

江苏国泰(002091)调研报告

贸易稳健发展 电解液布局未来

首次评级

工业/贸易

2009 年 8 月 28 日

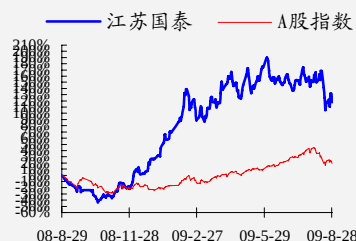
投资要点:

- 2009 年上半年, 公司实现营业收入 11.95 亿元, 同比减少 18.88%; 实现归属于母公司所有者的净利润 6013.93 元, 同比增长 12.07%。“减收增利”现象表明公司在不利的经济环境下具有很强的应变和竞争实力。
- 受经济危机影响, 2009 年上半年, 贸易业务实现营收 10.76 亿元, 同比减少 19.53%。但从盈利上看, 该业务的毛利率为 11.22%, 同比增长了 2.52 个百分点。对贸易业务来说, 最坏的时光也许已经过去。对其前景, 我们持谨慎乐观的态度。
- 公司化工产品的前景比较看好。尤其是电解液产品, 其发展空间很大。公司是国内电解液行业的龙头企业, 一旦公司电解液新建项目顺利建成投产, 产能将扩大近一倍。
- 六氟磷酸锂是电解液的核心材料, 目前价位在 35 万元/吨左右, 占电解液成本 50%左右, 是典型高技术、高难度、高风险的“三高型”精细化工产品。目前国内主要依赖进口。
- 公司正在筹建“300 吨六氟磷酸锂项目”。由实地调研得知, 项目仍处在建设之中, 预计 2009 年底前进行中试设备的调试。如果中试成功, 将扩产至 300 吨产能。鉴于六氟磷酸锂的制备难度, 项目的进展还有待于观察, 但很值得期待。
- 根据我们的预测, 公司 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.55 元、0.72 元、0.79 元, 对应的市盈率为 29.24、22.33、20.35 倍, 给予短期“谨慎推荐”, 长期“推荐”的投资评级。

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	312,672	3.21	12,756	58.38	0.53		28.6	
2009E	258,039	-17.47	13,220	3.64	0.55		27.6	
2010E	306,995	18.97	17,297	30.84	0.72		21.1	
2011E	344,795	12.31	18,897	9.25	0.79		19.2	

走势图



市场数据

2009-8-28

收盘价:	15.17 元
52 周最高价:	20.49 元
52 周最低价:	3.90 元
平均持仓成本:	17.46 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	24,000
流通 A 股 (万股):	24,000
每股收益 (元):	0.25
每股净资产 (元):	2.88
每股经营现金流 (元):	0.41
市净率:	5.27

分析师: 潘喜峰

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

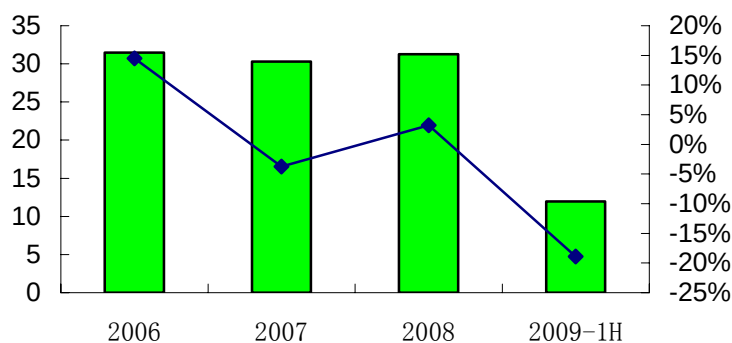
(邮编 200002)

一、经营现状分析：“减收增利” 彰显竞争实力

2009年上半年，公司实现营业收入11.95亿元，比上年同期减少18.88%；实现营业利润8184.06万元，比上年同期增长22.55%；实现归属于母公司所有者的净利润6013.93元，比上年同期增长12.07%。从具体业务上看，贸易业务实现营收10.76亿元，同比减少19.53%；化工产品实现营收1.20亿元，同比减少11.12%。贸易业务受金融危机的冲击相对更大。从盈利上看，贸易业务的毛利率为11.22%，同比增长了2.52个百分点；化工产品的毛利率为34.63%，同比增长了3.31个百分点。

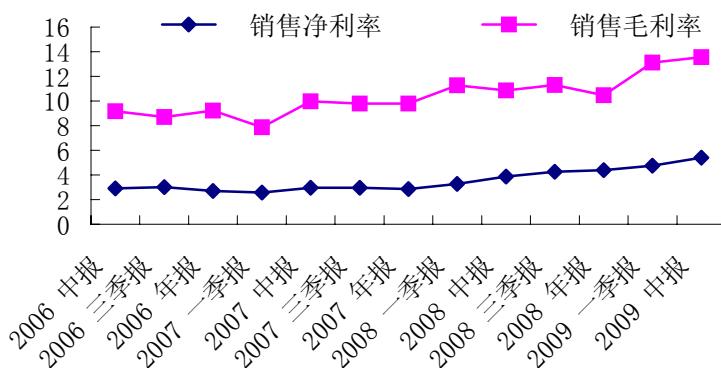
图 1：近几年公司的营收及增长率

单位：亿元



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

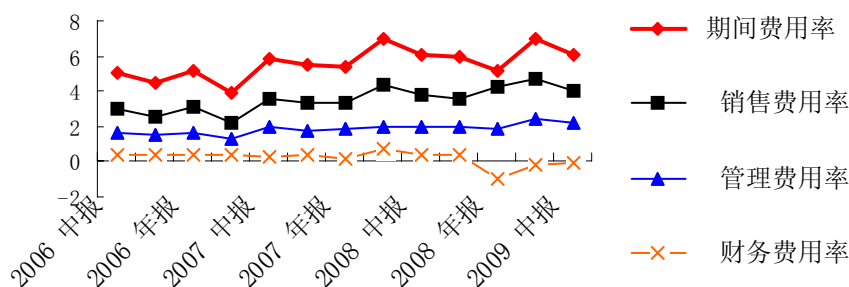
图 2：公司的毛利率和净利润率变化



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司业务呈现出“减收增利”的现象。产生这一现象的原因主要有下面几个：1) 公司通过积极研判市场变化和优化出口商品结构和市场结构，公司各类产品的毛利率均有不同程度的提高，这在一定程度上克服了金融危机带来的需求不足的不利影响。2) 期间费用控制较好。尤其是通过采用远期结汇手段，使财务费用同比减少689.45万元。

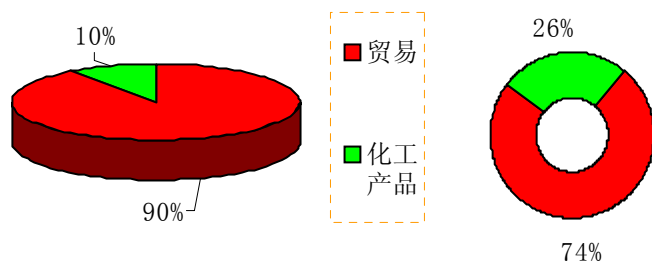
图 3：公司的期间费用率变化



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

从营收结构上看，贸易业务是营收的绝对主力，营收占比高达90%；化工产品的营收占比较小，只有10%。但从盈利能力上来看，化工产品的盈利能力更强，贡献了公司26%的毛利。由于公司所属华荣化工分公司是高新技术企业，所得税率只有15%，因此，从净利润率的角度来看，化工产品的盈利能力比从毛利的角度来看更要突出。

图 4：公司的营收结构和毛利占比



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

综上，公司的营收受到金融危机的影响较大。但是公司通过各种有效的应对措施，成功的化解了经济危机带来的各种不利影响。“减收增利”现象彰显了公司在贸易业务方面的丰富经验、超强的应变和竞争能力。目前，全球经济已经呈现出企稳复苏的迹象。公司的业绩在2009年下半年进一步回升可能性很大。

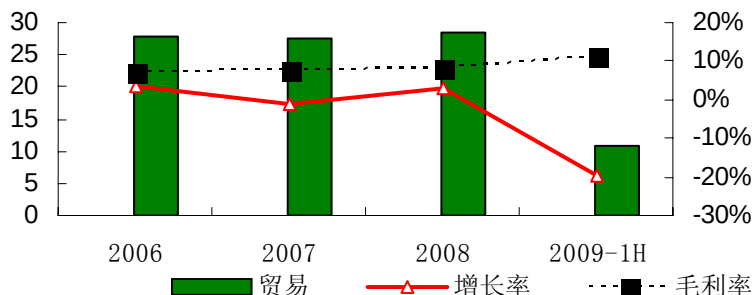
二、具体业务分析

2.1 贸易业务：稳步发展，但短期难有惊喜

从最近几年的情况看，公司贸易业务的增长幅度不大。受金融危机影响，2009年贸易业务营收的减少幅度达到了19.53%。即使下半年全球的经济形势好转，贸易业务的营收超过2008年的可能性较小。公司的经营能力较强。贸易业务的毛利率呈逐年稳步上升的态势。尤其是2009年上半年，毛利同比增加2.52个百分点。在2009

年上半年的经济形势下，能做到这一点是难能可贵的。由于基数效应，2009年下半年，公司贸易业务的盈利能力同比增加趋势将更加明显。

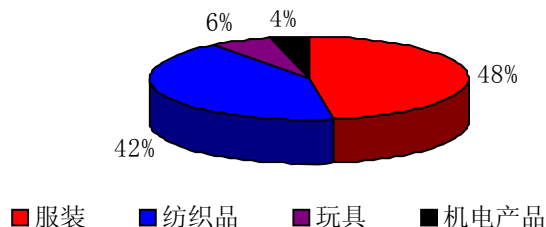
图 5：贸易业务的营收、增长率和毛利率变化 单位：亿元



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

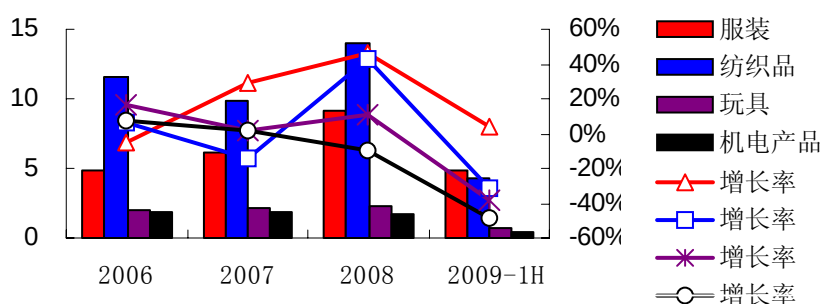
公司的贸易业务主要涉及服装、纺织品、玩具和机电产品等级大类。其中服装的占比高达48%、纺织品的占比高达42%。玩具和机电产品的占比较小，合起来只有10%。受金融危机影响，上述产品的需求具有不同程度减少。但是公司审时度势，积极研判市场变化和优化出口商品结构和市场结构，增加服装等盈利能力强的产品的出口，增加对美国的出口。2009年上半年，在其它产品的营收同比均不同程度下降的情况下，服装产品的保持了稳定。同时在其他市场的销售额均不同程度下降的情况下，实现美国市场销售额同比增加9.39%。

图 5：贸易业务的收入结构



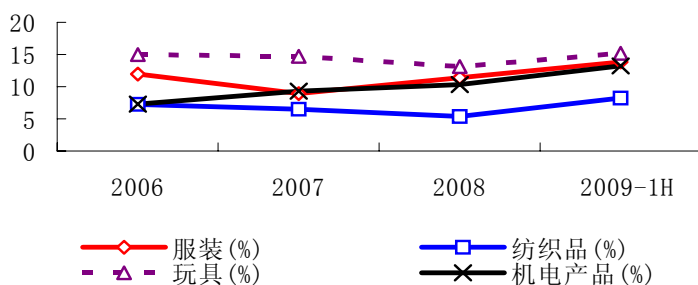
资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图 6：贸易业务相关产品的营收和增长率 单位：亿元



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图 7：贸易业务相关产品的毛利率



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

从对全球经济形势的判断和对公司实地调研的反馈两个角度看，最坏的时光已经过去，行业的拐点已经来临。我们看好公司的贸易业务。主要理由如下：1) 全球经济正在复苏；2) 公司以贸易起家，自身的经验丰富、应变和竞争能力很强；3) 国内的政策环境较好；4) 公司地处张家港，地理位置条件优越，并且周围的产业配套条件较好。因此公司有一定的成本优势。综上，我们认为公司的贸易业务将明显企稳回升，在未来将保持稳健发展的态势。但是从近几年的营收变化情况看，贸易业务的营收实现爆发式增长的可能性不大，除非全球的经济恢复速度超预期。

2.2 化工产品要看电解液、核心竞争力要看六氟磷酸锂

2.2.1 锂离子电池电解液行业背景分析

由于在前期的系列报告“二次电池行业报告”、“2009 年下半年电池板块投资策略”已经详细论述了锂电池行业的相关背景和其在新能源汽车领域的巨大潜力，因此不再赘述，这里只对电解液行业分析论述。

(1) 锂离子电池电解液的发展历程

电解液是锂电池产业链上的重要组成部分，占锂电池成本的 12%左右。电解液的主要成分为 EC、DMC、EMC 等有机溶剂和六氟磷酸锂、六氟硼酸锂等电解质盐组成。其发展主要经过 3 个阶段：第一阶段，富含碳酸乙烯酯(EC)或碳酸丙烯酯(PC)的二元液体电解液。此时的锂离子电池性能较差，容量也较低，主要应用于手机电池领域。第二阶段，富含碳酸二乙酯(DEC)、碳酸二甲酯(DMC)等低黏度组分的电解液。此时锂离子电池性能和容量大幅度提高，电池寿命大大延长，镍氢、铅酸电池市场被快速替代。第三阶段，多元化液态锂离子电池电解液。此阶段，电池性能得以进一步提高，功能化、专业化更加明显，从而推动了锂离子电池产业进入飞速发展时期。此时，锂离子电池不断抢占传统电池的市场份额，同时又在不断拓展新的应用领域。未来锂离子电池电解液的发展将向着更安全、更稳定、更长寿命的方向发展。

(2) 我国锂离子电池电解液产业的现状

目前国内电池生产商电解液配套也已基本实现国产化。国内主要的电解液的生产企业有江苏国泰控股子公司华荣化工、杉杉股份所属东莞杉杉、珠海赛纬电子、天津金牛、汕头金光、广州天赐等 10 余家。上述公司的年生产能力都在千吨级以上，可满足我国目前的锂电池生产需要，并有部分出口。其中，华荣化工、珠海赛纬电子定位高端市场，其他企业只能做中低端市场。目前全球锂电池电解液市场供求基本平衡，主要是靠存量锂电池市场，未来市场增量要看动力锂电池市场，特别是电动汽车一旦兴起，将带来电解液的爆发性增长。电解液行业仍然具有很大发展潜力。

(3) 六氟磷酸锂是锂电解液的核心材料

六氟磷酸锂，分子式为 LiPF_6 ，白色晶体，稳定性较差，易与水反应，加热可分解为 LiF 和 PF_5 。 LiPF_6 可溶于无水氟化氢、低烷基醚、腈、吡啶和醇等非水溶剂，但难溶于烷烃和苯等有机溶剂。 LiPF_6 易与酸反应生成 PF_5 和锂盐。 LiPF_6 在非水溶剂体系中的电导率与 LiAsF_6 相近，含有 LiPF_6 的有机电解液具有良好的导电性和电化学稳定性，因此是目前锂离子电池电解液的首选电解质。

90 年代锂离子电池问世时，六氟磷酸锂产品完全被关东电化学工业、SUTERAKEMIFA、森田化学等几家日本企业垄断，1997 年的售价高达 12000 元/公斤。即使是现在，六氟磷酸锂的售价也在 35 万元/吨左右，占电解液成本的 50% 左右。其成本只有 10 万元/吨左右，毛利率高达 70% 以上。国内电解液生产厂家基本都从日本企业采购。这是国内电解液的成本居高不下的主要原因。国内目前只有天津金牛拥有唯一自主知识产权的锂离子电池用六氟磷酸锂生产线、生产能力为 250 吨/年。面对国际金融危机和需求萎缩的严峻挑战，该公司凭借手中的自主知识产权产品，市场份额不减反增，2008 年销售收入一举突破 1 亿元。2009 年公司正在筹建年产 400 吨六氟磷酸锂生产装置。

六氟磷酸锂作为锂离子电池的关键配套材料，其纯度要求大于 99.9%，水分和游离酸含量要求分别小于 20ppm 和 150ppm。但是其特点却是极易吸潮而分解。因此其生产技术涉及低温、高温、真空、高压、耐腐、安全以及环保等方面的要求，设备要求高，工艺难度大，危险性大，是典型的高科技、高危生产环境、高难生产的“三高”技术产品。六氟磷酸锂的主要制备方法有气固反应法、有机溶剂法、离子交换法、氟化氢溶剂法等 4 种方法。氟化氢溶剂法虽然使用了腐蚀性介质氟化氢，但由于五氟化磷与氟化锂都易溶于氟化氢中，可以在液相中发生均相反应，使整个反应易于进行和控制，因此，该法是目前所有制备六氟磷酸锂方法中最易实现产业化的一种方法。目前，六氟磷酸锂工业化生产大部分都采用氟化氢溶剂法。

表1 六氟磷酸锂的几类主要制备方法

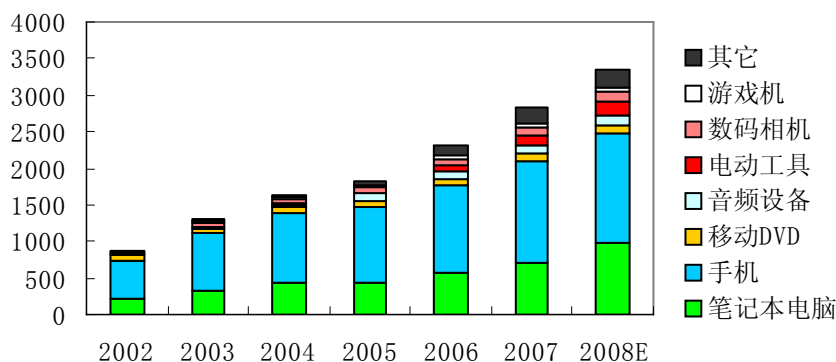
方 法	优 点	缺 点
气固反应法	操作相对简单。	制备均一多孔的LiF 难度大，难以工业规模化生产。
有机溶剂法	避免使用剧毒易挥发的氟化氢。	五氟化磷会和有机溶剂发生反应，而引起聚合、分解，导致很难获得高纯度的产品。
离子交换法	避免了使用昂贵的五氟化磷作为原料。	其中使用的醇基锂或氨等同样会和有机溶剂发生类反应，且成本高，必须使用无水溶剂。
氟化氢溶剂法	整个反应易于进行和控制。	使用了腐蚀性介质氟化氢。

资料来源：东北证券金融与产业研究所

(4) 电解液产品的市场分析

电解液的下游是各类锂离子电池。锂离子电池的应用领域十分广泛，目前在手机、笔记本电脑、电动工具、数码相机、音频设备和游戏机等领域都有重要应用。手机市场和手提电脑市场一直是锂离子电池的最主要市场，这一趋势在短期内仍然不会改变。但从长期来看，新能源汽车、电动自行车、电动工具、太阳能和小风电的储能、3G 手机等领域给锂离子电池行业带来了巨大的想象空间。锂离子市场的传统格局必将会被打破。

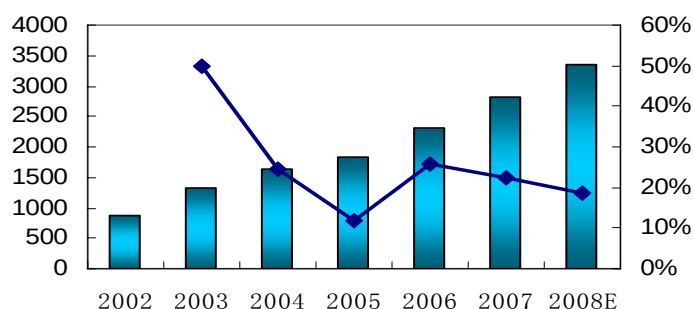
图 8 2002-2008 世界各种用途锂电池的需求量 单位/百万支



资料来源：东北证券金融与产业研究所

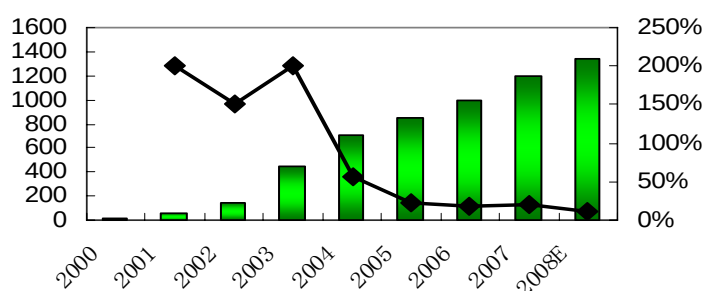
自产业化以来，世界锂离子电池的总产量逐年增长，但近三年其增长率却呈逐年降低的趋势。预计 2009 受经济危机的影响，全球锂离子电池的增长率将低于 15%。我国锂离子电池总产量已经过了前期的爆发式增长过程，现已进入平稳增长的阶段。目前我国生产的锂离子电池产品基本以用于手机的方形电池为主。受到金融危机的影响，2008 年我国锂离子电池的增长率将下降到 11% 左右。2009 年全世界小型二次电池的生产总量仍将维持一定的增长，但增速预计将继续放缓。

图 9 2002-2008 年世界锂离子电池产量及增长率 单位：百万支



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

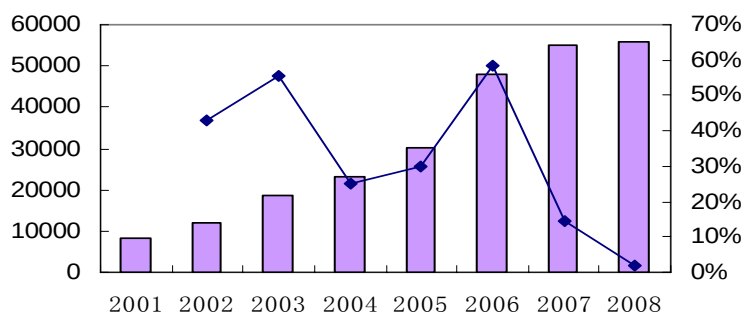
图 10 2000-2008 年中国锂离子电池及增长率 单位：百万支



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

据工信部统计，2008 年，我国的手机出货量约为 55964 万部，比上年仅增长 2%。2009 年 1-6 月，工信部监测的手机生产企业累计生产 1.83 亿部，同比下降 7.1%；累计销售 1.84 亿部，同比减少 7.2%；累计完成出口 1.07 亿部，同比减少 5.9%。2009 我国的锂离子手机电池生产商无疑将面临较大的市场下滑压力。但是随着传统消费旺季的到来，销量下滑的幅度有望减小。

图 11 2001-2008 年我国手机出货量及增长率 单位：万部

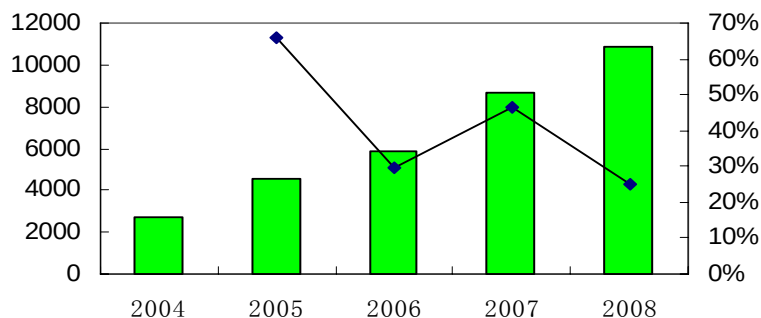


资料来源：工信部、东北证券金融与产业研究所整理

同样据工信部统计，2008 年，我国笔记本电脑的出货量为 10858 万台，同比增长 25.22%，增速与 2007 年相比明显减小。未来笔记本电脑市场的增长将主要在

于小型笔记本电脑的增长。美国 Gartner 公布预测称，09 年的供货量将达到 800 万台，而到 2012 年可能会增加到 5000 万台。小型笔记本的走俏将给笔记本电脑电池生产商新的商机。

图 12 2004-2008 年我国手提电脑出货量及增长率 单位：万台



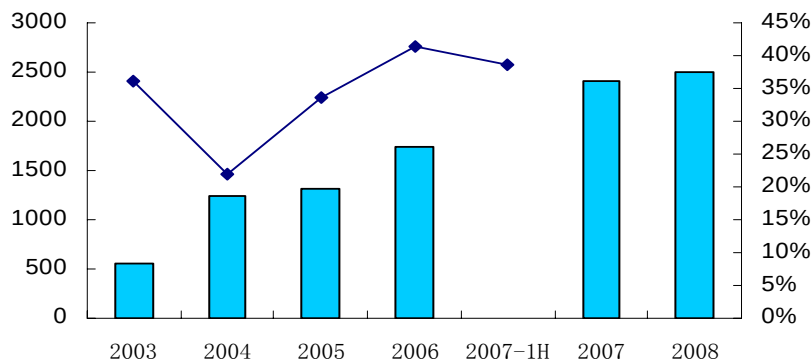
资料来源：工信部、东北证券金融与产业研究所整理

从存量市场看，锂离子电池的增长受经济危机的影响将明显放缓。但是从未来的增量市场看，新能源汽车、电动自行车、电动工具、太阳能和小风电的储能、3G 手机等领域给锂离子电池行业带来了巨大的想象空间。从长期来看锂离子电池行业仍然仍有很大发展潜力，而锂电解液行业无疑将也会从中受益。

2.2.2 公司电解液业务分析

2002 年 6 月，公司的控股子公司华荣化工建成了 200 吨/年锂离子电池电解液批量生产线，成为国内最早实现工业化生产锂离子二次电池电解液的企业。2008 年公司电解液的实际产量已经高达 2500 吨左右。华荣化工也已经成为目前是国内最大、世界第二大电解液生产商。公司的研发实力和产品门类在国内都处于领先地位。公司在化工园区正在建设新的电解液生产装置，预计 2009 年年底可建成投产，届时公司电解液产能将达到 5000 吨，有可能成为世界第一位。

图 13：公司历年电解液产量和毛利率 单位：吨



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

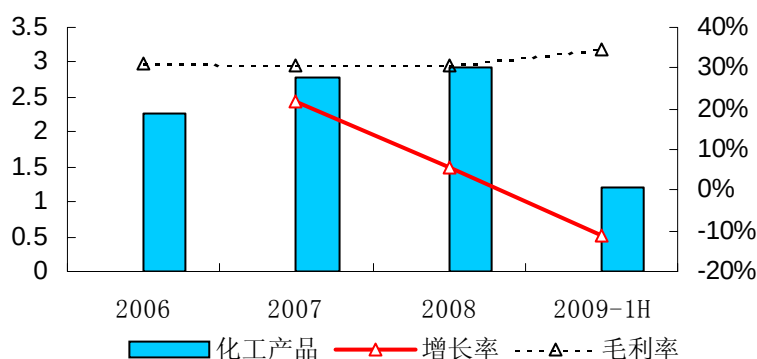
由于近几年公司不但单独披露电解液产品的营收和毛利率数据，我们只能从华荣化工的整体营收和毛利率来间接分析电解液产品的营收和盈利状况。公司化工产品基本由电解液和硅烷偶联剂两大系列产品组成。

2008年，公司硅烷偶联剂产品的产量为1000吨左右，毛利率为百分之十几。由此可以作这样的推测：电解液产品的营收应占化工产品营收的三分之二左右，而电解液产品贡献的净利润的比例则更应该在此比例之上。2009年上半年，公司化工产品的综合毛利率为34.63%，同比增加3.31个百分点，化工产品的净利润率也高达19.28%，同比增长了2.88个百分点。由此可见，公司电解液产品的盈利能力一直维持在较高水平。

受产能和下游需求的限制，我们认为2009年公司电解液产品的营收应该和2008年大体持平，盈利小幅增加。2010年，随着全球经济形势的好转、下游需求的增长和公司产能的增加，电解液产品的营收和利润将有较大幅度增长。我们看公司电解液产品的持续发展潜力。

图 14：化工产品的营收、增长率和毛利率

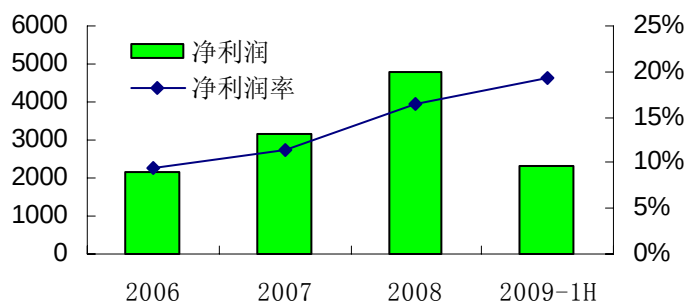
单位：亿元



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图 15：

单位：



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

在关注公司电解液扩产项目进展的同时，我们更关注公司“300吨六氟磷酸锂

项目”。由实地调研得知，项目仍处在建设之中，预计2009 年底前进行中试设备的调试。如果中试成功，公司将扩产至300 吨产能。鉴于六氟磷酸锂的制备难度，我们对该项目暂时持谨慎乐观的态度。项目的进展还有待于观察。但毋庸置疑的是，一旦公司成功，公司电解液业务的竞争能力将有较大增强。因此项目很值得期待。

三、估值分析和盈利预测

预测假设：

- 1、2010年全球经济形势好于2009年；
- 2、电解液新建项目如期建成投产；
- 3、人民币汇率不出现大幅波动；
- 4、国家出口退税政策不出现大的变动。
- 5、暂不考虑“六氟磷酸锂项目”对公司业绩的影响。

根据我们的预测，公司2009、2010、2011年的每股收益分别为0.55元、0.72元、0.79元，对应8月28日收盘价16.08 元的市盈率为29.24、22.33、20.35倍，给予短期“谨慎推荐”，长期“推荐”的投资评级。

表 2 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	312,672	258,039	306,995	344,795
减：主营业务成本	279,927	258,039	306,995	344,795
减：主营业务税金及附				
加	217	258	307	345
营业费用	13,352	10,322	12,894	15,861
管理费用	5,907	5,161	6,140	6,896
财务费用	-3,183	-181	-153	-172
资产减值损失	711	700	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	-53	0	0	0
二、营业利润	15,688	17,825	23,142	24,999
加：营业外收入	1,758	450	400	400
减：营业外支出	48	50	0	0
三、利润总额	17,399	18,225	23,542	25,399
减：所得税费用	3,718	4,009	4,944	5,080
四、净利润	13,680	14,215	18,598	20,319
归属于母公司所有者的				
净利润	12,756	13,220	17,297	18,897
少数股东损益	924	995	1,302	1,422
六、每股收益（元）	0.53	0.55	0.72	0.79

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