

江苏国泰 (002091)

2011 年，新能源业务将跨越发展

魏涛
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880511010033

本报告导读：

2011 年开始，公司新能源业务将从单一的电解液扩展至电解液核心材料六氟磷酸锂和正极材料（锰酸锂、三原材料、磷酸铁锂），进入跨越式发展阶段。

投资要点：

- 2011 年开始，公司新能源业务将从单一的电解液扩展至电解液核心材料六氟磷酸锂和正极材料（锰酸锂、三原材料、磷酸铁锂），进入跨越式发展阶段。公司新能源产品均定位中高端，盈利能力在行业内将位于高端水平。
- 六氟磷酸锂是电解液最核心的原材料，其国内售价达到 35 万元/吨，成本占到电解液生产成本的 6 成多。由于生产技术难度很高，国际上基本由日本企业垄断，我国依赖进口。高门槛决定高盈利，六氟磷酸锂的毛利率保守在 60% 以上。
- 子公司江苏国泰锂宝新材料公司建设 1100 吨锂离子电池正极材料，包括锰酸锂、磷酸铁锂、三元材料。该项目目前进展顺利，产品定位中高端，盈利能力将高于行业平均水平。
- 2010 年公司外贸收入增幅高达 40% 以上，但利润增长显著低于收入增长。针对 2010 年外贸业务存在的问题，公司已做出调整。2011 年，公司外贸业务将从 2010 年的“量变”变为“质变”，盈利增长将显著高于收入增长。
- 公司管理能力优秀，经营稳健，负债率低，财务稳健，外贸业务现金流非常好，能够为化工业务发展提供良好的资金支持。公司新能源业务发展好于预期。考虑六氟磷酸锂和电极材料贡献，我们上调公司 2011-2012 年 EPS 至 0.86、1.19 元（原预测为 0.76、0.91 元），上调评级至“增持”。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,127	2,648	3,911	4,379	4,732
(+/-)%	3.2%	-15.3%	47.7%	12.0%	8.1%
经营利润 (EBIT)	142	198	222	347	484
(+/-)%	1.2%	39.5%	11.8%	56.5%	39.4%
净利润	128	148	178	258	357
(+/-)%	58.4%	15.7%	20.7%	44.9%	38.2%
每股净收益 (元)	0.43	0.49	0.59	0.86	1.19
每股股利 (元)	0.15	0.15	0.20	0.30	0.3

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	4.5%	7.5%	5.7%	7.9%	10.2%
净资产收益率 (%)	19.1%	18.9%	19.6%	23.6%	26.4%
投入资本回报率 (%)	38.9%	35.8%	32.1%	46.6%	66.3%
EV/EBITDA	50.1	37.0	32.4	21.2	15.4
市盈率	67.4	58.3	48.3	33.4	24.1
股息率 (%)	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：36.00

上次预测：30.00

当前价格：28.68

2011.03.03

交易数据

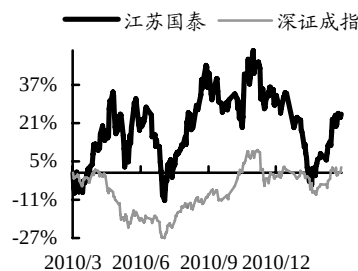
52 周内股价区间 (元)	19.20-35.10
总市值 (百万元)	8,604
总股本/流通 A 股 (百万股)	300/289
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	113

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	877
每股净资产	2.92
市净率	9.8
净负债率	1%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.08	0.11
Q2	0.12	0.17
Q3	0.16	0.17
Q4	0.13	0.14
全年	0.49	0.59

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	20%	-1%	30%
相对指数	13%	-5%	28%

相关报告

- 《电解液计划继续扩产，成长仍有空间》
2010.10.25
- 《外贸、新能源齐头并进，成就稳健成长》
2010.08.02
- 《2010 年面临良好经营环境，稳健增长可期》
2010.03.18
- 《稳步增长可期，估值提升需待 LiPF6 突破》
2009.11.18
- 《业务稳步回升，LiPF6 计划年内中试》
2009.10.26

模型更新时间: 2011.03.02

股票研究

原材料
基础化工

江苏国泰 (002091)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **36.00**

上次预测: 30.00

当前价格: 28.68

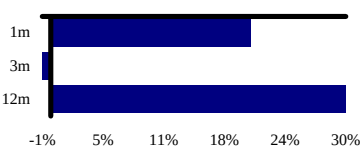
公司网址

www.gtjggm.com

公司简介

公司主要从事纺织品、服装、机电、轻工、化工等商品的进出口贸易和外派劳务业务,自 01 年以来公司多次位居“中国外贸 200 强”之列。公司目前下属纱布分公司、针织分公司、服装分公司、机电分公司、化医分公司等 9 个业务部门,投资控股或参股了 15 家企业,并拥有玩具、服装、机电、毛衫等设计打样中心。公司目前已发展成为以外贸为龙头、实业为基础、科技为依托,贸工技一体化发展的综合性企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

19.20-35.10

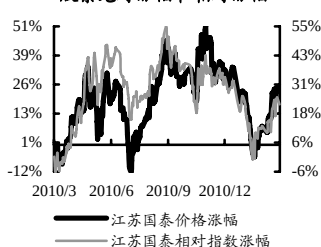
市值 (百万)

8,604

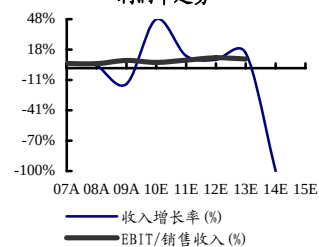
财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表						
营业收入	3,029	3,127	2,648	3,911	4,379	4,732
营业成本	2,733	2,799	2,266	3,428	3,748	3,942
税金及附加	2	2	3	3	4	4
营业费用	101	134	127	156	166	180
管理费用	56	59	61	102	114	123
EBIT	140	142	198	222	347	484
公允价值变动收益	0	0	17	800	0	0
投资收益	366	-54	215	200	200	200
财务费用	6	-32	-2	2	1	3
营业利润	133	157	198	231	348	483
所得税	48	37	41	49	71	88
少数股东损益	6	9	12	15	25	44
净利润	81	128	148	178	258	357
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	285	436	357	384	613	843
其他流动资产	463	505	520	738	819	852
长期投资	39	40	73	75	77	79
固定资产合计	270	277	353	438	506	569
无形资产及其他资产	24	26	35	35	34	33
资产合计	1,084	1,290	1,343	1,672	2,051	2,379
流动负债	455	541	476	661	831	859
长期负债	7	0	0	0	0	0
股东权益	573	668	779	907	1,092	1,348
投入资本(IC)	315	293	445	552	596	598
现金流量表						
NOPLAT	91	114	159	177	278	397
折旧与摊销	14	19	19	27	33	38
流动资金增量	(34)	32	(67)	(23)	23	60
资本支出	(98)	(29)	(104)	(111)	(100)	(100)
自由现金流	(27)	136	7	70	233	395
经营现金流	71	155	105	187	338	499
投资现金流	(109)	(37)	(132)	(101)	(100)	(100)
融资现金流	179	213	(52)	(59)	(8)	(169)
现金流净增加额	141	330	(79)	27	229	230
财务指标						
成长性						
收入增长率		3.2%	-15.3%	47.7%	12.0%	8.1%
EBIT 增长率		1.2%	39.5%	11.8%	56.5%	39.4%
净利润增长率		58.4%	15.7%	20.7%	44.9%	38.2%
利润率						
毛利率	9.8%	10.5%	14.4%	12.3%	14.4%	16.7%
EBIT 率	4.6%	4.5%	7.5%	5.7%	7.9%	10.2%
净利润率	2.7%	4.1%	5.6%	4.6%	5.9%	7.5%
收益率						
净资产收益率(ROE)		19.1%	18.9%	19.6%	23.6%	26.4%
总资产收益率(ROA)	7.4%	9.9%	11.0%	10.7%	12.6%	15.0%
投入资本回报率(ROIC)	29.0%	38.9%	35.8%	32.1%	46.6%	66.3%
运营能力						
存货周转天数	11	9	10	7	8	8
应收账款周转天数	26	32	43	33	38	37
总资产周转天数	131	139	182	141	155	171
净利润现金含量	0.88	1.21	0.71	1.05	1.31	1.40
资本支出/收入	3%	1%	4%	3%	2%	2%
偿债能力						
资产负债率	43.1%	44.2%	37.7%	41.4%	42.0%	37.4%
净负债率	-48.0%	-62.3%	-44.9%	-42.3%	-50.1%	-62.5%
估值比率						
PE		67.4	58.3	48.3	33.4	24.1
PB	8.0	10.3	8.8	7.6	6.3	5.1
EV/EBITDA		50.1	37.0	32.4	21.2	15.4
P/S	1.51	2.20	2.60	1.76	1.57	1.45
股息率		0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.5%

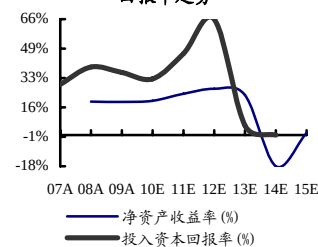
股票绝对涨幅和相对涨幅



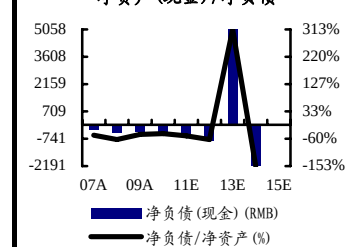
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 2011 年公司新能源业务将进入跨越式发展阶段

1.1. 2011 年新能源业务扩展至锂盐和正极材料

公司是国内电解液龙头企业，近两年国内锂电快速发展，带动电解液需求快速增长，公司产能也不断翻番增长。2011 年开始，公司新能源业务将从单一的电解液扩展至电解液核心材料六氟磷酸锂和正极材料（锰酸锂、三原材料、磷酸铁锂），进入跨越式发展阶段。公司新能源产品均定位中高端，盈利能力在行业内将位于高端水平。

1.2. 中高端电解液龙头，电解液产能年内翻番

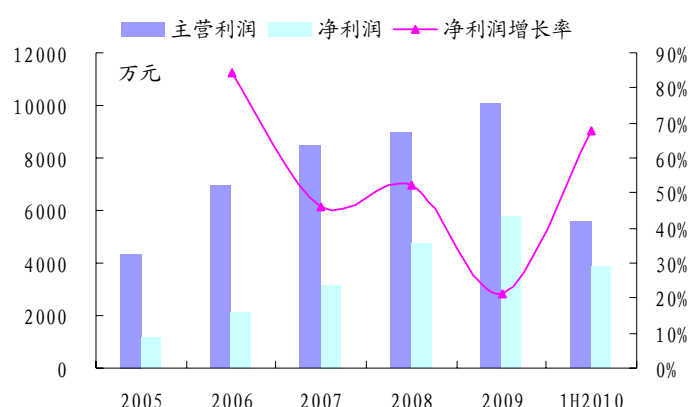
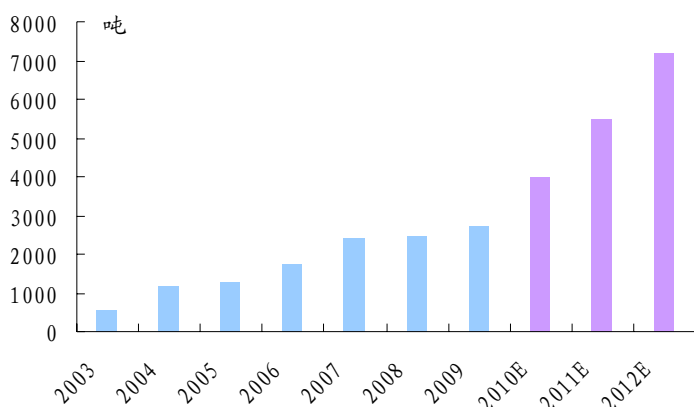
公司电解液产品主要定位于中高端市场，品种最全，新品开发速度最快，产品获得索尼等国际高端客户的认可，是国内唯一能够大规模出口锂电池电解液的生产商，出口比例超过 40%。

2009 年国泰华荣拥有 2500 吨电解液产能，产销量 2700 吨；2010 上半年产能达到 5000 吨，2010 年电解液销量达到 3900—4000 吨。2010 年 10 月公司公告实施异地改扩建，计划将电解液扩产至 10000 吨，再次翻番。由于新厂区基建是按 10000 吨规模建设，因此新的 5000 吨产能建设速度较快，2011 年下半年就可实现投产，预计 2011 年公司电解液销量可达 5300 吨，2012 年销量可达 7000 吨。

公司电解液产品毛利率在 35—40%，显著高于行业平均水平（行业平均 20% 多），原因在于公司每年都会研发数十，上百个新品种，毛利率水平高。另外实现部分高价添加剂的自产，降低了生产成本。

图 1：2003-2008 年公司电解液销量

图 2：2005 年以来国泰华荣主营利润、净利润



资料来源：国泰君安证券

1.3. 六氟磷酸锂技术壁垒高，国内依赖进口，毛利率 60%以上

六氟磷酸锂是电解液最核心的原材料，1 吨六氟磷酸锂能够生产约 8 吨电解液，其国内售价达到 35 万元/吨，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，在国际上基本由日本企业垄断，主要生产商为日本森

田、关东电化、STELLA 化学，另韩国少量生产。高门槛决定了该产品的高盈利，六氟磷酸锂的毛利率保守在 60% 以上。

国内电解液生产厂家基本都从日本企业采购，国内天津金牛拥有部分六氟磷酸锂产能，由于未完成全部工序，无法形成固体产品，只能存在于溶剂中，多年来仅供自用。另外，江苏国泰、多氟多、九九久都在尝试六氟磷酸锂的产业化。江苏国泰 2009 年中期完成六氟磷酸锂的小试，2010 年成立子公司亚源公司（持股 71.5%）实施六氟磷酸锂产业化运作。在与江苏国泰多年的接触中，感受到公司经营风格稳健，稳扎稳打，我们相信公司有望成为国内第一个实现六氟磷酸锂产业化和商业化的本土企业。

1.4. 正极材料产业化进展顺利，未来借助电解液现有渠道销售

2010 年 10 月，公司设立子公司江苏国泰锂宝新材料公司建设 1100 吨锂离子电池正极材料，包括锰酸锂、磷酸铁锂、三元材料。该项目目前进展顺利，产品定位中高端，盈利能力将高于行业平均水平。一方面公司正极材料的客户与电解液客户重叠，未来产品销售可借助现有渠道；另一方面公司正极材料与电解液可协同研发，向客户配套供应，从而达到最佳的电化学性能。

正极材料占锂电池成本的 30%，电解液占锂电池成本的 12%，合计 42%。锂电池材料中正极材料、电解液、隔膜盈利能力强（毛利率 30% 以上），负极材料盈利能力较弱（20% 以内）。公司布局锂电池原材料产业链上利润最丰富的环节，且立足中高端，协同发展，未来有望发展成为我国锂电材料的龙头之一。

2. 锂电未来发展空间巨大

市场上关于锂电行业的报告汗牛充栋，对于锂电的优势我们这里不再赘述。目前看，手机、笔记本电脑、数码产品等依然是目前锂电池最主要的消费领域，3G 手机、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，储能电站进入实施阶段；电动汽车处于发展初期，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。未来 1-2 年内，对锂电池形成实质性需求拉动的是 3G 手机、笔记本电脑、电动工具和电动自行车；长期看电动汽车和储能电站将为锂电提供巨大的市场空间。

3. 外贸业务 2010 至 2011 年实现“量变”到“质变”

3.1. 2010 年订单量高增长，利润增长未跟上

2010 年公司外贸收入增长超过 40%，但利润增幅显著小于收入增幅，主要原因在于：1、布料价格、人工成本上升快，推升成本，压缩订单毛利率水平；2、订单量大幅增长，业务人员跟单压力过大，且生产工厂因员工不足有拖单、拒单情况，临时更换生产厂家造成管理成本上升。3、拖单、拒单情况发生使得部分订单后期不得不采用空运，大幅增加运输成本。

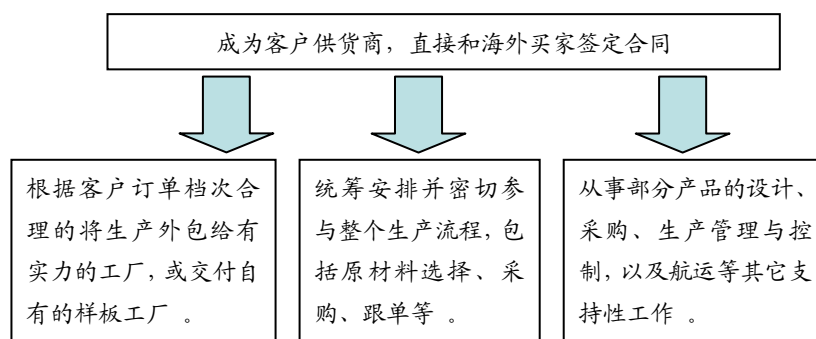
3.2. 经过调整，2011 年外贸业务将更有“质量”

针对 2010 年外贸业务存在的问题，公司已做出调整，根据原材料价格情况调整了订单价格；将订单转向生产能力强、供应稳定的工厂，并将部分生产转向中、西部地区，以降低成本。另外，业务人员在经过 2010 年业务量大增的锻炼后，业务能力有明显提升，为 2011 年打下良好的基础。2011 年，公司外贸业务将从 2010 年的“量变”变为“质变”，盈利增长将显著高于收入增长。

3.3. 公司外贸业务优势仍在强化

公司 1998 年成立以来，一直依靠自身经营来发展，一步步成长，行业排名不断前进。公司已从早先的外贸商逐步向全面供应商蜕变，抵御风险能力增强，盈利更稳定。

供应商模式不是简单的“买了卖”



公司外贸业务的优势可总结为区位、口碑、管理、人才等几个方面：

- 1、便捷的区位优势，主要体现在货源、成本、物流等方面。公司地处张家港，其所在的江苏省是纺织、服装、轻工业大省，轻纺工业非常发达，纺织品、服装、玩具、机电产品等货源充足且采购成本低。张家港毗邻长江黄金水道，拥有外贸商港，且高速公路网也非常发达，具有很好的水路、陆路运输条件。张家港拥有保税区和保税物流园区，对从事外贸的企业来说非常便利。另外，张家港属于县级市，人力和商务成本相比北京、上海等大城市低很多。
- 2、良好的市场口碑。10 多年的诚信经营及雄厚的资金实力使公司在客户和供应商那里建立了良好的口碑。在供应商处，公司的订单给予优先保障；在客户这边，良好的口碑也使公司更容易接到订单，特别是大客户的订单。金融危机以来，订单向优质企业集中，公司明显受益。
- 3、增强上下游控制力是公司多年的管理目标。通过对上下游资源的掌控，推行供应链管理模式，不断根据市场变化优化出口产品结构，提升渠道运营效率，成为国外市场和国内生产企业之间的稳固桥梁。公司通过供应链管理，把面料厂、辅料厂、服装厂等资源整合起来，互动起来，形成大家都挣钱的良好局面，对加工厂形成了很强的控制力。
- 4、人才优势。公司 1998 年以来收购了几家企业，集中了一批外贸方面的优秀人才，包括设计师、业务员、跟单员等。依托这些人才，公司建立了几个设计、打样中心，形成了软实力，公司的玩具产品 70% 为自主设计，

30%为来样设计;服装产品的自主设计比例低于玩具,但也达到了4-5成。设计、打样能力是一般加工厂所不具备的,也是公司掌控加工厂,提高附加值的重要手段。

- 5、高性价比的服务。在大部分情况下,国外客商向公司采购比向终端工厂采购还便宜,这是非常有吸引力的。并且公司提供的产品种类多,可以为客户提供一揽子服务,有些国外客商需要几个种类的很多种产品,要找很多工厂,比不上直接找公司一揽子采购。另外,国外大客商在甄别国内加工厂供应能力和信用上的难度和成本都比较高,找公司集中采购更省力、省钱。
- 6、样板工厂提升形象。公司在各主要出口领域都拥有经过外商认可的样板工厂,这些样板工厂在工作环境、员工待遇、环保等方面符合部分苛刻外商的要求。公司可根据客户订单的需求档次选择在自有样板工厂或外包工厂组织生产,提高了对客户的适应性,也使公司的出口市场不断得以延伸和扩展。

4. 上调评级至“增持”

公司管理能力优秀,经营稳健,负债率低,财务稳健,外贸业务现金流非常好,能够为化工业务发展提供良好的资金支持。2011年公司新能源业务将从单一的电解液扩展至电解液核心材料六氟磷酸锂和正极材料(锰酸锂、三原材料、磷酸铁锂),进入跨越式发展阶段。公司产品均定位中高端,客户基础稳固,竞争力强,盈利能力强于行业平均水平,未来将发展成为我国锂电池材料的龙头之一。外贸业务经过调整后管理、营业成本下降,2011年利润增速将显著高于收入增速。

公司新能源业务和外贸业务发展好于预期。考虑六氟磷酸锂贡献,我们上调公司2011-2012年EPS至0.86、1.19元(原预测为0.76、0.91元),上调评级至“增持”。

盈利预测部分假设:

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电解液(吨)	2500	2700	3950	5300	7000
不含税单价(元/吨)	8.38	8.29	8.38	8.38	8.12
毛利率	39%	40%	37%	37%	37%
硅烷偶联剂(吨)	1540	1500	1800	2500	3200
不含税单价(元/吨)	3.42	3.42	3.50	3.50	3.50
毛利率	10.0%	15.0%	14.0%	16.0%	18.0%
六氟磷酸锂(吨)				130	600
不含税单价(元/吨)				30.8	28.2
毛利率				60.0%	60.0%

作者简介:**魏涛:**

S0880511010033

0755-23976212

weitao@gtjas.com

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,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		