

新能源汽车电解液首选投资标的

江苏国泰 (002091) 评级: 增持 (首次)

股价: 28.31 元 目标价位: 33-36 元 深度报告

2010 年 8 月 23 日 星期一

分析师: 吴文钊

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

执业证书编号: S0630210070003

6 个月目标价位 33-36 元

升值潜力 17-27%

目标价确定日期: 2010-8-20

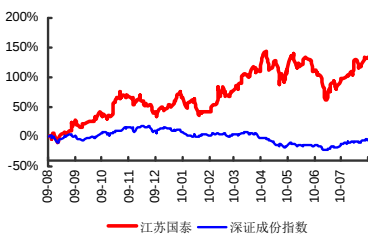
重要数据

总股本(亿股)	3.00
流通股本(亿股)	2.35
总市值(亿元)	84.93
流通市值(亿元)	66.53

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	23.79	13.95
3 个月	10.81	-0.19
6 个月	32.41	42.28

个股相对深圳成指走势图



相关报告:

1. 《新能源汽车: 低碳大潮下的必然选择》 2010-4-29

投资要点

- **我们对公司的总体判断:** 电解液是锂电池关键材料之一, 对于锂电池性能有着重要影响, 电解液生产企业也因此锂电产业链中有着重要地位。公司是国内最早实现电解液工业化生产, 且迄今仍为产量最大、品质最高、盈利能力最强的行业龙头企业, 竞争优势非常突出, 行业地位难以取代。随着新能源汽车发展热潮的兴起, 公司电解液业务必将充分受益。我们因此将公司定义为新能源汽车锂电池产业链中电解液领域的首选投资标的, 建议投资者重点关注。
- **电解液业务优势突出、潜力巨大。** 公司电解液业务研发能力强、技术工艺领先、产量规模大、产品品质高、盈利能力强, 公司还具有原材料采购便利以及雄厚的客户资源优势。电解液业务不仅将继续受益消费电子领域需求的稳定增长, 更有可能随着新能源汽车的发展热潮而迎来爆发式增长。我们测算新能源汽车将带来电解液行业需求的成倍扩充, 公司作为行业龙头必将充分受益。
- **外贸业务将稳定增长。** 我国出口贸易已强势复苏, 外贸行业经营形势不断向好。公司致力于“做强做精做优”外贸业务, 将继续调整出口产品结构, 增加服装等附加值高的产品出口比例。由此, 公司外贸业务盈利能力有望继续提升, 外贸业务利润也将稳定增长。
- **首次给予“增持”评级。** 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.60、0.74、0.93 元。参考新能源汽车类其它公司的估值情况, 作为锂电池电解液领域的首选投资标的, 我们认为公司应按 2010 年 55-60 倍 PE 估值, 合理价格为 33-36 元, 首次给予其“增持”评级。

目录

1.	公司概况: 外贸稳定增长, 电解液业务潜力巨大	3
1.1	1.1 主营贸易和化工, 电解液业务是最大亮点	3
1.2	1.2 经营管理能力很强, 利润增速始终高于收入增速	4
1.3	1.3 外贸稳定增长, 电解液业务将充分受益新能源汽车发展	6
2.	2. 电解液业务: 优势突出、潜力巨大	6
2.1	2.1 电解液行业龙头企业	6
2.2	2.2 电解液业务优势突出, 盈利能力强	7
2.3	2.3 消费电子领域需求持续扩张	8
2.4	2.4 新能源汽车将带动电解液需求成倍增长	9
2.5	2.5 进军六氟磷酸锂, 公司有望抢占行业制高点	10
3.	3. 外贸业务: 结构调整带动稳定增长	10
3.1	3.1 我国出口贸易强劲复苏	10
3.2	3.2 公司结构调整促进外贸盈利稳步增长	12
4.	4. 盈利预测与估值	13

图形目录

图 1.	公司主营业务情况	3
图 2.	公司营业收入结构 (2010H1)	4
图 3.	公司净利润结构 (2010H1)	4
图 4.	公司近年来营业收入及增速情况	5
图 5.	公司近年来净利润及增速情况	5
图 6.	公司净利润增速始终高于收入增速	5
图 7.	近年来全球二次锂电池市场规模与预测	8
图 8.	近年来我国二次锂电池产量及预测	8
图 9.	近年来我国月度外贸出口总额及增速	11
图 10.	近年来我国纺织品月度出口额及增速	11
图 11.	近年来我国服装月度出口额及增速	12
图 12.	公司服装出口毛利率远大于纺织品出口毛利率	12
图 13.	公司近年来纺织与服装出口收入对比 (万元)	13
图 14.	服装出口占公司外贸业务比重持续提升	13

表格目录

表 1.	国内外主要电解液厂商概况	7
表 2.	全球电动汽车 (混合动力和纯电动) 需求预测 (万辆)	9
表 3.	全球新能源汽车用锂电池电解液需求预测 (万公斤)	10
表 4.	全球主要六氟磷酸锂生产企业概况	10
表 5.	部分新能源汽车类公司估值情况	14
表 6.	公司主营业务收入及毛利预测	14

近期我们赴公司进行了实地调研，与公司高管就企业生产经营情况以及行业发展趋势进行了交流，现将调研中得到的重要信息以及我们的分析阐述如下：

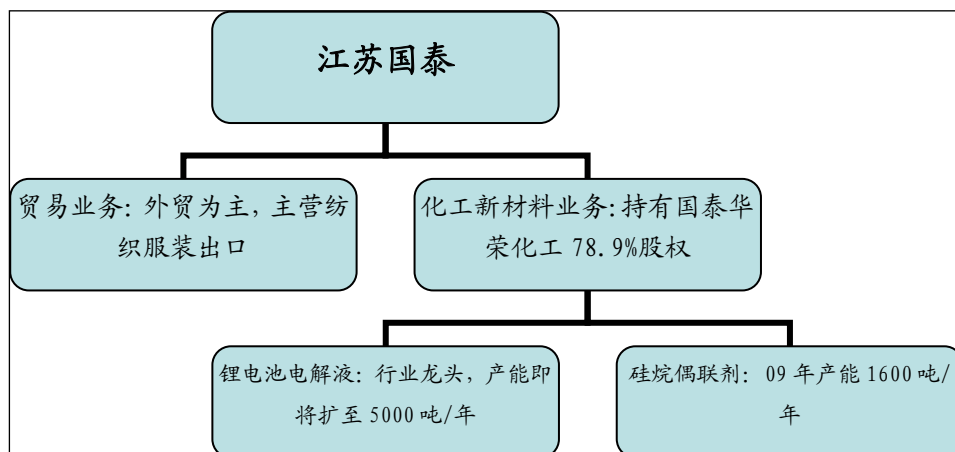
1. 公司概况: 外贸稳定增长，电解液业务潜力巨大

1.1 主营贸易和化工，电解液业务是最大亮点

公司是江苏国泰集团旗下唯一的上市公司。国泰集团是国内领先的出口贸易企业，2009 年集团实现销售收入 172.35 亿元，在同行中名列前茅。在“2009 中国企业 500 强”中，国泰集团列第 302 位，在“2009 中国服务业企业 500 强”中，国泰集团列第 91 位。

公司的主营业务可分为贸易和化工新材料两块。在贸易领域，公司主要从事纺织服装的出口，内贸业务占比很小；在化工领域，公司主营产品为锂电池电解液和硅烷偶联剂，其中电解液占化工业务收入和利润的绝大多数。

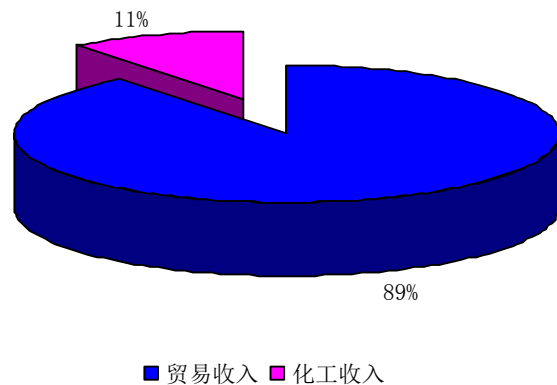
图1. 公司主营业务情况



资料来源: 东海证券研究所

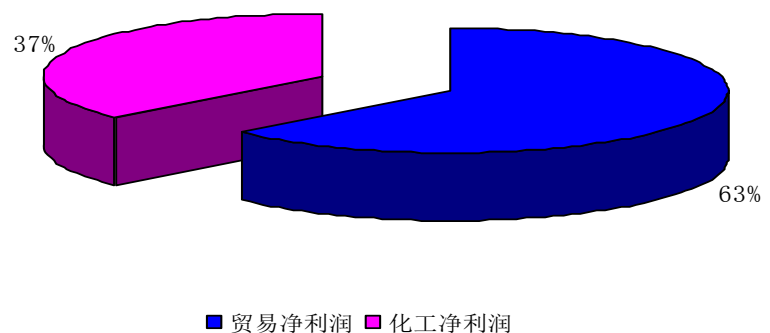
在公司目前的业务结构中，以电解液为主导的化工业务收入占比较小，但盈利能力远高于贸易业务。截止今年年中，公司化工业务收入占比为 11%，但净利润占比已达 37%。由于公司电解液业务增速远高于其它业务，未来随着新能源汽车领域的需求释放，电解液业务更有可能迎来爆发式增长。显而易见，电解液业务是公司的最大亮点，同时也是公司未来业绩增长的关键。

图2. 公司营业收入结构 (2010H1)



资料来源：公司中报、东海证券研究所

图3. 公司净利润结构 (2010H1)



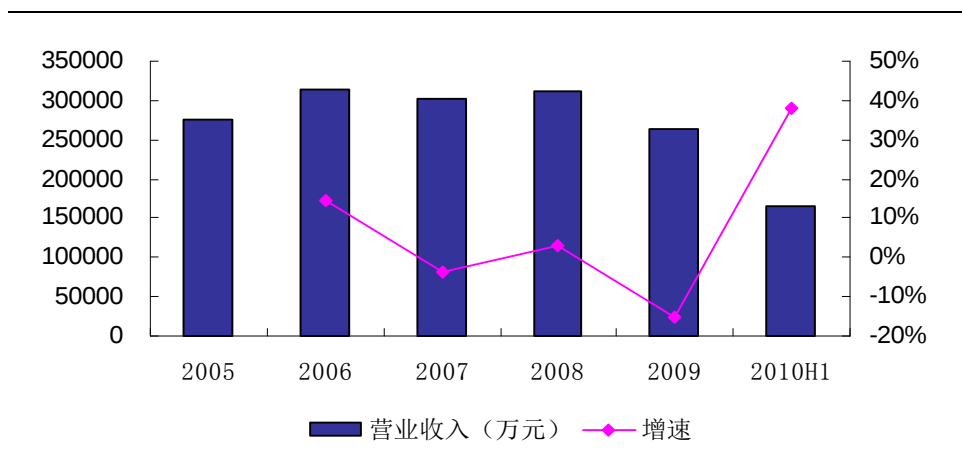
资料来源：公司中报、东海证券研究所

1.2 经营管理能力很强，利润增速始终高于收入增速

近几年来，由于受国际金融危机以及公司主动调整产品结构影响，公司营业收入有所起伏。尽管如此，公司的净利润却始终保持了较快增长。尤其在2009年，公司营业收入同比下滑了15.33%，但净利润却同比上升了15.65%，由此可以看出公司极强的经营管理能力。

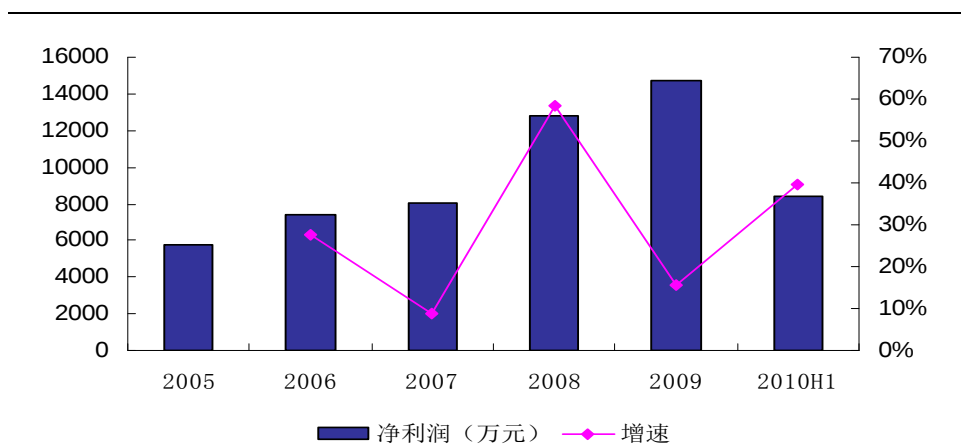
今年上半年，公司实现营业收入16.48亿元，同比增长37.93%，归属母公司净利润8391万元，同比增长39.53%，净利润增速再次高于收入增速说明公司的盈利能力得到了进一步提高。

图4. 公司近年来营业收入及增速情况



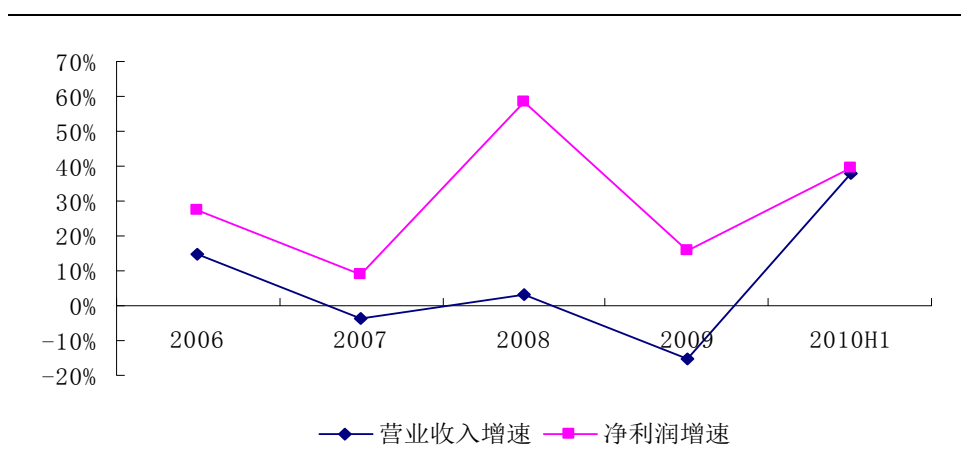
资料来源：公司定期报告，东海证券研究所

图5. 公司近年来净利润及增速情况



资料来源：公司定期报告，东海证券研究所

图6. 公司净利润增速始终高于收入增速



资料来源：东海证券研究所

1.3 外贸稳定增长，电解液业务将充分受益新能源汽车发展

随着全球经济复苏，09年下半年以来我国出口贸易已开始稳步复苏，今年以来的复苏势头则尤为强劲。在出口整体形势不断向好的背景下，公司外贸业务可轻松实现稳定增长。此外，公司还将继续推行结构调整战略，不断提高服装等高附加值产品出口比重，由此公司出口业务的盈利能力也将继续增强。

公司为国内最早实现锂电池电解液工业化生产，且迄今仍为产量最大、品质最高、盈利能力最强的电解液龙头企业。公司电解液产能即将扩至5000吨/年，旗下亚源高新公司的六氟磷酸锂则将于10月底前开始中试生产，公司有望抢占电解液行业的又一制高点，获得更为可靠的原料供应以及更高的盈利能力。电解液需求不仅将继续受益于消费电子产品的稳定增长，同时更有可能随着新能源汽车发展热潮的兴起而迎来爆发式增长。我们预测，新能源汽车将带来电解液需求的成倍增长，公司作为行业龙头必将充分受益。

我们认为，公司外贸业务可提供稳定增长的业绩支撑，电解液业务又具备超强的竞争实力，将来更有爆发式增长的可能。基于此，我们认为公司是投资新能源汽车锂电产业链中电解液领域的首选标的。有关公司两大业务的具体情况，接下来我们将详细阐述。

2. 电解液业务：优势突出、潜力巨大

2.1 电解液行业龙头企业

电解液是锂离子电池必需的关键材料之一，在电池正负极之间起到传导电子的作用，电解液的品质优劣对于锂电池的性能有着重要影响。公司是锂电池电解液国产化的先驱。2002年6月，公司成为了国内第一家实现电解液工业化生产的企业，在此之前，国内的锂电池电解液完全依赖进口。

公司电解液项目成立之初产能仅200吨/年，经过逐步扩产，目前产能已达2000吨/年。由于国内电解液需求快速增长，公司电解液近几年一直处于供不应求状态。2009年，公司电解液销量约为2700吨，产能利用率高达135%。

公司目前已是仅次于日本宇部兴产和韩国三星的全球第三大锂电池电解液厂商。不仅如此，公司还在进行电解液的异地改扩建项目，这一项目将新增电解液产能3000吨/年，完成后公司电解液总产能将达到5000吨/年，公司完全有可能据此成为全球最大的锂电池电解液生产企业。

表1. 国内外主要电解液厂商概况

厂商	产量	备注
宇部兴产（日本）	2008 年 3750 吨	
三星（韩国）	2008 年 3410 吨	
国泰华荣	2009 年 2700 吨	产能即将扩至 5000 吨/年
三菱化学（日本）	2008 年 2100 吨	
天津金牛	2009 年约 2000 吨	产能 5000 吨/年
东莞杉杉	2009 年约 1500 吨	产能 3000 吨/年
新宙邦	2009 年约 1200 吨	产能拟扩至 2400 吨/年

资料来源: 东海证券研究所

2.2 电解液业务优势突出，盈利能力强

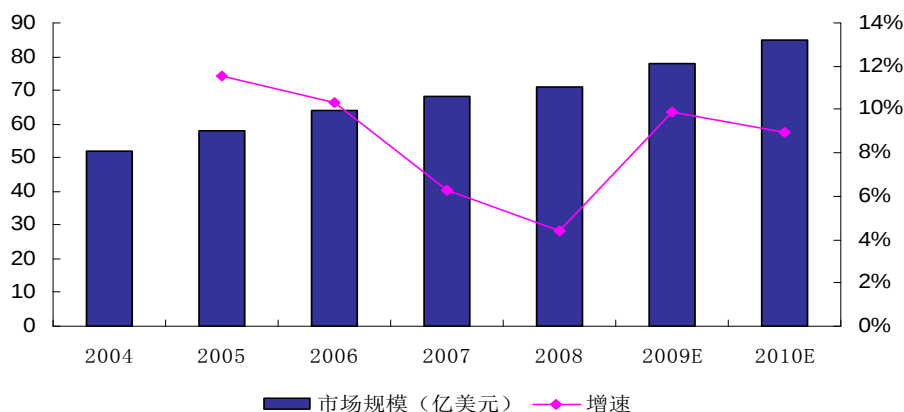
作为拥有众多第一的国内电解液龙头企业，公司这一业务具有非常突出的竞争优势，这也成就了公司电解液产品领先的盈利能力。

- ◆ 作为一种电子级化学品，生产电解液不仅需要很强的技术开发能力，而且需要长期的生产工艺积累。公司是国内第一家实现电解液工业化生产的先驱企业，同时还是国家火炬计划重点高新技术企业，参与了多项有关电解液的国家级科技攻关项目。公司在电解液领域长期积累起来的雄厚技术储备和开发能力是国内竞争对手难以企及的。
- ◆ 公司电解液产销量位居国内第一，全球第三，具有明显的规模优势。
- ◆ 生产电解液的核心原料为六氟磷酸锂，这一产品基本为日本企业垄断。2005 年，世界最大的六氟磷酸锂企业日本森田在张家港设立了生产基地，目前产能为 600 吨/年。由于同处张家港，公司采购森田产品不仅有地利之便，双方也已建立了良好的合作关系，公司的采购成本也竞争对手更为低廉。
- ◆ 公司产品质量已达到国际领先水平，先后通过了韩国三星、LG、日本索尼等国际巨头的认证并实现批量出口，公司也由此积累了强大的客户资源优势。日本索尼、深圳比克、天津力神、万向电动车等国内著名电池厂商都将公司作为电解液的第一供应商。
- ◆ 正式由于以上诸多优势，公司不仅产销规模大，品质也高于国内竞争对手。公司产品已树立中高端品牌形象，销售均价超过 9 万元/吨，毛利率更是高达 40%左右，售价及盈利水平平均明显超越国内竞争对手。

2.3 消费电子领域需求持续扩张

当前，锂电池仍主要用于手机、笔记本电脑、数码娱乐产品等消费电子领域。我国和韩国、日本是全球的锂电池制造中心，总共占据全球 99% 以上的锂电池生产量。从全球范围看，尽管锂离子电池的需求增长速度已有所放缓，但仍保持着 10% 左右的稳定增长。在新一代互联网、3G 移动通讯技术加快普及的背景下，笔记本电脑、上网本、3G 手机等领域的新产品正层出不穷的涌现，可以预见未来消费电子领域的锂电池需求量仍将保持稳定增长，作为锂电池关键材料的电解液市场容量也将继续扩大。

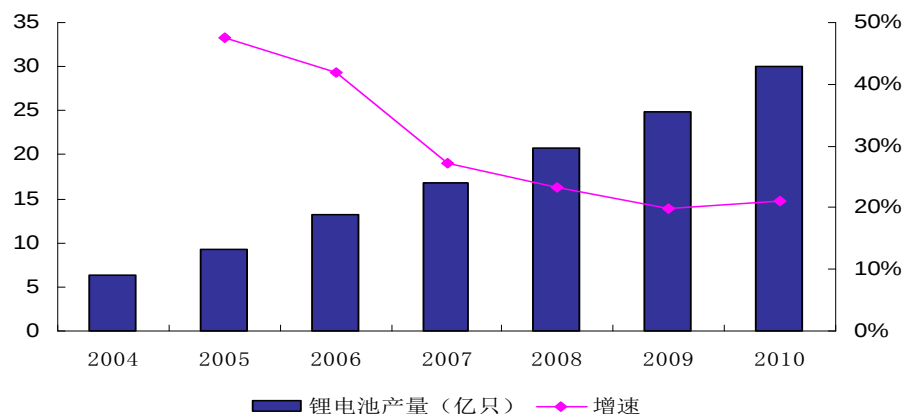
图7. 近年来全球二次锂电池市场规模与预测



资料来源：中国电子元件协会

我国已成为全球第三大锂电池生产国，不仅如此，全球锂电池生产还有加快向我国转移的趋势。近几年来，日本、韩国及台湾等地厂商都纷纷到大陆设厂。2004 年~2008 年间，我国锂电池产量年均增速高达 34.6%，远高于全球增长率。我们预计在未来 5-10 年内，我国锂电池产量仍将保持 20% 左右的高速增长，电解液需求量自然也将继续快速增长。据统计，2005 年我国电解液需求量约为 3000 吨，而 2009 年这一数值已升至 10000 吨左右，增速之快可见一斑。

图8. 近年来我国二次锂电池产量及预测



资料来源：中国电子元件协会

2.4 新能源汽车将带动电解液需求成倍增长

在低碳经济席卷全球的背景下，新能源汽车已成为各国在交通运输领域竞相发展的重点。日本已提出到 2020 年，“下一代”汽车要占其全国销量的 50%；美国则计划在 2015 年实现插电式混合动力车销量达到 100 万辆；我国则将新能源汽车列为了国家重点扶持的“战略性新兴产业”，并规划到 2020 年成为市场规模世界第一的新能源汽车产销大国。新能源汽车的发展热潮已经扑面而来，其产销量也即将迎来爆发式增长。

锂电池将作为新能源汽车的主流动力电池已成为业界共识，电解液则是必不可少的关键材料。随着新能源汽车规模的爆发式增长，这一领域的锂电池电解液需求将成倍扩大，以公司为代表的电解液领先企业则将获得极为巨大的发展空间。

- ◆ 据普遍预测，每辆插电式混合动力车约需电解液 40 公斤，而每辆纯电动汽车则需 80 公斤左右。
- ◆ 我们预测，到 2015 年，全球锂电汽车销量将达 300 万辆以上，约需电解液 28 万吨，这一规模是当前全球锂电池电解液需求量的 9 倍左右。
- ◆ 以我国为例，根据《汽车产业振兴规划》设定的目标，到 2011 年我国新能源汽车将占乘用车总量 5% 左右，即约为 50 万辆。按此测算，2 年内仅我国新增的电解液需求量就将在 2 万吨以上，这已是我国 09 年电解液需求总量的 2 倍。

表2. 全球电动汽车（混合动力和纯电动）需求预测(万辆)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
镍氢电池 HEV	92.7	150	220	210	190	170	143
镍氢电池汽车增速	87.27%	61.81%	46.67%	-4.55%	-9.52%	-10.53%	-15.88%
锂电池 HEV	1.8	15	40	60	75	70	58
锂电池 PHEV	0.33	20	80	140	220	280	320
锂电池 BEV	0.49	3	10	20	30	80	180
锂电汽车总计	2.62	38	130	220	325	430	557
锂电汽车增速	-	1350.38%	242.11%	69.23%	47.73%	32.31%	29.53%
电动汽车合计	95.32	188	350	430	515	600	700
电动汽车增速	92.41%	97.23%	86.17%	22.86%	19.77%	16.50%	16.67%
锂电汽车占比	2.75%	20.21%	37.14%	51.16%	63.11%	71.67%	79.57%

资料来源：东海证券研究所

表3. 全球新能源汽车用锂电池电解液需求预测(万公斤)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
HEV 需求量	14.4	120	320	480	600	560	460.8
PHEV 需求量	13.2	800	3200	5600	8800	11200	12800
BEV 需求量	39.2	240	800	1600	2400	6400	14400
合计	66.8	1160	4320	7680	11800	18160	27661

资料来源：东海证券研究所

2.5 进军六氟磷酸锂，公司有望抢占行业制高点

生产电解液的关键原料为六氟磷酸锂（LIPF6），这一原料占电解液生产成本的 50% 左右，毛利率更可高达 60% 以上。由于六氟磷酸锂生产技术难度极大，目前这一产品生产基本为几家日本企业所垄断。而国内迄今为止仅有天津金牛可量产六氟磷酸锂，但其品质仍较国外产品有较大差距，仅能用于生产中低端电解液。

作为国内电解液的龙头企业，公司致力于突破六氟磷酸锂这一核心技术。据介绍，公司旗下的亚源高新已在进行六氟磷酸锂的中试申报工作，并有望于今年 10 月底前开始中试。我们认为，公司的六氟磷酸锂项目虽然仍存在一定的研发风险，但凭着公司雄厚的财力和人力支持以及在电解液领域长期积累起来的技术和工艺储备，公司突破六氟磷酸锂技术只是时间问题。一旦中试取得成功，公司自产六氟磷酸锂即可投入量产，如此则公司将成功抢占行业制高点，获得更为可靠和低廉的原料供应以及更强的盈利能力。

表4. 全球主要六氟磷酸锂生产企业概况

生产企业	产能（吨）	主要客户
森田化学	960	三菱
关东电工化学	950	日本宇部
SUTERAKEMIFA	800	韩国 ECOPRO
森田张家港公司	600	江苏国泰及其他公司
天津金牛	250	自用
江苏国泰亚源高新	300	将进行中试
多氟多	200	将进行中试

资料来源：东海证券研究所

3. 外贸业务：结构调整带动稳定增长

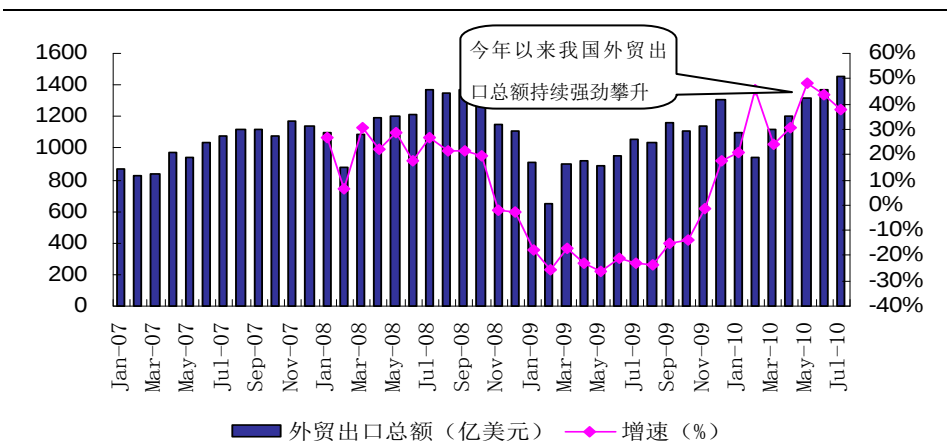
3.1 我国出口贸易强劲复苏

受国际金融危机影响，08 年四季度开始我国出口贸易额开始快速下滑，外贸企业普遍承受了巨大的经营压力。随着全球经济逐步回暖，09 年下半年开始我国出口贸易逐步回升，今年以来复苏势头则尤为强劲。2010 年春节以后，我

国月度出口额节节走高，7月份我国出口贸易额已达1455亿美元，再次创出历史新高。今年1-7月，我国出口贸易总额达到8506亿美元，同比增长35.65%。

虽然当前全球经济局势仍面临较多不确定因素，但金融危机肆虐的最坏时期已经过去，全球经济已经重回增长轨道也是不争的事实。此外，全球经济的分工格局不可能在短时间改变，促进出口也仍然是我国的基本经济政策。由此，我们认为我国当前的出口复苏势头仍将持续，从长期来看，我国出口贸易也仍有巨大的成长空间。

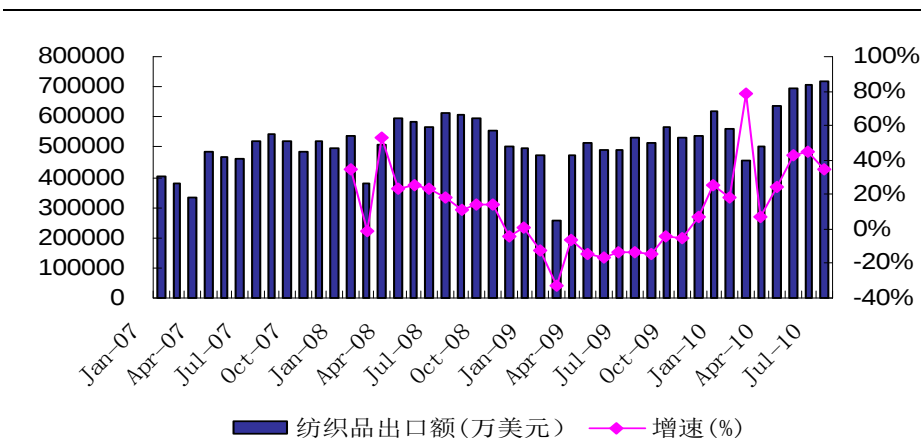
图9. 近年来我国月度外贸出口总额及增速



资料来源: wind

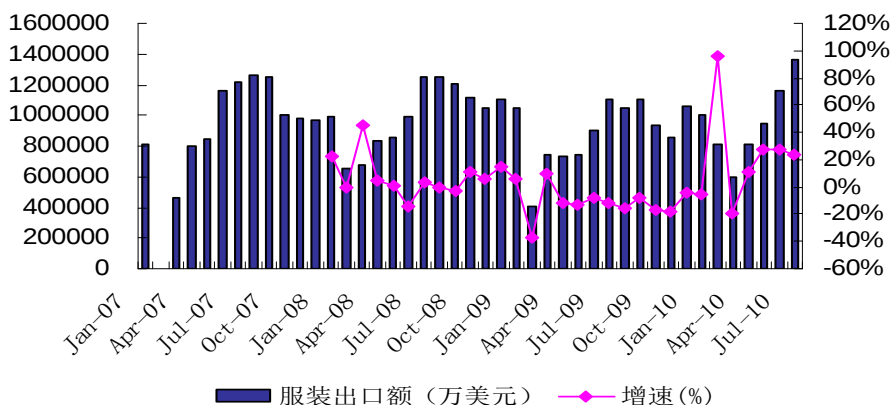
江苏国泰出口的主营产品为纺织和服装。同我国外贸行业的整体形势一样，这两类产品的出口额也已强势复苏并在近期创下历史新高。

图10. 近年来我国纺织品月度出口额及增速



资料来源: wind

图11. 近年来我国服装月度出口额及增速



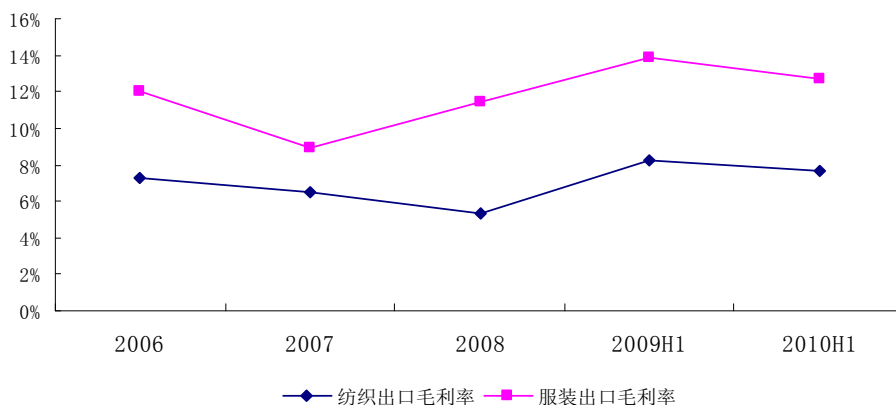
资料来源: wind

3.2 公司结构调整促进外贸盈利稳步增长

公司具有很强的经营管理能力，近年来公司营业收入虽然有所起伏，但盈利却始终保持了较快增长。尤其在2009年，公司营业收入比08年下降了4.79亿元，但营业利润反而还增加了3883万元。公司实现这一点的关键即在于近几年一直推行的外贸业务结构调整策略。

- ◆ 公司外贸业务的策略是“做强、做精、做优”，并不刻意追求规模的扩大，而更为关注的稳定的盈利。
- ◆ 公司出口产品以防止服装为主，其中服装出口毛利率远高于纺织品出口，近年来两者毛利率普遍相差5-6个百分点

图12. 公司服装出口毛利率远大于纺织品出口毛利率



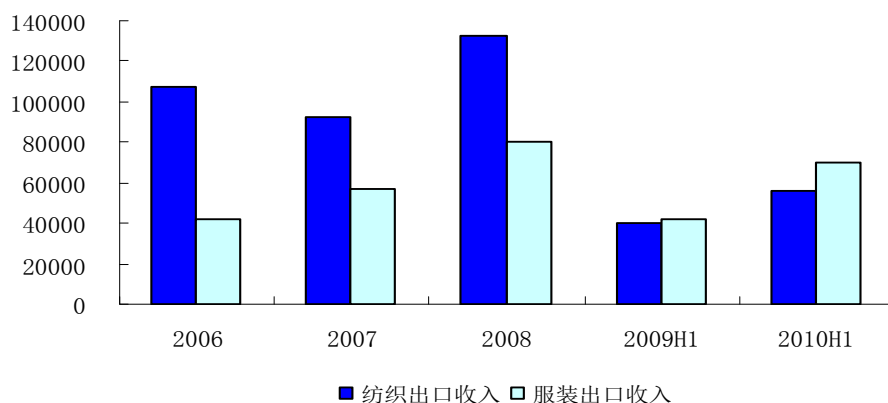
资料来源: 公司定期报告, 东海证券研究所

- ◆ 由于服装出口盈利能力显著强于纺织品出口，公司侧重于大力发展服装出口。08年以前，公司纺织出口额明显高于服装出口。到09年，公司服装出口额则已超过纺织出口额，在公司整体出口业务中

的比重也迅速提高，这一策略有效保证了公司的盈利增长。

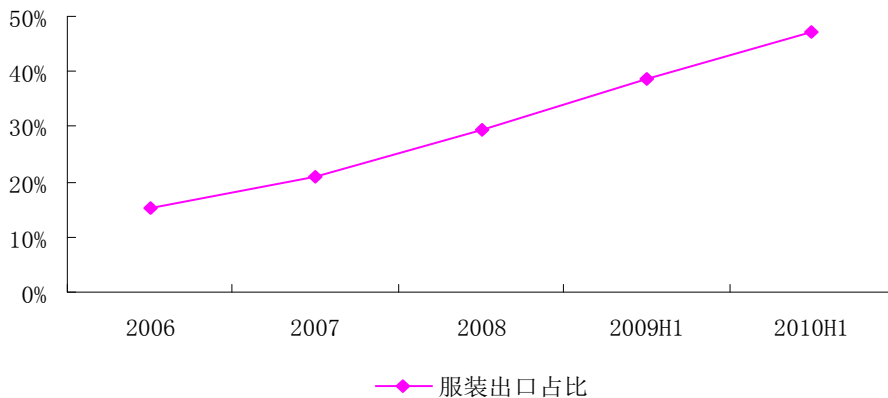
- ◆ 公司坦言出口业务难有暴利，但结构调整仍将继续，方向就是持续增加附加值高的产品出口比重。我们认为公司外贸业务盈利能力仍有提高的空间，整体盈利则将继续稳步增长。

图13. 公司近年来纺织与服装出口收入对比（万元）



资料来源: 公司定期报告、东海证券研究所

图14. 服装出口占公司外贸业务比重持续提升



资料来源: 东海证券研究所

4. 盈利预测与估值

综合分析，我们认为公司外贸业务可继续保持稳定增长，而公司又是电解液行业龙头企业，该项业务有望随着新能源汽车的需求释放而迎来爆发式增长。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.60、0.74、0.93 元。作为新能源汽车锂电产业链中电解液领域的首选标的，参考新能源汽车类其它公司的估值情况，我们认为公司可按 2010 年 55-60 倍 PE 估值，合理价格为 33-36 元，我们首次给予其“增持”评级。

我们的盈利预测基于以下假设:

- ◆ 由于 09 年同期基数较低, 预测外贸业务 2010 年增长 38%, 2011、2012 年增速均为 15%;
- ◆ 公司 2009 年电解液销量约 2700 吨, 预测未来 3 年电解液销量分别为 3500 吨、4300 吨、5200 吨;
- ◆ 公司将继续提高服装出口的比重, 外贸业务盈利能力将继续有所提高。公司普通电解液产品由于行业竞争加剧毛利率将有所下滑, 但将来定位更高的新能源汽车动力电池电解液比重将持续提高, 综合考虑电解液毛利率将基本稳定在 30% 左右。我们预测公司未来 3 年的综合毛利率为 12.81%、13.15%、13.64%;
- ◆ 值得说明的是, 我们的盈利预测是较为保守的, 公司近年电解液销量已处于快速增长之中, 我们的预测并没过多考虑新能源汽车需求释放可能带来的爆发式增长。另外, 公司六氟磷酸锂若中试成功将进一步大幅提高电解液业务的盈利能力, 我们的预测也暂未考虑这一影响。总体看, 我们认为公司业绩仍存在很大超预期的可能性。

风险提示: 人民币大幅升值导致公司外贸业务盈利下滑; 公司电解液业务增长低于预期; 市场系统性风险释放使估值水平大幅下降。

表5. 部分新能源汽车类公司估值情况

代码	公司简称	PE-2010E	PE-2011E	PE-2012E
000049.SZ	德赛电池	56	35	21
600482.SH	风帆股份	112	95	56
000839.SZ	中信国安	43	33	17
600273.SH	华芳纺织	36	23	18
600884.SH	杉杉股份	57	45	36
300037.SZ	新宙邦	56	42	30
000541.SZ	佛山照明	62	44	29
000973.SZ	佛塑股份	65	34	22

资料来源: wind

表6. 公司主营业务收入及毛利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
贸易业务				
营业收入 (万元)	235,857	324,500	373,175	429,151
收入增速	-14.00%	37.58%	15.00%	15.00%
毛利率	11.27%	10.70%	11.00%	11.50%
毛利 (万元)	26,581	34,722	41,049	49,352

化工业务				
营业收入（万元）	27,770	36,000	45,000	56,250
收入增速	198.31%	29.64%	25.00%	25.00%
毛利率	36.31%	31.80%	31.00%	30.00%
毛利（万元）	10,083	11,448	13,950	16,875
总体业务				
营业收入（万元）	263,627	360,500	418,175	485,401
收入增速	-15.33%	36.75%	16.00%	16.08%
毛利（万元）	36,664	46,170	54,999	66,227
毛利率	13.91%	12.81%	13.15%	13.64%
资料来源：公司年报，东海证券研究所				

附表：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	28401	43572	35714	49132	66293	92862
应收款项	21342	35310	30020	34905	40511	53766
存货净额	8205	5603	6390	11204	14959	17290
其他流动资产	16784	9593	15542	29121	42247	49061
流动资产合计	74781	94078	87684	124361	164009	212979
固定资产	26950	27707	35307	34744	34255	33675
无形资产及其他	2144	2095	3056	2750	2445	2139
投资性房地产	685	1119	1028	1028	1028	1028
长期股权投资	3871	4030	7265	7365	7565	7765
资产总计	108431	129028	134339	170248	209302	257587
短期借款及交易性金融负债	895	1926	685	0	0	0
应付款项	32004	39646	32767	47401	59835	74924
其他流动负债	12610	12512	14113	20254	27321	36067
流动负债合计	45509	54084	47565	67655	87157	110991
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1200	3010	3014	3019	3024	3024
长期负债合计	1200	3010	3014	3019	3024	3024
负债合计	46709	57094	50579	70674	90181	114015
少数股东权益	4426	5136	5813	7226	8973	11158
股东权益	57297	66799	77947	92348	110149	132414
负债和股东权益总计	108431	129028	134339	170248	209302	257587

利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	302946	312672	264754	364010	422470	490614
增长率	-3.7%	3.2%	-15.3%	37.5%	16.1%	16.1%
营业成本	273297	279927	226617	317853	367464	424381
营业成本/营业收入	90.2%	89.5%	85.6%	87.3%	87.0%	86.5%
营业税金及附加	245	217	280	182	211	245
销售费用	10066	13352	12727	15288	17321	19625

销售费用/营业收入	3.3%	4.3%	4.8%	4.2%	4.1%	4.0%
管理费用	5572	5907	6060	8008	9294	10794
管理费用/营业收入	1.8%	1.9%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
财务费用	625	(3184)	(213)	(86)	(144)	(199)
投资收益	366	(54)	215	260	300	360
资产减值及公允价值变动	216	711	(219)	350	380	400
其他收入	(432)	(1421)	473	0	0	0
营业利润	13292	15688	19751	23373	29003	36528
增长率	7.33%	18.0%	25.9%	18.3%	24.1%	25.9%
营业外净收支	134	1711	298	900	1000	1000
利润总额	13425	17399	20049	24273	30003	37528
增长率	6.8%	29.6%	15.2%	21.1%	23.6%	25.1%
所得税费用	4783	3718	4125	4855	6001	7506
少数股东损益	588	924	1171	1417	1752	2192
归属于母公司净利润	8054	12756	14753	18001	22250	27831
增长率	8.9%	58.4%	15.7%	22.0%	23.6%	25.1%

现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	8054	12756	14753	18001	22250	27831
资产减值准备	(36)	495	(947)	236	0	0
折旧摊销	1247	1851	1913	3589	3773	3961
公允价值变动损失	(216)	(711)	219	(350)	(380)	(400)
财务费用	625	(3184)	(213)	(86)	(144)	(199)
营运资本变动	(2171)	5240	(7577)	(2261)	(2980)	1433
其它	624	429	2118	1177	1747	2185
经营活动现金流	7503	20061	10480	20392	24410	35011
资本开支	(8095)	(3767)	(8281)	(2607)	(2599)	(2675)
其它投资现金流	45	50	(17)	17	0	0
投资活动现金流	(9312)	(3875)	(11533)	(2690)	(2799)	(2875)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(3200)	(3600)	(3600)	(3600)	(4450)	(5566)
其它融资现金流	699	6186	396	(685)	0	0
融资活动现金流	(5701)	(1014)	(6804)	(4285)	(4450)	(5566)
现金净变动	(7511)	15172	(7858)	13417	17161	26569
货币资金的期初余额	35911	28401	43572	35714	49132	66293
货币资金的期末余额	28401	43572	35714	49132	66293	92862
企业自由现金流	0	17293	4893	17143	21041	31495
权益自由现金流	0	0	5288	16527	21156	31654

资料来源: wind、东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 工学学士、经济学硕士。1 年汽车制造企业工作经验, 2 年半证券公司汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: 江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、华芳纺织。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122