

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

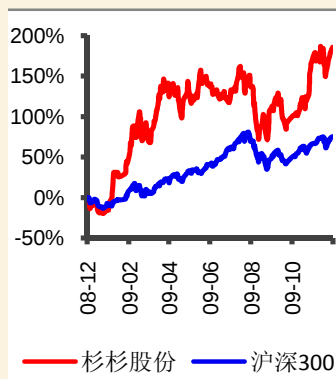
Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

刘昭亮

Tel: 021-68634518-8228

E-mail: lzl2581@xcsc.com



基本数据(12.8)

收盘价(元)	17.40
总股本(百万股)	410.9
流通股本(百万股)	299.6
总市值(亿元)	71.50
流通市值(亿元)	52.13
PE ^{TTM}	67.67
每股净资产	6.96
评级:	增持

www.xcsc.com

杉杉股份(600884): 专注锂电材料，分享行业高增速

事件:

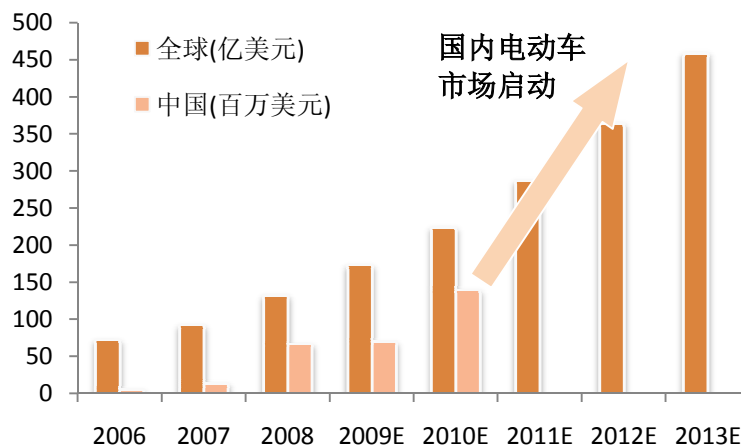
12月7日，我们赴宁波杉杉股份，与董秘钱程先生就公司的近期经营状况和发展战略进行了沟通。

主要观点:

- “服装+电池材料+投资”的多元经营模式不变。
- 锂电池材料业务盈利能力较低，但一直保持着技术的更新和跟踪。
- 锂电池材料市场保持快速发展，未来前景依然可观。
- 铁锂电池正极材料需求走高，公司通过下游参与确定可能的销路。
- 公司对铁锂动力电池的态度相对谨慎。
- 电池材料潜在竞争对手众多，公司不计划介入电池制造。
- 与澳大利亚矿业公司 Heron 的合作投资基于非现金方式，业绩贡献在 2 年后。
- “服装+电池材料+投资”的多元经营模式不变。短期内公司主营业务依然无法大幅贡献利润，休闲服装、西服和衬衫的综合毛利率为 24%，锂电池材料的毛利率在 15%，总营业收入与总成本基本持平，实际净利润多来自投资收益。
- 锂电池材料业务盈利能力较低，但一直保持着技术的更新和跟踪。目前锂离子电池 70% 用于手机和笔记本电脑。其中正极材料是产品的技术核心，占电池成本 30%，为高附加值产品。而公司主营的负极材料、电解液以及钴锂正极材料，都属于毛利偏低的部分，虽然产能和营业收入增速很快，但并未带给公司高额的利润回报。公司对此的解释是，电池是非标产品，所以电池材料生产主要取决于客户要求，且技术更新很快。因此生产线需要一定时间用于新产品的生产测试，这部分也计入了成本，导致公司的整体毛利率不高。技术方面由于始终进行跟踪，公司相对于日本的领先水平大约只落后 1~2 年。
- 锂电池材料市场保持快速发展，未来前景依然可观。锂电池材料在过去 7 年的复合增长率达到了 30%，2008 年全球正极材料的需求在 2.5 万吨，而根据公司预计，这一需求在 2015 年将达到 15 万吨，年复合增长率仍在 30%。目前对于锂电池的需求预测各不相同，主要在于电动汽车的发展速度存在争议。但可以

肯定的是，未来电动汽车对于电池材料的需求，将超越手机、笔记本电脑和电动工具，成为推动电池材料需求的主要因素。以比亚迪的 F3DM 电动汽车为例，一辆车所需的锂电池材料就相当于 4000 台笔记本电脑的用量。

图 1、磷酸铁锂电池市场规模预计



数据来源：北京正鼎科技、湘财证券研究所

- **铁锂电池正极材料需求走高，公司通过下游参与确定可能的销路。**11月26日，上海航天工业总公司、上海空间电源研究所、宁波杉杉股份有限公司、深圳大族激光科技股份有限公司四方股东签署协议。到2010年将建成年产1500万安时（日产5万安时）锂离子电池生产线，形成小批量整车配套能力；2011年建成5500万安时生产线，并形成小批量系统配套能力；2012年达到年产1亿安时动力锂离子电池和6万套动力电池系统生产能力，在上海市闵行区浦江镇航天产业园区建成一个从材料、电池、智能充电及电池装备较为完整的产业集群，最终面向国际国内新能源汽车市场，推动新能源汽车用动力锂离子电池产业的快速发展。杉杉股份作为投资方，所占股份不大，协议中也没有明确规定是否采购公司的电池材料，但我们预计此次合作对于公司了解动力电池的下游需求，开拓铁锂材料可能的未来销路具有比较重要的促进作用。

表 1、公司主营的正极材料品种及下游相关电池性能比较

锂离子电池	能量密度 mAh/g	电压 V	优点	缺点
钴酸锂	140	3.7	易加工，性能稳定	价格贵，资源缺，安全性差
锰酸锂	90~120	3~4.5	易加工，价格低，资源多，安全性好	容量低，性能不稳定
镍锰钴酸锂	180	3.55	容量高，安全性好，价格适中	合成困难
磷酸铁锂	135-145	3.2	安全性更高，寿命超长，循环性高，环保无污染，成本低	充放电效率低，体积大，低温性能差

数据来源：公开信息、湘财证券研究所

- **公司对铁锂动力电池的态度相对谨慎。**公司认为铁锂电池目前的技术尚未定型，下游电动车的推广尚存在续航能力不强、充电网点建设等诸多问题，因此公司态度相对谨慎，虽然已可生产铁锂正极材料，但并无扩产计划。
- **电池材料潜在竞争对手众多，公司不计划介入电池制造。**截至2008年10月末，中国有40多家磷酸铁锂电池材料生产厂商，其中已进入工业化批量生产并向市场稳定供货的企业有天津斯特兰、北大先行、苏州恒正、新乡华鑫、深圳贝特瑞、比亚迪等8家，其余厂家多处于试销和中试阶段，而有意向进军这个产业的企业则更多。目前斯特兰磷酸铁锂材料生产成本为12万-13万元/吨，售价在15万-18万元/吨，产能进一步扩张后，毛利率可达到40%以上，而国外磷酸铁锂正极材料的售价高达30万元/吨。公司的动力电池子公司主要进行技术方面的研究跟进，并无生产动力电池的计划。

表 2、国内主要磷酸铁锂生产厂商

公司	生产基地	磷酸铁锂产能	下游
美国 valence	苏州威能科技	合计 1000 吨	国外市场
	苏州威泰能源		
美国 A123	常州高博能源材料		国外市场
加拿大 Phostech	加拿大	2000 吨	国外市场
天津斯特兰	天津	2000 吨，明年 4000 吨	国内外市场

数据来源：公开信息、湘财证券研究所

- **与澳大利亚矿业公司Heron的合作投资基于非现金方式，业绩贡献需等待。**Heron以资源入股30%，公司以设备和技术入股70%，在Yerilla投资国内比较稀缺的镍钴精矿。矿石储量在1.35亿吨，金属含量1百万吨，镍钴比在10:1左右。目前项目处于可行性论证阶段，近期尚无利润贡献。
- **看好公司锂电池材料的潜在突破能力。**综合以上分析，公司近两年的业绩还需投资收益的支撑，但我们看好公司在锂电池材料业务上的技术沉淀和业绩的潜在突破能力。一旦铁锂电池进入大批量生产采购阶段，公司可以通过生产线的改造迅速扩大磷酸铁锂正极材料的产能。而我国作为镍资源稀缺国家，下游不锈钢生产与HEV所需镍氢电池的需求增长也有望推动镍价的上升，从而给公司的矿产投资带来较大回报。

(部分文字内容来源于公司网站和新闻报道等公开渠道)

□ 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

□ 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。