

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_强烈推荐, 长期_A

锂电材料高速增长，彰显资源整合与规模优势

——杉杉股份(600884)公司点评

核心观点

业绩符合预期。2010年上半年公司实现营业收入12.32亿元，同比增长39.00%；营业利润0.76亿元，同比增长111.32%；实现归属母公司所有者净利润0.63亿元，同比增长39.16%，扣除非经常性损益后的母公司所有者净利润为0.60亿元，同比增长99.67%；全面摊薄每股收益0.15元；业绩符合我们预期。

锂电材料业务实现高速增长，创06年以来历史业绩新高。报告期公司锂电池材料业务实现销售收入6.01亿元，同比大增77.79%；实现营业利润1.07亿元，同比大幅上升114.49%；实现净利润0.42亿元（占公司净利润近70%），同比剧增218.87%；其中正极、负极材料和电解液分别实现销售收入3.97、1.42、0.62亿元，分别实现营业利润0.47、0.44、0.17亿元；报告期锂电池材料业务的毛利率同比提升3.06个百分点，至17.89%。锂电池材料业务的业绩规模及其同比增幅、盈利水平均创06年以来历史新高，表明公司作为国内锂电池材料实力领先的综合供应商，能够充分受益于电子行业复苏下小型锂电池需求的旺盛景气。

战略整合锂电池上下游资源，构建动力锂电池竞争优势。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。公司已通过与国内外相关厂商开展战略合作，纵向整合矿产资源、关键材料及电池制造等上下游资源；同时横向组建了“正极+负极+电解液”所构成较为完整的关键锂电材料组合。以上公司纵横打造的锂电池产业链一体化与规模化优势，将为公司抢占即将启动的电动汽车所需的动力锂电池材料市场奠定竞争优势。尤其是电动汽车供应链体系内在要求良好的上下游厂商合作关系及企业资质，公司领先的国内外上下游相关资源的整合能力，将成为抢占动力锂电池市场大蛋糕的关键成功因素之一。

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	144	295	476
同比增速(%)	-0.91%	51.68%	104.53%	61.31%
EPS(元)	0.23	0.35	0.72	1.16
P/E	85	56	27	17

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)	10.51-23.28
总市值(亿元)	80.45
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):锂电材料增势喜人，期待后续催化剂》 2010-04-29
- 《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

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: zhouchongjun@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。

服装业务平稳增长，创投业务有望获得可观收益回报。报告期公司服装业务实现营业收入 6.09 亿元，同比增长 11.07%，营业利润 1.62 亿元，同比增长 20.90%，毛利率同比提升 2.16 个百分点至 26.54%，该业务在公司时尚服装品牌管理平台下，有望实现平稳增长。此外，公司在创投业务方面，已投资了金安国纪、天跃科技、山西尚风、福建华林蔬菜等一批增长潜力大、行业前景看好的拟上市企业，未来有望通过上市、资本并购等手段获得资本增值，为公司未来带来可观的收益回报。

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%、81.64%，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规模优势，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：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%
	营业成本					3,075	3,960
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%
	营业成本					3,825	14,760
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%
	营业成本					19,125	38,950
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%
	营业成本					13,500	19,950
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%
	毛利率	15.12%	14.21%	16.67%	18.08%	19.47%	20.72%
服装 合计	营业成本	84,035	91,157	57,214	97,275	164,245	242,600
	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%
	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
	YOY			8.62%	-20.46%	31.44%	40.43%
	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

图表 2：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	1,060	1,302	1,748
销售费用	7,412	11,084	12,018	13,742	15,438	17,611
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%	16.52%	13.10%	11.47%
资产减值损失	2,361	4,568	4,189	500	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	19,010	36,525	59,702
YOY%	35.98%	-47.55%	39.40%	105.77%	92.14%	63.45%
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	19,510	37,025	60,202
减：所得税	4,575	1,862	2,271	3,804	5,184	9,632
四、净利润	15,020	14,502	10,457	15,706	31,842	50,569
归属于母公司的净利润	11,270	9,603	9,516	14,434	29,522	47,622
YOY(%)		-14.79%	-0.91%	51.68%	104.53%	61.31%
少数股东损益	3,750	4,899	941	1,271	2,320	2,947
净利率（%）	6.88%	5.82%	4.90%	5.93%	8.56%	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

资料来源：公司报表、国都证券

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	行业基本面差，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

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

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	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiadong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			