

杉杉股份（600884） 新能源电池

— 锂电池材料业务利润同比大增 2.2 倍

投资评级 **推荐** 公司评级 A 目标价 27 元

事件：

公司近日公布 2010 年半年报。

结论：

公司上半年业绩符合我们的预期。上半年净利润同比增长39%，其中第二季度环比一季度增长2.2倍，业绩大幅提升的主要原因是锂电池材料业务业绩大幅增长。鉴于公司锂电池材料业务全面布局，料产业链优势地位显著，中国新能源汽车的快速发展给公司带来快速发展的大好时机，公司业绩大幅提升，具有较强的估值优势，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

正文：

上半年，公司实现营业收入 123,157.47 万元，同比增长 39%；实现净利润 6,553.46 万元，同比增长 44.59%；归属于上市公司净利润 6,315.20 万元，同比增长 39.16%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5,958.84 万元，同比增长 99.67%。主营业务收入构成是：服装业务占 49.44%，锂电池材料业务占 48.77%。净利润构成是纺织服装业务占 25.13%，锂电材料业务占 66.90%。

服装业务方面。上半年公司服装业务实现营业收入 60,883.02 万元，同比上升 11.07%，营业利润 16,159.72 万元，同比上升 20.90%，毛利率 26.54%，同比上升 2.16 个百分点。净利润 1587 万元，同比增加 182 万元。其中公司原创品牌杉杉西服业务继续稳步经营，实现销售收入 16,913.01 万元，同比增加 8.63%；针织品加工（OEM）业务实现销售收入 28,607.26 万元，同比增加 3.24%；国际合作品牌业务实现销售收入 15,362.75 万元，同比增加 33.18%。报告期内公司以再授权方式获得了国际知名品牌 ELLE 的商标和标识的使用权利，预计将为公司带来合理的品牌费收益，对于提升服装板块的品牌影响力和整体价值有着积极的作用。

锂电池材料业务方面。上半年，公司锂电池材料业务共实现销售收入 60,069.25 万元，较上年同期上升 77.79%；实现营业利润 10,748.12 万元，较上年同期上升 114.49%，毛利率 17.89%，同比上升 3.06 个百分点。其中：正极材料、负极材料和电解液业务分别实现销售收入 39,660.29 万元、14,208.35 万元和 6,200.62 万元，分别实现营业利润 4,738.81 万元、4,360.51 万元和 1,648.80 万元。锂电材料产业本期净利润增加 2900 万元，同比增长 2.2 倍，主要为上海杉杉科技有限公司同比增加 1237 万元，

2010 年 8 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	22.50/10.61
上证指数/深圳成指	2652.66/11303.33
50 日均成交额(百万元)	212.17
市净率(倍)	2.45
股息率	0.48%

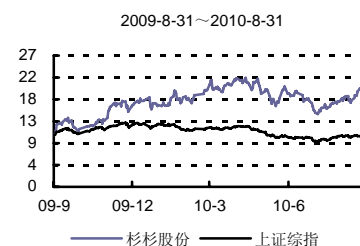
基础数据

流通股(百万股)	320.11
总股本(百万股)	410.86
流通市值(百万元)	6651.97
总市值(百万元)	8537.63
每股净资产(元)	8.49
净资产负债率	75.34%

股东信息

大股东名称	杉杉集团有限公司
持股比例	32.00%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	周海鸥
执业证书编号：	S0020208060732
电 话：	021-51097188-1803
电 邮：	zhouhaiou@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	安徽省合肥市寿春路 179 号

湖南杉杉新材料有限公司增加 1625 万元。

公司继续实施锂电产业的纵向一体化布局战略，通过整合上下游资源，努力延伸产业链；继与澳大利亚 Heron Resources Ltd. 达成合作框架协议之后，本期继续积极寻找合适的矿产资源收购机会，以通过对矿产资源的锁定以稳定上游原材料供应；以 2009 年所收购的湖南海纳新材料有限公司为平台，稳步推进海纳二期项目，以实现锂电正极材料业务与上游原材料的对接；在已形成的锂电池材料产业优势基础上，持续关注并积极参与下游的锂电池产业，期内与上海空间电源研究所等机构合作组建航天电池技术有限公司。在布局产业链的同时，为进一步推动锂电产业的技术升级和规模扩张，期内与日本户田工业株式会社及伊藤忠商事株式会社就锂电池正极材料制造签署了合作备忘录，在锂电池正极材料业务和资本层面展开合作，以推进锂电池正极材料的技术研发、产品培养和市场开拓。当前该项目尚在积极推进中。

投资业务方面。投资业务板块包括杉杉创投的拟上市企业投资业务、杉杉股份层面上的权益性投资业务、产业相关的收购兼并业务。

公司锂电池产业具有广阔的技术和市场前景。随着国家新兴战略性产业规划的落实，新能源、智能电网、电动汽车等新兴产业的崛起，对动力电池的发展提供了一个新的历史机遇，电池在上述新兴产业的发展中占据了越来越重要的地位，成为影响整个产业发展的最主要因素。公司积极拓展锂离子电池行业投资领域，通过资本运作整合上下游资源，协助公司构筑纵向一体化的锂电池完整产业链；产业链优势地位日益突出。

未来业绩高速增长值得期待。我们预期公司2010—2012年净利润同比增长率维持在40%以上，对应每股收益分别为0.41元、0.61元、0.91元，现在股价对应的市盈率为47—21倍，估值优势初步显现。我们看好中国新能源汽车产业快速发展前景，看好公司在锂离子电池领域的领先地位与发展潜力，给予公司“推荐”的投资评级。

附表：公司财务报表与指标一览表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2212	3491	3731	4334	营业收入	2132	2500	3300	4400
现金	774	1946	1668	1611	营业成本	1689	1920	2490	3250
应收账款	446	492	665	877	营业税金及附加	9	10	13	18
其它应收款	119	108	156	203	营业费用	120	131	177	234
预付账款	103	130	163	216	管理费用	215	247	328	437
存货	545	552	730	963	财务费用	50	24	4	12
其他	226	263	348	464	资产减值损失	42	43	43	43
非流动资产	4256	2986	3290	3427	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	531	470	472	481	投资净收益	86	69	71	73
固定资产	847	1009	1116	1174	营业利润	92	194	315	480
无形资产	158	147	139	132	营业外收入	38	63	55	58
其他	2720	1360	1563	1639	营业外支出	4	8	6	7
资产总计	6468	6477	7021	7760	利润总额	127	250	364	531
流动负债	1964	2003	2170	2481	所得税	23	37	55	80
短期借款	1071	1011	1031	1024	净利润	105	212	309	451
应付账款	218	237	285	387	少数股东损益	9	42	58	79
其他	674	755	855	1070	归属母公司净利润	95	170	252	373
非流动负债	665	463	530	508	EBITDA	242	320	443	632
长期借款	36	36	36	36	EPS（元）	0.23	0.41	0.61	0.91
其他	629	427	494	472					

负债合计	2628	2466	2700	2989
少数股东权益	351	393	451	530
股本	411	411	411	411
资本公积	2338	2338	2338	2338
留存收益	743	871	1123	1496
归属母公司股东权益	3488	3617	3869	4242
负债和股东权益	6468	6477	7021	7760

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	109	57	63	170
净利润	105	212	309	451
折旧摊销	100	102	123	141
财务费用	50	24	4	12
投资损失	-86	-69	-71	-73
营运资金变动	-79	-6	-434	-418
其它	20	-206	132	57
投资活动现金流	-375	1244	-357	-208
资本支出	196	193	206	157
长期投资	-512	-1370	219	119
其他	-692	68	67	67
筹资活动现金流	414	-130	17	-19
短期借款	182	-61	20	-7
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1830	0	0	0
其他	-1598	-69	-3	-12
现金净增加额	148	1171	-277	-57

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-14.4%	17.3%	32.0%	33.3%
营业利润	39.4%	109.8%	62.6%	52.1%
归属于母公司净利润	-0.9%	78.7%	48.0%	48.1%
获利能力				
毛利率	20.8%	23.2%	24.5%	26.1%
净利率	4.5%	6.8%	7.6%	8.5%
ROE	2.7%	4.7%	6.5%	8.8%
ROIC	8.8%	12.6%	14.6%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	40.6%	38.1%	38.5%	38.5%
净负债比率	42.13%	42.45%	39.51%	35.47%
流动比率	1.13	1.74	1.72	1.75
速动比率	0.83	1.45	1.36	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.39	0.49	0.60
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	7.73	8.44	9.55	9.67
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.41	0.61	0.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.14	0.15	0.41
每股净资产 (最新摊薄)	8.49	8.80	9.42	10.32
估值比率				
P/E	84.54	47.31	31.97	21.60
P/B	2.31	2.22	2.08	1.90
EV/EBITDA	23	17	13	9

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2132	2500	3300	4400
同比 (%)	-14%	17%	32%	33%
归属母公司净利润	95	170	252	373
同比 (%)	-1%	79%	48%	48%
ROE (%)	2.7%	4.7%	6.5%	8.8%
EPS	0.23	0.41	0.61	0.91
P/E	84.54	47.31	31.97	21.60
P/B	2.31	2.22	2.08	1.90
EV/EBITDA	23	17	13	9

资料来源: WIND、国元证券研究中心整理、预测

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn