



买入

25% ↑

目标价格: 人民币 24.00

原目标价格: 人民币 21.50

600884.CH

价格: 人民币 19.30

目标价格基础: 36.9 倍 2014 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	37	4	37	(2)
相对新华富时 A50 指数	42	12	41	(5)

发行股数(百万)	410.86
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	61.26
3 个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2014E)	132
主要股东(%)	
杉杉集团	32.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 21 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备及新能源

刘波*

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

*胡毅为本报告重大贡献者

杉杉股份

主营业务稳健, 投资业务收益增强公司业绩

公司 2014 年上半年主营业务收入 18.7 亿, 同比增长 5.95%; 归属于上市公司净利润 1.19 亿, 同比增长 28%; 扣非后归属于上市公司净利润 1.19 亿, 同比增长 52.46%。公司主营业务发展稳健, 投资业务收入增强公司全年业绩。我们预测 2014-16 年每股收益分别为 0.65、0.83 和 1.06 元, 调高目标价至 24.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **服装业务收入下滑, 但是盈利状况有望改善。**公司上半年服装业务收入 6.7 亿, 同比下降 11.8%, 主要是因为针织业务业务有所萎缩。由于关闭多品牌业务中部分工厂, 该部分业务亏损收窄, 公司全年服装业务有望从去年亏损 550 万调整到盈亏平衡。
- **负极业务快速发展支撑公司锂电材料业务。**公司上半年正极材料业务和电解液业务盈利状况有所下降, 但是负极业务在收入端和净利润端保持近 30%。公司生产的人造石墨负极材料在市场有很强竞争力。上半年受益于下游需求的拉动, 在较好维持产品价格的同时加大幅度提升产品出货量。
- **投资业务收入增强公司全年业绩。**上半年公司投资业务净收益达 1.33 亿, 同比增速超过 30%。投资业务收入的增加主要来自宁波银行期内分红和稠州银行长投受益。我们认为公司未来投资业务收入具有稳定性和可持续性。
- **管理费用率持续下降, 公司管理效率提升。**公司连续 4 年管理费用率保持下降趋势。管理费用率是公司三项费用率最高的一项, 公司管理效率的提升持续改善公司经营状况。

评级面临的主要风险

- 服装业务调整低于预期, 锂电下游需求增速低于预期。

估值

- **看好公司的成长潜质, 调高公司目标价至 24.00 元, 并维持买入评级。**我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.65、0.83 和 1.06 元, 目标价由 21.50 元上调至 24.00 元, 对应 2014-2016 年的市盈率分别为 36.9 倍、28.9 倍和 22.6 倍。

投资摘要

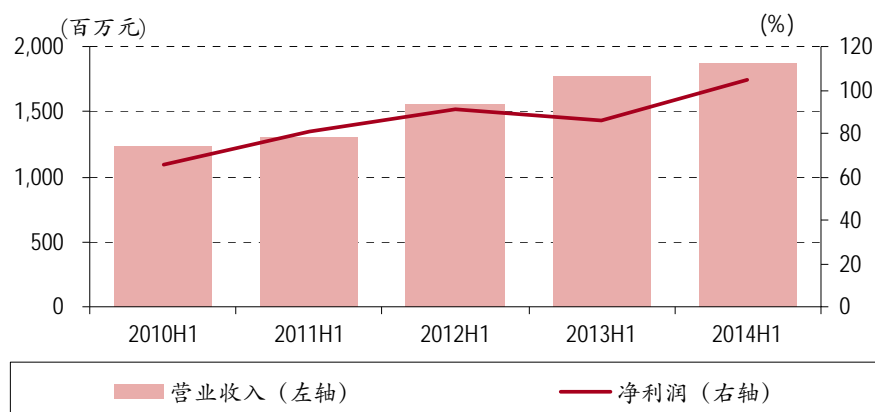
年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	3,755.89	4,047.92	4,361.59	5,741.56	7,696.92
变动(%)	5.69	7.78	7.75	31.64	34.06
净利润(人民币 百万)	158.85	183.79	265.47	339.46	435.71
全面摊薄每股收益(人民币)	0.39	0.45	0.65	0.83	1.06
变动(%)	27.6	15.70	44.45	27.87	28.35
全面摊薄市盈率(倍)	49.49	42.89	29.87	23.36	18.20
每股现金流量(人民币)	1.17	0.65	1.42	0.73	0.81
价格/每股现金流量(倍)	16.53	29.85	13.58	26.37	23.88
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.06	18.32	14.09	11.10	8.71
每股股息(人民币)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
股息率(%)	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2014 年上半年经营情况

公司 2014 年上半年主营业务收入 18.7 亿, 同比增长 5.95%; 归上市公司净利润 1.19 亿, 同比增长 28%; 扣非后归上市公司净利润 1.19 亿, 同比增长 52.46%。2014 年上半年公司每股收益为 0.29 元。扣非后净利润的大幅增加, 是因为去年同期公司处置了一家专门从事于锂电池正极材料前驱体生产的企业, 有 1,000 多万的收益。

图表 1. 公司收入和净利润情况



资料来源: 中银国际研究

服装业务亏损收窄

图表 2. 杉杉股份服装业务经营情况

(人民币, 百万)		2013 年上半年	2014 年上半年
服装	收入	76,714.86	67,652.33
	成本	57,235.26	50,769.50
	净利润	(378.39)	(134.16)
“杉杉”品牌业务	收入	15,690.41	17,067.66
	净利润	1,356.88	1,330.88
多品牌业务	收入	18,156.79	15,426.44
	净利润	(1,344.87)	(627.12)
针织品 (OEM) 业务	收入	42,867.66	35,158.22
	净利润	(460.18)	(793.57)

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

公司上半年自由品牌服装业务继续延续过去几年稳健的发展, 盈利状况处于良好水平。上半年公司终止了持续亏损的鲁彼昂姆工厂业务, 进行了清算关闭, 所以虽然多品牌业务收入有所下滑, 但是净利润亏损状况有了大幅改善。报告期内, 针织品业务受人民币汇率持续高企、棉价下跌压制化纤价格表现等因素影响, 业务规模和毛利率水平都有所下降。

锂电材料业务稳健发展，有望受益下游市场爆发

图表 3. 杉杉锂电材料业务经营情况

(人民币, 百万)		2013 年上半年	2014 年上半年
电池材料业务	收入	97,450.32	115,199.13
	成本	78,830.50	92,345.00
	净利润	5,402.38	5,130.41
正极	收入	56,068.04	69,279.18
	净利润	1,356.79	1,249.04
负极	收入	29,231.21	37,741.44
	净利润	2,619.10	3,360.91
电解液	收入	8,507.97	8,178.51
	净利润	13.95	580.57

资料来源：公司公告，中银国际研究

正极业务方面，上半年国内正极材料价格战激烈。虽然公司上半年正极材料出货量提升明显，但是盈利状况却有所下滑。电解液业务上半年净利润下滑的主要原因是同比去年减少了一个重要客户的出货量，公司为该客户提供的产品有较好的盈利能力。相比而言，公司负极材料收入端和净利润都有近 30% 的增速。公司生产的人造石墨负极材料在市场有很强竞争力。上半年受益于下游需求的拉动，在较好维持产品价格的同时加大幅度提升产品出货量。相比于三种锂电材料，杉杉的负极材料在动力电池市场中有很强的竞争力。一方面是杉杉股份作为国内起步最早、实力最强的人造石墨供应商，在研发能力、产品质量和产量方面有明显的竞争优势。同时人造石墨由于在倍率放电、循环寿命方面有良好的表现，有望受益于下游新能源汽车市场的爆发。

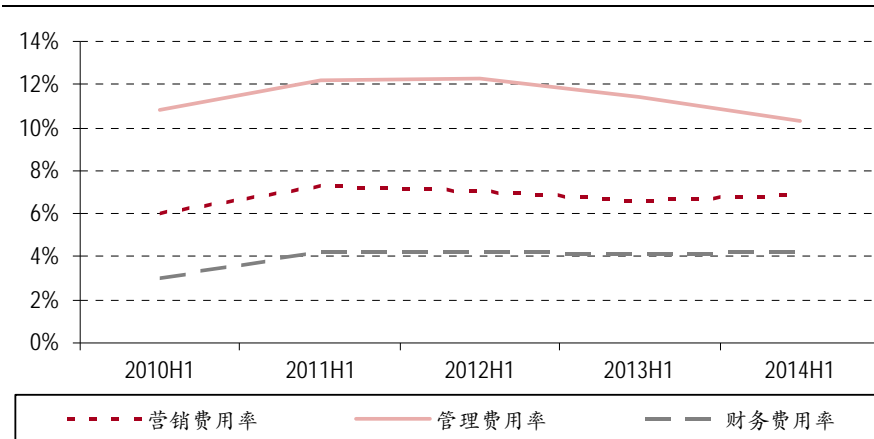
投资净收益受益银行分红，增强公司业绩

公司参股的宁波银行和稠州银行，是公司投资收益的主要来源。2013 年上半年，稠州银行长期股权投资收益 4,997 万，宁波银行分红 4,475 万。2014 年上半年，稠州银行长期股权投资收益 5,837 万，宁波银行分红 7,160 万。公司投资收益的来源使公司的投资收益常态化，这也为公司维持及增强业绩提供保障。

管理费用率四年持续降低

公司连续 4 年管理费用率保持下降趋势。管理费用率是公司三项费用率最高的一项，公司管理效率的提升持续改善公司经营状况。

图表 4. 公司三费率变化趋势统计



资料来源：中银国际研究

盈利预测与假设

图表 5. 杉杉股份盈利预测假设

(人民币, 百万)		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
服装业务	营业收入	1,695.0	1,802.4	1,725.9	1,467.0	1,958.5	2,154.4
	同比增长(%)	10.9	6.3	(4.2)	(15.0)	0.0	5.0
	营业成本	1,272.6	1,342.7	1,331.7	1,114.9	1,488.5	1,637.3
	毛利率(%)	24.9	25.5	22.8	24.0	24.0	24.0
电池业务	营业收入	1,157.3	1,678.4	2,163.9	2,707.2	3,568.2	5,295.9
	同比增长(%)	(8.3)	45.0	28.9	25.1	31.8	48.4
	营业成本	890.8	1,330.4	1,748.1	2,138.7	2,818.9	4,183.7
	毛利率(%)	23.0	20.7	19.2	21.0	21.0	21.0
合计	营业收入	3,002.2	3,755.9	4,047.9	4,361.6	5,741.6	7,696.9
	同比增长(%)	5.7	25.1	7.8	7.7	31.6	34.1
	营业成本	2,268.7	2,901.0	3,176.7	3,333.8	4,402.1	5,933.0
	毛利率	24.4	22.8	21.5	23.6	23.3	22.9
销售费用率	(%)	7.2	7.0	6.1	5.8	5.8	5.7
管理费用率	(%)	12.0	10.0	9.9	9.5	9.5	9.0
财务费用率	(%)	4.2	3.8	3.7	4.2	4.2	4.1
实际所得税率	(%)	24.9	22.8	17.7	21.8	21.8	20.8

资料来源: 中银国际研究假设

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	3,756	4,048	4,362	5,742	7,697
销售成本	2,901	3,177	3,334	4,402	5,933
经营费用	382	394	351	500	688
息税折旧前利润	473	477	677	839	1,076
折旧及摊销	174	161	222	249	277
经营利润(息税前利润)	299	316	456	590	799
净利息收入/(费用)	(133)	(131)	(168)	(220)	(309)
其他收益/(损失)	12	3	5	3	5
税前利润	178	188	293	373	496
所得税	41	33	64	77	100
少数股东权益	(21)	(29)	(37)	(44)	(40)
净利润	159	184	265	339	436
核心净利润	159	184	265	339	436
每股收益(人民币)	0.39	0.45	0.65	0.83	1.06
核心每股收益(人民币)	0.39	0.45	0.65	0.83	1.06
每股股息(人民币)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
收入增长(%)	25.1	7.8	7.7	31.6	34.1
息税前利润增长(%)	(2.9)	5.9	44.0	29.5	35.5
息税折旧前利润增长(%)	(0.4)	0.8	41.9	23.9	28.2
每股收益增长(%)	3.6	15.7	44.4	27.9	28.4
核心每股收益增长(%)	3.6	15.7	44.4	27.9	28.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	178	188	293	373	496
折旧与摊销	174	161	222	249	277
净利息费用	143	138	182	236	324
运营资本变动	(223)	(397)	(397)	(311)	(432)
税金	(41)	(33)	(64)	(77)	(100)
其他经营现金流	(167)	(183)	(402)	(443)	(465)
经营活动产生的现金流	65	(127)	(167)	26	99
购买固定资产净值	(177)	(250)	(500)	(200)	(200)
投资减少/增加	150	166	188	213	241
其他投资现金流	(204)	85	263	(180)	(143)
投资活动产生的现金流	(231)	2	(49)	(167)	(102)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	382	0	(100)	(50)	100
支付股息	(25)	(25)	(40)	(51)	(65)
其他融资现金流	(259)	94	720	(70)	(268)
融资活动产生的现金流	99	69	581	(171)	(233)
现金变动	(68)	(56)	365	(311)	(236)
期初现金	914	927	846	1,211	900
公司自由现金流	(156)	(116)	(189)	(113)	17
权益自由现金流	83	(256)	(484)	(411)	(212)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	927	846	1,211	900	664
应收帐款	736	820	956	1,221	1,577
库存	880	886	980	1,295	1,714
其他流动资产	685	670	533	675	894
流动资产总计	3,228	3,221	3,680	4,090	4,850
固定资产	902	1,014	1,322	1,370	1,424
无形资产	272	250	237	261	253
其他长期资产	3,222	2,964	2,846	2,976	2,989
长期资产总计	4,396	4,229	4,405	4,608	4,666
总资产	7,624	7,450	8,085	8,698	9,516
应付帐款	473	448	470	621	836
短期债务	1,756	1,756	1,656	1,606	1,706
其他流动负债	694	683	665	774	936
流动负债总计	2,923	2,887	2,791	3,001	3,479
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,120	1,043	1,812	1,822	1,824
股本	411	411	411	411	411
储备	3,169	3,108	3,071	3,463	3,801
股东权益	3,238	3,217	3,212	3,644	4,018
少数股东权益	342	302	269	230	194
总负债及权益	7,624	7,450	8,085	8,698	9,516
每股帐面价值(人民币)	8	8	8	9	10
每股有形资产(人民币)	18	18	19	21	23
每股净负债/(现金)(人民币)	4	4	4	4	4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.6	11.8	15.5	14.6	14.0
息税前利润率(%)	8.0	7.8	10.4	10.3	10.4
税前利润率(%)	4.2	4.1	6.3	6.2	6.2
净利率(%)	4.2	4.5	6.1	5.9	5.7
流动性					
流动比率(倍)	1.10	1.12	1.32	1.36	1.39
利息覆盖率(倍)	2.11	2.12	2.51	2.50	2.47
净权益负债率(%)	112.9	111.7	132.2	124.5	125.9
速动比率(倍)	0.79	0.79	0.94	0.90	0.87
估值					
市盈率(倍)	49.5	42.9	29.9	23.4	18.2
核心业务市盈率(倍)	49.5	42.9	29.9	23.4	18.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	55.6	48.1	33.3	26.0	20.3
市净率(倍)	2.2	2.3	2.3	2.0	1.9
价格/现金流(倍)	16.5	29.9	13.6	26.4	23.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.1	18.3	14.1	11.1	8.7
周转率					
存货周转天数	86	84	83	76	75
应收帐款周转天数	71	82	84	77	74
应付帐款周转天数	60	51	51	51	51
回报率					
净资产收益率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资产收益率(%)	5.2	5.7	6.6	7.6	9.4
已运用资本收益率(%)	1.8	2.1	2.8	3.4	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371