

杉杉股份 (600884)

锂电材料龙头，静待新发展机遇

中性

首次评级

可选消费/服装与奢侈品

2009 年 4 月 28 日

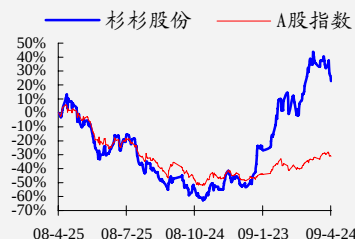
投资要点:

- 公司是国内知名的服装生产企业。2008 年公司服装业务实现收入 14.7 亿，同比增长 9.6%。在行业不景气的情况下，公司服装业务仍然实现 10% 左右的收入增长实属不易。
- 公司坚持“多品牌、国际化”战略，目前已有 SMALTO、QUA、LUB 等 20 个左右品牌。在引进战略合作者伊藤忠后，公司的业务将进入一个新的发展阶段。
- 公司是国内仅有的能同时大规模生产锂电池正极材料、负极材料和电解液的电池材料综合生产商。目前，公司负极材料(石墨)和正极材料在国内市场的占有率均处于第一位，电解液产品市场占有率处于国内第二位，是国内锂电池材料行业中举足轻重的龙头企业。
- 虽然属于非耐用消费类电子产品，但锂电池行业仍然受到了金融危机的冲击，行业的存量市场增长乏力，不容乐观。预计短期内，公司锂电池材料产品的盈利能力仍难大幅回升。
- 动力锂电池市场，尤其是锂电池新能源汽车的兴起给锂电池行业带来了巨大的发展空间。虽然新能源汽车的发展进程还存在着很大的不确定性，但作为国内锂电池材料的龙头企业，公司无疑值得长期重点关注。
- **投资评级：**根据我们的预测，公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.19 元、0.27 元和 0.39 元。根据 2008 年 4 月 27 日的收盘价 12.33 元，对应 64.89 倍、42.51 倍和 30.07 倍市盈率，暂给与公司“中性”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	249,141	14.07	9,603	-14.79	0.23	6.04	53.61	
2009E	262,169	5.23	7,602	-20.83	0.19		64.89	
2010E	309,881	18.20	11,900	56.54	0.29		42.51	
2011E	384,170	23.97	16,677	40.14	0.41		30.07	

走势图



市场数据

2009-4-27

收盘价:	12.33 元
52 周最高价:	15.43 元
52 周最低价:	3.91 元
平均持仓成本:	7.70 元

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	41,086
流通 A 股 (万股):	41,086
每股收益 (元):	0.23
每股净资产 (元):	3.87
每股经营现金流 (元):	0.27
市净率:	3.38

分析师: 潘喜峰

刘枝花

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

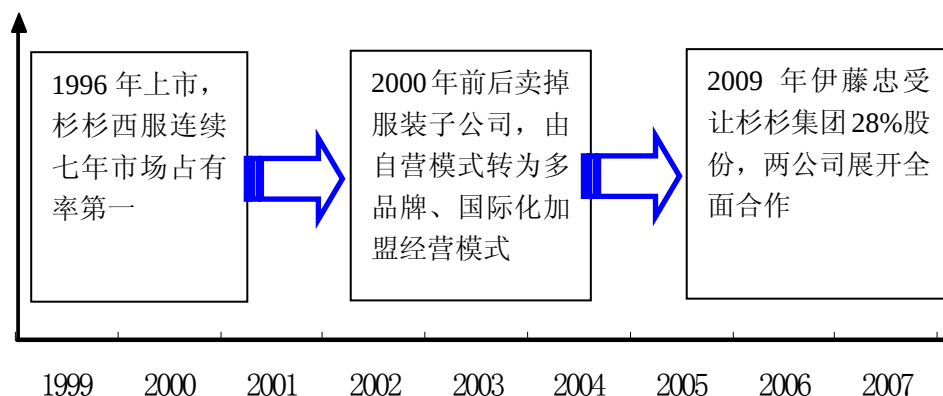
(邮编 200002)

一、杉杉服装：多品牌，国际化

1.1 主营服装业华丽变身

1992 年杉杉依靠西服起家，曾连续七年国内西服市场占有率第一。2000 年前后，公司转变了经营思路，关闭清算了旗下的子公司转向零库存的加盟经营模式，并转变了募集资金投向，取消了年产 80 万条西裤生产线扩建工程，取消了 40 万件休闲服扩建工程，转而投资组建宁波新明达针织有限公司，投资休闲服多品牌运作。2002 年特许加盟营销体系的建立，直接导致当年的三项费用同比下降 26.73%，存货下降 32.82%。2009 年，公司与有过多年合作经验的伊藤忠进行全面合作，主营服装业进入多品牌、国际化加速发展时期。

图 1 公司服装业务发展历程



资料来源：东北证券金融与产业研究所

1.2 与伊藤忠合作，公司迎来新的发展

2009 年 2 月伊藤忠商事株式会社受让杉杉投资控股有限公司旗下的杉杉集团 25% 股份，伊藤忠（中国）有限公司受让杉杉投资控股有限公司旗下的杉杉集团 3% 股份。价格大约为 100 亿日元，折合人民币 7.46 亿元人民币。3 月份原公司董事长辞职，原公司总经理庄巍任董事长，日方已派出中分孝一担任公司总经理。

与伊藤忠的合作标志着公司业务进入一个新的发展阶段。伊藤忠 2007 年净利润 1771 亿日元，折合约 100 亿人民币。伊藤忠也是靠纺织起家，是世界上最大的纺织品销售商，也是亚洲最大的品牌代理商，品牌代理高达 180 多个。而杉杉集团 2008 年收入 118 亿，杉杉股份仅 24.9 亿。据悉，公司业务将与伊藤忠进行全面对接，我们预测公司服装业务将随着合作的深入引进更多的品牌。

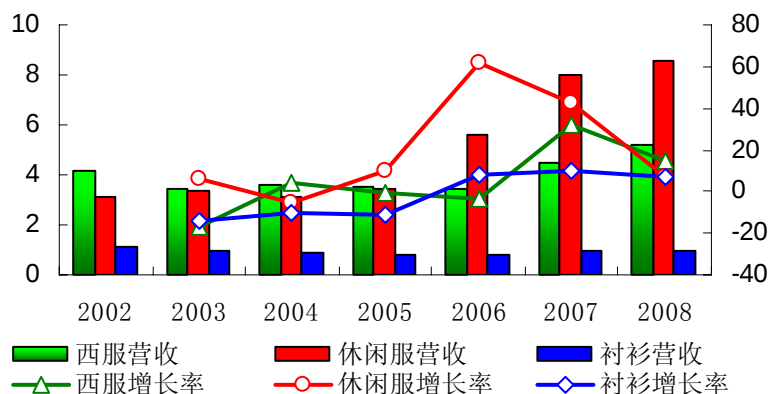
事实上，早在 2002 年公司与日本伊藤忠商事株式会社、意大利法拉奥合资成立了宁波杰艾希服装有限公司，公司占比 55% 股权。2007 年公司与伊藤忠、意大利法拉奥合资成立宁波玛珂威尔服饰有限公司，公司出资 103.125 万美元，占比 55% 股权。经过几年的培育期，2008 年宁波杰艾希服装有限公司（含玛珂威尔公司）已实现收入 1.2795 亿，净利润 577 万。

1.3 服装业务现状和前景

2008 年公司服装业务实现收入 14.7 亿，同比增长 9.6%，毛利率 23.16%，营业利润率比上年同比增长 2.2%。其中休闲服、西服、衬衫分别增长 7%、14%、7%。我们认为在行业不景气的情况下，公司服装业务仍然实现 10% 左右收入增长实属不易。公司坚持“多品牌，国际化”战略，目前已有 SMALTO、QUA、LUB 等 20 个品牌，自 2002 年公司服装业务转型以来，休闲服收入增长强劲，年均增长 27%，西服收入稳步增长 4% 左右，衬衫业务基本保持不变。

图 2 服装产品的营收和增长率

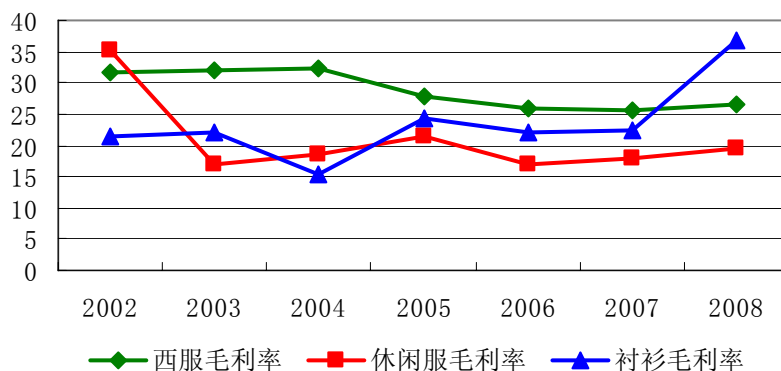
单位：亿元



资料来源：东北证券金融与产业研究所

近几年，公司服装产品的盈利能力基本保持稳定。2008 年，公司西服产品的毛利率为 26.6%，比 2007 年略有上升；休闲服产品的毛利率为 19.52%，比 2007 年提高了 1.44 个百分点；衬衫产品的毛利率为 36.66%，比 2007 年大幅增长了 14.18 个百分点。总的来看，公司服装类产品的经营状况还是比较稳定的。尤其是衬衫产品的毛利率同比大幅提升，这在全球经济形势不断恶化的 2008 年是十分不容易的。展望 2009 年，我们对公司服装产品的发展前景还是充满信心。

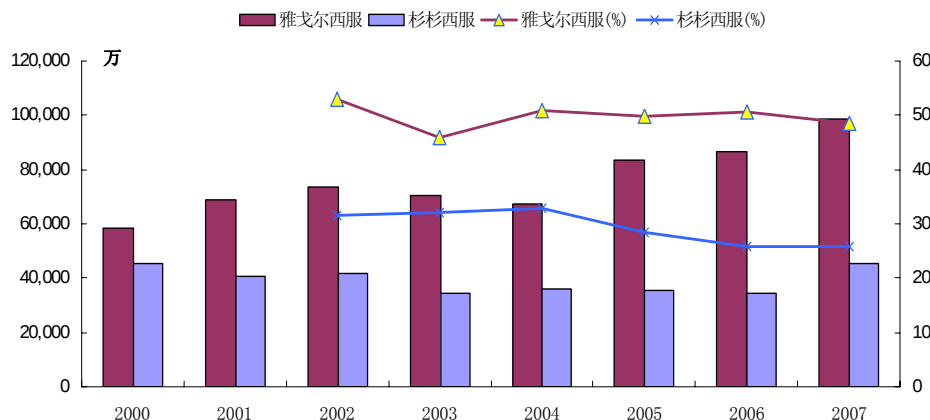
图 3 服装产品历年毛利率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

正是由于公司由生产型、自营服装企业转型为加盟为主、多品牌、国际化企业，公司的经营效率得到了明显的改善。从表中我们可以看出，公司西服的毛利率大约是雅戈尔的一半，但公司的存货周转率高达 4 倍，比雅戈尔高出近 5 倍。即在相同的资金投入的情况下，公司西服创造的毛利润是雅戈尔的 2.9 倍左右。

图 4 2000 年-2007 年杉杉西服与雅戈尔西服收入、毛利对比图



资料来源：东北证券金融与产业研究所

表1 西服上市公司经营效率对比表

公司名称	雅戈尔	杉杉	报喜鸟	大杨创世	红豆股份
代码	600177	600884	002154	600233	600400
存货周转率	0.67	4.08	0.36	4.6	0.63
应收帐款周转率	17.22	6.51	1.86	10.98	3.74

资料来源：东北证券金融与产业研究所

1.5 服装业务估值和盈利预测

表 2 公司服装业务盈利预测表

单位：百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
休闲服(百万)	856	1044	1331	1789
增长 (%)	7%	22%	28%	34%
西服(百万)	517	548	589	644
增长 (%)	14%	6%	8%	9%
衬衫(百万)	99	102	106	111
增长 (%)	7%	3%	4%	5%
总收入 (百万)	1472	1694	2026	2544
总增长 (%)	10%	15%	20%	26%
毛利率 (%)	23%	24%	25%	25%

资料来源：东北证券金融与产业研究所

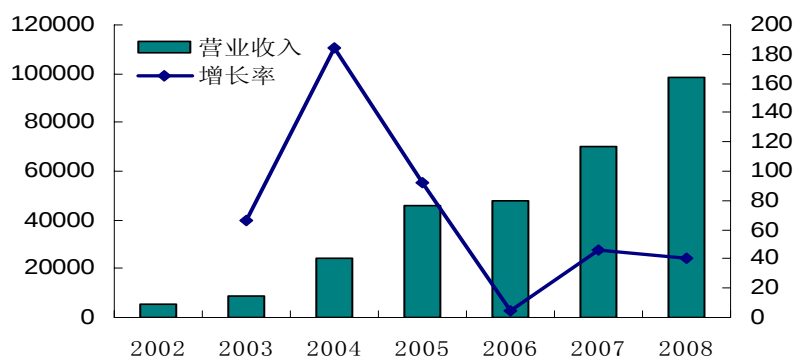
我们的预测，公司服装业务 2009 -2011 年收入分别为 16.9 亿、20 亿、25 亿，分别增长 15%、20%、26%左右。

二、国内规模最大的锂电池材料综合生产商

杉杉股份是国内仅有的能同时大规模生产锂电池正极材料、负极材料和电解液的锂电池材料综合生产商。自 2002 年以来，公司锂电池材料的营收每年均保持一定增长。公司一直坚持“管理成熟，研发提速，营销一流”的经营思路，不断通过提高产销量来达到降低成本、提高效率、扩大市场份额的目的。同时，公司继续加强树立产品的品牌地位，其中正极材料的 LC500、LM021-HB、LTO532，负极材料的 FSN 系列、MCP 系列、3H，电解液的 LD88 等系列产品，自推出以来得到了市场较好的认可。公司控股的上海杉杉科技有限公司参与研发的“高能量密度、高安全性锂离子电池及其关键材料制造技术”项目荣获 2008 年度国家科学技术进步二等奖。2008 年，公司锂电池材料的总营收高达 9.87 亿元，同比增长 40.11%。公司已经成为国内最大的锂电池材料生产商。

图 5 锂电池材料营收及增长率

单位：万元，%

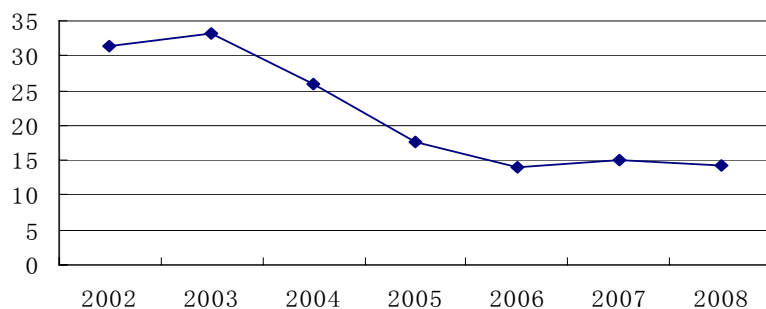


资料来源：东北证券金融与产业研究所

自 2006 年以来，锂电池的重要下游：手机市场和笔记本电脑市场均过了爆发式增长阶段。锂电池行业的竞争加剧，锂电池生产商的盈利能力明显下降。受此影响，公司锂电池材料的毛利率也相应下降，近几年一直在 14.5% 左右的低位徘徊。受金融危机影响，锂电池行业的形势仍不容乐观。因此，短期内公司锂电池材料业务仍将面临下游需求下滑的压力。

图 6 锂电池材料综合毛利率变化

单位：%



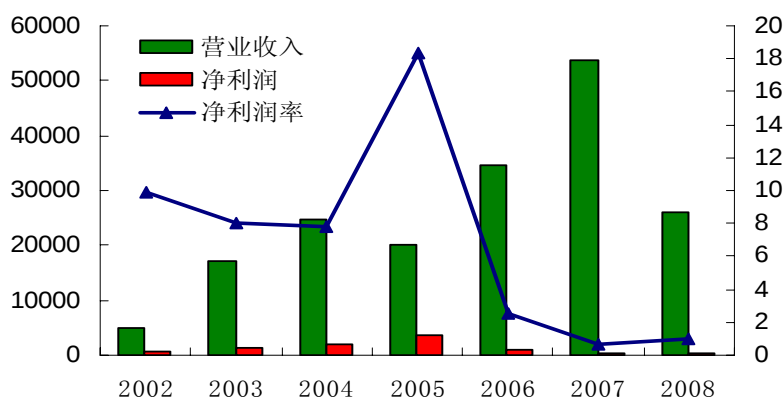
资料来源：东北证券金融与产业研究所

2.1 负极材料（石墨）国内第一

公司是我国最早能够量产中间相碳微球负极材料的锂电池负极材料生产商，负极材料（石墨）的规模国内第一。近些年公司在碳系负极材料方面不断取得进展，目前已经开发出了中间相系列、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，能够满足客户的不同需求。2008年，公司负极材料实现营收2.61亿元，与2007年相比下降幅度较大。近两年，由于负极材料的市场需求受经济危机的影响下降幅较大。在竞争激烈的市场竞争条件下，负极材料盈利能力已经降到微利水平，净利润率只有1%。

图 7 负极材料营收及增长率

单位：万元，%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

表 3 负极材料种类

产品	性能	应用领域
CMS 中间相炭微球	高倍率性能优异、循环性能优异、安全性能优异、极片膨胀小。	圆柱\聚合物
MCP 中间相炭微粉	高倍率性能优异、加工性能优异。	圆柱\聚合物
FSN 特殊复合人造石墨	容量较高、电压平台高、大电流性能较好、过充性能较好、加工性能良好、安全性能好、高温循环性能好。	方型\圆柱\聚合物
MGS 改性天然石墨	容量高、加工性能优异、循环性能较好。	方型
CMP 复合人造石墨	高性价比、应用范围广。	方型\圆柱\聚合物
YT7 人造石墨	价格优势。	方型
CAG 人造石墨	良好的倍率性能\循环性能。	圆柱\聚合物

资料来源：杉杉股份，东北证券金融与产业研究所

2.2 正极材料国内第一

公司控股子公司（占75%的股份）湖南杉杉新材料有限公司（简称湖南杉杉）

是中国国内发展最快、规模最大的锂离子电池正极材料制造商，是湖南省高新技术企业，专业致力于生产锂离子电池正极材料，以钴酸锂为主要产品，应用于便携式资讯设备如手机、笔记本电脑、移动DVD、数码相机、电动工具等领域，同时于2004年3月正式推出了锰酸锂，应用于电动交通工具等大型动力电源领域。

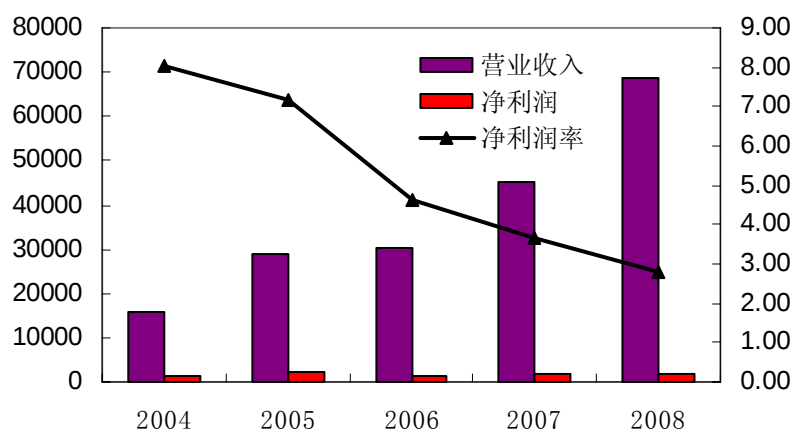
湖南杉杉专业致力于新型锂离子电池正极材料的开发与生产，拥有年产5000吨锂电正极材料的生产规模，其中钴酸锂年生产能力为4000吨，锰酸锂500吨。目前产品有钴酸锂、锰酸锂、镍钴二元系、镍钴锰三元系、磷酸铁锂、钛酸锂等。公司的产品品质稳定，性能优异，具有良好的性价比，技术水平处于国内领先，国际先进行列。公司拥有稳定的大小客户70余家，中国国内主要的锂离子电池生产厂家均采用了公司产品。在海外市场方面，自2004年4月起，公司陆续接到来自韩国、加拿大、台湾地区的订单，现已成为国际较有影响力的锂电池正极材料专业生产厂家之一。2005年，公司就实现了综合实力排名全国第一，世界第三的成绩。2007年，我国钴酸锂产量约为6706吨，而公司产品则占国内市场份额的40%以上，稳稳占据全国第一、世界第三的锂离子电池正极材料生产商地位。

2008年，公司正极材料实现营业总收入6.87 亿元，实现净利润1913 万元。和负极材料的情况相似，近几年公司正极材料的盈利能力也呈逐年下降的趋势。但正极材料的情况比负极材料的情况略好，净利润率仍可以达到2.79%。

目前全国锂电池正极材料市场的市场主要是存量锂电池市场，未来的增量市场主要来自动力锂电池市场，特别是锂电动汽车市场一旦启动，动力锂电池正极材料的需求必将大幅增长。届时，作为正极材料的龙头企业，杉杉股份必将迎来新的发展阶段。

图 8 正极材料营收及增长率

单位：万元，%



资料来源：东北证券金融与产业研究所

2.3 电解液国内第二

公司全资子公司东莞市杉杉电池材料有限公司（简称东莞杉杉）专业致力于锂离子电池电解液的研究、开发、生产和销售，拥有自主知识产权。东莞杉杉的前

身是广东省高新技术企业——东莞市锦泰电池材料有限公司(简称东莞锦泰)。东莞锦泰最早成立于 2001 年,是中国国内首家锂离子电池电解液材料生产商,至今已有 7 年的锂离子电池电解液研究、开发、生产和市场营销经验。

东莞杉杉的主导产品是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产品。目前电解液年产能 1000 吨,各种高纯度有机溶剂年产能 2000 吨。公司是中国最大的锂离子聚合物电池电解液生产商,为中国最大的聚合物电池厂商提供全套的聚合物电解液产品。产品远销韩国、台湾和日本市场。公司拥有全套国内外先进的溶剂精制、电解液配制、净化工艺车间、包装生产线,以及先进的分析检测仪器;拥有国内外领先的锂离子电池电解液研究开发中心,能为国内外各锂电池厂商研究、开发、生产各种性能要求的电解液。为了满足国内外不断增长的市场需求,2006 年 3 月开始进行年产 3000 吨电解液二期工厂的建设。目前东莞杉杉新厂已经顺利实现投产,产品品质得以稳定,销售额大幅增长,已成为国内仅次于江苏国泰的第二大电解液生产商。2008 年,公司电解液产品共实现营收 1.15 亿元,实现净利润 1252 万元,净利润率高达 10.86%。

目前全世界电解液市场供需也基本平衡,与正极材料一样,主要是靠存量锂电池市场,未来增量市场要看动力锂电池市场。未来几年,电解液行业仍然具有很大发展潜力。

三、廊坊科技谷项目正在有序推进

公司廊坊科技谷地处京津走廊腹地,西距北京市区约 40 公里,东距天津市区约 60 公里,有着得天独厚的地理区位优势。再考虑到京津唐经济圈的发展规划和前景,廊坊科技谷项目潜力巨大。廊坊科技谷项目的建设期初步定为 5 到 8 年,项目的定位是建设第四代科技园区。廊坊科技谷打造的将不再是中国制造,而是专注于研发机构和高科技成果转化,集工作、生活、休闲于一体的特色园区。

目前,中科廊坊科技谷项目 4 个首批入谷项目已经相继开工建设。中科院 10 家科研院所也陆续落户科技谷。两年中,以 2.5 产业为主导,以风险投资和科技创新为主线的科技谷取得了较快发展。2008 年,公司廊坊科技谷项目已经开始盈利,实现营收 3312 万元,净利润 203 万元。随着廊坊科技谷项目的稳步推进,预计其营收也将稳步增长。

四、盈利预测和估值分析

公司持有 1.81 亿股宁波银行股份,如果公司减持宁波银行,则业绩将有大幅增长,按最 2009 年 4 月 27 日收盘价 9.23 元计算,这部分金融资产价值为 16.71 亿元,折合每股 4.06 元。但是由于公司是否减持宁波银行股份具有不确定性,在估值过程中暂不考虑这一因素对公司业绩的影响。

根据我们的预测,公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.19 元、0.27 元和 0.39 元。根据 2008 年 4 月 27 日的收盘价 12.33 元,对应 64.89 倍、42.51 倍和 30.07

倍市盈率，暂给与公司“中性”评级。

表 4 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	249,141	262,169	309,881	384,170
减：主营业务成本	199,645	262,169	309,881	384,170
减：主营业务税金及附加	824	865	1,085	1,383
营业费用	11,084	11,798	13,325	15,751
管理费用	23,537	24,382	27,889	33,423
财务费用	7,697	8,127	9,296	11,525
资产减值损失	4,568	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	4,842	0	0	0
二、营业利润	6,627	10,393	17,615	25,604
加：营业外收入	11,323	2,500	2,500	2,500
减：营业外支出	1,586	0	0	0
三、利润总额	16,364	12,893	20,115	28,104
减：所得税费用	1,862	1,547	2,615	3,935
四、净利润	14,501	11,346	17,500	24,170
归属于母公司所有者的净利润	9,603	7,602	11,900	16,677
少数股东损益	4,899	3,744	5,600	7,493
六、每股收益（元）	0.23	0.19	0.29	0.41

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209