

江苏国泰(002091)

投资六氟磷酸锂，打造长期核心竞争优势

魏涛

0755-23976212

weitaot@gjas.com

本报告导读：

- 对2009年电解液销量不宜过于乐观；亚源公司投资六氟磷酸锂打造长期核心竞争优势，长期值得看好。

投资要点：

- 2008年公司实现销售收入31.27亿元，实现归属于母公司所有者净利润1.27亿元，同比增长58.38%，摊薄后EPS为0.53元，其中化工业务贡献EPS 0.16元，实现扣除非经常性损益后EPS 0.35元。公司拟分红方案为每10股分红1.5元。
- 主营电解液的子公司国泰华荣2008年实现收入2.93亿元，同比增长5.1%；实现净利润4789.2万元，同比增长52.1%。
- 2009年公司外贸业务经营思路将深化出口产品结构调整，继续增加制成品比例；抓住2009年汇率稳定的好时机，多接订单。从2009年一季度的情况看，公司外贸业务仍表现出良好的势头。
- 2009年受金融危机影响，全球手机和笔记本电脑增速都将放缓，这必将影响到锂电池和电解液的需求。我们看好锂电池长期的发展和空间，也看好电解液的长期需求，但短期不宜对销量过于乐观。
- 2009年中期公司电解液产能从2500吨增加至5000吨。考虑到出口仍将保持增长，而内销市场因产能限制目前无法满足的需求可提供一部分内销增量，预计公司2009年电解液销量可达到3000吨。
- 目前亚源公司六氟磷酸锂项目进展顺利，如果未来公司能够顺利生产出合格的六氟磷酸锂产品，不但可以使公司大幅降低原材料成本，更重要的是能够让公司电解液龙头的地位更加稳固，具备长期核心竞争优势。我们预测公司2009-2011年EPS分别为0.62、0.79、0.97元，我们看好公司长期发展，鉴于2009年策略报告重点推荐以来涨幅很大，短期估值已不便宜，给予“谨慎增持”评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,029	3,127	3,248	3,519	3,730
(+/-)%	-3.7%	3.2%	3.9%	8.3%	6.0%
经营利润(EBIT)	140	142	200	257	315
(+/-)%	2.9%	1.2%	40.4%	28.9%	22.6%
净利润	81	128	148	190	233
(+/-)%	8.9%	58.4%	15.8%	28.8%	22.5%
每股净收益(元)	0.34	0.53	0.62	0.79	0.97
每股股利(元)	0.20	0.15	0.20	0.20	0.27

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011A
经营利润率(%)	4.6%	4.5%	6.1%	7.3%	8.5%
净资产收益率(%)	14.1%	19.1%	19.1%	20.9%	21.6%
投入资本回报率(%)	29.0%	38.9%	48.1%	63.3%	86.1%
EV/EBITDA	29.1	24.6	18.5	14.3	13.1
市盈率	45.4	28.7	24.8	19.2	15.7
股息率(%)	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.8%

评级：谨慎增持

上次评级：增持

目标价格：¥16.00

上次预测：¥13.00

当前价格：¥15.25

2009.03.18

交易数据

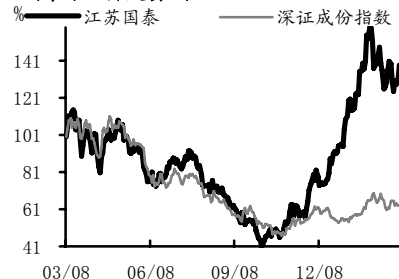
52周内股价区间(元)	3.90 ~ 16.98
总市值(百万元)	3,473
总股本/流通A股(百万股)	240/106
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.44
日均成交量(百万股)	2.8
日均成交值(百万元)	27.7

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	667.99
每股净资产	2.78
市净率	5.5
资产负债率	44.2%

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.12	0.13
Q2	0.10	0.15
Q3	0.16	0.18
Q4	0.15	0.16
全年	0.53	0.62

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-0.5	85.5	38.5
相对指数	0.3	77.2	74.3

相关报告

化工业务受奥运影响，中期业绩总体符合预期

(08.07.29)

业绩符合预期，2008值得期待

(08.03.09)

化工业务空间广阔，价值被低估

(08.02.26)

模型更新时间: 2009.03.18

股票研究

纺织服装业

纺织及服装制造业

江苏国泰(002091)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥16.00

上次预测: ¥13.00

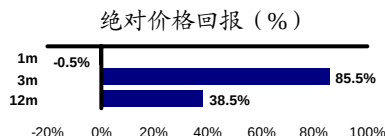
当前价格: ¥15.25

公司网址:

www.abcdef.com

公司简介

公司是我国重要的外贸企业,其下属子公司国泰华荣是国内最大的锂电池电解液生产商。



52 周价格范围 3.90~16.98

市值 (百万) 3,473

财务预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
营业收入	3,147	3,029	3,127	3,248	3,519	3,730
营业成本	2,857	2,733	2,799	2,877	3,076	3,218
税金及附加	2	2	2	3	3	3
营业费用	100	101	134	110	120	127
管理费用	53	56	59	58	63	67
EBIT	137	140	142	200	257	315
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	0
投资收益	206	366	-54	0	0	0
财务费用	11	6	-32	3	2	2
营业利润	124	133	157	197	255	313
所得税	41	48	37	42	55	67
少数股东损益	11	6	9	11	14	17
净利润	74	81	128	148	190	233
资产负债表						
货币资金、交易性金融	360	285	436	500	657	874
其他流动资产	494	463	505	525	570	602
长期投资	26	39	40	40	40	40
固定资产合计	203	270	277	340	358	358
无形及其他资产	6	24	26	26	25	25
资产合计	1,095	1,084	1,290	1,434	1,653	1,901
流动负债	519	455	541	567	635	698
长期负债	0	7	0	1	1	1
股东权益	525	573	668	774	911	1,078
投入资本(IC)	197	315	293	327	321	289
现金流量表						
NOPLAT	91	91	114	157	203	249
折旧与摊销	1	2	26	24	33	0
流动资金增量	(23)	(34)	32	28	24	31
资本支出	(63)	(86)	(36)	(86)	(50)	(0)
自由现金流	5	(27)	136	123	209	280
经营现金流	79	59	171	214	264	285
投资现金流	(106)	(97)	(45)	(86)	(50)	(0)
融资现金流	(44)	179	213	(63)	(56)	(68)
现金流净增加额	0	141	339	64	157	216
财务指标						
成长性						
收入增长率		-3.7%	3.2%	3.9%	8.3%	6.0%
EBIT 增长率		2.9%	1.2%	40.4%	28.9%	22.6%
净利润增长率		8.9%	58.4%	15.8%	28.8%	22.5%
利润率						
毛利率	9.2%	9.8%	10.5%	11.4%	12.6%	13.7%
EBIT 率	4.3%	4.6%	4.5%	6.1%	7.3%	8.5%
净利润率	2.4%	2.7%	4.1%	4.5%	5.4%	6.3%
收益率						
净资产收益率(ROE)		14.1%	19.1%	19.1%	20.9%	21.6%
总资产收益率(ROA)	6.8%	7.4%	9.9%	10.3%	11.5%	12.3%
投入资本回报率	46.1%	29.0%	38.9%	48.1%	63.3%	86.1%
运营能力						
存货周转天数	9	11	9	7	7	7
应收账款周转天数	25	26	32	39	38	39
总资产周转天数	104	131	139	153	160	174
净利润现金含量	1.07	0.73	1.34	1.45	1.38	1.22
资本支出/收入	2%	3%	1%	3%	1%	0%
偿债能力						
资产负债率	47.8%	43.1%	44.2%	41.7%	40.3%	38.3%
净负债率	-65.9%	-48.0%	-62.3%	-64.6%	-72.2%	-81.1%
估值比率						
PE		45.4	28.7	24.8	19.2	15.7
PB	4.6	4.3	5.5	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA		29.1	24.6	18.5	14.3	13.1
P/S	0.62	0.81	1.17	1.13	1.04	0.98
股息率		1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.8%

1、经营回顾

1.1. 业绩符合预期，化工业务贡献利润3成，

2008年公司实现销售收入31.27亿元，同比增长3.21%；实现归属于母公司所有者净利润1.27亿元，同比增长58.38%，净资产收益率19.1%，摊薄后EPS为0.53元，其中化工业务贡献EPS 0.16元，实现扣除非经常性损益后EPS 0.35元，主业贡献EPS略低于我们的预期。公司拟分红方案为每10股分红1.5元，方案尚需股东大会审议。

虽经历人民币升值及国际金融危机影响，公司2008年外贸业务仍小幅增长，实现收入27.4亿元，同比增长1.87%；出口产品结构继续调整，从而提高毛利率0.7个百分点，达到8.11%。公司在2008年上半年人民币快速升值，下半年金融危机肆虐全球，国外需求下降的大环境下能够实现外贸业务毛利率的提升，实属难得。

主营锂电池电解液和硅烷偶联剂业务的子公司国泰华荣2008年实现收入2.93亿元，同比增长5.1%；实现净利润4789.2万元，同比增长52.1%。净利润增速大幅高于收入增速的主要原因一方面在于毛利率稳定，经营效率提升；另一方面在于华荣公司被评为高新技术企业，2008-2010年享受15%的所得税优惠税率，而2007年公司税率为33%。

图 1：公司 2003 年以来外贸收入及增长

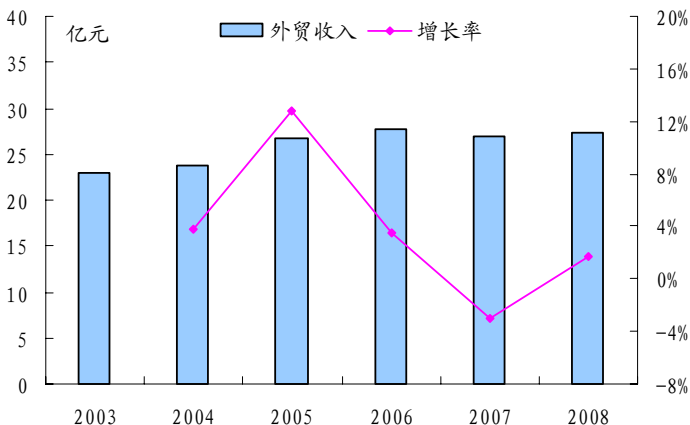


图 2：公司 2005 年以来化工业务收入

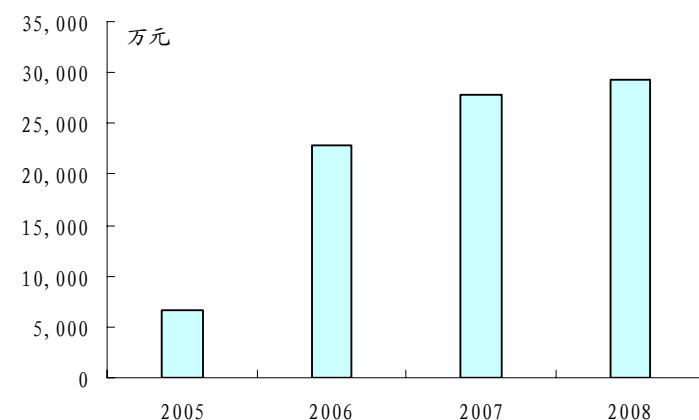


图 3：公司 2003 年以来外贸业务毛利率

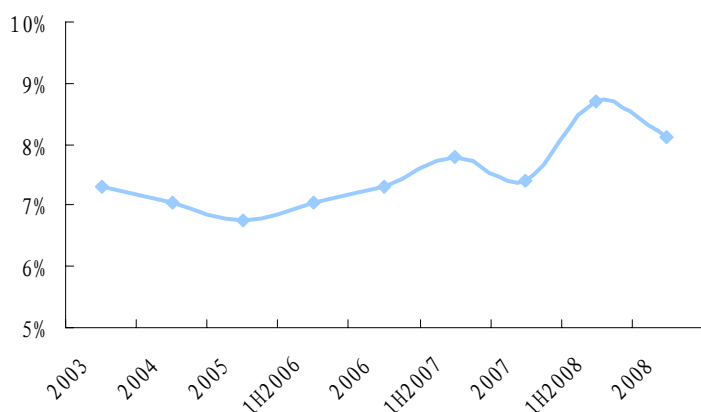
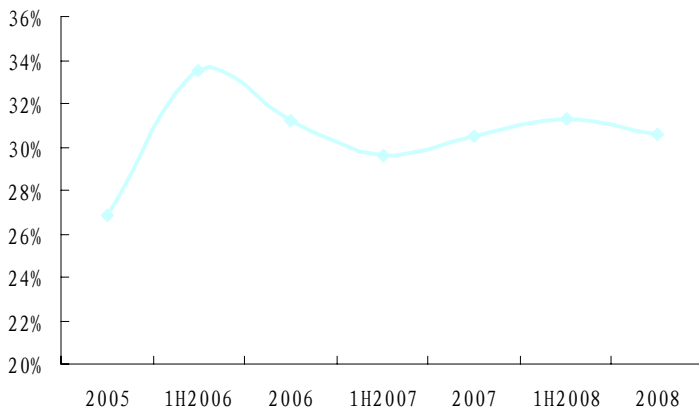


图 4：公司 2004 年以来化工业务毛利率



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of 9

1.2. 单季收入平稳，四季度毛利率因财务处理出现下滑

从单季度数据看，一季度收入因季节性因素影响较低外，二、三、四季度收入均维持在 8 亿元以上，保持平稳。前三季度单季毛利率均维持在 10% 以上，但四季度单季毛利率下滑至 8.2%，主要是受远期结汇在财务上处理的影响，实际业务毛利率并未出现明显下滑。虽然四季度公司主营利润低于前三季度，但大额汇兑收益导致当季财务费用为负，使得净利润仍达到 3604 万元，与二、三季度基本持平。

图 5：2008 年单季度收入、主营利润、净利润

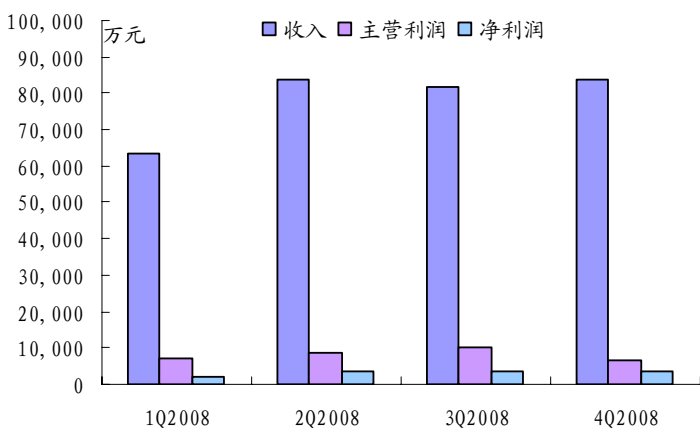
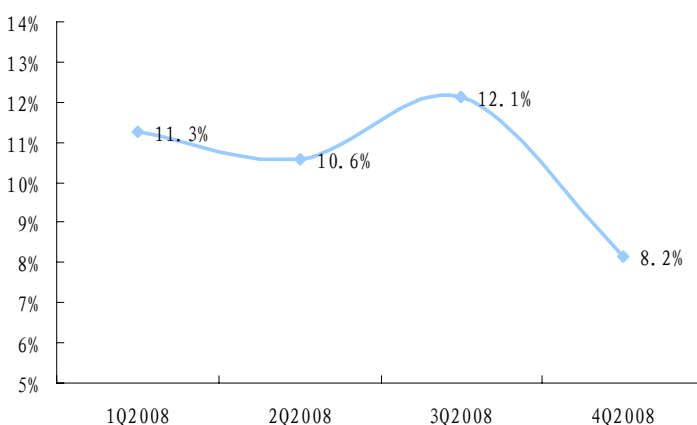


图 6：2008 年单季度综合毛利率



资料来源：公司财务报告、国泰君安证券

1.3. 现金流状况、周转率良好

公司资产负债率为 44.2%，属于稳健安全水平；期末账面货币资金为 4.36 亿元，而银行借款仅为 1926 万元。2008 年公司实现经营活动净现金流 1.93 亿元，同比增加 144%，经营性现金流状况继续保持良好水平。对于外贸企业，存货和应收账款周转率是比较重要的指标，公司存货周转保持在非常好的状态，应收账款周转天数也维持在 30 天以内，显示出良好的经营管理能力。

表 1：公司 2004-2008 年营运能力指标

	2004	2005	2006	2007	2008
存货周转天数(天)	9.56	9.55	9.02	10.56	8.88
应收账款周转天数(天)	21.56	20.33	21.91	23.45	29.72
应收账款周转率(次)	16.7	17.71	16.43	15.35	12.11
流动资产周转率(次)	3.97	5.23	4.54	3.78	3.7

资料来源：财务报告，国泰君安证券

2. 2009 年外贸业务力争稳中有增

近两三年，受人民币持续升值和下调出口退税率影响，我国外贸行业经营压力增大，行业发展进入低潮，沿海一些实力弱，应变能力差的外贸企业纷纷倒闭。江苏国泰积极采取了调整出口产品结构、提高远洋贸易比例、主动运用金融工具规避汇率风险等手段来应对行业的不利状况，减轻了不利的宏观环境对公司造成的影响。

2008 年公司继续调整出口产品结构，努力提升毛利率相对高的制成品比例，制成品

在公司出口中占比提升到 50%左右。其中服装（毛利率 11.41%）出口收入同比增长 46.57%，玩具（毛利率 13.15%）出口收入同比增长 10.29%。2008 年上半年人民币持续升值，公司主动运用外汇避险工具，通过外汇远期结算获得了 3800 多万元的汇兑收益。2009 年公司经营思路上将深化出口产品结构调整，继续增加制成品比例；抓住 2009 年汇率稳定的好时机，多接订单；扩大出口信用保险覆盖率，降低出口坏账风险。从 2009 年一季度的情况看，公司外贸业务仍表现出良好的势头。

3. 电解液长期空间广阔，短期销量不宜过于乐观

3.1. 受金融危机影响，2009 年手机、笔记本增速将放缓

手机、笔记本电脑、数码产品等是目前锂电池最主要的消费领域，锂电池矿灯、锂电池电动工具、锂电池电动自行车处于快速发展期，电动汽车处于发展初期，未来随着锂离子动力电池的不断成熟和拓展将为锂电池及电解液提供广阔的市场空间。长期来看，电动汽车是锂电池的蓝海，但从时间点上，我们预期未来 2 年内电动汽车还无法为锂电池贡献实际的可观的需求。2009 年受金融危机影响，全球手机和笔记本电脑增速都将放缓，根据相关预测，手机销量同比将不会增长，笔记本销量增长也将放缓，这必将影响到锂电池和电解液的需求。我们看好锂电池长期的发展空间，也看好电解液的长期需求，但短期不宜对销量过于乐观。

图 7：2004-2008 年全球手机出货量及增速

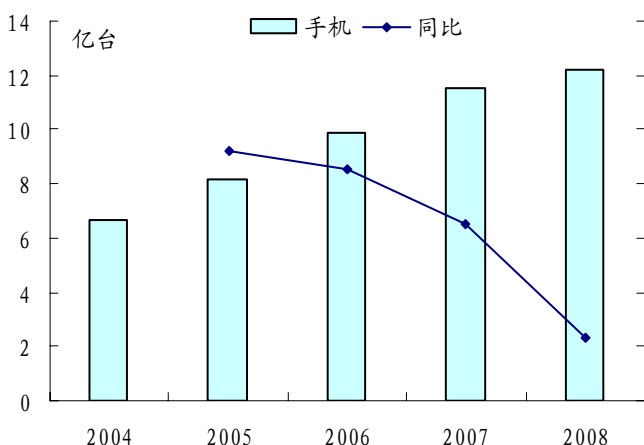
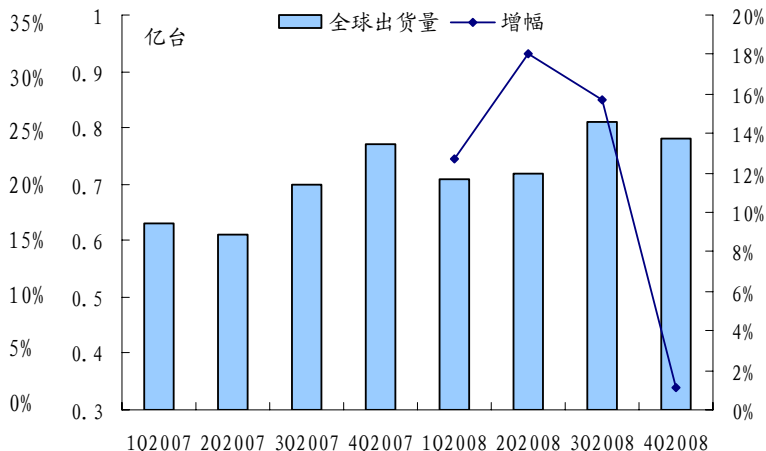


图 8：2007-2008 年全球笔记本电脑季度出货量及增速



资料来源：赛迪资讯，国泰君安证券

3.2. 国泰华荣电解液产能扩张，2009 年中期投产

国泰华荣现有 2500 吨电解液产能，生产规模位居世界第二，国内第一，仅次于日本宇部公司。国内市场占有率在 30%以上，品种最全，新品开发速度最快，是名副其实的电解液龙头。2008 年受产能限制，公司生产销售电解液 2500 多吨，相比 2007 年增加 100 吨左右。分市场看，2008 年公司电解液出口量同比上升 38%，内销量则出现下降，主要是公司为了满足国外大客户的需求，不得不放弃了国内部分小型客户。

公司在化工园区建设新的电解液生产装置，2009 年中期可建成投产，然后将现有老装置搬迁过去，届时公司电解液产能将从 2500 吨增加至 5000 吨。2009 年由于下游手机、笔记本电脑增速放缓，公司电解液销量增速将受到一定影响，但考虑到出口

量仍将保持增长,而内销市场因产能限制目前无法满足的需求可为 2009 年提供一部分内销增量,我们预计公司 2009 电解液销量可达到 3000 吨。

图 9: 2003-2008 年公司电解液销量

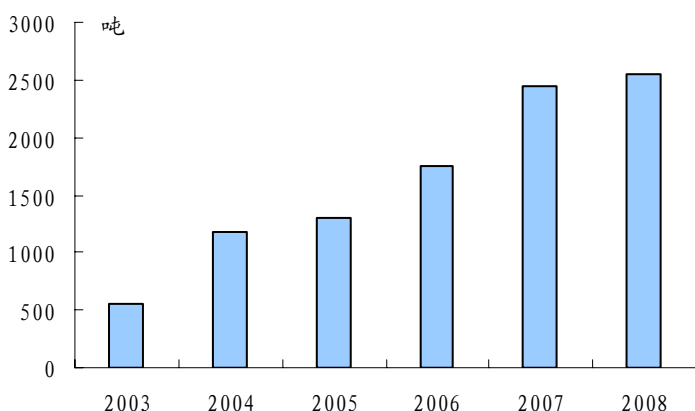
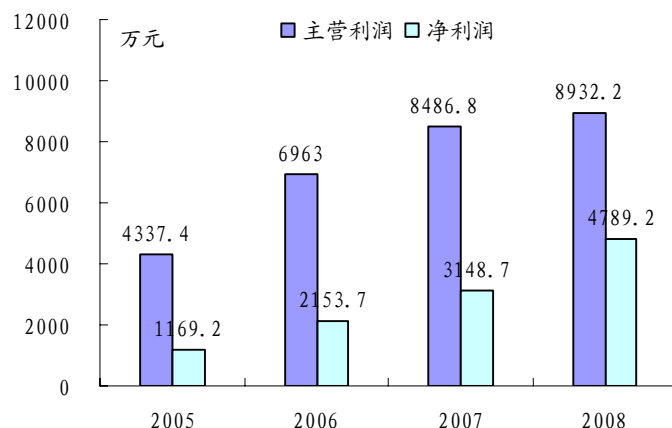


图 10: 2005-2008 年国泰华荣主营利润和净利润



资料来源: 国泰君安证券

3.3. 投资六氟磷酸锂项目, 打造长期核心竞争力

公司公告将与子公司国泰华荣、自然人王永健、杨红叶共同投资成立亚源高新技术材料公司, 其中江苏国泰上市公司直接、间接持有张家港亚源公司 71.5% 股权。亚源公司将投资 8330 万元建设“300 吨六氟磷酸锂项目”, 目前已取得国有土地使用权; 环境影响报告已通过苏州市环境保护局审批; 安全评价报告通过了专家组审查并正在办理危险化学品安全审查批准书。公告表示目前项目已完成中试设计, 预计 2009 年底前进行中试设备的调试, 中试成功后, 新建 300 吨六氟磷酸锂项目。

六氟磷酸锂是电解液最核心的原材料, 售价超过 30 万元/吨, 其成本占到电解液生产成本的 6 成多。由于生产技术难度非常高, 在国际上由日本企业垄断, 国内电解液生产厂家基本都从日本企业采购, 国内目前只有天津金牛拥有 80 吨六氟磷酸锂产能, 全部自用。

据我们了解, 目前亚源公司六氟磷酸锂项目进展顺利, 如果未来公司能够顺利生产出合格的六氟磷酸锂产品, 实现原材料替代, 那么不但可以使公司大幅降低原材料成本, 提高盈利, 更重要的是能够让公司电解液龙头的地位更加稳固, 具备长期核心竞争优势。

3.4. 化工业务利润贡献已占 3 成

锂电池电解液业务属于朝阳行业, 华荣化工是公司重点支持发展的子公司。因此近几年公司一直在提高对华荣化工的持股比例, 从 2004 年的 30.85% 上升至如今的 78.89%, 持股比例提高超过一倍。

近年华荣化工逐渐发展壮大, 利润逐年快速增长, 自 2005 年纳入合并报表以来, 起收入、毛利在公司总收入、毛利中所占比重持续提高, 收入从 2005 年的 2.41% 上升至 2008 年中期的 9.34%, 毛利从 2005 年的 8.92% 上升至 2008 年 27.28%。根据公司披露的财务数据测算, 2008 年华荣化工贡献的净利润已占到公司净利润的 3 成以上。

4. 看好公司长期发展，短期估值不便宜，“谨慎增持”

公司在外贸领域具有很强的经营能力，2009 年人民币汇率保持稳定，纺织品出口退税率上调有利于出口，公司外贸业务仍有一定发展空间；华荣化工未来将具备研发、规模、核心原材料，及良好的管理层激励等多方面优势，长期发展值得看好。我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.62、0.79、0.97 元，鉴于 2009 年策略报告重点推荐以来涨幅很大，短期估值已不便宜，给予“谨慎增持”评级。

5. 风险提示

- 1、人民币升值将使公司外贸业务受损。
- 2、六氟磷酸锂技术难度很高，亚源公司 300 吨六氟磷酸锂项目能否顺利实现产业化仍有待观察。

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券研究所,基础化工行业研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com