

电池材料行业

推荐（首次）

杉杉股份(600884)

具备多重催化剂的锂电材料超市

余 兵 S1060207120088
021-33830530
yubing@pingan.com.cn

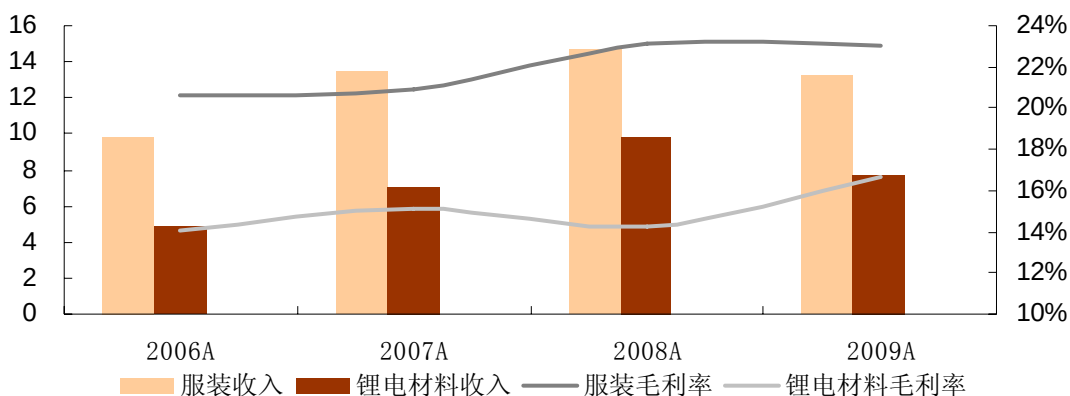
王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

- **三大主业发展态势良好：**公司是服装行业上市公司中规模较大、具有较高知名度的企业。公司主营服装，产品以西服为主，兼有衬衫、休闲服等。公司拥有“杉杉”、“梵尚”等多个国内知名西服品牌。此外，公司积极寻找新的利润增长点，1999 年开始进入电池材料领域，产品涵盖电池材料负极、正极、电解液等，近年更积极往上游资源延伸，后期将与日本电池正极知名企业进行合作拓展在新材料方面的发展。目前公司确定三大主业为服装、电池材料、创投。
- **锂电材料超市。**公司是国内起步较早的电池材料企业，与国内小型电池主要厂商建立了良好的配套关系，产品涵盖电池正极、负极、电解液。目前杉杉的正极材料以钴酸锂为主，负极材料优势突出。杉杉新材料的长期战略是做到两个一体化：即“横向一体化”（多种正极材料+多种负极材料+多种电解液）、“纵向一体化”（矿资源+电池材料）。
- **积极延伸产业链、开展合资合作。**公司 09 年以来购买了澳大利亚镍钴矿，往正极材料上游延伸，以图后期稳定正极材料利润率；设立宁波新能源公司统一管理主要的新材料分公司；与户田、伊藤忠签订备忘录，后期在新材料业务方面展开合作，拓展公司产品系列，符合多种下游需求。
- **其它业务不乏亮点。**公司创投业务主要针对符合上市条件、具有上市可能的项目，若投资项目上市将明显增厚公司业绩；公司持有 7.16%的宁波银行股权，7 月即可解禁，若全额现价出售可获得超过 20 亿元的现金流。
- **盈利预测与投资建议：**作为电池材料制造企业，公司经营模式为下游驱动型。根据现有业务，预测 2010 年每股 0.34 元、2011 年每股 0.43 元。但公司业务涉猎范围较广，各项业务潜在亮点较多，有望在后期逐步体现。鉴于上述原因，我们首次给予公司“推荐”评级。

一、公司简介

公司是服装行业上市公司中规模较大、具有较高知名度的企业。公司主营服装，产品以西服为主，兼有衬衫、休闲服等。公司拥有“杉杉”、“梵尚”等多个国内知名西服品牌。此外，公司积极寻找新的利润增长点，1999 年开始进入电池材料领域，产品涵盖电池材料负极、正极、电解液等，近年更积极往上游资源延伸，后期将与日本电池正极知名企业进行合作拓展新材料制造业务。目前公司确定三大主业为服装、电池材料、创投。

图表 1 杉杉股份主业收入、利润率 单位：亿元



资料来源：公司公告

二、电池材料超市

公司是国内起步较早的电池材料企业，与国内小型电池主要厂商建立了良好的配套关系，产品涵盖电池正极、负极、电解液，俨然如同“锂电材料供应超市”。

目前杉杉的正极材料以钴酸锂为主，负极材料优势突出，公司作为电池材料的先行者目前利润率却不高，按照公司的解释，是先行者前期投入较大所致。

杉杉新材料的长期战略是做到两个一体化：即“横向一体化”（多种正极材料+多种负极材料+多种电解液）、“纵向一体化”（矿资源+电池材料）。

2.1 新材料业务发展历史

1989 年杉杉股份成立，1999 年杉杉科技成立。

1999 年代表国内最高水平的锂离子电池负极材料中间相炭微球在上海建成生产，杉杉科技成为继日本台湾以后第三个国家（地区）第四家可以生产制造该产品的中国企业。

2003 年杉杉科技与中南大学合作成立正极材料公司，成为国内发展较快，产销规模较大、产品系列最全的锂离子电池正极材料专业制造商。

2004 年，杉杉科技负极宁波工厂建成投产，上海宁波两地年产能扩大到 3000 吨，在继续保持负极材料中国规模第一的同时，产品系列也从中间相扩展到了人造、天然、复合、合金材料。

2005 年，杉杉科技投资电解液工厂，建厂后一年的产销规模位居国内第二，客户对象囊括钢壳、铝壳、圆柱、聚合物、软包等多个应用体系。

图表 2 杉杉股份锂电材料类别

正极材料	LCO/LMO/NMC/三元/LFP 五个体系近 20 个不同规格的产品，并在各个体系上都有技术性能优势产品。目前以钴酸锂为主。
负极材料	中间相、天然石墨、人造石墨、复合石墨、合金材料五个体系 20 多个产品，并在前 4 个体系上都有技术性能优势突出的产品。
电解液	产品体系丰富多达 110 多个，主要与杉杉正极、负极匹配销售。

资料来源：公司公告

2.2 新材料主要子公司

2009 年公司设立宁波杉杉新能源技术发展有限公司统一管理锂电产业，对锂电板块主要的四家产业公司进行了股权梳理，由宁波杉杉新能源技术发展有限公司对下属锂电产业公司进行统一经营和管理。

公司所有的产品销售、市场对接由其一体化的经营中心与技术中心共同完成，经营中心的销售模式类似于“前店后厂”，产品经营在“前”，研发制造在“后”，最大程度地实现了相同客户渠道多产品打包统一销售，极大地发挥了“贴近客户、资源共享、快速反应”的灵活应变机制。杉杉股份技术支持中心“售前技术支持与售后技术服务”的经营理念为其产品推进做足客户技术端口的工作，同时通过与客户的积极互动，拉动了工厂新产品研发的快速前进，起到了技术桥头堡的作用。

■ 上海杉杉

1999 年 7 月注册，主营锂离子电池负极材料及其它炭素材料研发、生产及销售，年生产能力为 6000 吨。该公司是国内最早从事锂电负极材料研发生产的高新技术企业，拥有中间相、天然石墨、人造石墨、复合石墨、合金材料五个体系 20 多个产品，并在前 4 个体系中都具有技术性能优势产品，除炭合金、硬炭负极材料尚在研制外，所有产品均实现了产业化，能全面满足客户的需求。

杉杉负极材料发展四阶段：

第一阶段（1999—2003 年）成功开发中间相炭微球 CMS，结束了大阪煤气 MCMB 在国内的垄断，标志中国负极材料产业的诞生。

第二阶段（2003—2006 年）人造石墨异军突起，与天然石墨齐头并进，成功实现产品的转型，CMS 进一步的开发和深加工，领跑国内负极材料行业。产品应用重点领域：以方形电池为主。

第三阶段（2006—2008 年）以客户需求为导向同时加强前沿基础研究，以全面超越国际先进材料为目标研发全面提速，实现更快发展，石英圆柱电池市场需求。

第四阶段（2009 年—）在现有产品体系基础上，加快动力电池材料的市场开发及应用。

按不同分类方式，杉杉科技负极产品已形成以下产品结构：

按材料分：中间相石墨、天然石墨、人造石墨、复合类石墨、其它负极。

按照客户需求分：低端、中端、高端。

按型号分：容量型、倍率型、综合型。

■ 宁波杉杉新材料

2003 年 7 月注册，专门从事锂离子电池负极材料研发生产加工销售的国家级高新技术企业。占地 78674.1 平米，总资产 3.9 亿元。2002 年被国家计委确定为锂离子电池材料行业唯一一家“高技术产业化示范工程”项目。

■ 湖南杉杉新材料

2003 年 11 月注册。投资总额 3 亿元，国内发展最快、产销规模第一的锂离子正极材料专业制造商，国内市占率 25%，产品同时销美国、加拿大、韩国等海外市场。2008 年销售收入突破 8 亿元。

公司拥有全球最为齐全的锂离子电池正极产品系列，已实现规模生产的产品包括钴酸锂、锰酸锂、镍钴二元系、镍钴锰三元系、磷酸铁锂等，总产能 6000 吨（钴酸锂 3500 吨、锰酸锂 1000 吨，镍钴二元系、镍钴锰三元系 1000 吨，磷酸铁锂 500 吨）。据了解，各类产品柔性生产，互相之间调节灵活。公司可为客户提供定制化的产品及售后服务，满足客户在各种应用条件下的不同需求。此外，还开发了一系列满足高端应用需求的产品如高安全包覆型钴酸锂、高温型锰酸锂、高容量负荷二元、三元材料等。

■ 东莞杉杉电池材料

2005 年 3 月注册，位于东莞南城区，主营锂离子电池电解液，年产能 3000 吨。

公司电解液产品系列丰富，主要与杉杉正极负极匹配应用销售，其中圆柱抗过充型电解液性能和品质居国内领先。

■ 湖南海纳新材料有限公司

2003 年 9 月注册。拥有年产 1000 吨电池级四氧化三钴的生产能力。

三、积极延伸产业链、开展合资合作

3.1 购买矿产资源，往上游延伸

公司作为国内主要的锂离子电池材料生产商，对镍钴资源有较大需求。其正极材料原材料成本占比 90%，尤其是金属材料占到正极成本的 80%，是否拥有上游资源决定了正极材料的盈利能力稳定程度，这也是公司在 09 年镍钴矿价格低迷期购买矿产资源的原因。

金融危机下矿产资源价格暴跌，杉杉把握机遇，与澳大利亚 Heron Resources Ltd. 签署了框架协议，共同开发 Yerilla 镍钴矿，以获取稳定的上游原材料资源，降低原料价格对产品价格的影响。

据 Heron2008 年年报显示，Heron 符合 JORC 标准的资源由约 9.8 亿吨镍边品位 0.72% 的 Kalgoorlie 镍钴矿，以及约 1.35 亿吨镍边品位 0.77% 的 Yerilla 镍钴矿组成。Heron 总的镍金属储量约为 813 万吨，钴金属约为 54 万吨。

框架协议的主要内容：公司可通过在澳大利亚对该项目以资金、技术单独出资建设工厂和基础设施，在澳大利亚将矿石处理成镍钴精矿，使之设计产能不少于年处理 100 万吨红土镍钴矿，在产品中所含金属量不少于 5000 吨的精矿，并连续三十天内运营达到设计产能的 50% 或以上的前提下，共同合资运营该项目（co-operate in a jointventure，以下简称“JV”），公司可获得 JV70% 的权益，Heron 以 Yerilla 镍钴矿全部矿权出资占 JV30% 的权益。该项目所生产的镍钴精矿产品将由公司包销，并将进一步由公司在中国深加工。根据框架协议，公司将开展对于 Yerilla 镍钴项目矿石处理的可行性研究，并在签署协议后 24 个月内完成，以确定该项目在经济和技术上的可行性以及测算明确下一步的投资规模。

目前进度：已经完成中试，后期将开实验工厂。

3.2 增资湖南海纳新材料

介入正极材料前驱体，并积极推进对镍钴矿项目的可行性研究及相关技术研发，以实现锂电正极材料业务与上游原材料对接。

3.3 参股电池公司，杉杉目前不会大举发展下游

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，参与该企业投资将为公司锂电池产业链的下游延伸奠定了基础。

公司持有航天电池技术公司 18%股权，仅作为股权投资。该公司在电源管理系统方面实力较强，此外，上海市政府对新能源业务有规划及鼓励，该公司如果能上市则更佳。但由于公司客户多为电池厂，作为电池材料提供商，公司不会大举发展电池业务，以防与客户产生竞争关系。

3.4 与户田、伊藤忠合作进一步发展锂电正极材料

杉杉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，通过各方资源的有效整合和业务对接，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。

户田正极材料约占世界市场 6%的份额：除手机用途外，目前向汽车、大型蓄电池用途扩展，开发了能适用于多种用途的锂离子电池的正极材料，实现了商品种类的齐全化、系列化。同时，户田经过长年独自研究的纳米技术，开发生产了能控制组分，形貌，粒度，分布，表面性等高品质的正极材料，产品种类包括钴系、镍系、锰系、三元系、铁系。

伊藤忠商事株式会社为日本大型综合商社，业务内容为纤维，机械，信息通信、航空电子，金属、能源，生活资材、化工品，粮油食品，金融、房地产、保险、物流等各领域从事国内贸易，进出口贸易，三方贸易，以及国内外贸易投资。

图表 3 本次合资合作三方职责概要

户田	提供使用正极材料制造的相关技术及知识产权的实施许可；提供质量管理及质量保证技术、材料评估技术及分析技术；与其他合作方共同参与拟定合资公司的销售计划；材料的共同开发等。
伊藤忠	提供原材料供应，产品销售等的物流服务；工艺机械的供应和维护；选择环境、新能源领域的投资对象，利用伊藤忠的关系网开拓销路；向合资公司派遣人才，协助合资公司构建内控体系；收集并提供锂电池材料的国际最新资讯；作为本次合作中日双方的谈判窗口。
杉杉股份	选择环境、新能源领域的投资对象，利用杉杉股份的关系网开拓销路；提供湖南杉杉独立开发拥有的技术及工业产权；提供国内电池、电池材料行业的动态资讯；负责拓展国内市场；与其他合作方共同参与拟定合资公司的销售计划

资料来源：公司公告

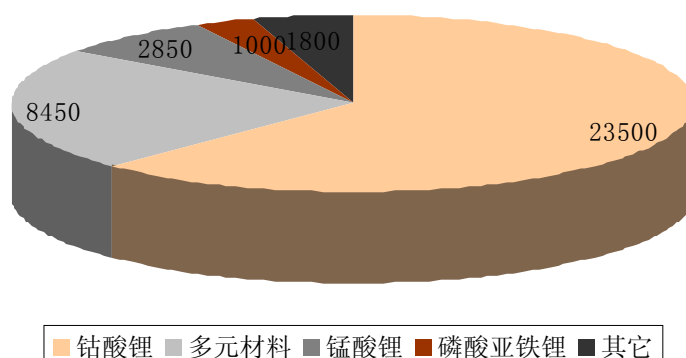
合资合作内容：根据本备忘录，日方通过 SPC（即特殊目标公司）及其指定公司对湖南杉杉进行认购增资设立合资公司。中方出资比例占合资公司出资总额的 75%,SPC 出资比例占合资公司出资总额的 25%。在对湖南杉杉进行增资后,SPC 和其指定公司可以请求将其对合资公司的合计出资比例提升至 50%。

合资合作目的：本次合作以湖南杉杉新材料有限公司为平台，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开展在锂电池正极材料业务和资本层面的合作，通过三方资

源的有效整合和业务对接，扩大三元系、锰系等正极材料产品品种，致力于打造中国领先的锂离子电池正极材料供应商，以满足不断增长的锂电池正极材料市场的多样化需求。

目前杉杉股份正极材料以钴酸锂为主，主要用于小型电池。根据 IIT 报告，截至 2009 年底，钴酸锂为全球使用量最多的正极材料。

图表 4 2009年各类电池正极材料销量 单位：吨



资料来源：IIT

四、其它业务不乏亮点

4.1 创投业务可能获得意外惊喜

公司以宁波杉杉创业投资公司为管理运作平台，选择具有高成长性企业作为股权投资项目，2009 年公司完成了对上海天跃科技有限公司、山西尚风科技股份有限公司的投资。通过介入 PRI-IPO 项目杉杉创投有望获得意外惊喜。

4.2 7.16%宁波银行股权即将解禁

公司持有 7.16%的宁波银行股权，作为宁波银行首发股东，杉杉持有 1.79 亿股宁波银行股权，2010 年 7 月 19 日股权解禁，公司若全额卖出，以 12 元/股计算则可获得超过 20 亿元的现金，因此公司资金储备充裕，为三大主业提供了充裕的现金流准备。

五、盈利预测与投资建议

作为电池材料制造企业，公司经营主要是下游驱动型，对新业务新领域的介入较为理性谨慎。根据现有业务，我们预计服装、新材料业务将在 09 年低迷的基础上有恢复性增长；后期随着产业链上延，及与户田合作介入其它正极材料领域，公司业务状况可能大幅改善。

根据现有业务架构，我们预测公司 2010 年每股收益 0.34 元、2011 年每股收益 0.43 元。但公司业务涉猎范围较广，新材料业务具备爆发增长潜力，创投业务所持待项目若上市，则将增厚公司收益。此外，所持宁波银行股权出售也将增加公司业绩水平。总体而言，公司各项业务潜在亮点较多，但短期难以在盈利预测中体现。

鉴于上述原因，我们首次给予公司“推荐”评级。

图表5 盈利预测 单位：万元

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	159542	218408	249141	213192	253870	317776
二、营业总成本	152097	211750	247356	212574	244308	303386
营业成本	128884	176086	199645	168888	201408	252474
营业税金及附加	422	717	824	918	1066	1335
销售费用	5827	7412	11084	12019	13455	16524
管理费用	12932	18161	23537	21519	22341	27011
财务费用	3038	7013	7697	5041	2539	2542
资产减值损失	994	2361	4568	4189	3500	3500
三、其他经营收益						
投资净收益	1846	5978	4842	8620	5213	6256
四、营业利润	9292	12636	6627	9239	14775	20646
加：营业外收入	3927	7690	11323	3843	3500	3800
减：营业外支出	705	731	1586	354	200	250
五、利润总额	12514	19594	16364	12728	18075	24196
减：所得税	1878	4575	1862	2271	2711	4355
六、净利润	10636	15020	14502	10457	15364	19841
减：少数股东损益	1361	3750	4899	941	1536	1984
归属于母公司所有者净利润	9275	11270	9603	9516	13828	17857
七、每股收益（元）	0.23	0.27	0.23	0.23	0.34	0.43

资料来源：平安证券综合研究所，按最新股本摊薄

研究员简介：

平安汽车行业研究团队入围 2009 年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，7 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。3 年汽车行业研究经验，现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257