

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_强烈推荐, 长期_A

锂电材料增势喜人，期待后续催化剂

——杉杉股份(600884)公司点评

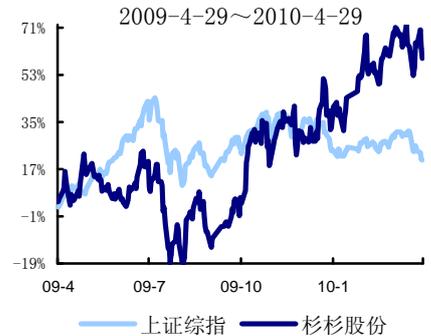
核心观点

主业经营性增长良好。一季度公司实现营业收入5.30亿元，同比增长22.98%；营业利润2,150万元，同比增长158.55%；实现归属母公司所有者净利润1505万元，同比增长22.37%；全面摊薄每股收益0.04元；综合毛利率同比提升2.99个百分点至25.62%，其中净利润增幅因报告期政府补助减少导致营业外收支同比下降833万元受到抑制，但从营收、营业利润及毛利率提升幅度来看，表明公司主业经营性增长良好。

锂电材料业务增势喜人。据调研了解，报告期公司锂电材料业务营收同比增长62%至2.60亿元，实现净利润约1600万元；服装业务营收小幅增长3%至2.68亿元，实现净利润约1300万元，但母公司净利润因固定资产折旧及财务费用承担，亏损额由去年同期的1025万元小幅扩大至1203万元。

公司抢先布局锂电材料产业链优势地位，业绩增厚幅度居A股可比公司前列。我们认为，杉杉股份应为A股锂电材料首选投资标的，判断主要基于：1) 公司进军锂电材料近10年，对行业本质把握、产业链布局卡位与市场开拓积累了深厚功底与丰富经验。目前公司已在镍钴矿、关键材料及电池制造等上中下游纵向打造完整产业链(图表1)，同时凭借“正极+负极+电解液”构成横向完整的锂电材料组合，将为公司占据产业链价值与提升盈利水平、及为客户提供匹配完整材料解决方案奠定坚实基础；2) 未来受益于电动汽车市场启动，锂电材料业务对公司业绩增厚幅度居前，从目前A股江苏国泰、中国宝安、新宙邦等可比公司的业务构成及锂电材料产能规划来看，杉杉股份的锂电材料业务对公司营收、净利润贡献程度及增厚每股收益均居前(图表2)。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	41085.82
流通A股(万股)	32011.39
52周内股价区间(元)	10.5-23.28
总市值(亿元)	85.58
总资产(亿元)	64.68
每股净资产(元)	8.49

目标价 6个月
12个月

相关报告

《国都证券-公司研究-公司点评-杉杉股份(600884):锂电材料产业链优势显著，业绩增厚效应领先》 2010-03-30

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	2132	2650	3721	4994
同比增速(%)	-14.43%	24.28%	40.43%	34.20%
净利润(百万)	95	142	294	476
同比增速(%)	-0.91%	49.36%	107.15%	61.80%
EPS(元)	0.23	0.40	0.65	0.92
P/E	90.57	52.08	32.05	22.64

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940209090162

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

近期股价受累于宁波银行下跌，期待后续利好催化剂。近期受房地产严厉政策导致公司持股 7.16% 的宁波银行下跌幅度约 20%，按我们的分项估值杉杉股份市值合理调整幅度在 5% 左右，近期走势基本吻合。期待后续多项利好因素：1) 目前公司正在与日本户田、澳洲 HRR 洽谈合作正式签约条款，进程较为缓慢但正在顺利推进；2) 市场期待的新能源汽车补贴政策虽然目前晚于预期，但电动汽车作为我国大力鼓励发展的新兴产业的重大专项领域，预计文件出台只是时间问题。

维持对公司“强烈推荐_A”投资评级。我们预计公司 2010-2012 年营业收入、净利润年均复合增速分别为 37.28%、83.08%，对应每股收益预计分别为 0.35 元、0.72 元、1.16 元；公司凭借行业经验与市场地位，抢先纵横布局动力锂电材料产业链一体化与产品完整组合的优势，有望成为电动汽车市场启动的充分率先受益者，维持对公司“强烈推荐_A”投资评级。提示锂电技术更新、新能源汽车补贴政策不达预期及上游镍钴原材料价格变化等风险。

图表 1: 公司布局的锂电材料产业链一体化优势显著

锂电产业子公司	主营业务	注册资本 (万元)	持股 比例	备注
宁波杉杉新能源技术发展有限公司	投资管理	10000	100%	作为统一平台经营管理公司锂电产业
湖南杉杉新材料有限公司	正极材料	5000	100%	钴酸锂、锰酸锂及三元系
湖南海纳新材料有限公司	正极材料前驱体	2400	67%	
东莞杉杉电池材料有限公司	电解液	2500	100%	一期2400吨有望年中投建，规划产能6000吨
郴州杉杉新材料有限公司	负极材料	5000	100%	
上海杉杉科技有限公司	负极材料	15300	100%	
宁波杉杉新材料科技有限公司	负极材料	10000	100%	
长沙杉杉动力电池有限公司	矿灯锰酸锂电池	1524	82%	Heron总的镍金属储量约为813万吨，钴金属约为54万吨，公司与之签署了约1.353亿吨镍边际品位0.77%的Yerilla镍钴矿项目的框架协议，未来公司对该矿权益可增至70%。
澳大利亚Heron resource	镍钴矿	24142万澳元	4.99%	
上海航天电池技术有限公司	车用锂动力电池系统	9000	18%	
香港杉杉资源有限公司	投资	990万美元	100%	

数据来源：公司公告、国都证券研究所

图表 2: 公司的锂电池材料业务的业绩增厚效应居 A 股可比公司前列

公司	营收贡献					净利润贡献			增厚每股 收益	总股本 (万股)	
	锂电材料业务	产销量 (吨)	均价(万 元/吨)	收入 (万元)	09年公司总 收入(万 元) 增厚比例	电池材料	09年公司净利润 (万元)	贡献占比			
杉杉股份 600884	正极材料	4,500	20	90,000		9,000					
	负极材料	5,000	8	40,000		3,200					
	电解液	3,000	10	30,000		4,500					
	合计			160,000	213,192	75.05%	16,700	9,516	175.49%	0.406	41,086
江苏国泰 002091	电解液	5,000	10	50,000		3,950					
	电解质	300	30	9,000		1,944					
	合计			59,000	264,754	22.28%	5,894	14,753	39.95%	0.246	24,000
中国宝安 000009	正极材料	2,000	20	40,000		3,000					
	负极材料	10,000	10	100,000		3,300					
	合计			140,000	326,939	42.82%	6,300	25,346	24.86%	0.058	109,075
新宙邦 300037	电解液	3,000	10	30,000	31,887	94.08%	4,500	6,013	74.83%	0.421	10,700

数据来源: 国都证券研究所

备注: 以上产销量均假定于 2011 年实现。

1) 锂电业务营收与净利润的贡献比例排序: 杉杉股份> 新宙邦>江苏国泰>中国宝安;

2) 锂电业务增厚 EPS 大小排序: 新宙邦>杉杉股份>江苏国泰>中国宝安。

图表 3: 杉杉股份 (600884) 盈利预测假定

业务	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
钴酸锂	产销量 (吨)	1,743	1,717	1,926	2,500	3,000	3,500
	均价 (万元/吨)	26	40	22	28	35	40
	营业收入	45,310	68,664	41,409	70,000	105,000	140,000
	YOY		51.54%	-39.69%	69.05%	50.00%	33.33%
	毛利率	18.00%	17.50%	17.00%	17.50%	17.50%	18.00%
	营业成本	37,154	56,648	34,369	57,750	86,625	114,800
锰酸锂	产销量 (吨)			600	750	900	1,000
	均价 (万元/吨)				5	6	6
	营业收入				3,750	4,950	6,000
	YOY					32.00%	21.21%
	毛利率				18.00%	20.00%	20.00%
	营业成本				3,075	3,960	4,800
三元系及磷酸铁锂	产销量 (吨)				300	1,000	2,000
	均价 (万元/吨)				15	18	20
	营业收入				4,500	18,000	40,000
	YOY					300.00%	122.22%
	毛利率				15.00%	18.00%	20.00%
	营业成本				3,825	14,760	32,000
负极材料	产销量 (吨)	3,580	2,607	1,458	2,500	5,000	7,000
	均价 (万元/吨)	15	10	9	9	10	10
	营业收入	53,695	26,067	13,120	22,500	47,500	70,000
	YOY		-51.45%	-49.67%	71.49%	111.11%	47.37%
	毛利率				15.00%	18.00%	20.00%
	营业成本				19,125	38,950	56,000
电解液	产销量 (吨)		1,153	1,570	2,000	3,000	5,000
	均价 (万元/吨)		10	9	9	10	10
	营业收入		11,525	14,130	18,000	28,500	50,000
	YOY			22.60%	27.39%	58.33%	75.44%
	毛利率				25.00%	30.00%	30.00%
	营业成本				13,500	19,950	35,000
锂电材料小计	营业收入	99,005	106,256	68,659	118,750	203,950	306,000
	YOY		7.32%	-35.38%	72.96%	71.75%	50.04%
	毛利率	15.12%	14.21%	16.67%	18.08%	19.47%	20.72%
	营业成本	84,035	91,157	57,214	97,275	164,245	242,600
服装	营业收入	134,309	147,169	132,917	146,209	168,140	193,361
	YOY		9.57%	-9.68%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	20.96%	23.16%	23.03%	23.50%	24.00%	25.00%
	营业成本	106,161	113,089	102,302	111,850	127,786	145,021
合计	营业收入	233,314	253,425	201,576	264,959	372,090	499,361
	YOY		8.62%	-20.46%	31.44%	40.43%	34.20%
	毛利率	18.48%	19.41%	20.87%	21.07%	21.52%	22.38%
	营业成本	190,196	204,246	159,515	209,125	292,031	387,621

数据来源: 国都证券研究所

图表 4: 杉杉股份 (600884) 盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	218,408	249,141	213,192	264,959	372,090	499,361
YOY%	36.90%	14.07%	-14.43%	24.28%	40.43%	34.20%
减: 营业成本	176,086	199,645	168,888	209,125	292,031	387,621
毛利率	19.38%	19.87%	20.78%	21.07%	21.52%	22.38%
营业税金及附加	717	824	918	795	1,302	1,748
销售费用	7,412	11,084	12,018	13,443	15,103	17,228
管理费用	18,161	23,537	21,519	24,070	25,352	30,621
财务费用	7,013	7,697	5,041	5,952	7,941	9,059
期间费用率 (%)	14.92%	16.99%	18.10%	16.40%	13.01%	11.40%
资产减值损失	2,361	4,568	4,189	3,000	2,000	1,500
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5,978	4,842	8,620	8,500	8,500	8,500
二、营业利润	12,636	6,627	9,239	17,074	36,861	60,085
YOY%	35.98%	-47.55%	39.40%	84.81%	115.89%	63.00%
加: 营业外收入	7,690	11,323	3,843	1,000	1,000	1,000
减: 营业外支出	731	1,586	354	500	500	500
三、利润总额	19,594	16,364	12,728	17,574	37,361	60,585
减: 所得税	4,575	1,862	2,271	2,109	5,604	9,996
四、净利润	15,020	14,502	10,457	15,465	31,757	50,588
归属于母公司的净利润	11,270	9,603	9,516	14,213	29,443	47,640
YOY(%)		-14.79%	-0.91%	49.36%	107.15%	61.80%
少数股东损益	3,750	4,899	941	1,252	2,314	2,949
净利率 (%)	6.88%	5.82%	4.90%	5.84%	8.53%	10.13%
总股本 (万股)	41,086	41,086	41,086	41,086	41,086	41,086
五、每股收益(元)	0.27	0.23	0.23	0.35	0.72	1.16

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			