011 年电解液实现净利润 1527 万元,

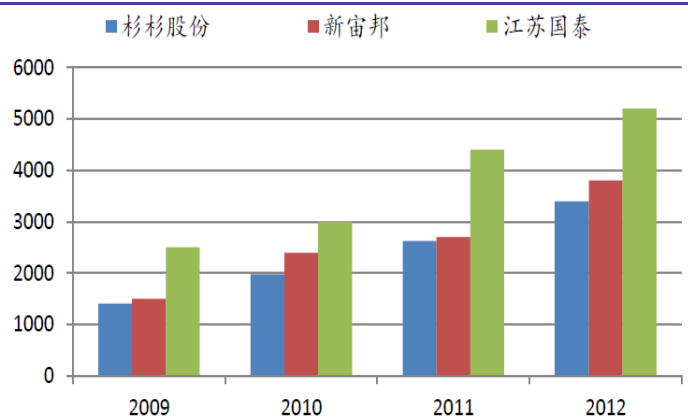
占锂电净利润的 23%，2012 年电解液实现净利润 3245 万元，占锂电净利润的 33%；2013 上半年电解液实现主营业务收入 8508 万元，实现归属于上市公司股东的净利润 1395 万元，占锂电净利润的 26%。东莞杉杉电解液已经成为比亚迪、ATL 和比克的供应商；京津塘地区则有河北廊坊杉杉电池材料，主供力神。电解液一般由高纯度的有机溶剂、六氟磷酸锂和必要的添加剂等原料，在一定条件下，按一定比例配置而成的。核心材料是六氟磷酸锂，占整个电解液成本 40%左右，毛利率高达 50%以上。六氟磷酸锂是典型高技术、高难度、高危险的“三高型”精细化工产品，生产技术难度非常高，所以也是电解液中利润最高的关键材料。过去被国外四大企业垄断，价格长期维持高位，毛利率高达 60%以上。日本森田化学、关东电化、瑞星石化和韩国厚成四家公司是实力最强的供应商。而目前国内企业纷纷介入，2012 年是国内企业六氟磷酸锂开始量产的一年，多氟多（1400 吨）、九九久（400 吨）、天津金牛（300 吨）、湖北宏源（100 吨）都实现量产，引发电解液价格的下降。目前公司电解液价格根据品种不同在 4-7 万元/吨区间，2013 年上半年均价在 5.4 万元/吨（不含税）左右。部分企业的电解液产品价格已经跌破 4 万元/吨。公司未来随着下游消费电子稳步增长和动力电池领域的突破，以杉杉股份为代表的国内一线电解液企业具有先发优势，将最先受益。

Figure 12 电解液成本构成



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 13 上市公司电解液产量（吨）

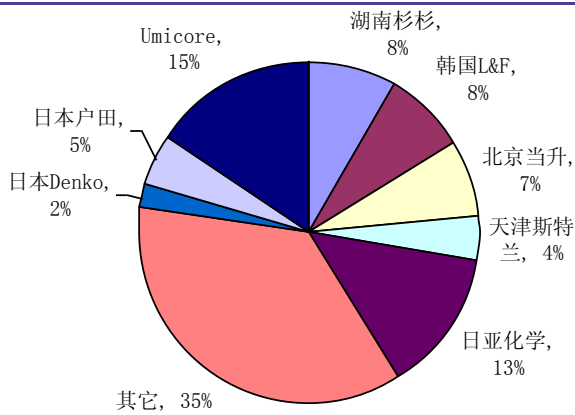


资料来源：WIND 世纪证券研究所

正极材料净利率最低 2.5%左右，在锂电业务利润占比约 20%左右。近两年收入增长较快，预计增长来源于国际化路线后的销量增加。公司目前拥有 5300 吨/年的锂离子电池正极材料生产能力，且正极材料 9000 吨产能提升项目正在稳步推进中。公司 2003 年介入正极材料，湖南杉杉为生产主体，与天津巴莫、湖南瑞翔同为行业前三。产品主要有钴酸

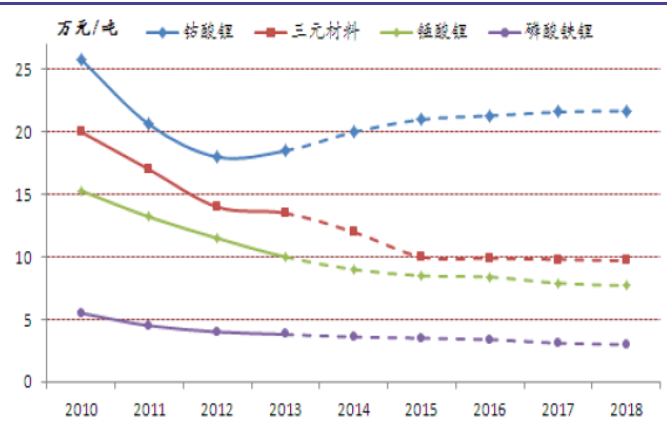
锂、锰酸锂、镍钴二元系、镍钴锰三元系、磷酸铁锂等。2011年正极材料（含前趋体）亏损；2012年正极材料实现净利润1791万元，占锂电净利润的18%；2013上半年正极材料实现主营业务收入56068万元，实现归属于上市公司股东的净利润1357万元，占锂电净利润的25%，正极材料净利率为2.4%。年报数据显示，2012年收入7.2亿，同比大幅增加47%，粗略估算销售在5000吨左右，2013上半年收入达5.7亿。估计收入的快速增长与公司国际化有关。2010年12月，湖南杉杉与日本户田工业、伊藤忠商社合资更名为湖南杉杉户田新材料有限公司。伊藤忠的销售渠道和户田的管理、技术带来竞争力的提升、销量的增长。目前国内正极材料从地域分布看，北京、湖南、天津、山东和江苏集中了正极材料大部分的产能。环渤海区域的北京、天津和山东三个省份汇集了当升科技、中信国安盟固利、北大先行、天津巴莫、天津斯特兰、青岛乾运和青岛新正等企业。厂商投资加大，竞争日益激烈。正极材料价格整体处于下滑态势。

Figure 14 全球正极材料市场份额



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 15 各正极材料价格趋势

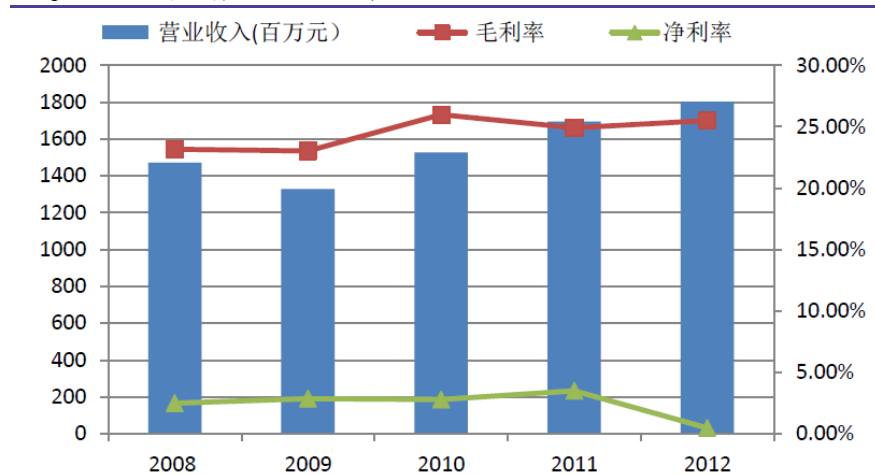


资料来源：WIND 世纪证券研究所

服装业务加快渠道整合，未来稳定增长。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。目前，国内服装行业仍处于行业转型调整期，中国服装企业承受着内部转型升级和外部市场需求低迷的双重压力。受终端消费市场疲软、人民币升值、劳动力成本上涨等外部因素以及公司内部实施多品牌业务整合的综合影响，公司2013上半年服装业务实现主营业务收入76,715万元，同比下降2.83%；实现归属于上市公司股东的净利润-378.39万元，其中主要系多品牌业务以及针织品（OEM）业务亏损较大所致。公司原创“杉杉”品牌业务经营较为稳健，实现主营业务收入15,690.41万元，同比下降

8.84%；归属于上市公司股东的净利润 1,356.88 万元，同比略微下降 0.37%。公司多品牌业务运营平台时尚品牌公司（负责除“杉杉”品牌以外，其他品牌业务的运营）继续推动经营管理整合，优化渠道结构，关闭低效店铺，改善终端运营质量。多品牌业务实现主营业务收入 18,156.79 万元，同比下降 26.14%；归属于上市公司股东的净利润 -1,344.87 万元，亏损幅度较去年同期有所扩大。主要系加大库存处理力度所致。公司针织品（OEM）业务实现主营业务收入 42,867.66 万元，同比增长 15.38%；归属于上市公司股东的净利润 -460.18 万元，主要为销售费用上升，人民币升值及薪酬增加等因素影响所致。公司将持续推进针织品业务的转型升级，推动生产制造重心向内地的战略转移，以有效降低劳动力成本。

Figure 16 服装业务收入及利润情况



资料来源：WIND 世纪证券研究所

投资业务为公司提供稳定的投资收益。公司投资业务包括金融及类金融股权投资业务，以及以公司子公司杉杉创投为平台开展的 PE 及基金募集与管理业务。金融及类金融股权投资业务目前主要投资了宁波银行、稠州银行、富银融资租赁公司及杉杉富银保理公司。公司持有宁波银行股份 1.79 亿股，2013 上半年现金分红 4475 万元。公司持有稠州银行 12363 万股，持股比例为 8.07%，2013 年上半年实现长期股权投资收益 4997 万元。富银融资租赁是公司和子公司共同发起设立的新公司，主要开展融资租赁业务，2013 年 5 月份，公司及其控股子公司富银融资租赁公司联合相关股东发起设立了杉杉富银保理公司，主营企业应收账款管理外包服务，独立为客户提供贸易融资、信用调查与资信管理等。新公司和业务，有望为公司带来新的利润增长。另外，公司投资的金安国纪已经成功上市。2013 年中报显示，公司对金安国纪进行了减持。公司累计减持金安国纪 6,292,996 股，获得投资收益为 629 万元。

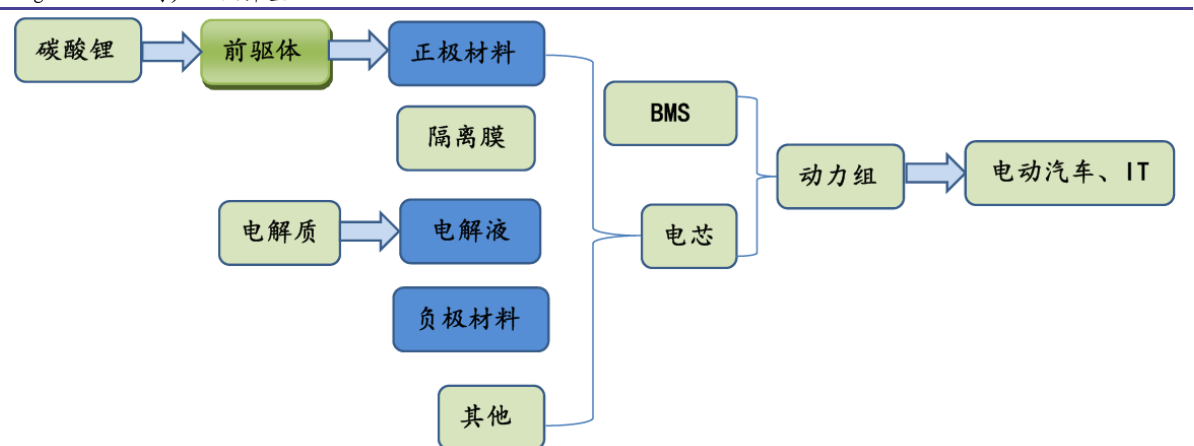
Figure 17 公司投资业务情况

投资方式	投资方式和标的	投资进展
权益性投资业务	金融股权投资	2004年参与宁波银行增资扩股，持有宁波银行1.79亿股； 2010年投资入股浙江稠州银行，12363万股，占其总股本的8.07%，为浙江稠州银行并列第一大股东。
产业投资业务	产业整合、产业并购	在服装产业方面，公司致力于寻找具有收购价值的品牌资源，以进一步实现公司“多品牌、国际化”的发展战略；在锂电池材料产业方面，公司积极拓展锂电池材料行业投资领域，通过资本运作整合上下游资源，协助公司构筑纵向一体化产业链。
创投业务	PRE-IPO项目和中短期收益项目投资	投资的金安国纪已于2011年9月7日通过中国证监会审核，同年11月在深圳证券交易所挂牌上市

资料来源：WIND 世纪证券研究所

公司积极向上下游扩展，打造全产业链。上游方面，2009年公司澳大利亚 Heron Resources Ltd. 签订合作协议共同开发 Yerilla 镍钴矿项目，2010年，杉杉科技成立刚果杉杉公司，进一步寻求上游原料钴资源。不过，受全球宏观经济复苏乏力影响，镍、钴金属价格持续低位徘徊，目前尚不支持项目开发。下游方面，向电动汽车延伸，以提高公司产品附加值。2010年，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，持股比例为18%，参与投资“新能源汽车动力锂离子电池项目”，将产业链触角延伸至下游锂电池。2011年，公司全资组建宁波航天杉杉电动汽车技术发展有限公司，将产业链延伸至下游新能源汽车产业。从整个锂电产业来看，公司目前是我国最大的锂离子电池材料综合供应商，包括子公司东莞高杉从事隔膜的代理，已形成了成熟完整的锂离子电池材料产品体系。

Figure 18 公司产业链齐全



资料来源：WIND 世纪证券研究所

政府对新能源汽车的推动动作不断,2014年或将成为启动元年。继2013年9月份推出新能源汽车补贴政策后,2014年1月28日,四部委发布的《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》,将纯电动乘用车、插电式混合动力(含增程式)乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车2014年度和2015年度的补助标准调整为“2014年在2013年标准基础上下降5%(此前为下降10%),2015年在2013年标准基础上下降10%(此前为下降20%)”,从2014年1月1日起开始执行。同时,2015年政策到期之后,中央财政将继续实施补贴政策。按照相关文件规定,现行补贴推广政策已明确执行到2015年12月31日。为保持政策连续性,加大支持力度,上述补贴推广政策到期后,中央财政将继续实施补贴政策。2014年春节前,李克强总理在陕西比亚迪企业调研时倡导人人使用电动汽车,政府要起到示范作用。而在此前2周,马凯副总理在深圳和湖南调研时强调要下决心把新能源汽车产业搞上去。新能源汽车在2014年将进入了第一个关键期,其推广的成功与失败,直接关系到2015年国家新能源汽车推广短期目标的成功与否,进而影响新能源汽车的中长期发展。

公司竞争力分析

公司的总体核心竞争力是“服装、锂电池材料、投资”三大业务并举,以实业为基础,投资为手段,推动公司的整体发展,逐步实现实业与投资之间的联动效应。

1、服装业务 行业地位:杉杉股份作为中国服装行业的第一家上市公司,20多年来,一直致力于创新和改革,率先推出“品牌战略”、“无形资产运作”、“多品牌、国际化”等先进的产业理念和实践。运作经验:作为国内最先开展品牌经营和实施“多品牌、国际化”的公司,有着丰富的经验和广泛的市场资源。品牌资源:公司自主核心品牌“杉杉”为中国服装行业的著名品牌。公司实施“多品牌、国际化”发展战略,先后引入多个国际高端品牌。

2、锂电业务 产品体系:公司作为国内锂电池材料领域的先行者,已形成相对成熟、完整的产品体系。产品种类覆盖锂电池正极材料、正极材料前驱体、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;正极材料前驱体产品包括

球形四氧化三钴、陶瓷四氧化三钴；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；电解液产品包括多种规格型号的锂离子电池电解液及各种高纯度的有机溶剂。客户资源：经过多年积累，公司作为国内最大的锂电池材料综合供应商，拥有较稳定的客户资源。技术支持：相关产业子公司获得中国国家高新技术企业认定，拥有4项中国863科技成果及数十项自主专利；通过了ISO9001质量体系及14001环境体系认证。负极材料通过了严格的TS16949汽车供应链质量体系认证。上海、湖南、宁波三地公司均设立了博士后工作站，拥有博士十余名。

3、投资业务 公司作为国内较早参与创投领域的上市公司，拥有较丰富的投资经验。公司加强对投资项目的风险管控，期内，编制了《宁波杉杉创业投资有限公司项目投资工作规范实施细则》等专项制度，为投前业务控制、投后项目管理、退出风险控制等提供制度保障。在管理机构设置上成立了投后管理委员会，专职负责杉杉创投所投项目的投后管理。建立投后管理工作机制，通过定期或不定期搜集被投企业信息、投资协议条款履行情况持续跟踪等方式，形成以月度为周期的定期汇报和问题处理机制，及时掌握所投企业的经营状况与可能发生的风险。

盈利预测

假设条件如下：

- 1、假设电动汽车市场启动，保守估计锂电业务每年有40%~50%的增长率。假设服装业务保持5%的年增长率。
- 2、锂电业务毛利率维持在20%，服装业务毛利率维持在25%。
- 3、宁波银行、稠州银行每年的分红、收益保持在1亿左右。
- 4、所得税率保持不变。

Figure 19 盈利预测

	2012年 报	2013E	2014E	2015E
营业收入	3756	4157	5158	6526
营业成本	2901	3211	3986	5062
营业税	18	19	23	29
销售费用	264	291	361	457
管理费用	377	416	516	653
财务费用	142	160	160	160
资产减值准备	49	24	9	10
投资收益	150	155	150	145
营业利润	157	192	254	301

营业外收入	26	25	25	25
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	178	212	274	321
所得税	41	49	63	74
净利润	138	164	211	247
归属母公司净利润	159	177	224	260
少数股东损益	(21)	(13)	(11)	(10)
每股收益	0.39	0.43	0.54	0.63

资料来源：WIND 世纪证券研究所

我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 0.43 元、0.54 元、0.63 元，参考可比公司估值水平，考虑到随着锂电成本下降，小型锂电取代铅酸电池，以及电动汽车对锂动力电池的拉动，近几年都是可预期的，必然会引发锂电池巨大的需求空间，杉杉股份作为锂电池完整产业链的龙头必将受益巨大。首次评级“买入”。

Figure 20 可比公司估值水平

		最新股价	每股收益预测 (元)			PE 预测		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015
000973.SZ	佛塑科技	4.69	0.09	0.10	0.13	55	45	37
002091.SZ	江苏国泰	15.73	0.58	0.72	0.88	27	22	18
002192.SZ	路翔股份	14.78	0.06	0.04	0.95	233	345	15
002407.SZ	多氟多	14.73	0.10	0.15	0.19	149	96	76
002460.SZ	赣锋锂业	28.80	0.43	0.58	0.84	67	50	34
002466.SZ	天齐锂业	41.45	(0.13)	0.15	0.34	-322	284	120
300014.SZ	亿纬锂能	41.05	0.79	1.18	1.64	52	35	25
300037.SZ	新宙邦	27.01	0.71	0.87	1.12	38	31	24
300068.SZ	南都电源	9.81	0.23	0.35	0.45	42	28	22
300073.SZ	当升科技	16.35	0.06	0.18	0.35	262	93	47
600390.SH	金瑞科技	16.24	0.03	0.07	0.09	634	244	172
600884.SH	杉杉股份	15.31	0.43	0.54	0.63	35	28	24

资料来源：WIND 世纪证券研究所

风险因素分析

新能源汽车市场不如预期。服装业务品牌整合不如预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.