

增持（首次）

目标价：31.56 元

朝阳产业 前景可期

——江苏国泰（002091）2009 年报点评——

研究员

庞琳琳

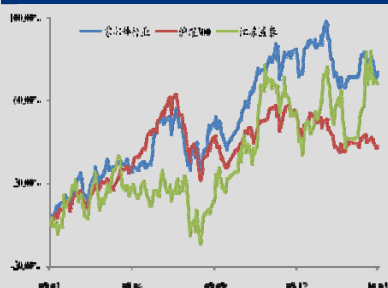
执业证书编号：S1250209110200

电话：010-88092288-3705

邮箱：pll@swsc.com.cn

52 周市场表现

（2009.03.17~2010.03.17）



内容摘要:

- **业绩披露** 据公司年报，2009 年公司实现营业收入 26.47 亿元，同比下降 15.33%；营业利润 2.05 亿元，同比增加 15.23%；归属母公司的净利润 1.48 亿元，同比增加 15.65%；每股收益 0.61 元。
- **业绩分析** 公司主营服装、玩具等贸易和化工新材料。2009 年公司营业收入同比下降 15.33%，主要是因为公司主营两大板块营业收入均出现下降。贸易板块中，出口贸易和纺织服装这两项营业收入出现较大降幅，分别达到 18.21%和 14.9%；化工新材料的营收降幅为 5.15%。但是由于营业成本大幅减小，毛利率上升，未出现亏损。
- **主营业务构成与潜在发展** 公司主要业务有两大板块：一为贸易。其细分行业主要指服装、玩具、机电产品和纺织品。另一板块为化工新材料产品，其中锂电池电解液和六氟磷酸锂，因与新兴的新能源汽车相关而广受各方关注。公司控股 55%的张家港国泰华荣化工新材料有限公司（以下简称国泰华荣）锂电池电解液的生产规模达到年产 5500 吨。电解液的重要原料六氟磷酸锂由江苏国泰与国泰华荣共同投资的亚源公司生产，2010 年将具备 300 吨的年生产能力。
- **投资建议** 随着国际贸易的逐渐恢复，公司的主营业务之一——服装、机电产品以及玩具等进出口贸易将重显辉煌；另一主营业务电解液市场前景良好，亚源公司的 300 吨六氟磷酸锂项目的顺利投产，将为公司业绩做出较大贡献。预测公司的市盈率 2010 年为 34 倍，2011 年为 27 倍。未来六个月目标价位 31.56 元。我们给予江苏国泰“增持”的投资评级。

盈利预测与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	26.47	29.68	34.33	38.60
净利润(亿元)	1.48	1.89	2.35	3.15
每股收益(元)	0.61	0.79	0.98	1.31
市盈率（倍）	35.8	33.9	27.3	20.4

业绩披露

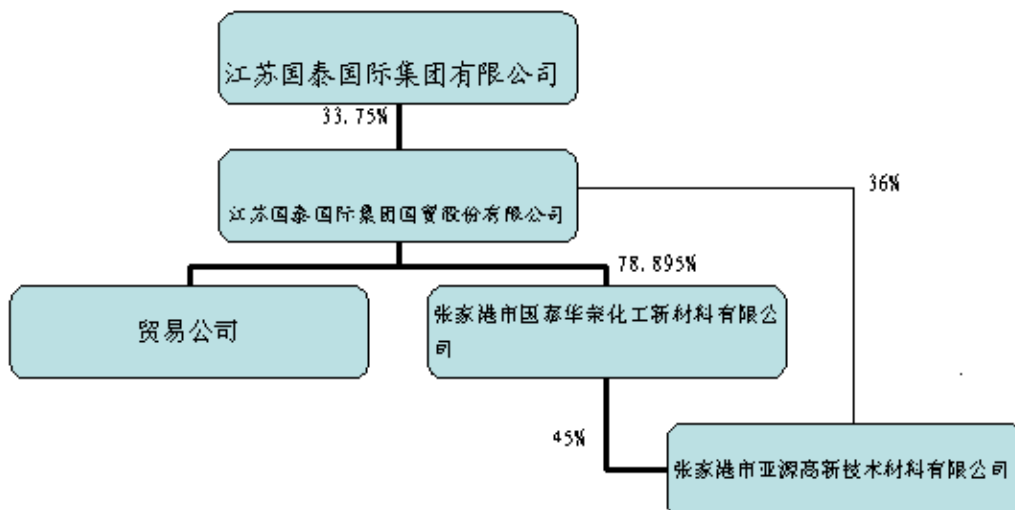
据公司年报，2009年公司实现营业收入26.47亿元，同比下降15.33%；营业利润2.05亿元，同比增加15.23%；归属母公司的净利润1.48亿元，同比增加15.65%；每股收益0.61元。

业绩分析

公司主要业务有两大板块：一为贸易。其细分行业主要是服装、玩具、机电产品和纺织品。另一板块为化工新材料产品，其中锂电池电解液和六氟磷酸锂，因与新兴的新能源汽车相关而广受各方关注。公司控股55%的张家港国泰华荣化工新材料有限公司（以下简称国泰华荣）锂电池电解液的生产规模达到年产5500吨。电解液的重要原料六氟磷酸锂由江苏国泰与国泰华荣共同投资的亚源公司生产，2010年将具备300吨的年生产能力。

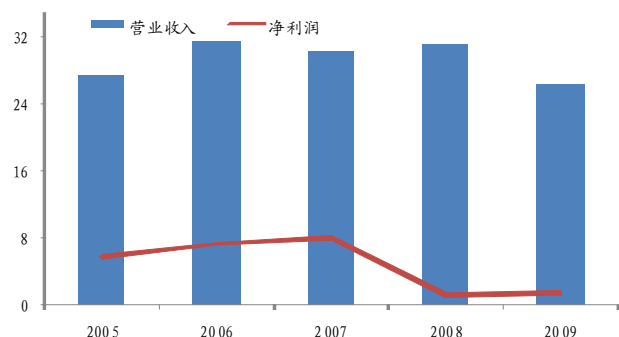
2009年公司营业收入同比下降15.33%，主要是因为公司主营两大板块营业收入均出现下降。贸易板块中，出口贸易和纺织服装这两项营业收入出现较大降幅，分别达到18.21%和14.9%；化工新材料的营收降幅为5.15%。在营收同比下降的情况下，由于公司营业成本也大幅下降，贸易行业毛利率同比上升4.04%，化工新材料行业毛利率同比上升3.11%，因此公司净利润同比增加。

图 1：江苏国泰产权及控制关系



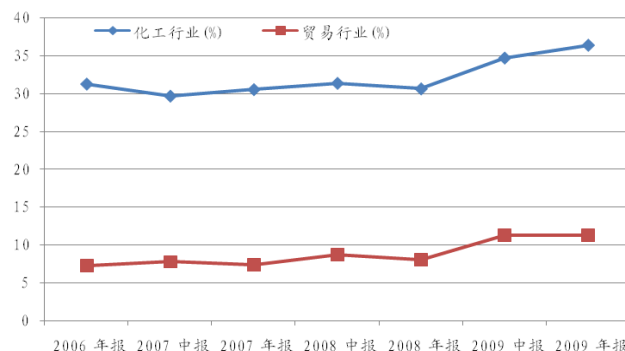
数据来源：公司年报、西南证券

图 2: 2005 以来公司营收及净利润 (亿元)



数据来源: 公司各年年报, 西南证券

图 3: 公司两大业务毛利率相比 (2006-2009)



数据来源: 公司各年年报, 西南证券

公司未来业绩增长点

低碳经济时代为新能源汽车提供了广阔的发展前景。《汽车产业振兴规划》提出到2012年, 国内电动汽车年产销形成50万辆规模。以现有技术, 每辆电动车用动力锂电池的正极磷酸铁锂材料50公斤, 负极材料40公斤, 电解液40公斤计算, 生产50万辆电动汽车将需要2.5万吨正极材料, 2万吨负极材料和2万吨电解液。这将是一个极大的市场空间。电动汽车的发展, 将极大地拓展传统汽车零部件行业, 使汽车产业链得以延展, 车载锂电池及其配套产业也将会得到良好的发展机遇。

江苏国泰2010年化工新材料板块的业绩增长点之一体现在良好的产业发展背景、锂电池需求市场的急剧扩大和电解液市场的龙头地位。公司电解液产品供不应求, 其在2010年扩大的产能能够为公司带来巨大的经济效益。

增长点之二在于公司的300吨六氟磷酸锂项目。如果2010年当年顺利投产, 产品为母公司国泰华荣配套, 那么将使国泰华荣的电解液产品进一步降低生产成本, 并大幅提升产品的毛利率45%以上。

传统业务贸易板块在2009年同比萎缩较多, 但随着服装、玩具、机电产品等进出口市场的逐步回暖, 公司进出口贸易将重新回到上升通道。

人民币的升值预期、进出口贸易伙伴国的贸易壁垒、各国经济刺激政策的提前退出以及化工新材料的技术研发方向偏差、管理失当是公司面临的主要风险。

估值与预测

由于2010年新能源产业将呈现爆发式增长, 公司主营产品所处的产业处于高速成长期, 我们估算公司2010年、2011年和2012年摊薄后的每股收益分别是0.79、0.98和1.31元, 基准日3月17日股价为26.78元, 对应2010、2011和2012年的动态市盈率分别为33.9倍、27.3倍和20.4倍。参考行业估值水平, 并结合江苏国泰的净利润分配结构, 以此确定权重系数, 未来六个月目标价位31.56元。我们给予江苏国泰“增持”的投资评级。

表 1: 国内新能源产业估值水平比较

证券代码	证券简称	市盈率 (PE)	EV2/EBITDA
600482	风帆股份	63.50	-93.0871
002091	江苏国泰	33.9218	27.2909
002083	孚日股份	64.45	16.8738
002218	拓日新能	110.16	81.0466
600884	杉杉股份	67.16	33.4742
600220	江苏阳光	85.23	27.1117
000777	中核科技	101.50	69.151
600396	金山股份	66.95	18.9148
600152	维科精华	476.32	20.9965
000049	德赛电池		49.9095
算术平均		74.12	25.1682

数据来源: WIND 资讯、西南证券

表 2: 国内贸易行业估值水平比较

证券代码	证券简称	市盈率 (PE)	EV2/EBITDA
000753	漳州发展	51.7273	25.818
002091	江苏国泰	33.997	27.2909
600056	中国医药	22.5307	14.0849
600058	五矿发展	25.8837	17.7345
600120	浙江东方	42.9864	21.3585
600153	建发股份	29.9271	21.003
600250	南纺股份	84.963	18.5824
算术平均		41.71	20.83

数据来源: WIND 资讯、西南证券

表 3: 利润表

	2008A	2009A	2010E
报表类型			
一、营业总收入(元)	3,126,724,262.56	2,647,536,923.84	2,967,591,760.00
营业收入(元)	3,126,724,262.56	2,647,536,923.84	2,967,591,760.00
二、营业总成本(元)	2,969,304,953.72	2,452,349,826.14	2,706,010,846.13
营业成本(元)	2,799,273,281.15	2,266,173,792.63	2,487,768,860.78
营业税金及附加(元)	2,166,906.42	2,803,084.86	3,616,307.32
销售费用(元)	133,522,654.95	127,265,221.60	148,151,083.43
管理费用(元)	59,074,760.47	60,597,841.12	66,770,814.60
财务费用(元)	-31,839,436.31	-2,125,469.71	-2,734,576.00
资产减值损失(元)	7,106,787.04	-2,364,644.36	2,438,356.00
三、其他经营收益(元)			
公允价值变动净收益(元)		169,852.50	0.00
投资净收益(元)	-538,077.96	2,153,558.06	2,670,436.92
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(元)	-914,889.10	2,153,558.06	2,670,436.92
四、营业利润(元)	156,881,230.88	197,510,508.26	258,910,476.95
加：营业外收入(元)	17,584,526.24	3,499,319.27	3,800,526.35
减：营业外支出(元)	477,664.77	518,273.64	653,246.56
五、利润总额(元)	173,988,092.35	200,491,553.89	255,763,197.16
减：所得税(元)	37,182,255.16	41,253,722.79	52,431,455.42
六、净利润(元)	136,805,837.19	159,237,831.10	203,331,741.74
减：少数股东损益(元)	9,241,746.85	11,707,995.62	13,895,220.00
归属于母公司所有者的净利润(元)	127,564,090.34	147,529,835.48	189,436,521.74
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.53	0.61	0.79
(二) 稀释每股收益(元)	0.53	0.61	0.79

数据来源：公司年报、西南证券

附录

江苏国泰公司化工新材料两种产品的市场分布和主要竞争对手

➤ 锂电池的成本构成和毛利率

锂电池主要由四部分，即电极材料（正、负极）、电解液、隔膜以及导电剂、粘结剂、极耳和六氟磷酸锂（LiPF₆）等组成。一辆电动汽车上的锂电池需要使用正极材料50公斤，负极材料40公斤，电解液40公斤等。锂电池占电动汽车成本的30-50%。而锂电池中，隔膜占电池成本20-30%、正极材料30%、电解液12%以及导电剂等其他部分占30%左右。由于原材料、生产技术和生产复杂程度的不同，这几部分的毛利率相差很大，如正极材料30%，负极材料20%，隔膜和六氟磷酸锂都是70%，电解液的毛利率是40%。隔膜和电解液的生产难度和技术含量最高。

➤ 锂电池电解液市场分布及主要竞争对手

随着手机、笔记本电脑等电子产品的日益普及以及新能源汽车研发生产的方兴未艾，锂电池的市场需求也越来越大。与其他同类产品相比，锂电池具有以下优点：体积小、质量轻、工作电压高（为镍镉电池、氢镍电池的3倍）、比能量大（可达165WH/KG，是氢镍电池的3倍）、循环寿命长、自放电率低、无记忆效应、无污染以及安全性好等优点。

目前，在国际市场上，国泰荣华主要的竞争对手来自日本宇部公司，国际市场占有率为26%以及韩国ECOPRO公司，市场占有率24%。

国内市场上，国泰荣华和国内主要生产企业天津金牛、东莞杉杉、珠海赛纬电子、福祿（苏州）以及广州天赐等厂家，年生产能力都在2000吨级以上，可满足我国锂离子电池生产的需要，并有部分出口。其中国泰荣华、珠海赛纬电子定位高端市场——为电动自行车、电动客车、电动轮椅和电动汽车等动力锂电池等提供配套，其他企业产品定位于中低端市场——风能 and 太阳能等中端储能市场以及手机、笔记本电脑、数码相机、电动工具等低端电池市场。这些主要生产企业的产能规模是：国泰荣华5500吨，天津金牛5000吨，东莞杉杉4000吨，福祿（苏州）3500吨和广州天赐2000吨。国泰荣华在国内的市场占有率达40%以上，位居行业龙头地位。

➤ 六氟磷酸锂市场分布及主要竞争对手

六氟磷酸锂占电解液成本的50%左右，其生产成本为10万元/吨，市场价格为40万元/吨，毛利率高达75%。目前，六氟磷酸锂（LiPF₆）市场被日本企业垄断。其中，关东电化工业产品主要为日本宇部公司供货，产能达到950吨；SUTERAKEMIFA公司每年为ECOPRO公司提供800吨六氟磷酸锂；三菱公司的原材料供应商森田化学年产960吨。

江苏国泰与国泰荣华共同投资设立亚源公司，双方分别持股36%和45%。亚源公司主要生产六氟磷酸锂。公司拟投资8330万元，建设300吨六氟磷酸锂项目。目前该项目处于设备中试阶段。预计该项目建成投产后，将会成为公司又一新的利润增长点。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,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询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>