

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

联系人：牟国洪 021-50588666-8039

电解液龙头有序推进正极材料

——江苏国泰（002091）调研报告

证券研究报告-调研报告

增持(维持)

发布日期：2012年05月08日

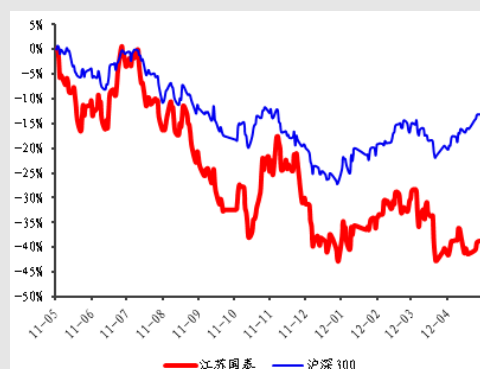
市场数据（2012-05-07）

收盘价(元)	12.27
一年内最高/最低(元)	20.48/11.00
上证指数	2717.78
市净率(倍)	4.09
流通市值(亿元)	42.52

基础数据（2012-03-31）

每股净资产(元)	3.09
每股经营现金流(元)	0.11
毛利率(%)	13.57
净资产收益率-摊薄(%)	2.85
资产负债率(%)	38.49
总股本/流通股(万股)	36000/34654
B股/日股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

报告关键要素：

江苏国泰(002091)是国内锂离子电池电解液龙头企业,总产能为10000吨,提前布局新能源汽车市场,且产品定位于中高端;新能源汽车动力电池用正极材料有序推进,六氟磷酸锂项目仍处于中试阶段。

投资要点：

- **公司是国内锂离子电池电解液龙头企业。**公司主要从事纺织品、服装、机电、化工等商品的进出口贸易,化工业务包括锂电池电解液与硅烷偶联剂,其中锂离子电池电解液在技术和规模方面具有领先优势,规模位居国内第一。
- **传统储能稳步增长,动力电池需求加速。**受智能手机以及平板电脑需求加速,传统储能用锂电池稳步增长;随着系列政策的实施及技术进步,国内新能源汽车用动力电池逐步加速。
- **化工行业稳步增长。**公司锂电池电解液总产能为10000吨,提前布局新能源汽车市场,产能稳居国内第一;由于兼具技术、规模与客户优势,盈利能力将维持高位。
- **动力用正极材料有序推进,六氟磷酸锂项目积极中试。**子公司国泰锂宝投资建设1100吨/年的正极材料,产品定位于动力电池领域,目前正积极进行市场推广;而年产300吨六氟磷酸锂项目仍处于中试阶段。
- **盈利预测与公司估值:**预测公司2012年和2013年每股收益分别为0.60元和0.77元,按05月07日12.27元收盘价计算,对应动态市盈率分别为20.42倍和16.07倍,维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:**全球经济下滑超预期;新能源汽车进展低于预期;技术开发风险;汇兑损失风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(万元)	39.61	45.11	49.14	57.22
增长比率(%)	49.61	13.88	8.94	16.44
净利润(万元)	1.77	1.97	2.17	2.76
增长比率(%)	20.17	10.85	10.51	27.09
每股收益(元)	0.49	0.55	0.60	0.77
市盈率(倍)	24.96	22.31	20.42	16.07

目 录

1. 公司是国内锂电池电解液龙头企业	4
2. 锂电池需求稳步增长且逐步加速	4
2.1 传统储能电池稳步增长	4
2.2 新能源汽车用动力电池逐步加速	4
2.2.1 新能源汽车目标回归理性	4
2.2.2 动力电池用材料市场巨大	5
3. 电解液量增促化工行业业绩稳步增长	6
3.1 业绩增长稳定	6
3.2 盈利能力将维持高位	6
4. 正极材料有序推进 六氟磷酸锂项目进展低于预期	6
5. 服装高增长保贸易稳步增长	7
6. 公司经营分析	9
6.1 经营概况	9
6.2 盈利能力基本持平 预计 12 年维稳	10
6.3 一季度三费创新高 预计全年回落	10
6.4 营运能力分析	11
7. 盈利预测与投资建议	11
8. 风险提示	12
行业投资评级	14
公司投资评级	14
重要声明	14
免责条款	14
转载条款	14

图表目录

图表 1: 2007-2012 年我国锂电池出货量及增速.....	4
图表 2: 2009-2012 年我国锂电池季度出货量及增速.....	4
图表 3: 2015 年我国新能源汽车预计产量.....	5
图表 4: 一辆日本聆风纯电动汽车锂电材料用量.....	5
图表 5: 2012 年一季度我国新能源汽车产销量.....	5
图表 6: 2010-11 年全球锂电关键材料用量.....	5
图表 7: 2006-11 年公司化工行业营收及增速.....	6
图表 8: 电解液可比公司毛利率比对.....	6
图表 9: 正极材料毛利率比对.....	7
图表 10: 2006-11 年公司贸易营收及增速.....	7
图表 11: 2009-11 年公司服装出口额及增速.....	7
图表 12: 2007-11 年公司美国出口额及增速.....	8
图表 13: 2006-12 年我国进出口贸易及增速.....	8
图表 14: 11-12 年月度进出口贸易及增速.....	8
图表 15: 2006-2011 年公司贸易行业毛利率.....	8
图表 16: 公司近四年盈利、经营情况.....	9
图表 17: 2006-2012 年公司营业收入及同比增速.....	9
图表 18: 2009-2012 年公司单季度营收及增速.....	9
图表 19: 2009-2011 年公司营收组成(按行业).....	10
图表 20: 2006-2012 年公司销售毛利率与净利率.....	10
图表 21: 2009-11 年公司不同行业毛利率比对.....	10
图表 22: 2009-12 年公司单季度销售毛利率与净利率.....	10
图表 23: 2006-2012 年公司三项费用对比.....	11
图表 24: 2009-2012 年单季度三费比对.....	11
图表 25: 2006-11 年公司营业能力.....	11
图表 26: 可比公司估值.....	12
图表 27: 公司盈利预测.....	13

1. 公司是国内锂电池电解液龙头企业

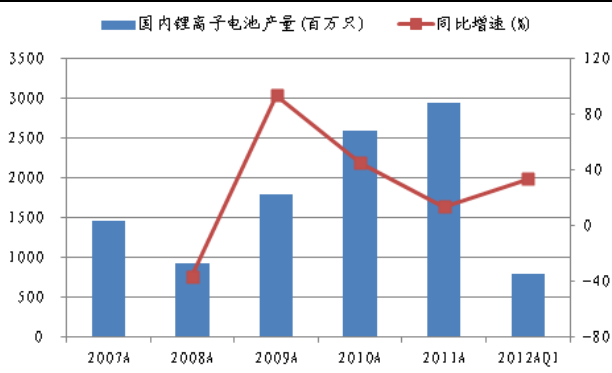
江苏国泰主要从事纺织品、轻工品、机电和化工产品的进出口业务和外派劳务业务，公司控股子公司主要从事化工新材料、服装、玩具的研发、生产和销售。化工新材料业务包括锂离子电池电解液和硅烷偶联剂，其中锂电池电解液稳居国内电解液龙头，在技术和规模方面具有领先优势，产能达10000吨。目前，公司年产1100吨的新能源汽车用动力电池正极材料正积极进行市场推广。11年公司实现营业收入45.11亿元，同比增长13.88%，净利润1.97亿元，同比增长10.85%；12年一季度实现营收8.25亿元，同比略降2.12%，净利润3174万元，同比下滑25.98%。

2. 锂电池需求稳步增长且逐步加速

2.1 传统储能电池稳步增长

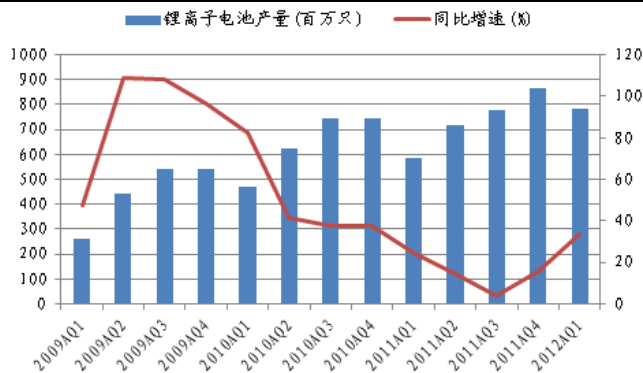
目前锂电池主要作为传统储能电池，下游集中于手机、笔记本及数码相机领域。2011年，我国锂电池出货总量29.42亿只，同比增长13.72%；12年1季度，出货量7.83亿只，同比增长33.39%，季度增速持续回升，原因是智能手机、平板电脑市场兴起，以及在电动助力车等领域增长较快。

图表 1：2007-2012 年我国锂电池出货量及增速



数据来源：Wind，中原证券

图表 2：2009-2012 年我国锂电池季度出货量及增速



数据来源：Wind，中原证券

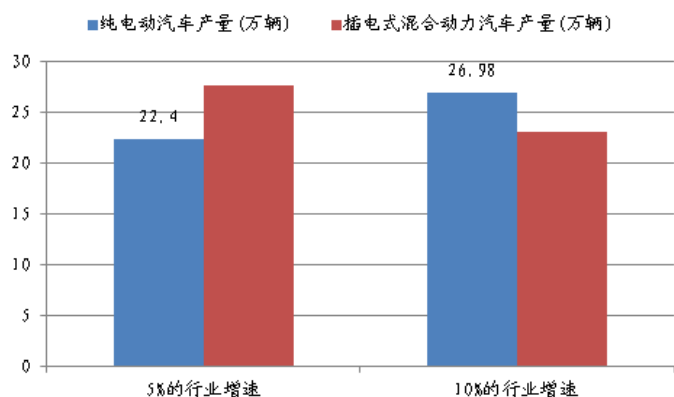
2.2 新能源汽车用动力电池逐步加速

2.2.1 新能源汽车目标回归理性

2012年，工信部、科技部等相继出台了《新材料十二五规划》、《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》以及《节能与新能源汽车规划》，主要内容是确定了纯电动汽车为主的发展路线，预计15年纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到50万辆，而纯电动汽车销量在同类车型总销量占比由5%调整至1%左右。2011年，我国汽车产量为1843万辆，预计11-15年我国汽车产销量年均复合增长率为5-10%。可以预估至2015年，我国

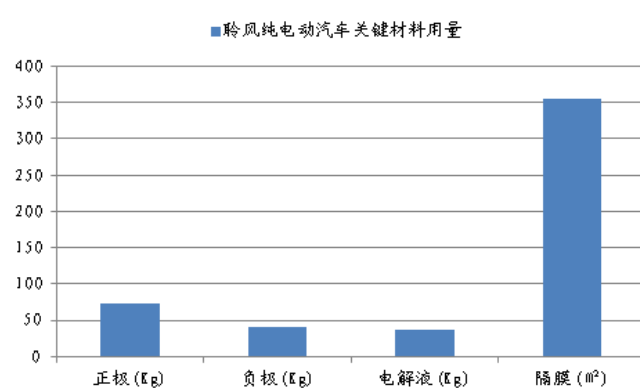
纯电动汽车产量为22.40-26.98万辆。

图表 3: 2015 年我国新能源汽车预计产量



数据来源: 中原证券

图表 4: 一辆日本聆风纯电动汽车锂电材料用量



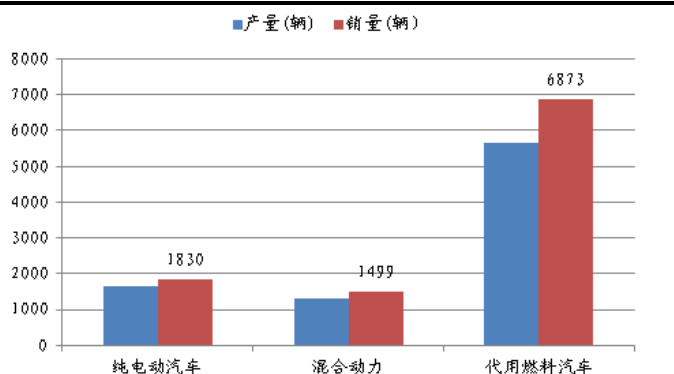
数据来源: IIT, 中原证券

2.2.2 动力电池用材料市场巨大

一辆新能源汽车用锂电池材料将是普通手机电池用量的上千倍。以日产聆风纯电动汽车为例, 一辆聆风需要的电解液约37Kg、正极与负极材料分别为70和40Kg。可见, 2015年1%的纯电动新能源汽车产销目标一旦实现, 对应材料需求巨大。

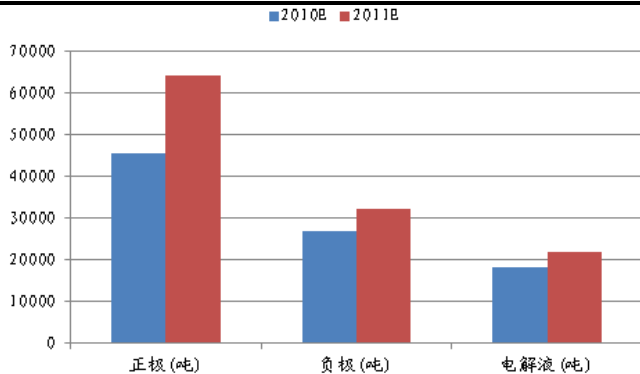
12年1季度, 我国新能源汽车产销量分别为8626辆和10202量, 产销量略超预期。其中纯电动汽车产量1655量; 混合动力汽车1300辆。随着政策的逐步到位、配套设施的跟进以及动力电池成本的逐步下降, 我国新能源汽车有望逐步进入发展快通道, 对应锂动力电池材料需求将逐步加速。

图表 5: 2012 年一季度我国新能源汽车产销量



数据来源: 中原证券

图表 6: 2010-11 年全球锂电关键材料用量



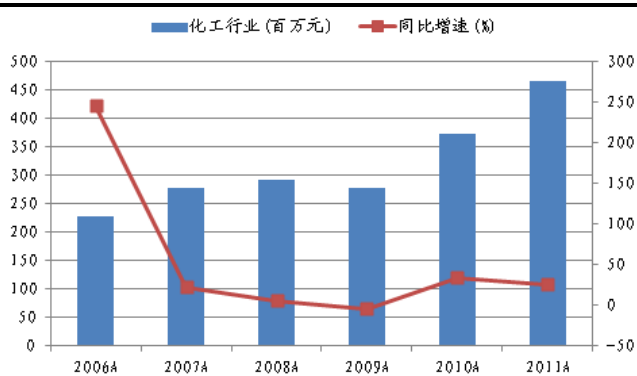
数据来源: IIT, 中原证券

3. 电解液量增促化工行业业绩稳步增长

3.1 业绩增长稳定

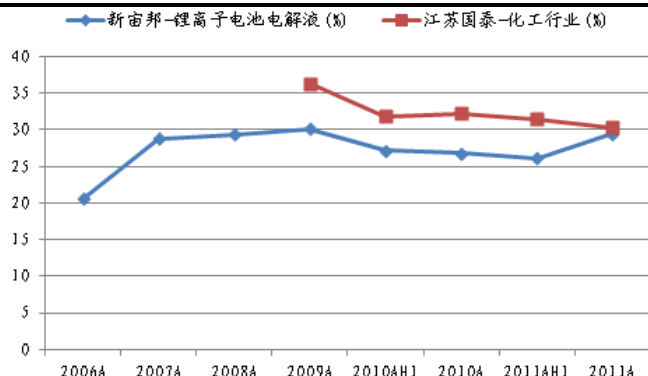
2006年，公司化工行业营收2.28亿元，11年为4.64亿元，06-11年间的复合增长率为15.27%。公司化工行业包括锂电池电解液与硅烷偶联剂，前者经过多次技改增产后总产能已达10000吨，提前布局新能源汽车市场，且年产规模稳居国内第一；3000吨/年硅烷偶联剂技改项目于11年底进行试生产。目前，电解液行业价格总体较为稳定，储能用电解液价格约7.6万元/吨。随着国内锂电池需求增速的回暖，预计公司电解液销量稳步增长，12年公司化工行业将总体保持20%左右的增速。

图表 7：2006-11 年公司化工行业营收及增速



数据来源：Wind，中原证券

图表 8：电解液可比公司毛利率对比



数据来源：Wind，中原证券

3.2 盈利能力将维持高位

11年，公司化工行业毛利率为30.32%，较10年的32.22%回落1.9个百分点。

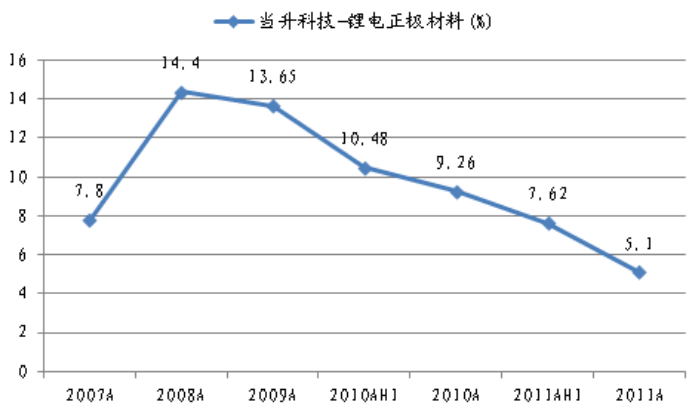
公司在国内最早涉足电解液，产品定位于中高端，具有显著的技术、客户以及规模优势；与同类公司相比，公司电解液产品仍维持一定盈利优势。随着我国新能源汽车市场将逐步打开，而安全性是新能源汽车用动力电池核心指标之一，对应各类材料技术指标将更高，我们认为该领域用电解液附加值将高于传统储能电池用电解液，预计12年公司化工行业盈利能力仍将维持较高水平，但须警惕电解液行业产能阶段性过剩导致行业整体盈利下滑。

4. 正极材料有序推进 六氟磷酸锂项目进展低于预期

华荣化工持股62.07%的子公司江苏国泰锂宝建设年产1100吨锂电池正极材料项目正有序推进中，下游市场定位于新能源汽车动力电池用，产品包括改性锰酸锂、磷酸铁锂和三元正极材料，目前正积极进行市场推广、客户评价。对传统储能用正极材料，由于

投资过度导致盈利能力下滑显著，而动力用正极材料具备较高技术含量，仍须警惕动力电池市场进展低于预期以及行业竞争加剧风险。

图表 9：正极材料毛利率比对



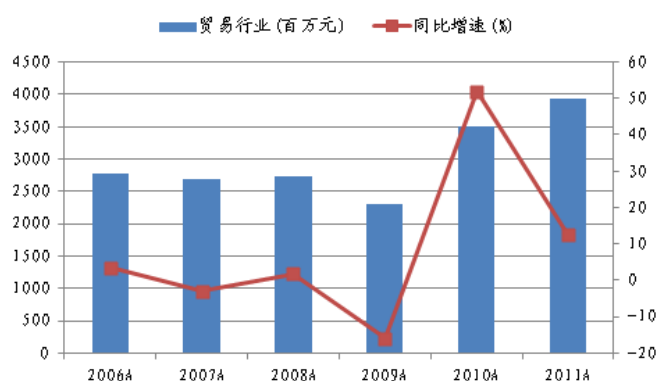
数据来源：Wind，中原证券

由亚源高新承担的年产300吨六氟磷酸锂项目仍在中试中，项目进展虽显著低于预期，但一旦达成将有助于完善公司电解液产业链，并提升公司化工行业盈利水平。

5. 服装高增长保贸易稳步增长

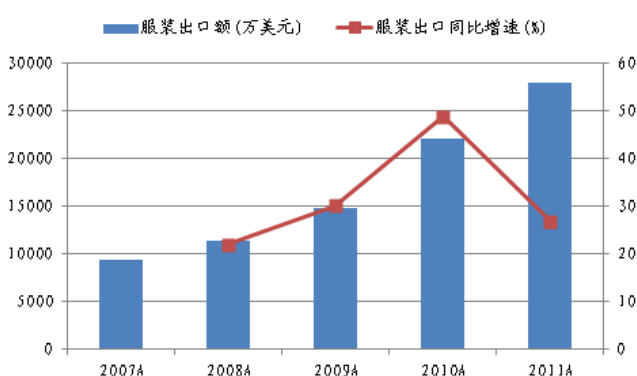
2006-11年，公司贸易行业年均复合增长率为9.16%。11年贸易营收39.43亿元，同比增长12.60%，其中出口贸易营收32.72亿元，同比增长16.96%，出口贸易增速低于全国20.3%的水平；国内贸易营收6.63亿元，同比下降4.49%。公司出口产品中以纺织服装为主，11年纺织服装合计出口4.87亿美元，纺织品服装出口企业排名由10年的第十二位升至11年的第七位，细分领域行业地位持续增强。

图表 10：2006-11 年公司贸易营收及增速



数据来源：Wind，中原证券

图表 11：2009-11 年公司服装出口额及增速

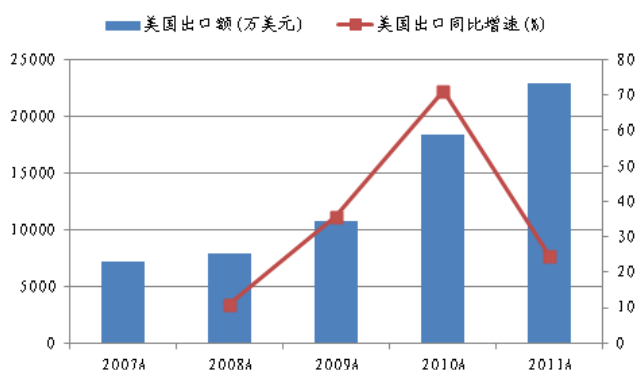


数据来源：公司公告，中原证券

近年公司出口重心逐步向服装业务转移，且美国市场保持良好的发展势头：11年服

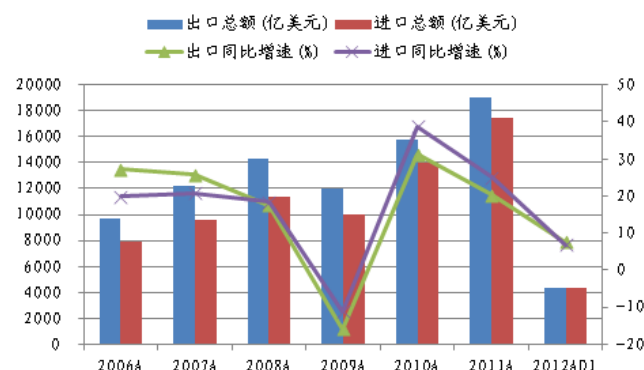
装出口2.80亿美元，同比增长26.75%，增幅远高于贸易行业12.60%的水平；2011年美国市场出口2.29亿美元，同比增长24.46%，07-11年间的年均复合增长率达33.80%。

图表 12: 2007-11 年公司美国出口额及增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

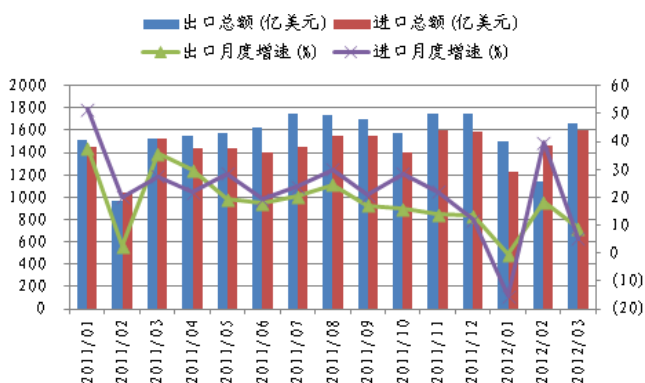
图表 13: 2006-12 年我国进出口贸易及增速



资料来源: Wind, 中原证券

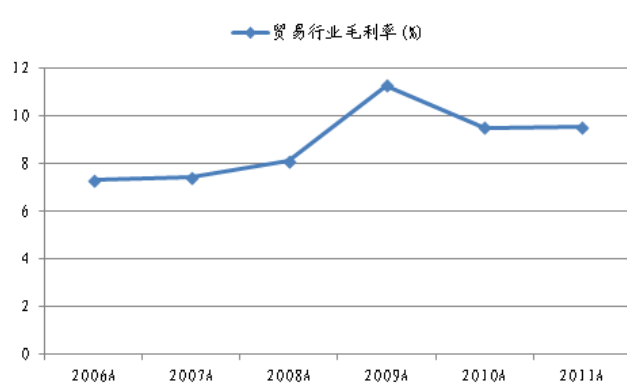
12年一季度我国出口总额4301亿元，同比增长7.64%，增幅创09年金融危机以来的新低。12年全球经济形势更为复杂：欧债危机虽部分得以解决，但仍存在较大的不确定性；美国经济有望持续温和复苏，同时面临国内经济转型以及调低经济增长预期，总体认为公司进出口贸易谨慎乐观。

图表 14: 11-12 年月度进出口贸易及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 15: 2006-2011 年公司贸易行业毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

11年公司进出口贸易毛利率为9.53%，较10年的9.50%基本持平。随着公司出口重心向服装业务转移，以及人工成本上升压力的逐步缓和，12年贸易行业盈利能力有望稳中略有提升。

6. 公司经营分析

6.1 经营概况

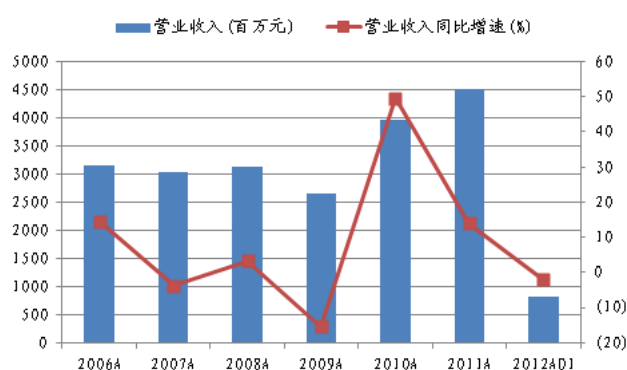
11年公司营收45.11亿元，同比增长13.88%；12年1季度营收8.25亿元，同比略降2.12%，营收下滑主要是受宏观经济不景气影响所致。同时公司单季度营收显示：受节假日等因素影响，一季度一般为年内低点。随着化工行业与出口贸易形势的逐步好转，预计12年公司营收稳步增长。

图表 16：公司近四年盈利、经营情况

	2008A	2009A	2010A	2011A	杉杉股份(2011A)
营业收入(百万元)	3126.72	2647.54	3960.88	4510.66	3002.18
净利润(百万元)	127.56	147.53	177.28	196.52	153.40
净资产收益率-平均(%)	19.10	18.93	19.27	18.19	5.29
资产负债率(%)	44.25	37.65	41.10	36.82	50.30
综合毛利率(%)	10.47	14.40	12.06	12.25	24.43
销售净利率(%)	4.38	6.01	4.86	4.67	4.89
期间费用率(%)	5.14	7.02	6.69	6.88	23.41
存货周转率(次)	40.55	37.79	33.74	24.26	3.08
应收账款周转率(次)	12.11	8.66	11.24	10.36	5.15

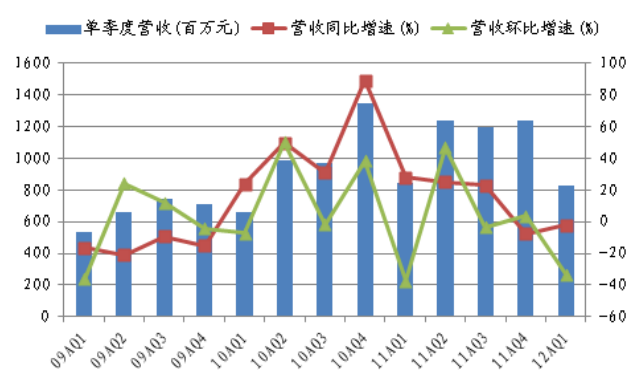
资料来源：Wind，中原证券

图表 17：2006-2012 年公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

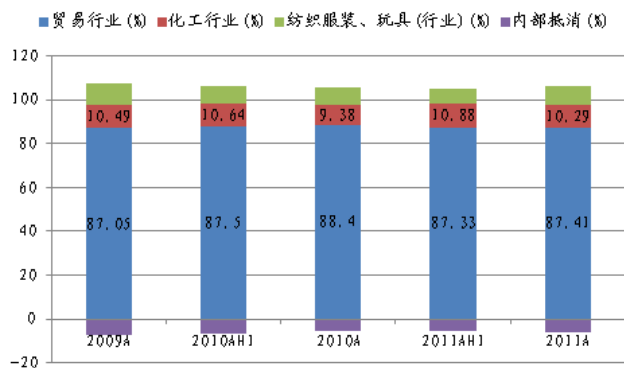
图表 18：2009-2012 年公司单季度营收及增速



资料来源：Wind，中原证券

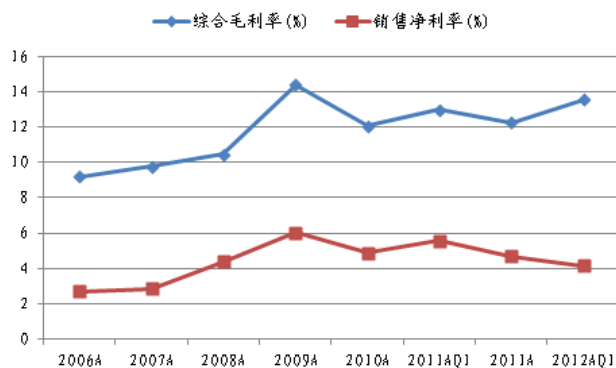
公司营收组成显示：贸易行业营收占比维持在87%以上，化工行业为10%左右。

图表 19: 2009-2011 年公司营收组成(按行业)



资料来源: Wind, 中原证券

图表 20: 2006-2012 年公司销售毛利率与净利率

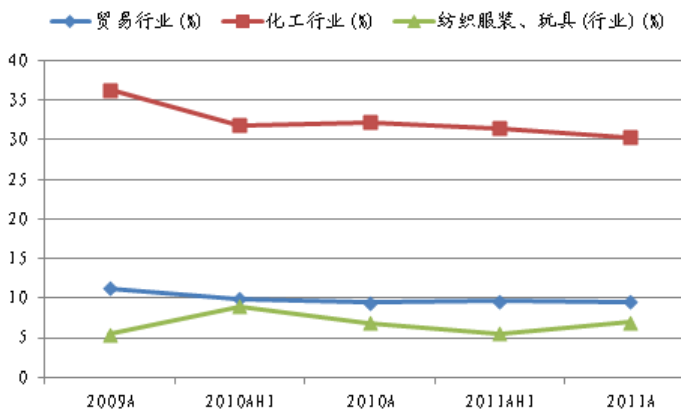


资料来源: Wind, 中原证券

6.2 盈利能力基本持平 预计 12 年维稳

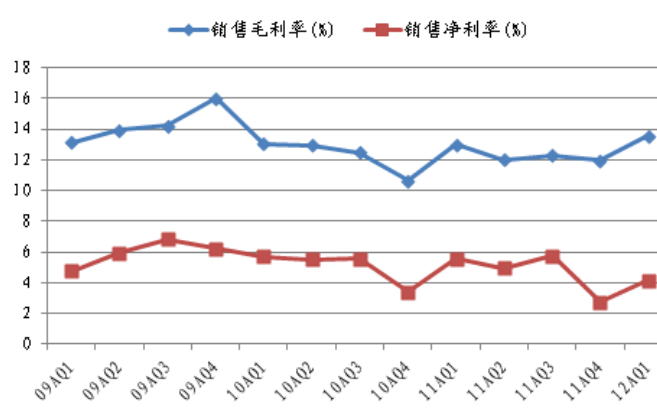
11年公司销售毛利率12.25%，较10年的12.06%略有提升，其中进出口贸易业务毛利率为9.53%，与10年的9.50%基本持平；化工行业毛利率为30.32%，较去年下滑1.90个百分点。公司在电解液领域行业地位显著，且贸易行业逐步向服装转移，预计公司12年盈利能力总体维稳。

图表 21: 2009-11 年公司不同行业毛利率比对



数据来源: Wind, 中原证券

图表 22: 2009-12 年公司单季度销售毛利率与净利率

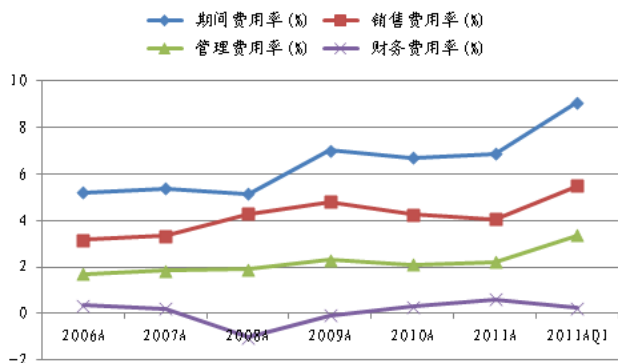


数据来源: Wind, 中原证券

6.3 一季度三费创新高 预计全年回落

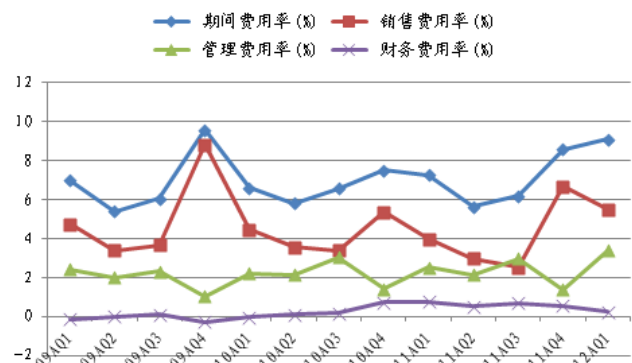
2011年，公司期间费用率为6.88%，与去年的6.69%基本持平。12年一季度，公司期间费用率为9.09%，创10年以来的季度新高，费用增长的主要原因是管理费用与销售费用大幅增长，其中销售费用支出4523万元，同比增长34.87%；管理费用支出2779万元，同比增长31.40%，二者增加一方面受春节因素影响，同时公司办公用房装修与办公家具添置一次性计入管理费用中。

图表 23: 2006-2012 年公司三项费用对比



资料来源: Wind, 中原证券

图表 24: 2009-2012 年单季度三费对比

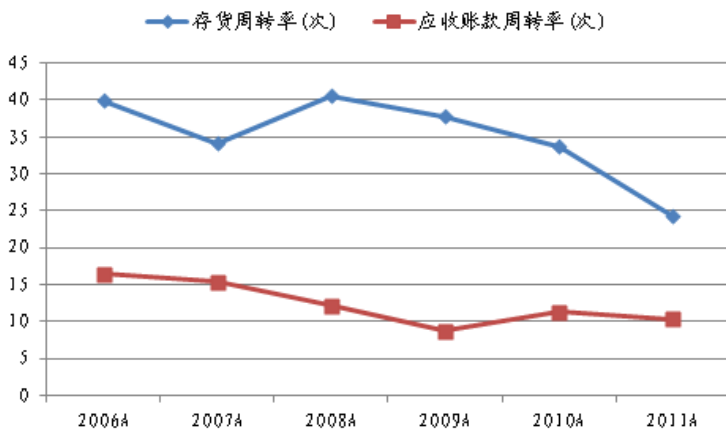


资料来源: Wind, 中原证券

6.4 营运能力分析

2009-11年, 公司应收账款周转率稳定在10次/年左右。11年应收账款为4.47亿元, 同比增长5.31%, 位于合理范围内。公司存货周转率近年持续下滑, 11年存货1.84亿元, 同比增加28.80%, 对应存货周转率为24.26次。

图表 25: 2006-11 年公司营业能力



数据来源: Wind, 中原证券

7. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设: 1) 全球经济不出现大幅下滑; 2) 传统储能用锂电池稳步增长, 动力电池需求逐步加速; 3) 正极材料12年对公司贡献部分业绩。

图表 26: 可比公司估值

代 码	公 司	股价(元) (05/07)	EPS (元)			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
600884	杉杉股份	14.15	0.37	0.51	0.64	37.94	27.72	22.18
300037	新宙邦	20.02	1.16	0.95	1.24	17.26	21.11	16.14
600120	浙江东方	12.01	0.43	0.67	0.75	27.93	17.96	16.10
600128	弘业股份	12.32	0.39	0.44	0.50	31.45	28.22	24.69
600626	申达股份	4.35	0.30	0.33	0.38	40.55	37.12	32.52
002091	江苏国泰	12.27	0.55	0.60	0.77	22.40	20.42	16.07
行业均值						28.64	23.75	19.78

资料来源: Wind, 中原证券

预测公司2012年和2013年每股收益分别为0.60元和0.77元,按5月7日12.27元收盘价计算,对应的动态市盈率分别为20.42和16.07倍。考虑可比公司估值以及公司在行业中的地位,维持公司“增持”的投资评级。

8. 风险提示

公司面临的主要风险: 1) 全球经济下滑超预期; 2) 新能源汽车发展低于市场预期; 3) 新技术开发风险; 4) 汇兑损失风险。

图表 27: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1345	1586	1998	2533	营业收入	4511	4914	5722	6787
现金	419	564	787	1080	营业成本	3958	4305	4982	5896
交易性金融资产	4	5	5	5	营业税费	5	5	6	7
应收票据	29	25	29	34	销售费用	183	201	233	275
应收款项	450	486	566	672	管理费用	100	118	134	153
存货	184	192	223	264	财务费用	28	-2	-3	-5
其他	259	314	388	479	资产减值损失	5	11	13	15
非流动资产	504	509	482	456	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	69	70	70	70	投资收益	47	20	20	20
固定资产	369	364	350	320	营业利润	265	295	376	465
无形资产	33	31	30	28	营业外收入	16	16	16	16
其他	34	44	33	38	营业外支出	12	12	12	12
资产总计	1849	2095	2480	2989	利润总额	269	299	380	469
流动负债	658	691	783	908	所得税	59	65	83	102
短期借款	54	0	0	0	净利润	210	234	297	367
应付帐款	378	430	498	590	少数股东权益	14	16	21	26
预收帐款	146	150	158	169	归属母公司净利润	197	217	276	341
其他	80	110	127	150	EPS (元)	0.55	0.60	0.77	0.95
长期负债	23	24	24	24	主要财务比率				
长期借款	1	1	1	1		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	21	23	23	23	每股指标				
负债合计	681	714	807	932	每股收益	0.55	0.60	0.77	0.95
股本	360	360	360	360	每股经营现金	0.41	0.48	0.63	0.77
资本公积金	2	2	2	2	每股净资产	3.00	3.61	4.37	5.32
未分配利润	595	790	1038	1345	增长率				
少数股东权益	88	104	125	151	营业收入增长率	13.88%	8.94%	16.44%	18.62%
母公司所有者权益	1081	1298	1574	1916	营业利润增长率	15.88%	11.07%	27.46%	23.87%
负债及权益合计	1849	2117	2506	2998	净利润增长率	10.85%	10.51%	27.09%	23.62%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	12.25%	12.40%	12.92%	13.13%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	4.36%	4.42%	4.82%	5.03%
经营活动现金流	174	234	207	254	ROE	18.18%	16.73%	17.53%	17.81%
净利润	210	234	297	367	ROIC	19.91%	19.90%	22.65%	24.99%
资产减值准备	5	11	13	15	偿债能力				
折旧摊销	29	30	31	32	资产负债率	32.15%	28.50%	26.92%	40.65%
财务费用	28	-2	-3	-5	流动比率	2.04	2.30	2.55	2.79
投资收益	47	20	20	20	速动比率	1.76	2.02	2.27	2.50
营运资金变动	0	-20	-111	-135	营运能力				
投资活动现金流	-15	-9	17	17	资产周转率	2.56	2.48	2.48	2.47
资本支出	0	-24	0	0	存货周转率	23.90	22.59	23.84	24.09
其他投资	-15	15	17	17	应收帐款周转率	10.36	10.59	10.98	11.07
筹资活动现金流	-12	-53	3	5	估值比率				
借款变动	0	0	0	0	PE	22.31	20.34	16.00	12.95
其他	-12	-53	3	5	PB	4.09	3.40	2.81	2.31
现金净增加额	147	172	227	275					

资料来源: 公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。