



报告日期：2011年03月25日

杉杉股份(600884) 年报点评

——推进锂电材料产业布局，进军下游新能源汽车

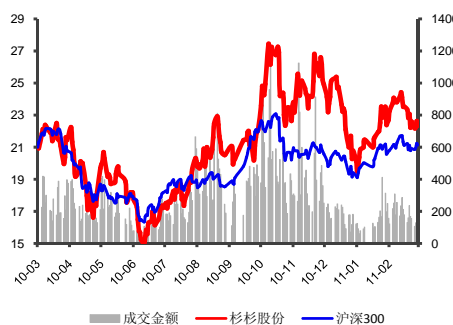
基础数据

总股本(百万股)	410.86
流通A股(百万股)	320.11
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	71.13

公司评级

所属行业	锂电池
公司股价	22.22元
投资评级	增持

公司市场表现



相关报告

杉杉股份(600884): 锂电业务成为先锋, 服装业务稳扎稳打, 20101028;

交运设备行业研究员: 王梁
执业证书编号: S0990511020001
Email: wangliang@ydzq.sgcc.com
联系电话: 010-84013759

报告概要:

- 报告期内, 公司实现营业收入284,051.29 万元, 同比增加33.24%; 实现净利润12,134.40万元, 同比增加16.05%; 分行业来看, 公司服装业务发展稳定, 实现营业利润39,694.72万元, 同比上升29.66%; 锂电材料业务加速发展, 实现营业利润25,340.36 万元, 同比增长95.81%。公司拟每10股派现金红利0.80 元(含税)。
- 公司作为目前我国最大的锂离子电池综合材料供应商, 拥有较完整的锂离子电池材料产品体系, 产品种类覆盖锂电池正极材料、负极材料和电解液, 正极产品包括钴酸锂、锰酸锂、镍钴二元系、镍钴锰三元系、磷酸铁锂等系列产品; 负极产品包括中间相系列、人造石墨系列、天然石墨系列、综合型系列等四大系列成熟产品; 电解液产品包括各种规格型号锂离子电池电解液及各种高纯度的有机溶剂。
- 报告期内, 为进一步推动锂电产业的技术升级、规模扩张和产业链布局, 公司与拥有锂电池正极材料高端技术的户田工业和拥有全球化市场网络的伊藤忠商社就锂电池正极材料制造签署合资合作协议, 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。同时公司与澳大利亚Heron Resources Ltd.达成Yerilla镍钴矿项目的合作框架协议, 继续推进相关研究工作; 同时公司继续积极寻找合适的矿产资源收购机会, 通过对矿产资源的锁定稳定上游原材料供应; 另外公司稳步推进湖南海纳二期项目, 以实现锂电正极材料业务与上游原材料的对接。
- 除布局锂电材料产业链外, 公司还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上海航天电源技术有限公司, 并在此基础上进一步推进合作, **于2011年1月共同组建了宁波航天杉杉电动汽车技术发展有限公司, 以参与到下游新能源汽车产业。**
- 我们认为**, 作为新能源汽车最核心的部件, 锂电池行业具有较高的技术壁垒, 市场竞争力很大程度依赖于长期发展的技术积累, 公司作为国内锂电池材料领域的先行者, 已形成相对成熟、完整的产品体系, 公司积极实施锂电产业链战略, 为参与新一轮的市场竞争建立坚实的基础。随着新能源汽车上升为国家战略, 新能源汽车产业面临千载难逢的历史机遇。**而作为电动汽车的“心脏”, 动力电池的性能是电动汽车产业化的关键所在, 其蕴含着巨大的市场空间和产值潜能。**面对未来动力电池需求的快速增长, 掌握相关技术的动力电池材料和电池生产企业将成为本次产业升级的受益者。**我们预计, 公司2011-2013年EPS分别为0.48、0.72和1.07元, 维持“增持”评级。**
- 风险提示。服装行业上游材料价格波动; 锂电材料技术不断更新换代。

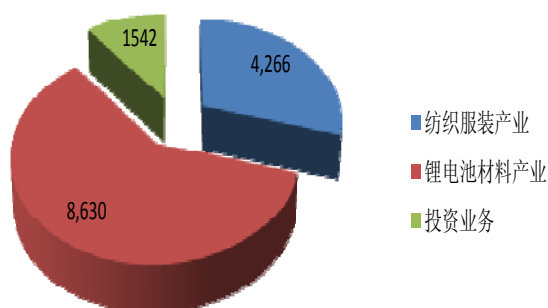
财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2131.92	2840.51	3834.69	5291.88	7408.63
增长率(%)	-14.43%	33.24%	35.00%	38.00%	40.00%
归属母公司股东净利润	95.16	120.73	198.83	298.45	440.31
每股收益(EPS)	0.232	0.294	0.484	0.726	1.072
销售毛利率	20.78%	24.07%	25.00%	25.00%	25.00%
市盈率(P/E)	95.94	75.62	45.91	30.59	20.73
股息率(分红/股价)	0.003	0.000	0.006	0.008	0.012

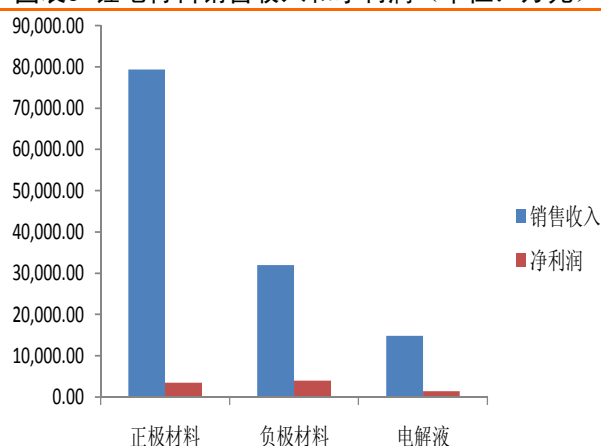
图表1 子公司锂电业务数据（单位：万元）

子公司名称	营业收入	净利润
上海杉杉科技有限公司	28,344	3,163
湖南杉杉新材料有限公司	60,785	3,295
东莞杉杉电池材料有限公司	16,460	1,435
宁波杉杉新材料科技有限公司	24,130	1,180

资料来源：公司公告 英大证券研究所

图表2 公司主营业务构成（单位：万元）


资料来源：公司公告 英大证券研究所

图表3 锂电材料销售收入和净利润（单位：万元）


资料来源：公司公告 英大证券研究所

图表4 公司利润表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2491.41	2131.92	2840.51	3834.69	5291.88	7408.63
减：营业成本	1996.45	1688.88	2156.72	2876.02	3968.91	5556.47
营业税金及附加	8.24	9.18	12.26	16.55	22.83	31.97
营业费用	110.84	120.18	182.98	247.02	340.89	477.25
管理费用	235.37	215.19	297.19	401.21	553.67	775.13
财务费用	76.97	50.41	88.40	94.05	105.61	125.26
资产减值损失	45.68	41.89	25.69	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	48.42	86.20	56.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	6.24	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	66.27	92.39	140.15	199.84	299.97	442.55
加：其他非经营损益	97.36	34.89	17.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	163.64	127.28	158.05	199.84	299.97	442.55
减：所得税	18.62	22.71	36.71	0.00	0.00	0.00
净利润	145.02	104.57	121.34	199.84	299.97	442.55
减：少数股东损益	48.99	9.41	0.61	1.01	1.52	2.24
归属母公司股东净利润	96.03	95.16	120.73	198.83	298.45	440.31

图表5 财务分析和估值指标

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	19.87%	20.78%	24.07%	25.00%	25.00%	25.00%
三费/销售收入	16.99%	18.10%	20.02%	19.36%	18.90%	18.60%
EBIT/销售收入	9.10%	8.10%	5.56%	7.66%	7.66%	7.66%
EBITDA/销售收入	13.50%	12.77%	9.35%	7.91%	7.84%	7.71%
销售净利率	5.82%	4.90%	4.27%	5.21%	5.67%	5.97%
资产获利率						
ROE	6.04%	2.73%	3.68%	5.80%	8.18%	11.08%
ROA	6.09%	2.99%	2.53%	4.21%	5.25%	6.07%
ROIC	6.02%	4.93%	4.36%	10.27%	11.92%	15.14%
增长率						
销售收入增长率	14.07%	-14.43%	33.24%	35.00%	38.00%	40.00%
EBIT 增长率	-9.93%	-23.87%	-8.45%	85.95%	38.00%	40.00%
EBITDA 增长率	-2.40%	-19.06%	-2.41%	14.15%	36.83%	37.64%
净利润增长率	-3.45%	-27.89%	16.05%	64.69%	50.10%	47.53%
总资产增长率	-2.95%	55.26%	7.92%	12.01%	10.65%	20.99%
股东权益增长率	1.61%	119.53%	-6.01%	4.50%	6.47%	8.96%
经营营运资本增长率	936.69%	-6.27%	20.37%	73.19%	27.41%	57.93%
业绩和估值指标						
EBIT	226.77	172.64	158.05	293.90	405.58	567.81
EBITDA	336.26	272.18	265.63	303.22	414.90	571.05
NOPLAT	110.79	115.04	97.20	293.90	405.58	567.81
净利润	96.03	95.16	120.73	198.83	298.45	440.31
EPS	0.234	0.232	0.294	0.484	0.726	1.072
BPS	3.868	8.491	7.980	8.339	8.879	9.675
PE	95.06	95.94	75.62	45.91	30.59	20.73
PEG	3.46	2.07	1.40	N/A	N/A	N/A
PB	5.75	2.62	2.78	2.66	2.50	2.30
PS	3.66	4.28	3.21	2.38	1.73	1.23
EV/EBIT	43.54	45.59	55.11	30.98	22.76	17.37
EV/EBITDA	29.37	28.92	32.79	30.03	22.25	17.27
EV/NOPLAT	89.13	68.41	89.62	30.98	22.76	17.37

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为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，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

- ✧ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ✧ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

- ✧ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准