

杉杉股份(600884.sh)

锂电池产业链完备，优势突出

黎韦清 研究员

电话: 020-87555888-630

eMail: lwq@gf.com.cn

盈利预测与风险提示

公司的盈利预测将会有较大不确定性，原因就是宁波银行的减持难以预料但又数量巨大。我们假设宁波银行分3年减持完毕，每年获得投资受益大概5亿左右。预计2010-2012公司EPS为1.2元、1.23元和1.31元（扣除非经常损益后的EPS为0.31、0.33和0.40元，并未考虑电动汽车电池业务）。我们倾向于用总市值法来对公司做出判断：公司目前市值为78亿，扣除20亿左右的宁波银行股权价值，再给以纺织服装8亿的市值，则电池相关业务市值约为50亿。目前，像当升科技等电池业务规模远远小于杉杉股份的公司市值也已经达到了51.2亿元，因此我们认为公司价值存在一定程度的低估，给予公司买入的评级。

公司的风险来自于公司切入动力电池市场进展不如预期以及进入上游资源进度受阻。

政策春风吹来

6月1日，市场期待已久的《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》终于公布了。补贴试点选择在上海、深圳、长春、杭州和合肥。从具体的内容看，补贴的力度基本上与前期媒体报道的一致。从受益程度来看，自主品牌新能源汽车受益程度最大。这标志着我国新能源汽车产业化的进程开始了。

拥有锂电池最全产业链

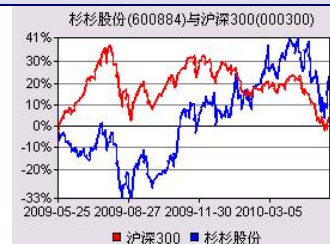
锂电池主要有5大组成部分，分别是正极、负极、电解液、隔膜以及其它，他们所占的成本分别是40%-46%、5%-15%、5%-11%、10%-14%以及18%-36%（IIT报告），其中前面四中是比较关键的。从杉杉股份多达45家的子公司中，有8家是与锂电池相关的。覆盖到了锂电池正极、负极和电解液，可以说在A股市场是锂电池产业链上覆盖最广的企业之一。

公司评级

买入

当前价格(元)	19.18
目标价格(元)	25.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-8.89%	-0.81%	23.47%
沪深300	-9.92%	-12.72%	4.39%

股票数据

总股本(万股)	41,085.82
流通A股(万股)	32,011.39
主要股东:	
	杉杉集团有限公司
主要股东持股比例	32.00%
流通A股比例	77.91%

财务比率

ROE	2.73%
ROA	3.47%
资产负债率	40.64%
每股净资产(元)	8.49

2009 年报数据.

政策春风终于吹来

6月1日,市场期待了已久的《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》终于公布了。补贴试点选择在上海、深圳、长春、杭州和合肥。从具体的内容看,补贴的力度基本上与前期媒体报道的一致。从受益程度来看,自主品牌新能源汽车受益程度最大。这标志着我国新能源汽车产业化的进程开始了。

尽管对大多数上市公司来说,短期依旧难以贡献出明显的业绩。但是新能源汽车的巨大前景依旧值得我们去挖掘。以电池为例,如果假设未来2015年我国新能源汽车推广量到达150万辆,按平均15万元一辆的售价,电池成本约占1/3,那么仅仅是新能源汽车电池的产值就可以达到750亿元。如果按10%的净利率,给予25倍的PE,则A股电池上市公司总市值在未来应该要到1800亿元以上。

表1: 全球大型汽车厂商未来电动汽车生产计划(锂电部分)

项目	千台				
	锂电池 HEV	锂电池 PHEV	锂电池 BEV	锂电汽 车总计	锂电池汽 车增长率
2007 年	/	/	/	/	/
2008 年	0	0	0.4	0.4	/
2009 年	18	3.3	4.9	26.2	/
2010 年	158	12	29	199	659.54%
2011 年	354	29	61	444	123.12%
2012 年	638	110	183	931	109.68%
2013 年	1,708	180	372	2,260	142.75%
2014 年	2,128	255	562	2,945	30.31%
2015 年	2,581	365	767	3,713	26.08%
2016 年	3,026	445	947	4,418	18.99%
2017 年	3,381	540	1177	5,098	15.39%
2018 年	3,791	640	1407	5,838	14.52%

数据来源: IIT报告, 广发证券发展研究中心

表2: 部分自主品牌汽车新能源汽车性能参数

生产厂家	车型名称	类型	百公里 耗电	一次充 电行使 里程	最高车 速	备注
浙江众泰	众泰 2008	纯电动	12	200	110	两套充电方式
上汽	荣威 750	混合动力			205	动力管理系统由英国里卡多提供
奇瑞	瑞祺 M1-EV	纯电动	8			336V 40KW 电驱动系统, 40 安时高性能电池
奇瑞	A3	弱混混合动力				
吉利	EK-1	纯电动		60		第二代车型为 EK2
力帆	力帆 320	电动	16	150	100	永磁无刷电机、无级变

速						
一汽	奔腾 B50	混合动力		60KM	191	288V、可插电
江淮	宾悦	混合动力			180	BSG 混合动力系统
长城	欧拉	纯电动	10	160	130	使用寿命 5 年，循环 2000 次
比亚迪	E6	纯电动	20	400	160	
长安	杰勋	混合动力				已经被国务院采购试用

数据来源：媒体报道

公司拥有锂电池最全产业链

锂电池主要有5大组成部分，分别是正极、负极、电解液、隔膜以及其它，他们所占的成本分别是40%-46%、5%-15%、5%-11%、10%-14%以及18%-36%（IIT报告），其中前面四种是比较关键的。从杉杉股份多达45家的子公司中，有8家是跟锂电池相关的。覆盖到了锂电池正极、负极和电解液，可以说在A股市场是锂电池产业链上覆盖最广的企业。（当然比亚迪的产业链比杉杉更长，最起码还多了新能源汽车制造环节）。

表3：杉杉股份锂电池产业链

锂电产业子公司	主营业务	注册资本（万元）	持股比例	备注
宁波杉杉新能源技术发展公司	投资管理	10000	100%	作为统一平台经营管 理公司锂电产业
湖南杉杉新材料有限公司	正极材料	5000	100%	钴酸锂、锰酸锂及三 元系
湖南海纳新材料有限公司	正极材料前驱体	2400	67%	
东莞杉杉电池材料有限公司	电解液	2500	100%	
郴州杉杉新材料有限公司	负极材料	5000		规划产能 6000 吨
上海杉杉科技有限公司	负极材料	15300	100%	
宁波杉杉新材料科技有限公司	负极材料	10000	100%	
长沙杉杉动力电池有限公司	矿灯锰酸锂电池	1524	82%	
澳大利亚 Heron resource	镍钴矿	总资产 8200 万 澳元	4.99%， 未来有望 到 15%	镍钴资源

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

正极材料方面：湖南杉杉正极材料规模国内第一、钴酸锂年产能4000吨，技术与鞍山热院合作。目前正与中南大学合作开发磷酸铁锂正极材料。

负极材料方面：公司负极材料规模全国第一，年产能5000吨。

公司电解液年产能3500吨，全国第二，仅次于国泰华荣。

与澳大利亚Heron合作，延伸到上游。2009年5月28日，公司与Heron Resources Limited 签署了关于Yerilla 镍钴矿项目的框架合作协议，共同开发位于澳大利亚西部的Yerilla 镍钴矿。根据该框架合作协议的约定，10月2日，公司以每股0.225澳元的发行价认购Heron公司4.99%的普通股。镍钴是正极材料的重要原料，公司通过纵向整合可以化

解贵金属价格剧烈波动的风险，通过与户田工业的合作，又进一步巩固了公司作为正极材料领先供应商的地位。

一方面，与heron合作对公司发展电池产业有着巨大的战略意义。另一方面，我们也有必要来审视一番heron资源究竟是如何回事。根据Heron2009年年报，Heron目前总资产8200万澳元。Heron符合JORC标准的资源由约9.817亿吨镍边际品位0.72%的Kalgoorlie镍钴矿，以及约1.353亿吨镍边际品位0.77%的Yerilla镍钴矿组成。Heron总的镍金属储量约为813万吨（相当于澳大利亚30%的总储量），钴金属约为54万吨。拿出来与杉杉合作主要是Yerilla矿，即使按总储量的1/10计算，数量也是非常惊人。而当前镍价约在17.2万元人民币/吨，钴价约为38万元/吨。粗算起来价值是非常惊人的。但是根据我们有色研究员的观点，0.77%的边际品味属于刚够开采价值，并且由于这个矿属于氧化镍矿，开采成本较高。因此，合作的关键点就到了杉杉究竟有无独到的技术或者工艺将镍钴提取出来。从调研的情况来看，目前的困难是工程的问题，是如何将杉杉现有的技术转化为可以提炼镍钴的工程。（尽管我们可能对杉杉的技术水平持怀疑态度，但是Heron董事会在2009年报向其股东汇报时也坦率承认可以获得杉杉的技术和资金的帮助）。技术转化的效果怎么样，我们还有待时间的验证。

表4: A股锂电池上市公司资源分布情况

	西藏矿业	中信国安	当升科技	中国宝安	江苏国泰	佛塑股份	华芳纺织	杉杉股份
原材料	碳酸锂储量超过200万吨	盟固利年产2.5万吨						镍储量813万吨，钴54万吨
正极材料		500吨	3900吨					500吨
		1500吨						4000吨
				贝特瑞				500吨
				1500吨				
				天骄科				
				技1000吨				200吨
负极材料				贝瑞特				1500吨
				6000吨				
电解液					5000吨，300吨六氟磷酸锂		5000吨磷酸铁锂	3500吨
隔膜						4500万平米		
电池制造							1000万AH动力电	上海航天电源动力电池

池

数据来源：广发证券发展研究中心

2月9日，伊藤忠商事和户田工业株式会社与中国宁波杉杉股份在锂离子电池正极材料制造方面达成基本合作协议。在锂离子电池市场，发挥拥有高端技术的户田工业和在中国国内拥有优良生产设备和客户基础的湖南杉杉以及拥有全球性市场化网络的伊藤忠的功能，可以最大限度地应对日益增长的市场新需求。日本户田是日本排名第二的锂电池正极材料生产商，在全球拥有强大竞争力。

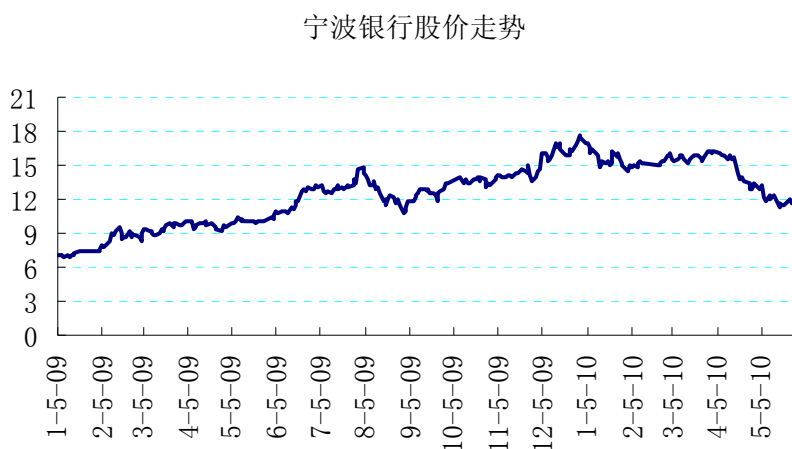
服装业务往高端延伸

受国际市场需求萎缩影响，公司对外服装贸易加工业务出口下滑导致服装业务营收同比下降7.18%至13.29亿元。目前公司出口情况正在好转，2010年公司将充分借助股东伊藤忠的资源优势与品牌管理经验，以此提升服装业务的盈利。另外，5月27日公司公告伊藤忠以再许可方式授予公司在协议期限（签署日至2015年6月30日）和指定区域内对ELLE商标和标识的使用权利（包括许可产品和许可产品配件的生产、分销、销售和促销活动、经营ELLE精品店、制作和使用陈述和促销材料及进行第三方再许可）。这将有利于提升公司的品牌影响力和企业价值。

宁波银行股权提供充沛现金流和强劲短期业绩

公司目前持有宁波银行（002142.sz）1.79亿股，当前市值约为19.7亿元。公司的初始投资成本约为1.82亿元。这部分股票将于2010年7月19日全部解禁。如果解禁，将给公司带来丰厚的投资回报。体现在每股收益上也是非常惊人的。公司目前倾向于出售，一旦出售成功，公司将获得足额的现金流以支持未来发展。

图1：宁波银行股价走势



数据来源：WIND

盈利预测与风险提示

公司的盈利预测将会有较大不确定性，原因就是宁波银行的减持难以预料但又数量巨大。我们假设宁波银行分3年减持完毕，每年获得投资受益大概5亿左右。预计2010-2012公司EPS为1.2、1.23和1.31元（扣除非经常损益后的EPS为0.31、0.33和0.40元，并未考虑电动汽车电池业务）。我们倾向于用总市值法来对公司做出判断：公司目前市值为78亿，扣除20亿左右的宁波银行股权价值，再给以纺织服装8亿的市值，则电池相关业务市值约为50亿。目前，像当升科技等电池业务规模远远小于杉杉股份的公司市值也已经达到了51.2亿元，因此我们认为公司价值存在一定程度的低估，给予公司买入的评级。

公司的风险来自于公司切入动力电池市场进展不如预期以及进入上游资源进度受阻。

资产负债表简表				单位: 百万元	利润简表				单位: 百万元
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	774.31	23.55	13.79	198.33	营业收入	2131.92	2420.00	3090.00	3600.00
应收账款	445.78	421.36	579.79	651.15	营业成本	1688.88	1877.50	2429.00	2828.50
预付款项	102.65	114.11	147.63	171.94	营业税金及附加	9.18	10.42	13.30	15.50
应收利息	0.00				销售费用	120.18	136.43	174.20	202.95
应收股利	0.00				管理费用	215.19	244.27	311.90	363.38
其他应收款	118.91	101.35	129.40	150.76	财务费用	50.41	10.61	10.55	1.62
存货	544.61	518.66	713.49	806.10	资产减值损失	41.89	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	2212.39	1435.70	1911.85	2360.15	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	530.69	530.69	530.69	530.69	投资收益	86.20	0.00	0.00	0.00
固定资产	847.05	718.87	592.67	472.33	营业利润	92.39	140.77	151.05	188.05
在建工程	55.63	-136.97	-329.57	-522.17	营业外收入	23.35	34.89	34.89	34.89
无形资产	157.65	172.58	187.68	202.70	营业外支出	2.51			
长期待摊费用	7.56				利润总额	127.28	175.66	185.94	222.94
递延所得税资产	30.86	0.00	0.00	0.00	所得税费用	22.71	31.34	33.18	39.78
非流动资产合计	4255.79	3906.55	3602.85	3305.04	净利润	104.57	144.32	152.76	183.16
资产总计	6468.17	5342.25	5514.70	5665.19	归属于母公司净利润	95.16	494.33	506.65	538.60
短期借款	1071.26	480.69	176.98	0.00	少数股东损益	9.41	60.77	62.29	66.22
应付票据	209.77	260.04	319.06	381.65	EPS (元)	0.23	1.20	1.23	1.31
应付账款	218.02	212.35	294.43	331.39	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预收款项	238.81	171.36	282.47	292.06	现金流量简表				
应付职工薪酬	24.61	24.69	33.67	38.01	单位: 百万元				
应交税费	20.04	17.52	25.71	28.01	报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
应付利息	0.00				经营活动现金流量	108.96	-482.18	-35.83	32.04
应付股利					投资活动现金流量	-375.09	766.88	756.89	755.63
其他应付款	152.82	115.41	71.84	150.11	筹资活动现金流量	414.17	-624.68	-314.64	-181.42
流动负债合计	1963.70	1319.13	1338.82	1306.10	现金及现金等价物净增加额	148.03	-339.98	406.42	606.25
长期借款	36.00	36.00	36.00	36.00	期末现金余额	845.63	434.33	840.75	1447.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营活动现金流(元)	0.27	-1.17	-0.09	0.08
长期应付款	0.00				数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预计负债	0.00				主要财务指标				
递延所得税负债	628.65	0.00	0.00	0.00	指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
非流动负债合计	664.65	36.00	36.00	36.00	营业收入增长率	-14.43%	13.51%	27.69%	16.50%
负债合计	2628.35	1355.13	1374.82	1342.10	营业利润增长率	39.40%	593.59%	2.63%	6.64%
股本	410.86	410.86	410.86	410.86	毛利率	20.78%	22.42%	21.39%	21.43%
资本公积	2338.04	2338.04	2338.04	2338.04	营业利润率	4.33%	26.48%	21.28%	19.48%
盈余公积	742.52	871.04	1007.07	1170.18	净利率	4.46%	20.43%	16.40%	14.96%
未分配利润					资产收益率	2.73%	12.40%	11.28%	10.71%
少数股东权益	351.38	367.18	383.91	403.96	总资产收益率	1.47%	8.59%	7.99%	7.79%
负债股东权益总计	6468.17	5342.25	5514.70	5665.19	流动比率	112.66%	139.98%	204.57%	276.30%
每股净资产(元)	8.49	8.81	9.14	8.88	资产负债率	40.64%	23.56%	21.68%	19.41%
					所得税税率	17.84%	17.84%	17.84%	17.84%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

杉杉股份(600884)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。