

（锂电池专题研究之一）加大布局锂电池产业链，迎接新能源汽车放量

——杉杉股份（600884）跟踪报告

2014 年 06 月 13 日

强烈推荐/维持

杉杉股份

跟踪报告

关注 1：正极材料：积极拓展客户，增加产能

公司正极材料目前产能 1.2 万吨，2013 年产量 1 万吨，其中钴酸锂占比 60%多（供国内小电池厂），三元材料（NCM，供小型电动工具，国内规模最大）占比 30%，锰酸锂占比不到 10%。湖南杉杉（宁乡）年产 1.5 万吨正极材料生产基地正在积极推进，产品以钴酸锂、三元和二元为主，投产后产能达到 2.7 万吨，将进一步稳固公司龙头地位。

正极材料主要还是满足国内客户，也有为国际客户提供样品进行产品测试。国际客户的测试期比较长（8-10 个月），随着对品质要求的提升，目前国内的一线厂商的测试期也比以前长，因此形成批量生产需要比较长的时间。正极材料在这方面也在积极努力，NCM、高压钴酸锂等已经开始测试，主要用于动力电池。

关注 2：负极材料：扩产项目正在进行二次环评公示

公司负极材料产能 7500 吨，2013 年产量 8000 吨，80%多是人造石墨。上海临港项目 1.2 万吨，目前正在进行二次环评公示，由于环保因素，全工序不能都放在上海。海外批量客户主要包括 SDI（1300 吨，占比 10%）、SONY、EVONIK 等海外高端客户供应链。松下需求量 8000 吨，公司没有批量供货。中间相碳微球项目已获 EVONIK 公司认可，实现批量供货。

负极材料价格相对比较平稳，预计略有下降（一季度下降 10%），主要系受原材料价格的影响，同时不同的产品，价格波动也不同。此外，要进入国际高端客户，一定程度上也要承受降价的压力（以价换量）。

关注 3：电解液：廊坊 4000 吨扩产项目已投入试生产

电解液目前产能 4000 吨（东莞杉杉），2013 年产量 3000 吨。廊坊 4000 吨项目已经投入试生产，主要供应华北地区，三星是重点客户。单一客户对 ATL 依赖度较大，未来会客户多样化。电解液价格仍会有下降趋势，主要采购九九久，多氟多的六氟磷酸锂。公司积极布局隔膜产品，并尝试向上游矿产资源延伸。

关注 4：服装业务未来将有所好转，投资业务方兴未艾

张方

010-66554023

zhangfang@dxzq.net.cn

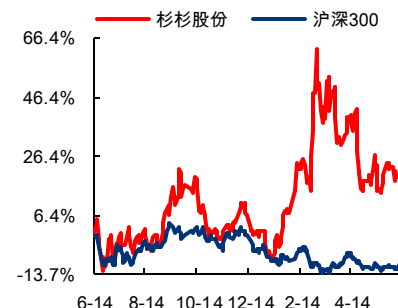
执业证书编号：

S1480512040003

交易数据

52 周股价区间（元）	15.82-12.03
总市值（亿元）	65
流通市值（亿元）	65
总股本/流通 A 股（万股）	41086/41086
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.29

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《杉杉股份（600884）：锂电材料龙头，服装业务萎缩》2014-05-05
- 2、《杉杉股份（600884）2012 年中报点评—投资业务支撑当期业绩，锂电池业务值得期待》2012-08-13
- 3、《杉杉股份（600884）2011 年报点评—投资收益大增，未来还看锂电池》2012-03-30

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。公司不会放弃服装业务，服装业正在发生变化。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。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。

结论：

公司锂电池材料产业链比较齐全，同时前瞻性的加大布局相关业务，未来有望充分享有新能源汽车快速增长带来的收益。我们预计公司 2014~2016 年每股收益分别为 0.51 元、0.69 元和 0.85 元，对应 PE 分别为 28X、21X 和 17X，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：产品市场需求不及预期、价格下跌，下游客户拓展不顺利，服装业务持续不景气等

公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	1070.48	1119.99	785.52	981.56	1074.01	1206.83	810.77
增长率（%）	38.67%	20.86%	8.35%	16.79%	0.33%	7.75%	3.21%
毛利率（%）	19.89%	23.34%	24.47%	21.11%	22.41%	19.16%	25.10%
期间费用率（%）	19.03%	18.77%	24.64%	20.11%	20.66%	15.32%	25.91%
营业利润率（%）	1.73%	3.46%	1.85%	7.66%	2.67%	4.03%	1.54%
净利润（百万元）	9.09	37.47	11.26	74.31	21.80	47.63	7.71
增长率（%）	-52.07%	-20.21%	-30.93%	-00.54%	139.83%	27.12%	-31.48%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.14	0.04	0.19	0.06	0.16	0.05
资产负债率（%）	52.15%	53.04%	53.19%	54.87%	55.26%	52.76%	58.88%
净资产收益率（%）	0.27%	1.05%	0.31%	2.22%	0.64%	1.35%	0.22%
总资产收益率（%）	0.13%	0.49%	0.15%	1.00%	0.29%	0.64%	0.09%

图 1：单季度营业收入及增长率变化

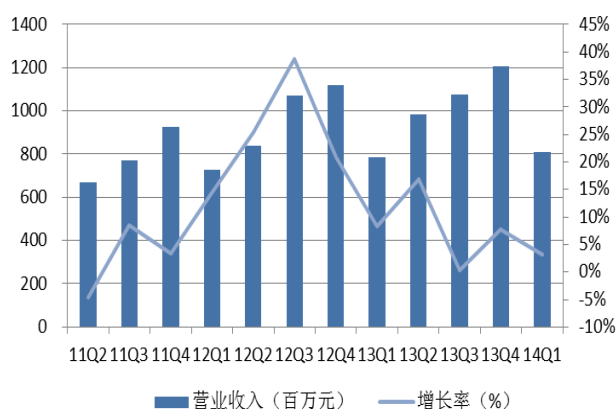
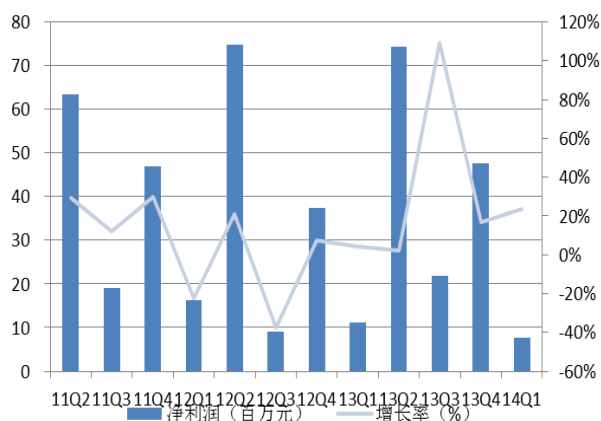
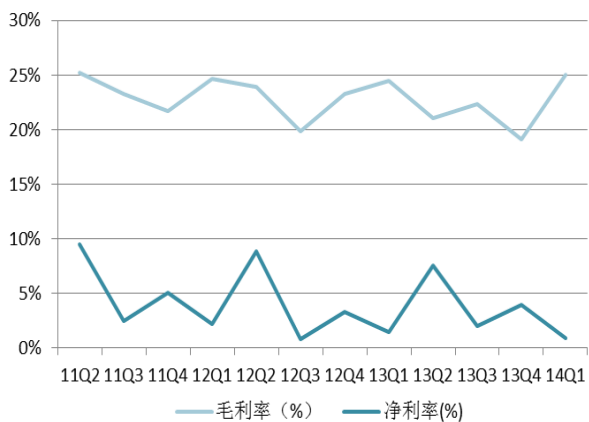


图 2：单季度净利润及增长率变化



资料来源：公司公告，东兴证券

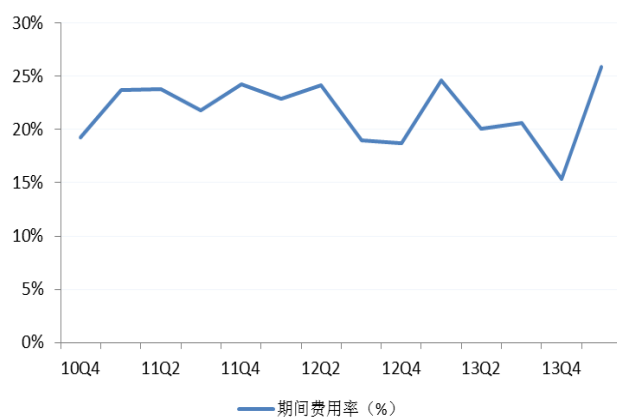
图 3：单季度毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告，东兴证券

资料来源：公司公告，东兴证券

图 4：单季度期间费用率变化



资料来源：公司公告，东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	3228	3221	4492	4634	5045	营业收入	3756	4048	4409	4688	6070
货币资金	927	846	1908	1892	1518	营业成本	2901	3177	3470	3694	4819
应收账款	884	950	1039	1105	1430	营业税金及附加	18	19	21	22	29
其他应收款	45	97	106	113	146	营业费用	264	248	269	286	367
预付款项	146	91	91	91	91	管理费用	377	400	430	455	565
存货	880	886	970	1032	1347	财务费用	142	149	149	91	93
其他流动资产	0	22	22	22	22	资产减值损失	49.29	53.83	45.00	50.00	50.00
非流动资产合计	4396	4229	1224	1165	1064	公允价值变动收益	2.53	0.25	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1019	1076	0	0	0	投资净收益	149.78	166.43	183.07	201.38	221.52
固定资产	902.20	1014.34	968.67	910.22	846.82	营业利润	157	167	208	292	370
无形资产	272	250	225	200	175	营业外收入	26.00	28.69	31.56	34.71	38.18
其他非流动资产	0	0	8	8	8	营业外支出	4.86	7.37	7.00	7.00	7.00
资产总计	7624	7450	5716	5799	6109	利润总额	178	188	233	320	401
流动负债合计	2923	2887	1132	1193	1471	所得税	41	33	42	58	72
短期借款	1756	1756	0	0	0	净利润	138	155	191	262	329
应付账款	473	448	485	516	673	少数股东损益	-21	-29	-20	-20	-20
预收款项	105	67	71	76	82	归属母公司净利润	159	184	211	282	349
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	410	415	449	482	564
非流动负债合计	1120	1043	1052	1052	1052	BPS（元）	0.39	0.45	0.51	0.69	0.85
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
应付债券	595	596	600	600	600						
负债合计	4044	3931	2185	2246	2523	成长能力					
少数股东权益	342	302	282	262	242	营业收入增长	-7.2%	7.8%	8.91%	6.34%	29.47%
实收资本（或股	411	411	411	411	411	营业利润增长	-5.5%	385.7%	24.69%	40.28%	26.53%
资本公积	1758	1573	1573	1573	1573	归属于母公司净利润	14.8%	244.7%	14.82%	33.84%	23.53%
未分配利润	917	1070	1080	1095	1112	获利能力					
归属母公司股东	3238	3217	3248	3291	3343	毛利率（%）	22.76%	21.52%	21.29%	21.22%	20.62%
负债和所有者权	7624	7450	5716	5799	6109	净利率（%）	3.66%	3.83%	4.33%	5.60%	5.42%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润（%）	2.08%	2.47%	3.69%	4.87%	5.71%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE（%）	4.91%	5.71%	6.50%	8.58%	10.44%
经营活动现金流	65	-127	152	204	-156	偿债能力					
净利润	138	155	191	262	329	资产负债率（%）	53.04%	52.76%	38.22%	38.73%	41.31%
折旧摊销	110.91	98.39	0.00	99.08	101.22	流动比率	1.10	1.12	3.97	3.88	3.43
财务费用	142	149	149	91	93	速动比率	0.80	0.81	3.11	3.02	2.51
应付帐款的变化	0	0	37	31	157	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	4	5	6	总资产周转率	0.53	0.54	0.67	0.81	1.02
投资活动现金流	-231	1	3021	111	172	应收账款周转率	5	4	4	4	5
公允价值变动收	3	0	0	0	0	应付账款周转率	8.29	8.79	9.45	9.37	10.21
长期投资	1019	1076	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	150	166	183	201	222	每股收益（最新摊薄）	0.39	0.45	0.51	0.69	0.85
筹资活动现金流	99	69	-2111	-331	-390	每股净现金流（最新	-0.16	-0.14	2.58	-0.04	-0.91
短期借款	1756	1756	0	0	0	每股净资产（最新摊	7.88	7.83	7.91	8.01	8.14
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	37.97	32.91	28.83	21.54	17.44
资本公积增加	206	-185	0	0	0	P/B	1.88	1.89	1.87	1.85	1.82
现金净增加额	-68	-56	1061	-15	-374	EV/EBITDA	18.32	18.30	10.63	9.93	9.16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张方

经济学硕士，工学学士，高级分析师，覆盖锂电池产业链、新材料和有色金属行业，2 年实业工作经历，6 年证券行业从业经历，2012 年 3 月加盟东兴证券，2011 年"天眼"明星分析师第五名。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。