

## 证券研究报告

## 公司研究——中报点评

## 杉杉股份（600884.sh）

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级：增持，2014.4.22

**郭荆璞** 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

**刘强** 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 63081251

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

## 相关研究

《持续扩张的锂电材料龙头，新能源汽车产业链较好标的》2014.4

《看点在继续布局锂电材料，业绩支撑在投资业务》2013.8

《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

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

## 看好其锂电材料业务扩张，盈利有望提升

## 2014 年中报点评

2014 年 8 月 22 日

**事件：**公司发布 2014 年半年报，报告期内实现营业收入 18.72 亿元，比上年同期增长 5.95%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元，同比增长 28.46%；实现扣非后净利润 1.19 亿元，同比增长 52.46%；基本每股收益 0.29 元。

**点评：**

- **锂电材料龙头公司，受益新能源汽车爆发式增长。**公司定位于做全球领先的锂电材料综合提供商，产品包括正负极材料、电解液等，已经进入 ATL、力神、比克、比亚迪等国内一线锂电池生产厂商的供应体系；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，已经进入德国 EVONIK 公司项目。我们预计，在新能源汽车爆发式增长的推动下，锂电材料需求将持续提升，盈利能力有望企稳回升；公司作为锂电材料龙头，值得重点关注。以宁波银行的分红、稠州银行的长期股权投资收益为公司提供了盈利的基础支撑；公司二季度净利润 9,954.45 万元，同比增长 29.41%，主要是因为银行股权带来的投资收益（由于银行分红，公司历年都是二季度利润最高）。
- **锂电业务上半年低于预期，后期有望继续增长。**上半年，公司锂电材料实现收入 11.52 亿元，同比增长 18.21%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,130.41 万元，同比下降 5.03%。顺应行业发展，公司对产能、客户进行持续的拓展，并通过股权激励推动业务发展（正极子公司已完成股权激励，负极子公司正在进行），业绩有望继续增长：正极方面，湖南杉杉基本完成锂离子电池正极材料 9000 吨产能提升项目，上半年净利润下降 7.94%，年产 1.5 万吨正极材料生产基地项目已开始开工建设；负极方面，上半年净利润上升 28.32%，在上海闵行经济技术开发区临港园区战略性新兴产业基地投资开发的锂离子动力电池关键材料项目，目前尚在积极推进环评工作；电解液方面，毛利率下降导致净利润同比下降 58.39%，在河北廊坊投资新建的年产 4000 吨电解液项目已投入试生产，实现了南北区域同时供货，有利于公司开拓北方市场。
- **服装业务：将慢慢走出调整期。**公司服装业务主要涵盖原创“杉杉”品牌业务、时尚品牌公司的多品牌业务和针织品（OEM）业务，公司服装业务目前处于低谷，2014 年上半年亏损 134.16 万元，亏损有所减少（2013 年亏损 552.91 万元），主要系针织品（OEM）业务和多品牌业务亏损所致；我们预计随着业务整合的完成，服装业绩有望好转。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 14 年、15 年、16 年 EPS 分别为 0.53、0.62、0.73 元，对应 8 月 21 日收盘价（19.30 元）的市盈率分别为 36、31 和 26 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。

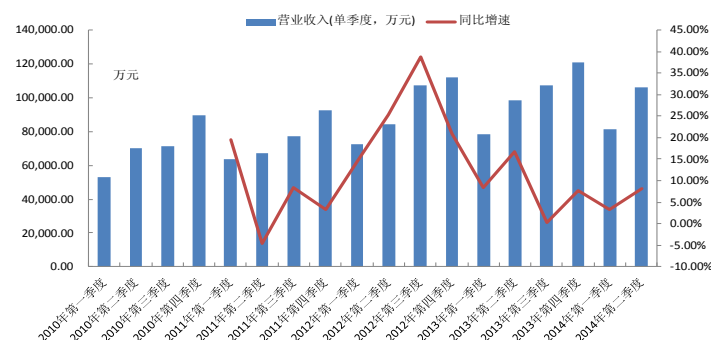
- **股价刺激因素:** 新能源汽车发展的超预期; 储能市场启动; 服装业务业绩超预期。
- **风险因素:** 新能源汽车的推广低于预期; 锂电池材料的技术及竞争风险; 服装业务对业绩的影响。

### 公司报告首页财务数据

|               | 2012A    | 2013A    | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入(百万元)   | 3,755.89 | 4,047.92 | 4,968.58 | 6,205.26 | 7,738.45 |
| 增长率 YoY %     | 25.11%   | 7.78%    | 22.74%   | 24.89%   | 24.71%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 158.85   | 183.79   | 218.07   | 253.55   | 301.23   |
| 增长率 YoY%      | 3.56%    | 15.70%   | 18.65%   | 16.27%   | 18.81%   |
| 毛利率%          | 22.76%   | 21.52%   | 22.00%   | 22.03%   | 21.80%   |
| 净资产收益率 ROE%   | 5.18%    | 5.69%    | 6.56%    | 7.12%    | 7.85%    |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.39     | 0.45     | 0.53     | 0.62     | 0.73     |
| 市盈率 P/E(倍)    | 50       | 43       | 36       | 31       | 26       |
| 市净率 P/B(倍)    | 2.45     | 2.46     | 2.31     | 2.15     | 1.99     |

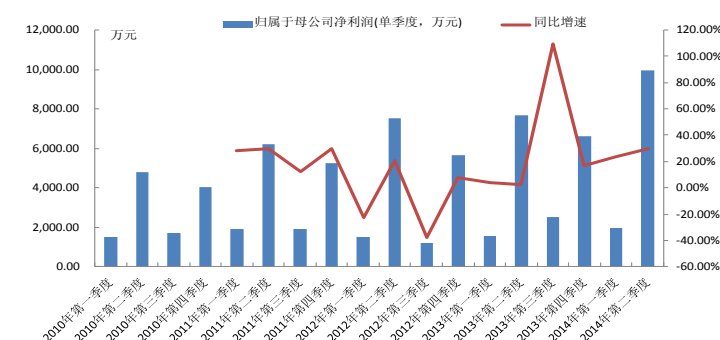
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 8 月 21 日收盘价

图 1: 公司营业收入分季度变化



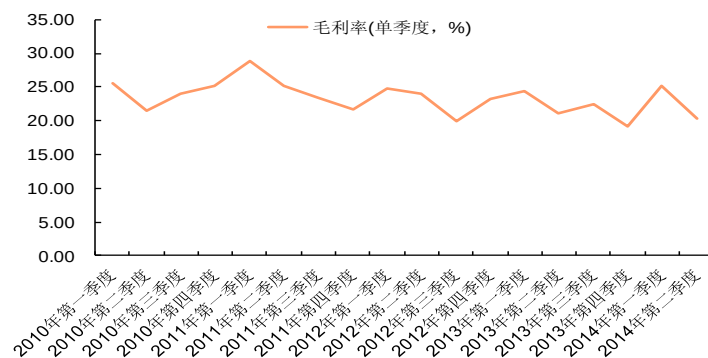
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 公司归属于母公司的净利润分季度变化



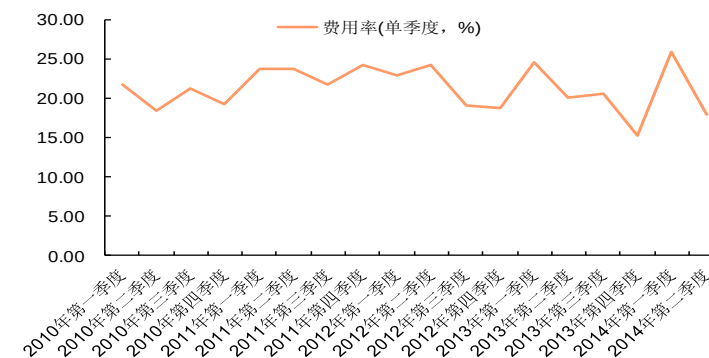
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

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      | 2012A    | 2013A    | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产      | 3,228.23 | 3,221.22 | 4,048.79 | 4,635.04 | 5,363.07 |
| 货币资金      | 927.12   | 846.31   | 1,220.79 | 1,208.55 | 1,113.23 |
| 应收票据      | 305.79   | 327.52   | 347.80   | 434.37   | 541.69   |
| 应收账款      | 884.49   | 950.44   | 1,168.34 | 1,179.00 | 1,470.31 |
| 预付账款      | 146.08   | 91.38    | 111.48   | 241.90   | 302.58   |
| 存货        | 880.22   | 885.77   | 1,080.59 | 1,451.42 | 1,815.46 |
| 其他        | 84.53    | 119.79   | 119.79   | 119.79   | 119.79   |
| 非流动资产     | 4,395.68 | 4,228.84 | 4,257.15 | 4,292.19 | 4,332.39 |
| 长期投资      | 1,019.10 | 1,075.73 | 1,075.73 | 1,075.73 | 1,075.73 |
| 固定资产      | 902.20   | 1,014.34 | 1,023.77 | 1,070.67 | 1,109.00 |
| 无形资产      | 271.64   | 250.10   | 237.22   | 224.34   | 211.45   |
| 其他        | 2,202.74 | 1,888.66 | 1,920.43 | 1,921.45 | 1,936.20 |
| 资产总计      | 7,623.91 | 7,450.05 | 8,305.94 | 8,927.23 | 9,695.45 |
| 流动负债      | 2,923.23 | 2,887.38 | 3,524.10 | 3,890.57 | 4,356.04 |
| 短期借款      | 1,756.36 | 1,756.40 | 1,756.40 | 1,756.40 | 1,756.40 |
| 应付账款      | 472.97   | 447.78   | 775.07   | 967.62   | 1,210.31 |
| 其他        | 693.90   | 683.20   | 992.63   | 1,166.55 | 1,389.34 |
| 非流动负债     | 1,120.36 | 1,043.32 | 1,043.32 | 1,043.32 | 1,043.32 |
| 长期借款      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他        | 1,120.36 | 1,043.32 | 1,043.32 | 1,043.32 | 1,043.32 |
| 负债合计      | 4,043.59 | 3,930.70 | 4,567.42 | 4,933.89 | 5,399.36 |
| 少数股东权益    | 342.48   | 302.40   | 303.50   | 304.77   | 306.29   |
| 归属母公司股东权益 | 3,237.84 | 3,216.95 | 3,435.02 | 3,688.57 | 3,989.80 |
| 负债和股东权益   | 7623.91  | 7450.05  | 8305.94  | 8927.23  | 9695.45  |

## 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2012A    | 2013A    | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 3,755.89 | 4,047.92 | 4,968.58 | 6,205.26 | 7,738.45 |
| 同比        | 25.11%   | 7.78%    | 22.74%   | 24.89%   | 24.71%   |
| 归属母公司净利润  | 158.85   | 183.79   | 218.07   | 253.55   | 301.23   |
| 同比        | 3.56%    | 15.70%   | 18.65%   | 16.27%   | 18.81%   |
| 毛利率       | 22.76%   | 21.52%   | 22.00%   | 22.03%   | 21.80%   |
| ROE       | 5.18%    | 5.69%    | 6.56%    | 7.12%    | 7.85%    |
| 每股收益(元)   | 0.39     | 0.45     | 0.53     | 0.62     | 0.73     |
| P/E       | 50       | 43       | 36       | 31       | 26       |
| P/B       | 2.45     | 2.46     | 2.31     | 2.15     | 1.99     |
| EV/EBITDA | 23.05    | 23.58    | 18.28    | 16.73    | 15.05    |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度     | 2012A    | 2013A    | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入     | 3,755.89 | 4,047.92 | 4,968.58 | 6,205.26 | 7,738.45 |
| 营业成本     | 2,901.01 | 3,176.70 | 3,875.37 | 4,838.08 | 6,051.54 |
| 营业税金及附加  | 17.62    | 19.21    | 23.58    | 29.45    | 36.72    |
| 营业费用     | 263.99   | 248.34   | 304.82   | 380.69   | 474.75   |
| 管理费用     | 377.40   | 400.08   | 491.08   | 613.31   | 764.84   |
| 财务费用     | 141.92   | 149.31   | 156.23   | 152.48   | 152.61   |
| 资产减值损失   | 49.29    | 53.83    | 26.70    | 57.22    | 66.03    |
| 公允价值变动收益 | 2.53     | 0.25     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益    | 149.78   | 166.43   | 154.58   | 154.60   | 154.93   |
| 营业利润     | 156.96   | 167.13   | 245.39   | 288.64   | 346.89   |
| 营业外收入    | 26.00    | 28.69    | 27.08    | 27.25    | 27.67    |
| 营业外支出    | 4.86     | 7.37     | 6.00     | 6.08     | 6.48     |
| 利润总额     | 178.10   | 188.44   | 266.46   | 309.81   | 368.08   |
| 所得税      | 40.53    | 33.45    | 47.29    | 54.99    | 65.33    |
| 净利润      | 137.57   | 155.00   | 219.17   | 254.82   | 302.75   |
| 少数股东损益   | -21.28   | -28.79   | 1.10     | 1.27     | 1.51     |
| 归属母公司净利润 | 158.85   | 183.79   | 218.07   | 253.55   | 301.23   |
| EBITDA   | 445.96   | 436.02   | 562.47   | 614.70   | 683.27   |
| EPS (摊薄) | 0.39     | 0.45     | 0.53     | 0.62     | 0.73     |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度    | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 64.57   | -126.69 | 536.48  | 159.93  | 89.57   |
| 净利润     | 137.57  | 155.00  | 219.17  | 254.82  | 302.75  |
| 折旧摊销    | 124.91  | 109.82  | 131.32  | 140.20  | 150.50  |
| 财务费用    | 142.95  | 137.76  | 164.69  | 164.69  | 164.69  |
| 投资损失    | -149.78 | -166.43 | -154.58 | -154.60 | -154.93 |
| 营运资金变动  | -223.05 | -396.93 | 156.93  | -289.24 | -423.90 |
| 其它      | 31.98   | 34.10   | 18.95   | 44.06   | 50.46   |
| 投资活动现金流 | -230.68 | 1.49    | 2.69    | -7.48   | -20.20  |
| 资本支出    | -278.94 | -138.75 | -151.89 | -162.08 | -175.13 |
| 长期投资    | 343.24  | 378.37  | 154.58  | 154.60  | 154.93  |
| 其他      | -294.98 | -238.13 | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 筹资活动现金流 | 98.53   | 68.91   | -164.69 | -164.69 | -164.69 |
| 吸收投资    | 0.00    | 78.73   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 借款      | 289.30  | 93.05   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 支付利息或股息 | 167.58  | 158.97  | 164.69  | 164.69  | 164.69  |
| 现金净增加额  | -67.99  | -49.33  | 374.48  | -12.23  | -95.32  |

## 电力设备与新能源小组简介

**郭荆璞**，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究开发中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

**刘强**，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年新能源行业工作经验。2012 年 7 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 | 万马股份 | 002276.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 | 雪迪龙  | 002658.SZ | 风帆股份 | 600482.SH |

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话          | 手机          | 邮箱                      |
|----|-----|---------------|-------------|-------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270  | 13671072405 | yuanq@cindasc.com       |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254  | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com   |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071  | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华南 | 刘 晟 | 0755-82465035 | 13825207216 | liusheng@cindasc.com    |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyahua@cindasc.com     |
| 国际 | 高 放 | 010-63081256  | 13691257256 | gaofang@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）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                     | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                     | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                     | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 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。