



江苏国泰(002091)：六氟磷酸锂中试进程低于预期，仍是新能源汽车的首选投资标的

近半年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本(百万股)	360
实际流通A股(百万股)	347
实际流通A股市值(亿元)	69.9

研究员 刘洋
电话 (025) 83367888-3305
M S N liuyang200029@hotmail.com

研究员 尹建辉
投资咨询证书号 S0620207050048

● 内容提要

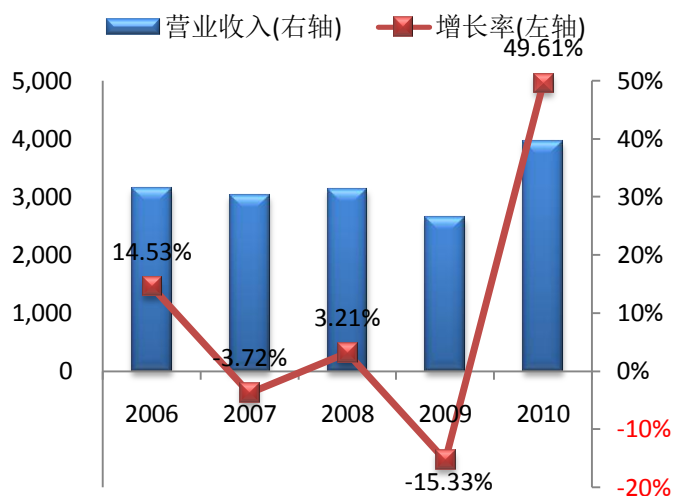
评级： 强烈推荐

- **贸易业务稳定增长，去存货有望提高11年业绩。**公司在纺织服装企业里排名10年是12名，今年2月份是第八名，公司高毛利率的服装业务占比已经达到50%，且将保持30%以上成长，去年增速为48%。去年原材料价格大涨公司提前储备了较多的存货，随着原材料的逐步回调，我们认为本年将是一个清存货的过程。我们认为今年公司增速高出行业10个百分点。
- **电解液产能翻倍，毛利率有望维持在高位。**2011年10月份电解液产能扩产到10000吨。其高毛利率有望维持，主要是因为：1.定位高端，价格较为坚挺。2.大规模效应有利于综合成本的下降。3.下游需求旺盛，高开工率得以维持，即便电解液整体价格下降，由于成本也随规模扩大而降低，较高毛利率也可以得到保持。
- **六氟磷酸锂中试进程低于预期，长期依然坚定看好。**六氟磷酸锂中试目前进展慢于预期，现在中试只有60吨，我们认为公司生产的价格会在32-34万/吨，以六十吨来算，2011年将会为公司贡献1920-2040万元，相对于华荣化工2010年3.7亿的营业收入来说贡献较小。我们预计2012年公司电解质将会进入全面收获期。
- **涉足正极材料、拓展产业链。**公司1100吨的正极材料吨具体分配是，锰酸锂500吨，三元材料300吨，磷酸铁锂300吨。公司对正极材料的定位仍然是中高端，凭借电解液客户的渠道优势，将以配套供应的方式将正极材料推广到客户中去。正极材料在2012年才会逐步贡献业绩。
- **盈利预测：**由于六氟磷酸锂中试进程低于我们预期，因此我们调低公司的盈利预测，2011/12/13年EPS(摊薄后)分别为0.73元/0.97元/1.2元，目前对应的股价为20.20元(2011.5.06)，2011/2012 PE分别为27.68X和20.92X，处于历史低位水平。横向比较其它新能源电池行业公司的估值水平，我们认为江苏国泰的估值水平处于行业下游，极具安全边际。基于公司在电解液行业的龙头地位以及六氟磷酸锂如中试成功将对公司盈利能力有较大提高等因素，我们给予公司2011年40倍的PE，公司的2011年的目标价格为29.2元，因此我们仍维持“强烈推荐”评级。

1. 公司经营情况

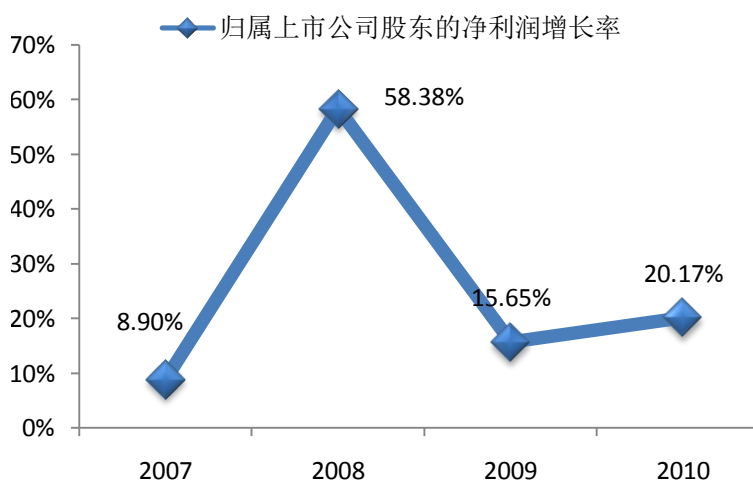
公司以外贸起家，从最初的纱线和布等低附加值劳动密集型产品的出口发展成以“贸易+化工”两条业务主线，业务结构不断优化。公司主营业务分为贸易和化工两块，化工业务占比逐步上升。化工类营业收入大约占总收入10%左右，但是由于化工业务技术含量较高，毛利率相应较高。2010年化工收入占比9.39%，毛利占比却高达25.29%。表明化工业务毛利率较高，达到32.22%。化工业务中毛利率较高的是电解液业务，公司主要生产中高端电解液，其毛利率高达35%左右。贸易类业务毛利率较低，贸易业务分为服装、纺织等，其中服装贸易毛利率较高在11%左右，

图 1：公司今年营业收入及增速



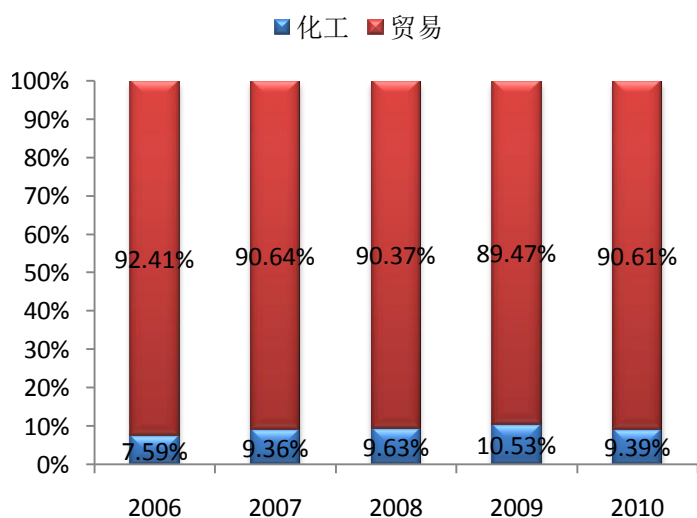
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 2：归属母公司净利润增长率



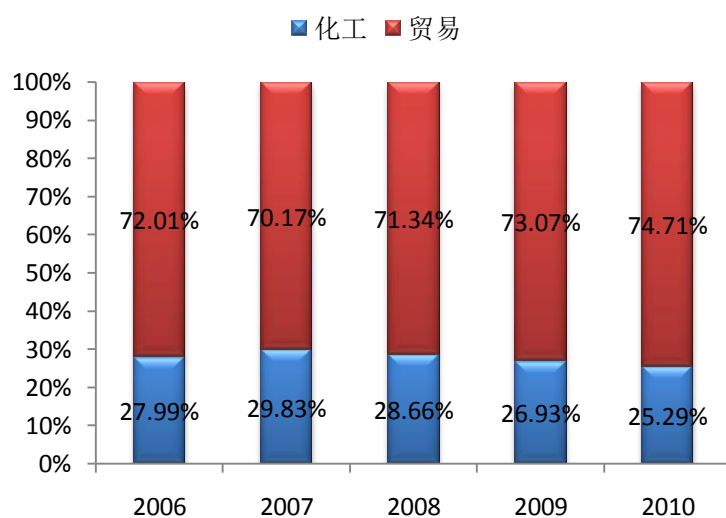
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 3：公司贸易和化工新材料收入占比



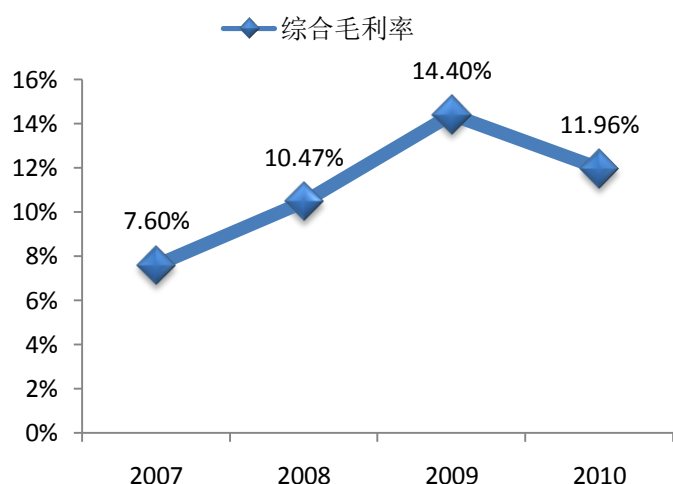
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 4：公司贸易和化工新材料毛利占比



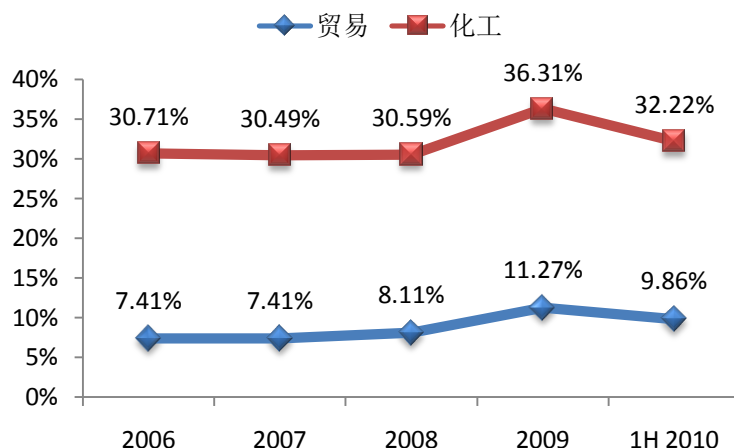
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 5：公司历年综合毛利率



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 6：公司贸易和化工新材料业务毛利率对比

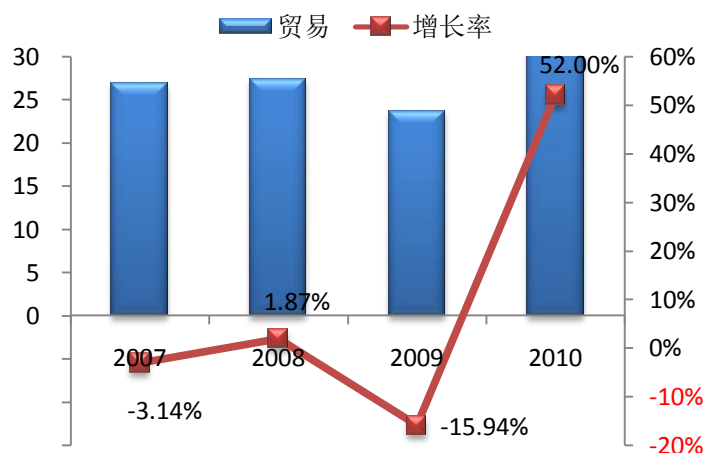


资料来源：公司公告，南京证券研究所

2. 贸易业务

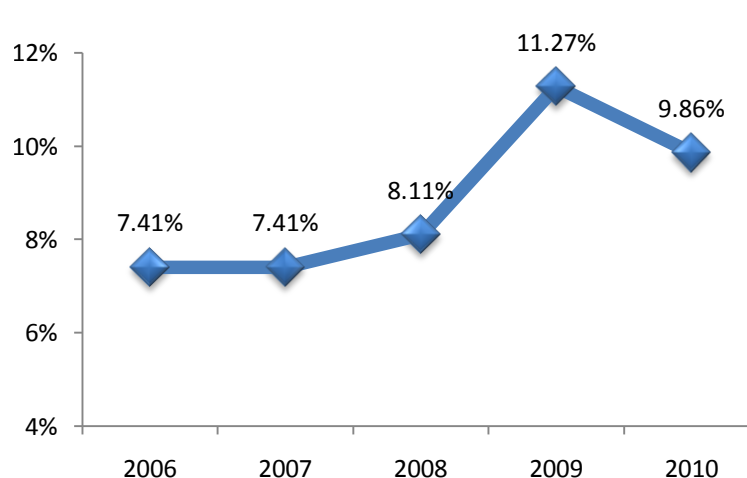
公司的贸易业务持续稳定增长，贸易业务从上市到现在年均复合增长率保持在 15% 以上。在全国外贸行业里没有一家单独外贸公司超过公司，公司在纺织服装企业里 10 年是 12 名，今年 2 月份是第八名，公司高毛利率的服装业务占比已经达到 50%，且将保持 30% 以上成长，去年增速达到 48%。公司主要领导均是贸易业务员出身，具备高度的市场敏锐性，去年原材料价格大涨公司提前储备了较多的存货，导致存货 2010 年同比增长 121.67%，随着原材料的逐步回调，我们认为本年将是一个清存货的过程。4 月份以后部分国内的服装厂已经出现了订单不足，今年公司的订单非常好。去年行业整体有 38% 增速，公司增速为 39.6%，我们认为今年预期公司要比行业高 10 个百分点。

图 7：贸易业务历年收入和增长率



资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 8：公司贸易各项业务占比



资料来源：公司公告，南京证券研究所

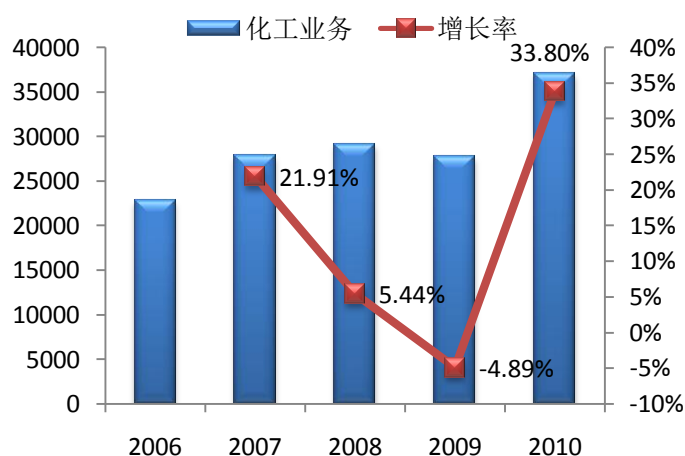
3. 化工新材料业务

3.1 电解液产能翻倍，毛利率有望维持在高位。

公司化工产品主要包括电解液、硅烷偶联剂和六氟磷酸锂（中试进行中）。公司化工业务近年来发展迅速，2010 年同比增速高达 33.8%。公司电解液产能在 2010 年初由 2500 吨，扩展到 5000 吨，2010 年电解液产量是 3980 吨，另外公司 2010 年扩产的场地设计规模是 10000 吨，2010 年初只扩产到 5000 吨，2011 年 10 月份将把电解液产能扩产到 10000 吨，我们预计公司 2011 年电解液产量将达到 5500 吨。另外硅烷偶联剂也从 3000 吨扩产到 5000 吨规模。

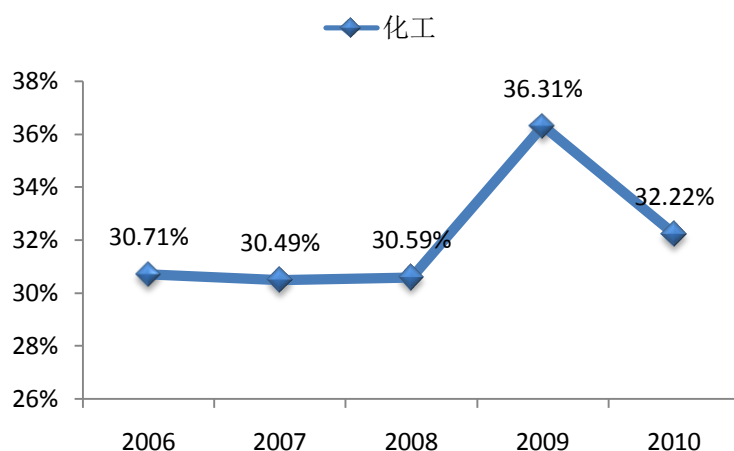
电解液定位于高端市场，产能扩充后毛利率也将维持在较高水平。公司电解液定位于高端，平均售价在 8 万元左右，目前国内前六大电池厂商均用公司的产品。而且公司电解液产品中有 50% 用于出口（LG、索尼、三星等），比国外便宜 30% 左右。公司产能从 5000 吨扩产到 10000 吨，其毛利率也将维持在高位，主要是因为：1. 定位高端，价格较为坚挺。2. 大规模效应有利于综合成本的下降。3. 下游需求旺盛，高开工率得以维持，即便电解液整体价格下降，由于成本也随规模扩大而降低，所以较高毛利率也可以得到维持。

图 9：化工业务历年收入和增长率



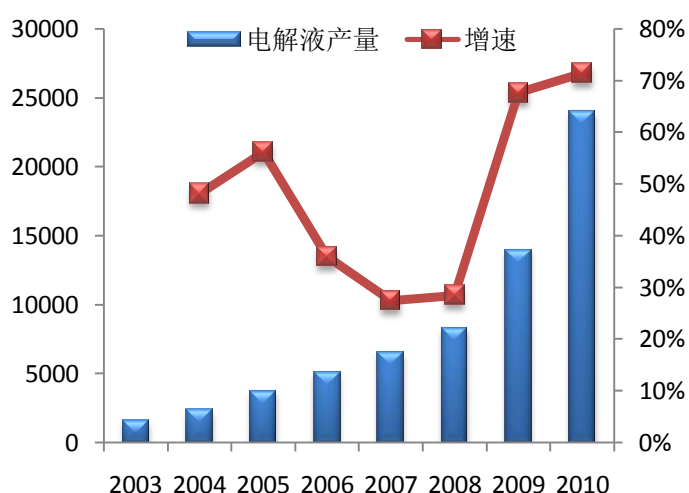
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 10：公司化工总体毛利率



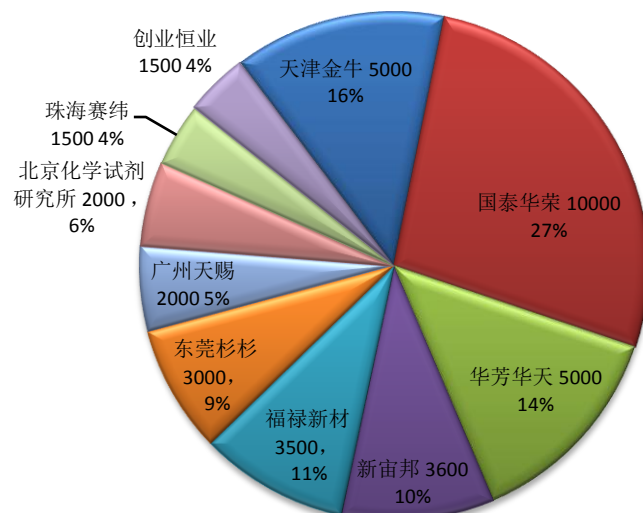
资料来源：公司公告，南京证券研究所

图 11：我国电解液产量及增速



资料来源：南京证券研究所

图 12：我国主要电解液厂商 2011 年产能



资料来源：南京证券研究所

表格 1 2010 年华荣化工各产品

公司化工产品	业务占比	毛利占比	发展战略
电解液	70%	75%	公司化工业务的核心业务
硅烷偶联剂	30%	25%	稳定发展
六氟磷酸锂	0	0	电解质科技含量最高，毛利率高达 60%以上，公司控股的亚源公司的 300 吨六氟磷酸锂正在中试，如中试成功，公司电解液毛利率有望大幅提高。

资料来源：公司公告，南京证券研究所

锂电池主要应用在传统便携产品、动力和储能上。目前传统市场每年 20-30% 增长，华荣化工依靠传统市场发展起来，随着品牌效应提升，产品工艺和质量控制具有优势，开始进入动力市场。动力市场也分三大块，电动自行车、电动工具和新能源汽车，电动自行车是目前成长最快的，从 2004 年到 2010 年复合增长率高达 27%，而且随着锂电池对铅酸电池和镍氢电池的替代，电动自行车将成为未来短期内动力锂电池电解液需求的主力军。新能源汽车无疑是中长期最大的推动力量，据普遍预测，每辆插 HEV 需要电解液 20 公斤，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。每吨电解质可生产 10 吨电解液。2010 年全球新能源汽车对电解液需求量仅 1.38 万吨，到 2020 年全球新能源汽车对电解液需求将达到 81.2 万吨，10 年的复合增长率高达 50.3%。储能主要是太阳能风能的峰谷调配，该市场容量可能比动力市场更大，而且有可能优先于动力发展。

表格 2 新能源汽车及电解液需求 简单预测

新能源汽车销量 (万辆)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
全球	HEV	17	55	120	150	170	200	250	290	330	370	400
	PHEV	20	50	100	170	200	220	280	350	420	490	570
	EV	3	20	40	70	100	120	200	320	420	550	630
	电动车总产量	40	125	260	390	470	540	730	960	1170	1410	1600
	增速		213%	108%	50%	21%	15%	35%	32%	22%	21%	13%
中国	HEV	0.47	2.8	9.3	14.3	18.5	20	38	74	127	163	182
	PHEV	0.33	1.4	7.7	12.4	17	20	50	98	140	188	212
	EV	0.2	0.8	3.6	6	8.5	10	25	48	70	95	110
	电动车总产量	1	5	20.6	32.7	44	50	113	220	337	446	504
	增速		400%	312%	59%	35%	14%	126%	95%	53%	32%	13%
电解液需求 (万吨)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
全球		1.38	4.7	9.6	15.4	19.4	22.4	32.2	45.4	57	71	81.2
华荣化工全球占有率 (不包括中国)		5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	7%	6%	6%	6%
中国		0.038	0.176	0.782	1.26	1.73	2	4.76	9.24	13.74	18.38	20.92
华荣化工国内占有率		29%	29%	32%	33%	35%	35%	32%	25%	25%	25%	25%
电解液均价 (万)		8	7.8	7.3	7	7	7	6	5	4	3	3
华荣化工收入 (万)		31840	42350	50453	78635	104230	134680	190176	242060	241224	232566	265404
电解质需求 (千吨)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
全球		1.38	4.7	9.6	15.4	19.4	22.4	32.2	45.4	57	71	812
中国		0.038	0.176	0.782	1.26	1.73	2	4.76	9.24	13.74	18.38	20.92

资料来源：南京证券研究所

3.2 六氟磷酸锂中试进程低于预期，长期依然坚定看好。

公司目前六氟磷酸锂中试正在进行中，目前进展慢于预期，现在中试只有 60 吨，设计产能是 300 吨，水电厂房都是以 300 吨的规模设计的，一共有 5 条生产线，目前只开一条生产线进行试生产。一旦产品达标将会开通其他 4 条生产线进行生产。另外，公司本着品质至上的原则，一旦公司六氟磷酸锂中试成功，将不会只为华荣化工定向生产，而是会把它投放到市场中检验，用市场的手段来检验其质量水平。我们预计 2011 年六氟磷酸锂产量为 60 吨，远低于以前 300 吨预测，目前日本森田化工六氟磷酸锂的价格为 36 万/吨，我们认为公司生产的价格会在 32-34 万/吨，以六十吨来算，2011 年将会为公司贡献 1920-2040 万元，相对于华荣化工 2010 年 3.7 亿的营业收入来说贡献较小。我们预计 2012 年公司电解质将会进入全面收获期，产能将至少维持在 300 吨左右，有进一步拓产的可能。未来公司六氟磷酸锂中试成功将大幅降低公司电解液的成本，使公司本来就高质的电解液产品又具有了低成本优势。公司既可在压低价格扩大市场占有率的同时，又可同时通过六氟磷酸锂自产来提高电解液毛利率水平。因此我们认为公司一旦六氟磷酸锂中试成功进行量产后，公司电解液市场占有率和盈利能力将大幅提高。

目前公司电解质主要供应商有 5 家，日本的森田化工、关东化学、STELLA，韩国尉山，张家港森田化工。其中张家港森田化工提供的量相对较多。

3.3 涉足正极材料、拓展产业链

公司 1100 吨正极材料吨的分配是，锰酸锂 500 吨，三元材料 300 吨，磷酸铁锂 300 吨。目前锰酸锂已经进入试生产阶段。公司对正极材料的定位仍然是中高端，凭借电解液客户的渠道优势，将以配套供应的方式将正极材料推广到客户中去。正极材料在 2012 年将会贡献业绩。

4. 公司估值及投资建议

4.1 公司 2011 年投资逻辑

我们认为2011年公司投资逻辑有两点：1.共性：随着《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020 年)》出台的临近，新能源汽车行业必将掀起一波波澜壮阔的行情。公司最为新能源汽车电解液行业的龙头企业，也像其他新能源汽车龙头企业一样搭乘产业政策的春风，高歌猛进。2.个性：公司电解质六氟磷酸锂目前正在中试中，我们认为成功概率较大。六氟磷酸锂中试的成功能极大的提高公司的核心竞争力，有利于提高公司电解液的性价比优势，公司占有率和盈利能力将大幅提高。

因此新能源将是公司2011年的主要看点，我们认为公司2011年投资逻辑是电解质六氟磷酸锂中试>电解液龙头地位（新能源产业规划刺激效应）>服装贸易。

表格 3 公司各项业务假设

业务预测				
贸易业务	2010A	2011E	2012E	2013E
收入	358493.47	466041.51	549928.98	632418.33
增长率(YOY)	52.00%	30%	18%	15%
占总收入比重	90.61%	90%	86%	85%
成本	323146.0139	418039.24	492186.44	566014.41
毛利率%	9.86%	10.3%	10.5%	10.5%
化工新材料	2010A	2011E	2012E	2013E
电解液产量	3980	5500	8000	10000
收入	31840	42350	60000	75000
增长率(YOY)	47.4%	33.0%	41.7%	25.0%
硅烷偶联剂产量	2500	3000	4500	5000
收入	5317.55	9000	11250	12500
增长率(YOY)		69.3%	25.0%	11.1%
电解质产量		60	200	300
收入		1920	6200	9000
增长率(YOY)			222.9%	45.2%
锰酸锂产量			400	500
收入			4800	6000
三元材料产量			200	300
收入			3600	5400
磷酸铁锂产量			200	300

收入		3600	5400
收入	37157.55	53270	89450
增长率(YOY)	34.00%	43%	68%
占总收入比重	9.39%	10.26%	13.99%
成本	25185.39	35558	59520
毛利率%	32.22%	33.25%	33.46%
合计			
总收入	395651.02	519,311.51	639,378.98
增长率(YOY)	50.08%	31.25%	23.12%
总成本	348331.40	453,596.96	551,706.47
毛利率%	11.96%	12.65%	13.71%
营业税率	0.09%	0.09%	0.09%
销售费率	4.27%	4.01%	4.14%
管理费率	2.11%	2.03%	2.05%
所得税率	25.00%	25%	25%
归属母公司净利润	177.28	262.7	347.64
EPS	0.59	0.88	1.16
EPS(摊薄后)	0.49	0.73	0.97

4.2 盈利预测与估值

降低盈利预测：六氟磷酸锂中试进展低于我们预期，我们预计2011年公司中试规模在60吨左右，我们预期的是300吨中试规模。假设以中试六十吨来算，其价格在32-34万/吨，2011年将会为公司贡献收入1920-2040万元，相对于华荣化工2010年3.7亿的营业收入来说贡献较小，且仍不能弥补前期投入费用。

2011/12/13年EPS(摊薄后)分别为0.73元/0.97元/1.2元，目前对应的股价为20.20元(2011.5.06)，2011/2012 PE分别为27.68X和20.92X，处于历史低位水平。横向比较其它新能源电池行业公司的估值水平，我们认为江苏国泰的估值水平处于行业下游，极具安全边际。基于公司在电解液行业的龙头地位以及六氟磷酸锂如中试成功将对公司盈利能力有较大提高等因素，我们给予公司2011年40倍的PE，公司的2011年的目标价格为29.2元，因此我们仍维持“强烈推荐”评级。

表 4：可比公司盈利预测及估值表

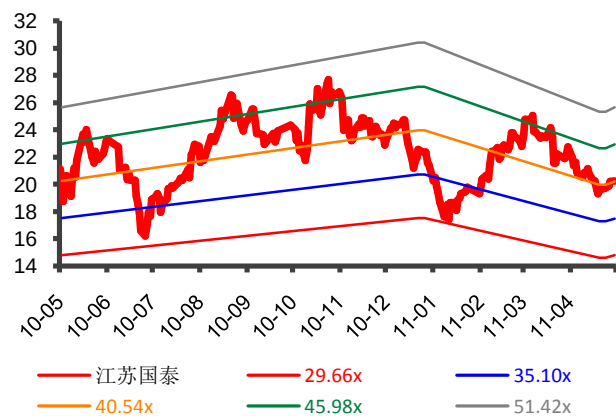
代码	简称	总市值	收盘价	EPS	PE				PB				三年复合增长率				PEG	投资评级
			2011/5/6	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E			
600273.SH	华芳纺织	46.65	14.81	-0.13	0.30	0.51	0.60	-117.91	50.14	29.13	24.64	5.72	4.99	4.01	3.35	26.71%	1.88	谨慎推荐
600884.SH	杉杉股份	78.93	19.21	0.23	0.29	0.55	0.86	82.94	66.33	34.77	22.38	2.73	2.65	2.50	2.30	43.65%	1.52	谨慎推荐
600478.SH	科力远	81.98	26.04	0.06	0.12	0.54	0.83	424.10	216.64	48.03	31.39	12.99	7.60	6.96	6.11	90.39%	2.40	谨慎推荐
000973.SZ	佛塑股份	87.35	14.26	0.01	0.25	0.39	0.70	1384.47	57.29	36.94	20.27	8.12	7.26	6.34	5.35	41.39%	1.38	谨慎推荐
002407.SZ	多氟多	76.30	54.85	0.73	0.60	1.39	2.17	75.37	90.98	39.53	25.28	20.82	6.05	5.71	4.80	53.24%	1.71	谨慎推荐
中位数								82.94	66.33	36.94	24.64	8.12	6.05	5.71	4.80	0.44	1.71	
002091.SZ	江苏国泰	72.72	20.20	0.41	0.49	0.73	0.97	49.29	41.02	27.68	20.92	10.61	9.13	7.29	5.39	25.17%	1.63	强烈推荐

资料来源：南京证券研究所

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。

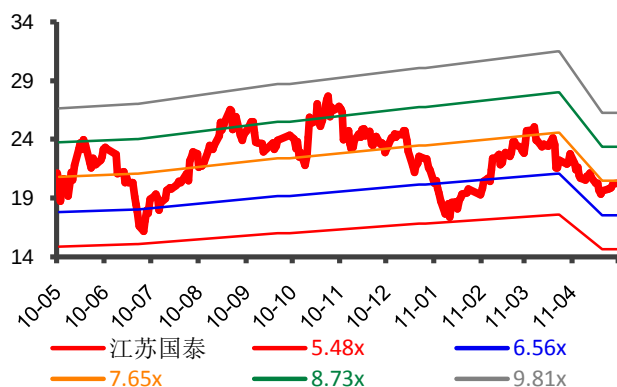
独立性声明

图 13: 江苏国泰 历史 PE band



资料来源: WIND, 南京证券研究所

图 14: 江苏国泰 历史 PB band



资料来源: WIND, 南京证券研究所

财务报表及预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	219.4	1038.6	1261.8	1472.0	营业收入	3960.9	5193.1	6309.2	7359.9
应收与预付款	637.9	808.7	941.4	1096.6	营业成本	3483.2	4536.2	5444.2	6321.4
存货	142.6	100.2	191.2	147.2	营业税金及附加	3.7	4.8	5.9	6.9
其他流动资产	138.2	138.2	138.2	138.2	销售费用	169.1	208.2	261.2	303.2
长期投资	73.5	73.5	73.5	73.5	管理费用	83.7	105.4	129.3	150.1
固定资产	375.8	331.1	283.6	236.2	财务费用	12.1	(4.2)	(3.9)	(17.1)
无形资产	30.3	27.1	23.9	20.6	资产减值损失	9.3	0.0	0.0	0.0
其他	5.1	2.5	0.0	0.0	公允价值变动	18.8	13.0	10.0	10.0
资产总计	1622.8	2520.0	2913.6	3184.2	投资净收益	10.4	0.0	0.0	0.0
短期借款	28.5	346.0	481.2	34.6	营业利润	228.9	355.6	482.5	605.3
应付和预收款	580.0	928.1	880.0	1216.5	营业外收益	17.2	20.0	17.0	16.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	利润总额	246.1	375.6	499.5	621.3
其他	23.9	23.9	23.9	23.9	所得税	53.8	90.7	122.4	152.8
负债总计	632.4	1298.0	1385.2	1275.0	净利润	192.3	285.0	377.1	468.5
股本	300.0	300.0	300.0	300.0	少数股东权益	15.0	22.3	29.5	36.6
资本公积	32.0	32.0	32.0	32.0	归属于母公司净利润	177.3	262.7	347.6	431.9
留存收益	588.1	797.4	1074.5	1418.7					
股东权益合计	990.3	1221.9	1528.4	1909.2	主要财务比率				
少数股东权益	70.2	92.5	122.0	158.6	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
归属母公司股权	920.1	1129.4	1406.5	1750.7	成长与盈利能力				
负债和股东权益	1622.8	2520.0	2913.6	3184.2	营收增长率	49.6%	31.1%	21.5%	16.7%
					净利润增长率	20.8%	48.2%	32.3%	24.2%
现金流量表					EBITDA 增长率	18.8%	57.8%	30.1%	19.3%
单位: 百万元					毛利率	12.1%	12.7%	13.7%	14.1%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	4.9%	5.5%	6.0%	6.4%
经营活动现金流	(990.4)	52289.4	13193.1	70538.8	EBITDA/营收	6.8%	8.1%	8.7%	8.9%
净利润	15903.1	25696.9	35435.9	44647.5	ROE	19.3%	23.3%	24.7%	24.7%
折旧摊销	2440.1	5047.1	5321.2	5067.9	ROA	15.0%	14.7%	17.0%	19.0%
财务费用	45.6	(420.9)	(391.7)	(1706.0)	偿债与营运能力				
投资损失	934.2	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.44	1.46	1.63	2.07
营运资金变动	(22007.6)	21966.2	(27172.3)	22529.4	速动比率	1.44	1.46	1.63	2.07
其他	177.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	244.1%	206.1%	216.5%	231.1%
投资活动现金流	(3891.5)	2800.0	2275.0	2200.0	存货周转率	24.43	45.25	28.47	42.94
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	8.99	8.96	9.56	9.37
长期投资变动	0.0	0.0	0.0	0.0	业绩与预测指标				
其他	0.0	1500.0	1275.0	1200.0	EPS	0.49	0.73	0.97	1.20
融资活动现金流	(1501.8)	26832.1	6853.3	(51724.8)	EBITDA	267.42	421.89	548.77	654.92
短期借款增加	0.0	31745.9	13521.1	(44660.9)	BPS	2.56	3.14	3.91	4.86
长期借款增加	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	41.0	27.7	20.9	16.8
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	PB	7.9	6.4	5.2	4.2
现金净增加额	(6413.3)	81921.5	22321.4	21014.0					

作者郑重声明: 在本人所知情的范围内, 本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言, 仅供参考, 任何依据本产品做出的投资决策, 风险自负。本刊内容版权所有, 请勿公开引用。

独立性声明

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。