

江苏国泰(002091)

贸易/商业贸易

发布时间: 2022-04-06

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

高景气驱动，添加剂竖立核心壁垒

报告摘要:

贸易外延化工，双平台驱动。江苏国泰深耕进出口贸易三十余年，致力于提供全供应链一站式增值服务，是国内服装外贸行业的龙头，于2002年收购华荣化工切入化工新材料领域，根据伊维经济研究院的统计，公司锂离子电池电解液出货量最近3年皆位列国内前三。

海内外需求共振，龙头开启大规模电解液扩产周期。2021年中国新能源车持续高景气，欧洲市场补贴退坡不改电动化趋势，美国补贴限排政策呼之欲出，电动化大幕开启。预计全球锂电池电解液需求量2025年增长至213万吨，五年复合增长率50%，新能源汽车高景气推动电解液需求增长；供给端，国内电解液供给强势，电解液龙头开启大规模扩产周期，行业集中度不断提高，溶质行业六氟磷酸锂供需紧张情况预计2022年年中开始缓解，溶剂行业大化工入局或重塑市场格局，添加剂行业头部添加剂厂商及电解液厂商不断加码扩产，供需格局向好。

绑定优质客户，产能加速扩张。公司与核心客户签订长期战略合作协议，具有较强的先发优势。公司2021年H1前三大客户为CATL、LG、ATL，客户供应集中度高，前五大客户集中度已达到80%左右。随着下游大客户的不断扩产，公司当前订单饱满。公司加速产能扩建，迎来出货高景气。

布局添加剂+培养良好供应体系，确立成本优势。电解液行业采取“以原材料价格为中枢”的报价机制，溶质六氟磷酸锂成本占比最大，是定价关键要素。公司绑定溶质龙头新泰材料，长期供货协议保证较市价更为优惠的原材料供应。添加剂决定电解液的工艺壁垒，子公司超威新材为公司提供添加剂，并继续布局新型锂盐。公司盈利能力优越，有望凭借配方优势保持稳定盈利能力。

江苏国泰作为电解液行业的优质公司，产能大幅扩张承接饱和订单。多年的稳定经营培养了良好的客户、供应商关系，保证其良好的盈利能力。我们预计公司2022-2023年营收收入为449.34、528.69亿元，实现归母净利润为20.21、31.71亿元。首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期；电解液行业竞争加剧；客户拓展不及预期；公司产能释放不及预期；盈利预测不及预期

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	39,326	30,138	39,120	44,934	52,869
(+/-)%	6.69%	-23.36%	29.80%	14.86%	17.66%
归属母公司净利润	945	978	1,208	2,021	3,171
(+/-)%	-6.96%	3.45%	23.59%	67.25%	56.93%
每股收益(元)	0.60	0.63	0.76	1.27	1.99
市盈率	11.45	11.48	13.57	8.11	5.17
市净率	1.3	1.25	1.61	1.38	1.11
净资产收益率(%)	11.17%	10.59%	11.89%	17.02%	21.53%
股息收益率(%)	1.95%	2.43%	1.90%	1.90%	1.90
总股本(百万股)	1,564	1,564	1,597	1,597	1,597

股票数据

2022/04/01

6个月目标价(元)	15.09
收盘价(元)	10.27
12个月股价区间(元)	6.47~16.97
总市值(百万元)	16,057.52
总股本(百万股)	1,597
A股(百万股)	1,597
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	19

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-11%	-25%	61%
相对收益	-2%	-11%	79%

相关报告

《容百科技(688005):高镍龙头加速一体化,量增支撑业绩高速增长》

--20220330

《东北商贸零售:生鲜电商行业深度报告:前置仓的市场空间及竞争力几何?》

--20210928

证券分析师: 董佳敏

执业证书编号: S0550516050002
(021) 20361230 djm@nesc.cn

证券分析师: 周颖

执业证书编号: S0550521100002
19801271353 zhouying1@nesc.cn

目 录

1.	江苏国泰：供应链服务+化工新材料双平台驱动.....	5
1.1.	贸易外延化工，双平台驱动	5
1.2.	营收稳定增长，盈利持续向好	6
2.	海内外需求共振，龙头开启大规模电解液扩产周期.....	9
2.1.	电解液行业按照“材料成本+加工费+技术溢价”模式进行定价	9
2.2.	全球电动化奔涌向前，电解液市场需求广阔	10
2.2.1.	海内外需求共振，全球电动化奔涌向前.....	11
2.2.2.	消费电池市场稳中有升，5G 或成新增长点.....	14
2.2.3.	储能蓝海市场拉开序幕，长期具备高成长性.....	14
2.3.	国内电解液供给强势，溶质添加剂供给预计 2022 年年中开始缓解	15
2.3.1.	电解液：国内供给强势，龙头加码扩产.....	15
2.3.2.	溶质：预计 22 年年中开始六氟磷酸锂供需情况有所改善.....	16
2.3.3.	添加剂：添加剂产能扩张加快.....	18
2.3.4.	溶剂：大化工入局或重塑市场格局.....	20
3.	资质优良，依靠大客户订单快速放量	20
3.1.	国泰深耕电解液多年，市占率位于第一梯队	20
3.2.	产能迅速释放，迎来出货高景气	22
4.	布局添加剂+培养良好供应体系，确立成本优势.....	23
4.1.	电解液溶质业务决定成本，工艺壁垒在于添加剂	23
4.2.	公司成本优势明显，盈利能力较好	26
5.	外贸主业疫情后缓慢复苏	27
6.	核心假设及估值	28
7.	风险提示	28

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司历年营业收入（亿元）及增速（%）	6
图 4：公司历年归母净利润（亿元）及增速（%）	6
图 5：公司毛利率及净利率（%）	7
图 6：公司历年分产品营业收入（亿元）	8
图 7：瑞泰新材历年分产品营业收入（亿元）	8
图 8：公司历年费用率情况（%）	8
图 9：瑞泰新材历年费用率情况（%）	8

图 10: 瑞泰新材历年研发费用 (万元) 及研发费用占比 (%)	9
图 11: 电解质决定锂离子电池性能.....	9
图 12: 电解液质量构成(%).....	10
图 13: 电解液构成	10
图 14: 锂离子电池电解液生产流程	10
图 15: 全球历年电动车销量 (万辆) 及渗透率 (%)	11
图 16: 中国新能源汽车年度销量数据 (万辆)	12
图 17: 中国新能源汽车月度销量数据 (万辆)	12
图 18: 欧洲纯电动乘用车、插电混合型乘用车销量 (万辆), 渗透率 (%)	12
图 19: 美国新能源汽车销量 (万辆) 及渗透率 (%)	13
图 20: 2021 年 1-9 月美国新能源汽车销量 (万辆)	13
图 21: 美国新能源汽车结构占比 (%)	13
图 22: 美国碳排放标准 (g/mi)	13
图 23: 全球新能源汽车销量预测	13
图 24: 消费电池下游应用	14
图 25: 国内消费电池市场规模分析及预测 (GWh)	14
图 26: 储能市场构成	14
图 27: 国内储能电池市场规模分析及预测 (GWh)	14
图 28: 历年全球电解液出货量 (万吨)	16
图 29: 历年中国电解液出货量 (万吨)	16
图 30: 六氟磷酸锂及电解液价格 (万元/吨)	17
图 31: VC、FEC 合计出货量占比超六成 (吨)	18
图 32: 2014-2021 年主要电解液添加剂均价变化 (万元/吨)	19
图 33: 2020 年 VC 出货量市场份额.....	19
图 34: 2020 年 FEC 出货量市场份额	19
图 35: 2020 年全球电解液溶剂市场格局	20
图 36: DMC 价格 2021 年 10 月以来开始回落.....	20
图 37: 2018-2021 年 H1 公司电解液销量及均价	21
图 38: 2018-2021 年 H1 公司收入及毛利率	21
图 39: 2020 年国内电解液企业市场份额 (%)	21
图 40: 国内电解液企业 CR3 及 CR6 市占率变化趋势 (%)	21
图 41: 2020 年公司各客户收入占比	22
图 42: 2021 年 H1 公司各客户收入 (单位: 万元)	22
图 43: 公司与客户订单商业模式	22
图 44: 2021 年上半年全球锂电池装机量市场份额	22
图 45: 电解液原材料质量比例 (配方各有不同)	24
图 46: 电解液原材料成本比例 (配方各有不同)	24
图 47: 公司向新泰科技采购 6F 金额	24
图 48: 公司采购 6F 的平均价格.....	24
图 49: 公司采购 EMC 的平均价格	25
图 50: 公司采购 EC 的平均价格.....	25
图 51: 超威新材电解液添加剂销量 (吨)	26
图 52: 超威新材向华荣化工销售具体情况	26
图 53: 公司内外销量情况 (吨)	26
图 54: 公司内外销售单价情况 (万元/吨)	26

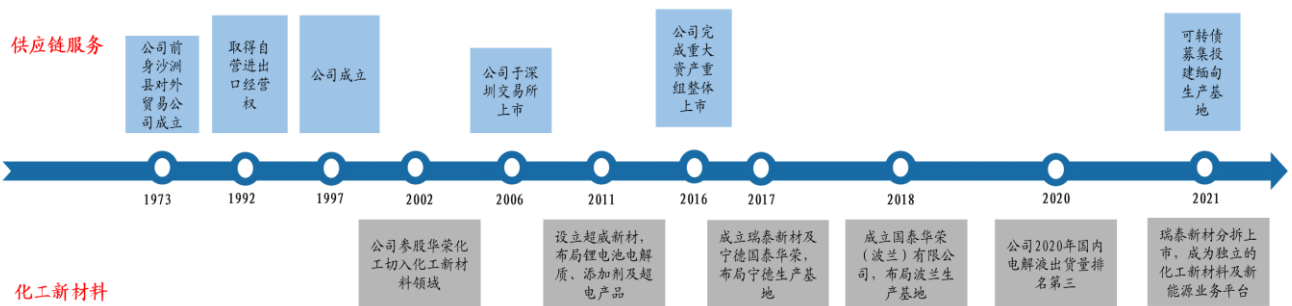
图 55: 2014-2021 年公司与竞争对手毛利率对比情况	27
图 56: 2014-2021 年进出口贸易收入 (亿元) 及增速	27
表 1: 全球电解液需求 (万吨)	15
表 2: 2021 年电解液企业部分扩产项目	16
表 3: 全球六氟磷酸锂产能规划 (吨)	17
表 4: 国内添加剂部分扩产规划	19
表 5: 公司产能规划	22
表 6: 电解液主要添加剂性能对比情况	25
表 7: 电解液主要添加剂性能对比情况	28

1. 江苏国泰：供应链服务+化工新材料双平台驱动

1.1. 贸易外延化工，双平台驱动

公司前身沙洲县对外贸易公司，成立于1973年，并于1992年取得自营进出口经营权，1997年公司成立，致力于提供全供应链一站式增值服务，2002年通过参股华荣化工切入化工新材料领域，2002年6月，华荣公司建成200吨/年锂离子电池电解液批量生产线，成为国内最早实现工业化生产锂离子二次电池电解液的企业，改变了我国锂离子电池电解液完全依靠进口的局面。2005年9月，公司受让了张家港市华荣化工新材料有限公司的55%股权，股权转让后，公司的主营业务收入由原来单一外贸收入转变为贸易收入与化工新材料收入并举的局面。2006年公司于深交所上市，并于2016年完成资产重组集团整体上市，2017年公司成立瑞泰新材并于2021年启动分拆上市，分拆完成后，瑞泰新材将成为国泰旗下独立的化工新材料及新能源业务上市平台。根据伊维经济研究院的统计，公司锂离子电池电解液出货量最近3年皆位列国内前三。

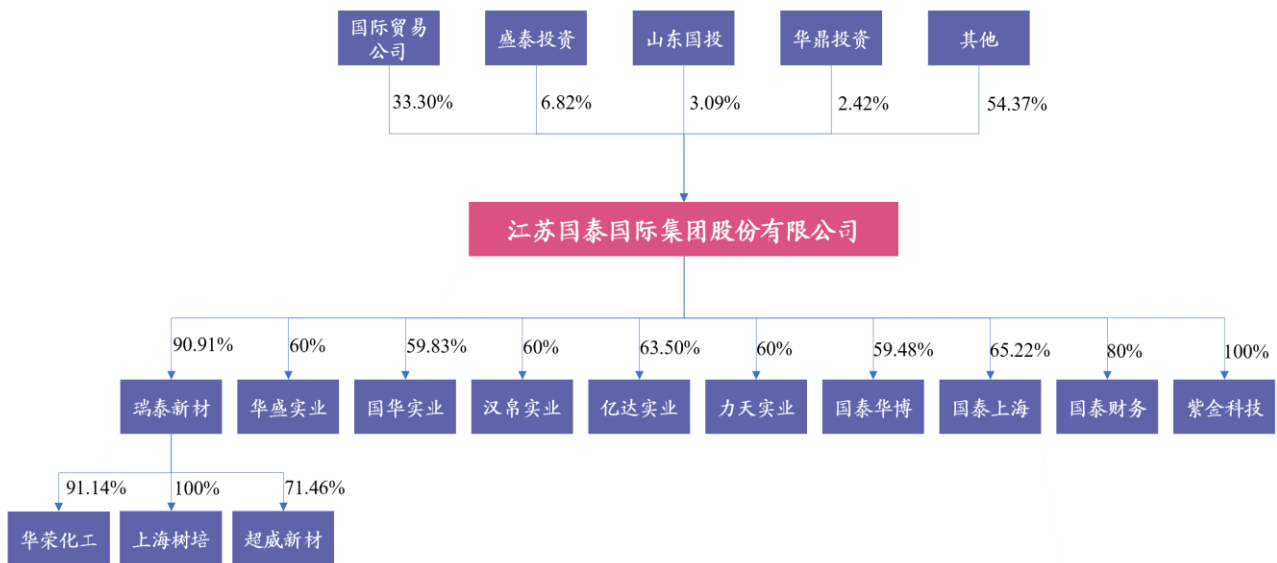
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

股权结构集中，前十大股东占比稳定。公司控股股东为江苏国泰国际贸易有限公司，国际贸易公司持股比例 33.30%，公司控制权集中且稳定。截止 2021 年半年报，公司前十大股东股权合计占比 57.83%，相比 2020 年年报数据，前十大股东股权集中度略有提高。子公司瑞泰新材主营新能源材料的研发及相关技术服务，控股华荣化工、超威新材，全面扩大化工新材料经营规模。

图 2：公司股权结构



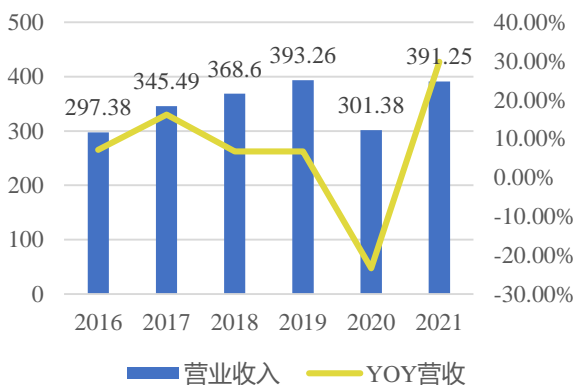
数据来源：江苏国泰募集说明书，东北证券

注：江苏国泰直接持有瑞泰新材 90.91% 的股份，并通过国泰投资间接持有瑞泰新材 3.64% 的股份，合计持有瑞泰新材 94.55% 的股份。

1.2. 营收稳定增长，盈利持续向好

公司营业收入稳定，盈利逆势增长。2016 年至 2019 年，公司营业收入稳定增长，复合增长率约为 10%。2020 年，全球疫情持续蔓延导致服装消费需求持续低迷，主流市场常规服装进口大幅下降，受此影响公司 2020 年实现营业收入 301.38 亿元，同比减少 23.36%，实现归母净利润 9.78 亿元，逆势同比增长 3.45%；2021 年，公司实现营业收入 391.25 亿元，同比增长 29.82%，实现归母净利润 11.82 亿元，同比增长 20.86%，主要因为 2021 年以来，1) 国内经济稳定恢复及外需持续改善；2) 下游新能源汽车行业的迅速发展，电解液市场需求亦增长迅速。

图 3：公司历年营业收入（亿元）及增速（%）



数据来源：公司财报，东北证券

图 4：公司历年归母净利润（亿元）及增速（%）

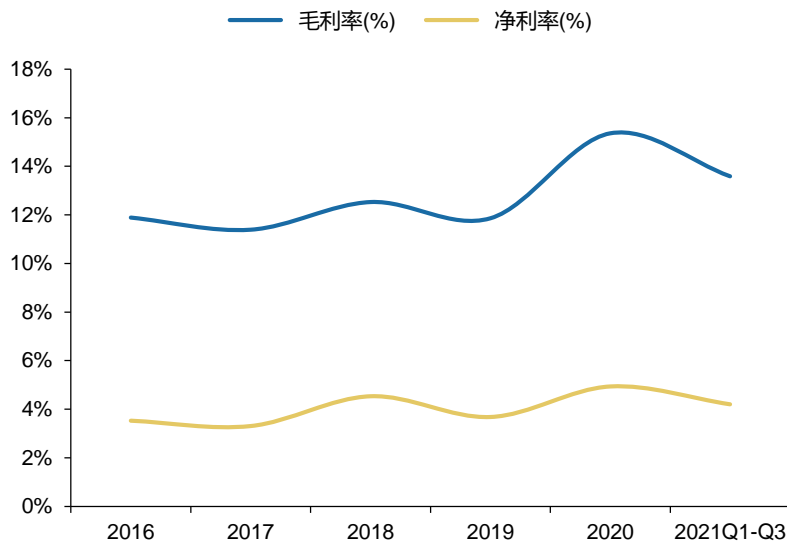


数据来源：公司财报，东北证券

盈利能力向上。2020 年，公司综合毛利率为 15.36%，同比增加 3.50pct，(1) 贸易

板块毛利率同比增加 3.06 pct，主要因为公司优化供应链服务、调整产业结构、创新商业服务模式；(2) 化工业务毛利率同比增加 6.31 pct 至 32.14%，主要因为新能源扶持政策落地、化工原材料及折旧成本降低所致，2020 年在疫情影响下公司盈利能力向上。2021 年前三季度受原材料成本上升影响，公司毛利率、净利率小幅下降至 13.59%、4.20%，随着缅甸生产基地投产及电解液产能扩张，公司盈利能力有望提升。

图 5：公司毛利率及净利率 (%)

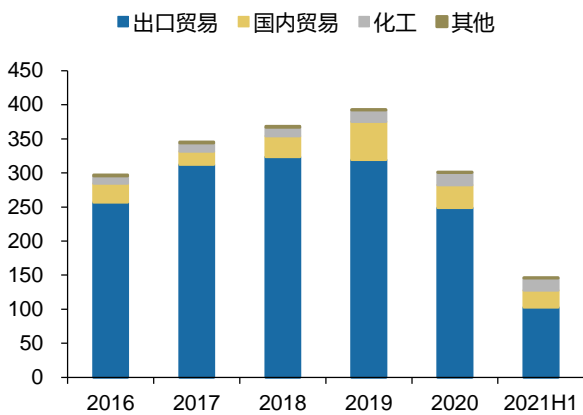


数据来源：公司财报，东北证券

进出口贸易贡献稳定收入。公司供应链服务以进出口贸易为主，主要聚焦纺织服装的出口。2018 年至 2019 年，公司贸易板块分别实现收入 354.19 亿元和 375.36 亿元，同比增长 6.78%、5.98%。2020 年受疫情影响 全球贸易量急剧下滑，公司实现贸易收入 282.28 亿元，有所下滑。2021 年上半年，随着疫情影响消退全球经济逐步复苏，公司实现贸易收入 127.84 亿元，同比增长 8.17%，公司贸易板块收入稳定上升。

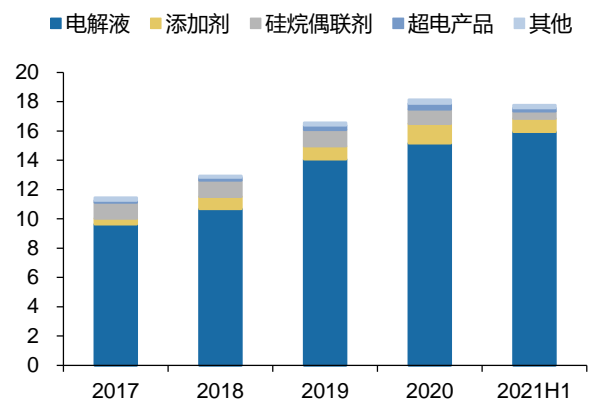
化工业务成为公司重要盈利核心。子公司瑞泰新材主营新能源材料的研发及相关技术服务，2018 年至 2020 年，公司化工业务分别实现收入 12.73 亿元、16.87 亿元以及 18.15 亿元，同比增长 6.35%、32.52%以及 7.59%。2021 年上半年，在新能源汽车高景气度需求提振下，公司化工板块实现收入 17.75 亿元，同比增长 154.66%。2018 年至 2021 年前三季度，瑞泰新材净利率分别为 9.41%、13.91%、16.42%和 13.35%，远高于公司整体净利率，成为公司重要盈利核心。

图 6：公司历年分产品营业收入（亿元）



数据来源：公司财报，东北证券

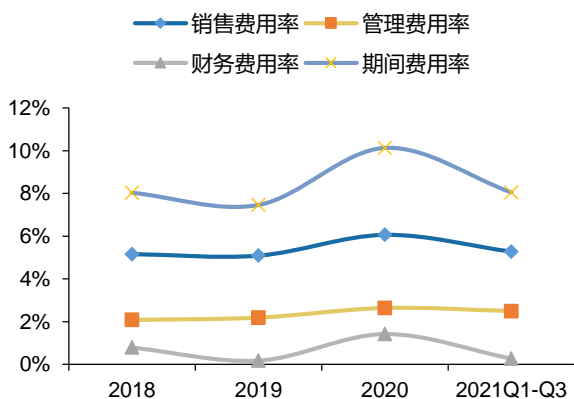
图 7：瑞泰新材历年分产品营业收入（亿元）



数据来源：公司财报，东北证券

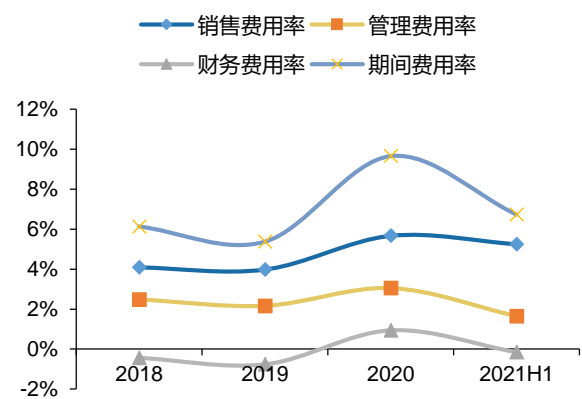
费用管控合理。公司整体期间费用维持稳定水平，公司销售费用与营业收入变化趋势一致，销售费用占营业收入在 5%-6%左右，管理费用基本保持稳定，财务费用主要受汇率波动影响。2020 年，公司期间费用率为 10.13%，同比增长 2.67pct，主要因为 2020 年人民币兑美元升值较大，公司汇兑损益金额 3.52 亿元，导致整体财务费用上升。2021 年前三季度，公司期间费用率为 8.05%，较为稳定。

图 8：公司历年费用率情况（%）



数据来源：公司财报，东北证券

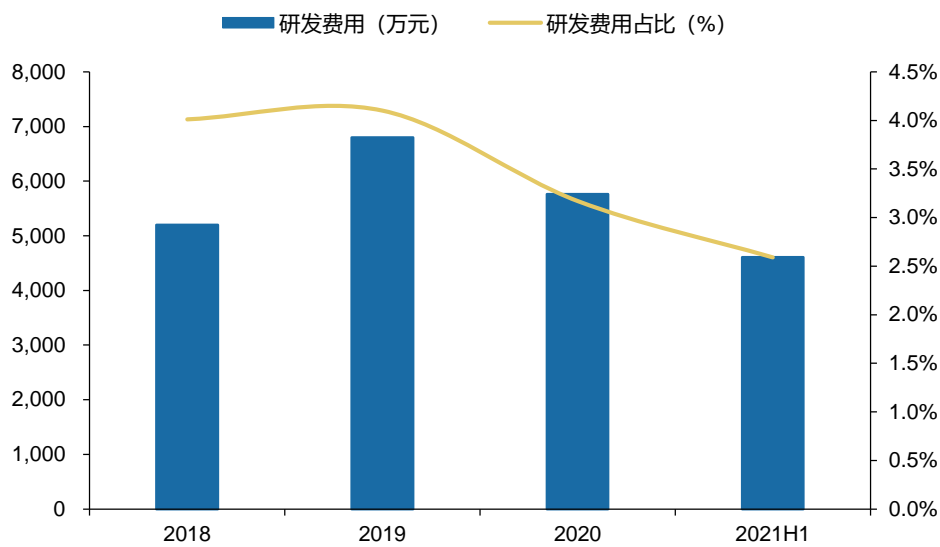
图 9：瑞泰新材历年费用率情况（%）



数据来源：公司财报，东北证券

重视科技创新，研发投入逐步提升。2021 年上半年，公司化工业务研发投入 0.46 亿元，已接近 2020 年全年水平，公司研发投入稳步提升，研发费用率略微下滑主要因为公司营业收入大幅增长。截至 2021 年 6 月 30 日，瑞泰新材已取得 92 项发明专利、6 项实用新型专利。瑞泰新材下属张家港市国泰华荣化工新材料有限公司作为主起草单位参与了锂离子电池用电解液产品和锂原电池用电解液的行业标准制定。

图 10：瑞泰新材历年研发费用（万元）及研发费用占比（%）



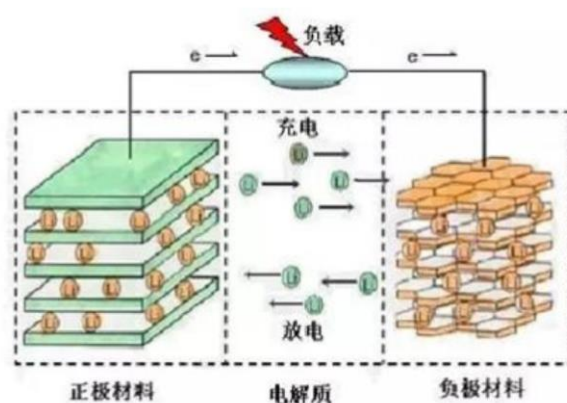
数据来源：公司财报，东北证券

2. 海内外需求共振，龙头开启大规模电解液扩产周期

2.1. 电解液行业按照“材料成本+加工费+技术溢价”模式进行定价

电解液是锂离子电池四大关键材料之一。锂电池材料一般分为正极、负极、隔膜、电解液等。锂离子电池电解液的作用是在电池内部正负极之间形成良好的离子导电通道，其指标直接决定了锂离子电池的能量密度、功率密度、循环寿命、安全性能、宽温应用等关键性能，是锂离子电池获得高电压、高比能等优点的保证。

图 11：电解质决定锂离子电池性能



数据来源：瑞泰新材招股说明书，东北证券

锂离子电池一般由溶质、溶剂以及添加剂配制而成。

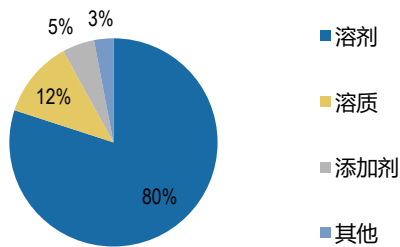
溶质：能够作为锂离子迁移的介质，使其在正负极之间的往返嵌入和脱嵌，实现能量的存储和释放。目前常见的电解质包括六氟磷酸锂(LiPF₆)、高氯酸锂(LiClO₄)、

四氟硼酸锂 (LiBF₄)、六氟砷酸锂 (LiAsF₆) 等。

溶剂：是电解液中的介质，其性能与电解液性能密切相关，直接影响锂离子电池的综合性能。目前最主要的溶剂是碳酸二甲酯 (DMC)。

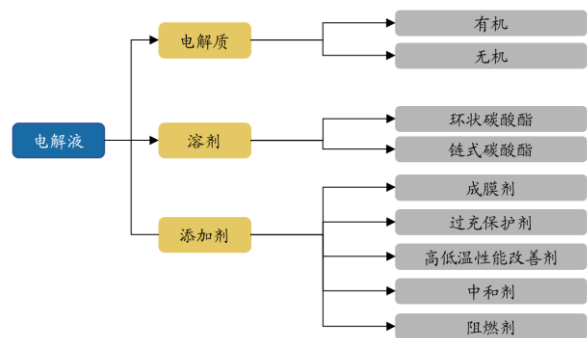
添加剂：能够根据不同类型电池的要求定向改善性能。主要包括：(1) 成膜剂，改善成膜质量；(2) 过充保护剂，抑制过充风险；(3) 高低温性能改善剂，改善高低温性能；(4) 中和剂，酸性物质中和；(5) 阻燃剂，抑制燃烧。目前常用的电解液添加剂主要有碳酸亚乙烯酯 (VC)、氟代碳酸乙烯酯 (FEC)、亚硫酸丙烯酯 (PS) 以及双草酸硼酸锂 (LiBOB) 等。

图 12：电解液质量构成(%)



数据来源：华经情报网，东北证券

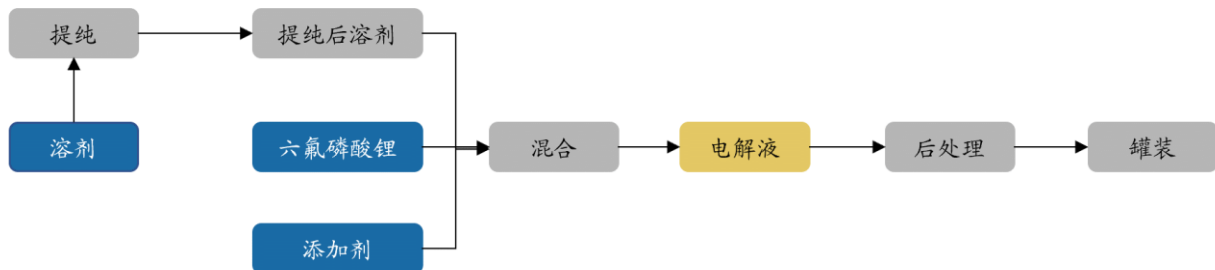
图 13：电解液构成



数据来源：瑞泰新材招股说明书，东北证券

配方是电解液生产的核心技术壁垒。锂离子电池电解液生产过程为物理调配过程，主要包括溶剂提纯、混合以及罐装出货等步骤，其中核心技术壁垒是电解液的配方。目前电解液配方主要有电解液厂商独立研发、与电池厂商合作研发、电池厂商提供配方等三种模式，其中能够独立研发电解液配方的厂商的议价能力更强。

图 14：锂离子电池电解液生产流程



数据来源：池能电子官网，东北证券

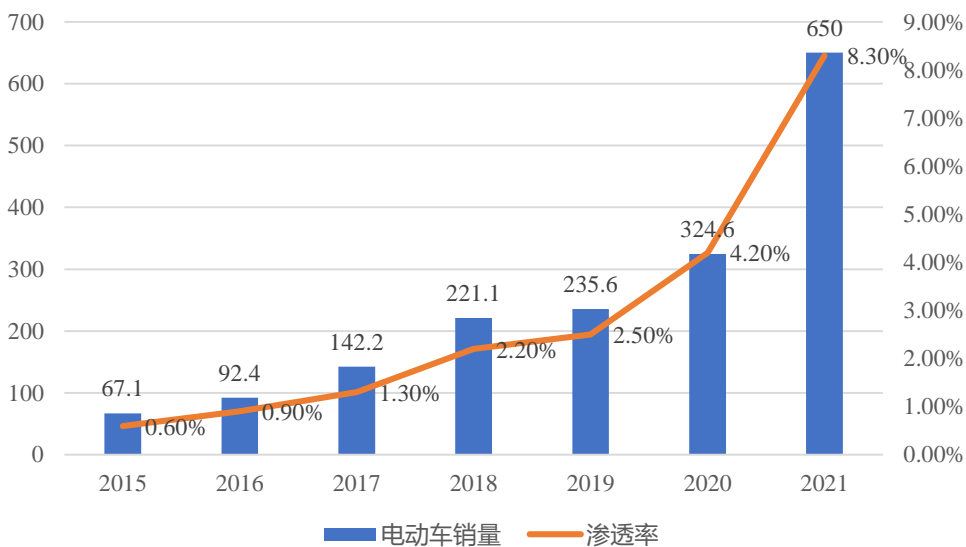
2.2. 全球电动化奔涌向前，电解液市场需求广阔

下游市场空间巨大，动力、消费、储能共驱动。锂离子电池电解液的终端应用包括动力、消费、储能三大领域，随着新能源汽车行业的迅猛发展，动力类电池需求高增，成为主要锂离子电池品种，2020 年占比 56%；5G 商用的落地带动消费电子需求，消费用电池仍占据较大比重，2018-2020 年占比稳定 30%以上；储能技术的成熟与推广逐步拉开储能蓝海市场的序幕，储能电池需求稳步上升。近年来，市场需求的高增由下至上带动锂离子电池全产业链蓬勃发展，电解液行业成长空间广阔。

2.2.1. 海内外需求共振，全球电动化奔涌向前

全球渗透率加速提升。2020 年，全球新能源汽车销量达到 324 万辆，尽管在疫情影响下全球汽车市场呈现下降趋势，但新能源汽车市场仍然持续增长。根据 EV sales 数据，2021 年全球新能源汽车销量达到 650 万辆，同比增长 100%，渗透率达到 8.3%，电动车渗透率加速提升，提振锂电池及原材料需求。

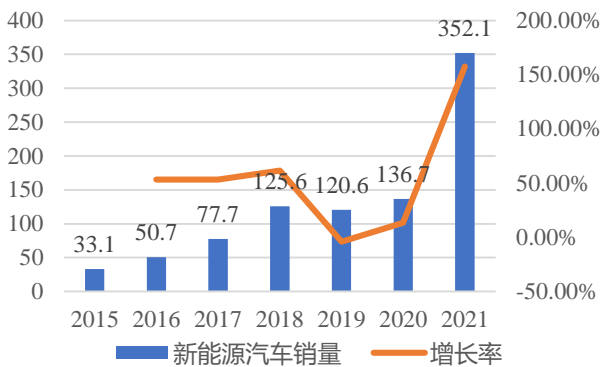
图 15：全球历年电动车销量（万辆）及渗透率（%）



数据来源：EV sales，东北证券

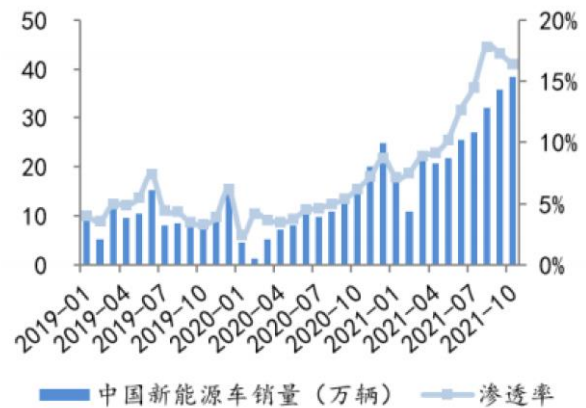
中国市场持续超预期，电动化率屡创新高。销量方面，2021 年，国内新能源车销量为 352.1 万辆，同比增长 160%。回看 2021 年，一季度淡季不淡，二季度环比持续上升，8 月电动化率达到 17.8%，全年销量持续超预期。10 月电动化率已接近 20% 水平，远超 2020 年，电动化持续加速。

图 16：中国新能源汽车年度销量数据（万辆）



数据来源：中汽协，东北证券

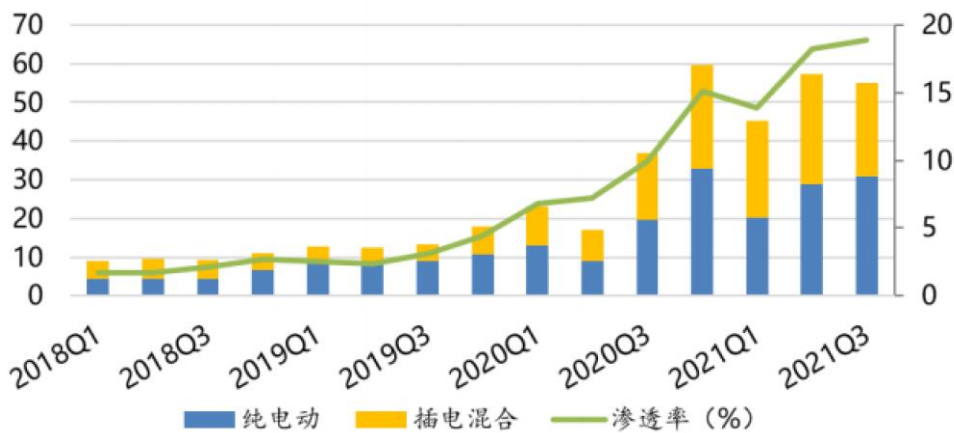
图 17：中国新能源汽车月度销量数据（万辆）



数据来源：中汽协，东北证券

欧洲碳排放约束趋严，退补不改长期高涨趋势。2021 年欧洲前三季度新能源乘用车销量达 157.9 万辆，同比增加 105%。2021 年新源汽车延续去年高速增长趋势，前三季度新能源乘用车的渗透率分别为 13.9%，18.2%，18.9%，平均渗透率 17.2%。随着碳排放政策进一步施压，市场出现更多纯电动车型，纯电动乘用车占比会不断提升。

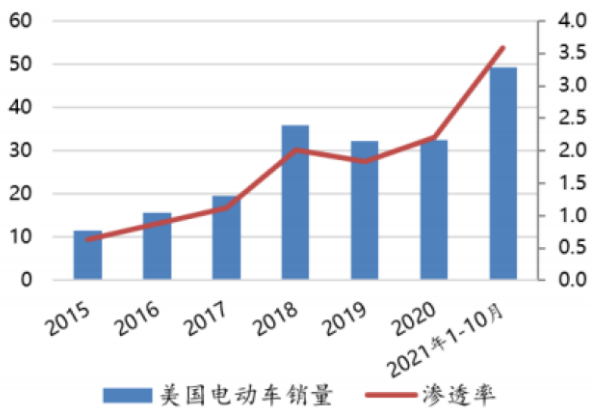
图 18：欧洲纯电动乘用车、插电混合型乘用车销量（万辆），渗透率（%）



数据来源：ACEA，东北证券

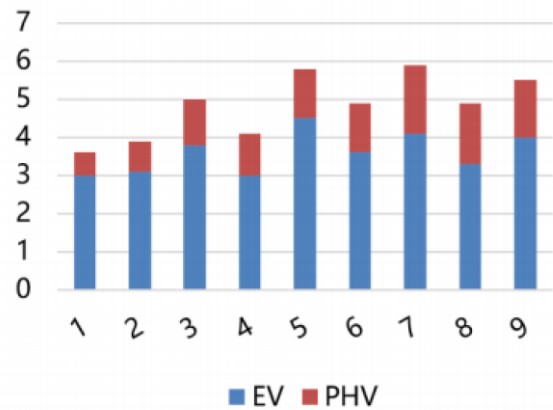
美国政策加码，塑造全球需求新动力。2021 年 1-10 月美国新能源汽车销量为 49.2 万辆。相比中国欧洲，美国新能源汽车渗透率偏低。2021 年渗透率达到 3.6%，较 2020 年渗透率 2.2%提高 1.4pct。众议院通过《重塑美好未来法案》，全球单车最高补贴有望落实，渗透率将快速提升。2021 年 11 月 19 日，美国众议院通过 1.75 万亿支出计划，其中 3200 亿用于清洁能源和电动车税收抵免，最高单车税收抵免 12500 美元。之前累计产量超过 20 万辆后失去补贴的特斯拉、通用有望重获补贴。预计政策 2022 年上半年落地。2021 年 8 月 5 日，拜登签署行政令要求 2030 年电动化率达 50%。随着碳排放政策趋严，美国本土车企电动化加速。

图 19: 美国新能源汽车销量(万辆)及渗透率(%)



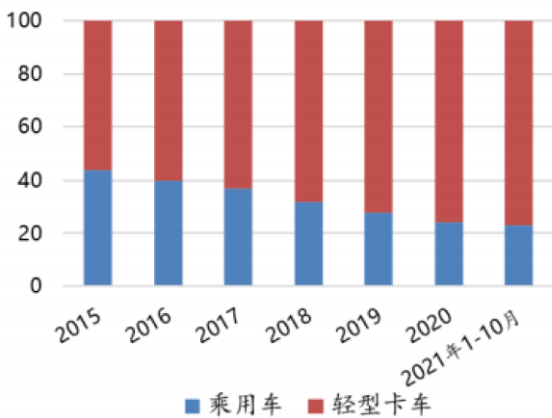
数据来源: Marklines, 东北证券

图 20: 2021年1-9月美国新能源汽车销量(万辆)



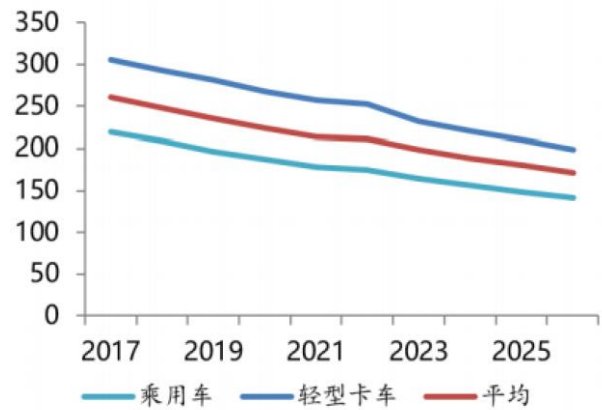
数据来源: Marklines, 东北证券

图 21: 美国新能源汽车结构占比(%)



数据来源: Marklines, 东北证券

图 22: 美国碳排放标准(g/mi)



数据来源: EPA, 东北证券

全球电动化大势所趋, 销量有望持续高增。我们测算 2022 年中、欧、美新能源汽车销量分别为 496、273、125 万辆, 全球新能源汽车销量为 914 万辆, 同比+58%。

图 23: 全球新能源汽车销量预测

单位: 万辆	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国	52	81	122	121	129	352	496	670	904	1220
YOY		55.77%	50.62%	-0.82%	6.61%	172.87%	40.91%	35.08%	34.93%	34.96%
乘用车				106	117	333.4	476	650	884	1200
商用车				15	12	18.6	20	20	20	20
海外	40	55	81	96	174	298	431	660	968	1445
YOY		37.50%	47.27%	18.52%	81.25%	71.26%	44.66%	53.12%	46.70%	49.20%
欧洲	20	27	36	54	133	230	311	450	608	821
YOY		35.00%	33.33%	50.00%	146.30%	72.93%	35.00%	45.00%	35.00%	35.00%
美国	16	20	35	32	32	62	112	201	352	615
YOY		25.00%	75.00%	-8.57%	0.00%	93.75%	80.00%	80.00%	75.00%	75.00%
其他	4	8	10	10	9	6	9	9	9	9
全球合计	92	136	203	217	303	650	927	1330	1872	2665
YOY		47.83%	49.26%	6.90%	39.63%	114.52%	42.63%	43.47%	40.77%	42.32%

数据来源: Marklines, 乘联会, 欧洲各政府官网, 东北证券

2.2.2. 消费电子市场稳中有升，5G 或成新增长点

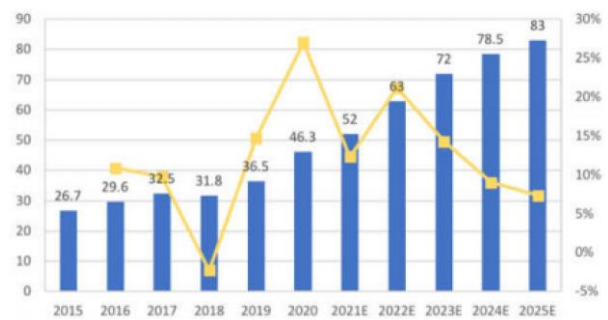
消费电子市场稳中有升。近年来消费电子电池市场平稳增长，下游应用涵盖手机、平板、电脑、电动工具等，2020 年消费电子出货量达 46.3 GWh，同比增长 27.02%，主要系疫情期间 3C 消费电子需求旺盛以及 5G 商用的落地带来的增长。随着物联网概念的兴起与 5G 技术的推广与普及，消费电子市场应用场景不断拓宽，产品迭代加速、种类日新月异，消费锂电池市场将呈稳定增长，预期 2025 年市场需求量将超过 80 GWh，对于消费类锂电池电解液需求也将稳中有升。

图 24：消费电子下游应用



数据来源：东北证券

图 25：国内消费电子市场规模分析及预测（GWh）

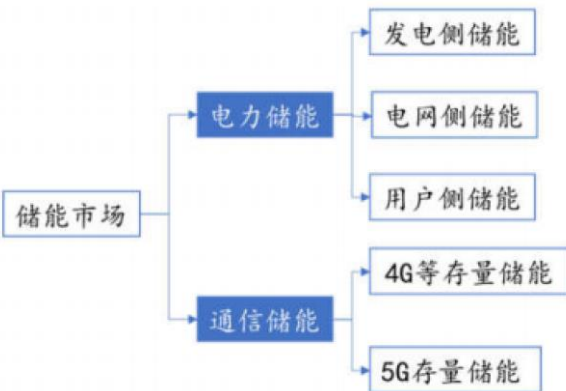


数据来源：高工锂电，东北证券

2.2.3. 储能蓝海市场拉开序幕，长期具备高成长性

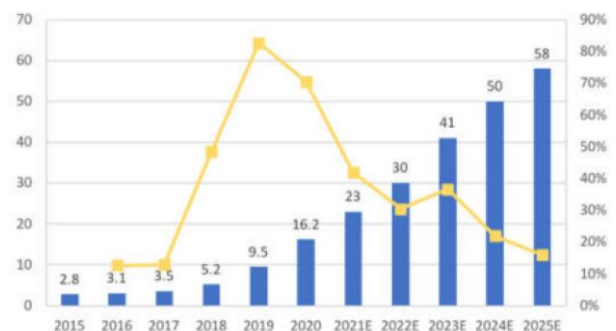
储能蓝海市场拉开序幕。储能是能源互联网中的关键节点，推进发电侧储能建设、布局电网侧储能与支持用户侧储能，对于实现碳中和碳达峰具有重要意义。电化学储能属于效率最高的储能方式，是亟需突破的关键技术，目前储能电池市场仍体量较小，2020 年我国储能电池出货量 16.2 GWh，同比增长 70.53%，预计国内储能市场未来五年复合增长率为 37.56%，2025 年出货量可接近 60 GWh，储能类锂电池市场具有高度可成长性。

图 26：储能市场构成



数据来源：高工锂电，东北证券

图 27：国内储能电池市场规模分析及预测（GWh）



数据来源：高工锂电，东北证券

综上所述,预计全球锂电池电解液需求量从2020年的28万吨增长至2025年的213万吨,五年复合增长率50%,其中动力电池贡献主要电解液需求增量。

表1:全球电解液需求(万吨)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
锂电池需求量(GWh)	264	432	627	887	1213	1671
动力	154	292	438	615	845	1165
国内	62	158	226	295	359	431
海外	92	134	211	319	486	735
消费	80	86	92	98	105	112
储能及其他	30	54	97	175	262	394
三元电池装机量占比	56%	55%	54%	51%	51%	48%
动力	86%	76%	72%	69%	68%	64%
国内	67%	53%	50%	46%	45%	45%
海外	100%	100%	95%	90%	85%	75%
消费	15%	15%	15%	15%	15%	15%
储能	10%	10%	10%	10%	10%	10%
三元电池需求量(GWh)	148	236	337	455	618	802
动力	133	218	314	423	576	746
国内	41	84	113	136	163	195
海外	92	134	201	287	413	551
消费	12	13	14	15	16	17
储能	3	5	10	17	26	39
铁锂电池需求量(GWh)	48	123	211	349	506	774
动力	21	74	124	191	269	419
国内	21	74	113	159	197	236
海外	0	0	11	32	73	184
消费	0	0	0	0	0	0
储能	27	49	87	157	236	354
三元电池产量(GWh)	185	295	422	569	772	1003
铁锂电池产量(GWh)	60	153	264	436	632	967
钴酸锂电池产量(GWh)	85	91	97	104	111	119
单GWh三元电解液耗用量(万吨)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
单GWh铁锂电液耗用量(万吨)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
单GWh钴酸锂电液耗用量(万吨)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
三元电解液需求量(万吨)	15	24	34	46	62	80
铁锂电液需求量(万吨)	8	20	34	57	82	126
钴酸锂电液需求量(万吨)	5	6	6	6	7	7
电解液需求量合计(万吨)	28	50	74	109	151	213

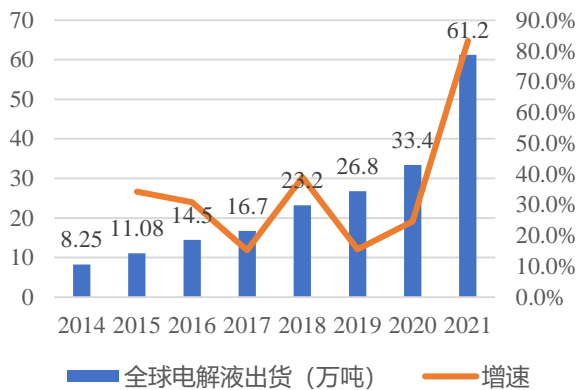
数据来源:中汽协,东北证券

2.3. 国内电解液供给强势,溶质添加剂供给预计2022年年中开始缓解

2.3.1. 电解液:国内供给强势,龙头加码扩产

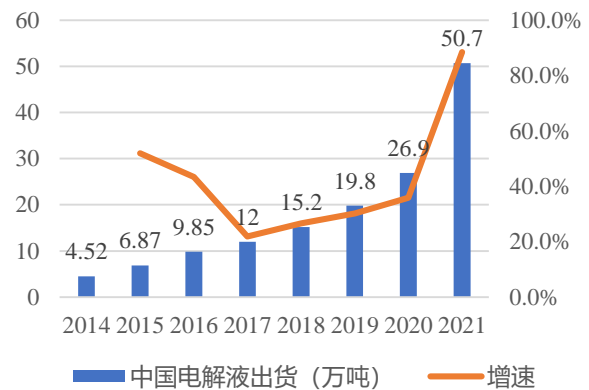
国内供给强势，出货量占比超八成。根据 EV Tank 数据，2020 年全球电解液出货量达到 33.4 万吨，同比增长 24.6%，整体市场规模达到 152.7 亿元，其中中国市场电解液出货量达到 26.9 万吨，同比增长 35.9%，出货量全球占比达到 80.54%，2021 年，全球锂离子电池电解液出货量为 61.2 万吨，同比增长 83.2%，其中中国企业锂离子电池电解液出货量为 50.7 万吨，同比增长 88.5%，占全球电解液出货量的 82.8%，是全球电解液出货量增长的主要驱动因素。

图 28：历年全球电解液出货量（万吨）



数据来源：EV Tank，东北证券

图 29：历年中国电解液出货量（万吨）



数据来源：EV Tank，东北证券

国内龙头加码扩产。根据 GGII 数据，2021 年以来，国内规划新增电解液产能超过 80 万吨，以天赐材料、新宙邦、江苏国泰为代表的头部电解液企业成为扩产主力。2021 年 12 月 13 日，公司公告拟分别在宁德与波兰投资建设年产 40 万吨锂离子电池电解液项目以及年产 26 万吨锂离子电池电解液项目，预计 2024 年起建成达产，新建项目产能规模较过去增长数倍，远期电解液产能规划达到 96 万吨。海外主流电解液企业三菱化学等扩产较慢。

表 2：2021 年电解液企业部分扩产项目

企业	在建项目	投资 (亿元)
天赐材料	拟在四川彭山设立全资子公司投建电解液和铁锂电池回收项目 (300000t/a)	15.33
	建设年产 35 万吨锂电及含氟新材料项目 (一期)	17.66
新宙邦	投资建设锂电池电解液及材料项目 (电解液 100000t/a、碳酸酯溶剂 200000t/a、乙二醇 80000t/a)	15
	拟在波兰华荣新建 Prusice 4 万吨/年锂离子动力电池电解液项目	/
江苏国泰	宁德华荣拟投资建设年产 40 万吨锂离子电池电解液项目	15.38
	拟投资建设年产 26 万吨锂离子电池电解液项目	11.46

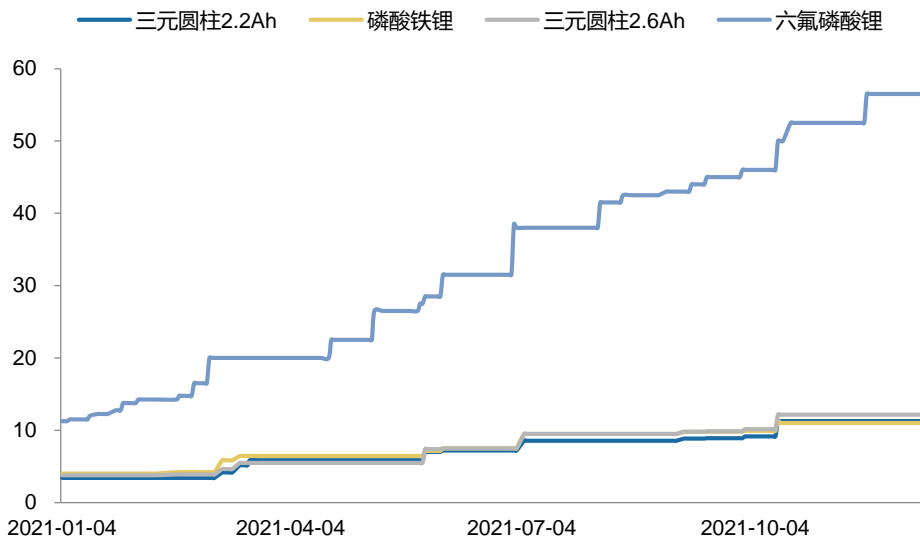
数据来源：各公司公告，高工锂电，东北证券

2.3.2. 溶质：预计 22 年年中开始六氟磷酸锂供需情况有所改善

六氟磷酸锂供需紧张是电解液价格上涨的核心因素。六氟磷酸锂是目前最常用的锂离子电池电解液电解质，约占到电解液总成本 40% 以上。2021 年以来，由于国内生产六氟磷酸锂企业相对较少且新增产能受限于环评以及总体工艺难度大等问题建设周期普遍在 1-2 年，导致六氟磷酸锂供需格局偏紧，目前六氟磷酸锂价格达到 56.50 万元/吨，年初至今涨幅达到 402.22%，推动三元圆柱 2.2Ah、三元圆柱 2.6Ah 及磷

酸铁锂电池电解液 2021 年初至今涨幅分别达到 231.62%、219.74%以及 175.63%。

图 30：六氟磷酸锂及电解液价格（万元/吨）



数据来源：wind，东北证券

预计 2022 年年中开始六氟磷酸锂供需紧张情况得到缓解。根据鑫椽资讯数据，截至 2020 年底，国内六氟磷酸锂名义产能约为 5.65 万吨，实际月供应量在 3500 吨左右。随着天赐材料、多氟多等企业六氟磷酸锂产能于 2022 年年中开始释放，预计 22 年下半年起六氟磷酸锂供需紧张情况得到缓解。

表 3：全球六氟磷酸锂产能规划（吨）

	2020A	2021E	2022E	2023E
天赐材料	12000	22000	42000	80000
新泰新材	8160	8160	13160	28160
多氟多	8000	13000	31500	60000
江苏必康	5000	6400	6400	6400
中蓝宏源	5000	5000	10000	10000
石大胜华	2000	2000	2000	15000
永太科技	2000	2500	10000	28000
杉杉	2000	2000	2000	4000
北斗星	1300	1300	1300	1300
天津金牛	1000	1000	1500	1500
江西石磊	1000	1500	1500	1500
滨化股份	1000	1000	1000	1000
龙德	1000	1000	1000	1000
三美股份				3000
森田化学	7500	7500	7500	7500
关东电化	1400	1400	1400	1400
瑞星化工	2100	2100	2100	2100
韩国厚成	500	500	500	500
釜山化学	1300	1300	1300	1300

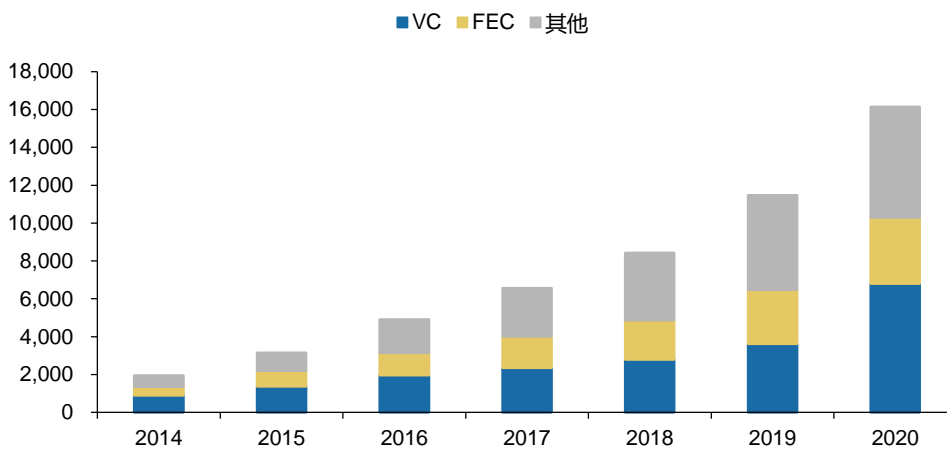
国内有效产能合计	49460	66860	123360	240860
国外有效产能	12800	12800	12800	12800
全球有效产能合计	62260	79660	136160	253660
产能利用率	70%	75%	80%	85%
全球有效产能合计	43582	59745	108928	215611
电解液需求	27.7	47.4	73.9	109
6F 需求	35989	61627	96083	143717
六氟磷酸锂供给/需求	121%	97%	113%	150%

数据来源：各公司公告，前瞻产业研究院，东北证券

2.3.3. 添加剂：添加剂产能扩张加快

VC、FEC 合计出货量占比超六成。目前常用的电解液添加剂主要有碳酸亚乙烯酯（VC）、氟代碳酸乙烯酯（FEC）、亚硫酸丙烯酯（PS）以及双草酸硼酸锂（LiBOB）等。其中 VC 是电解液核心成膜助剂，FEC 是为高倍率动力型锂离子电池用电解液定向开发的核心添加剂。根据 EV Tank 数据，2020 年中国电解液添加剂出货量为 16140 吨，同比增长 40.8%，其中 VC 出货量为 6800 吨，FEC 出货量为 3500 吨，合计出货量占比达到 63.8%，是电解液添加剂出货量增长的主要驱动因素。

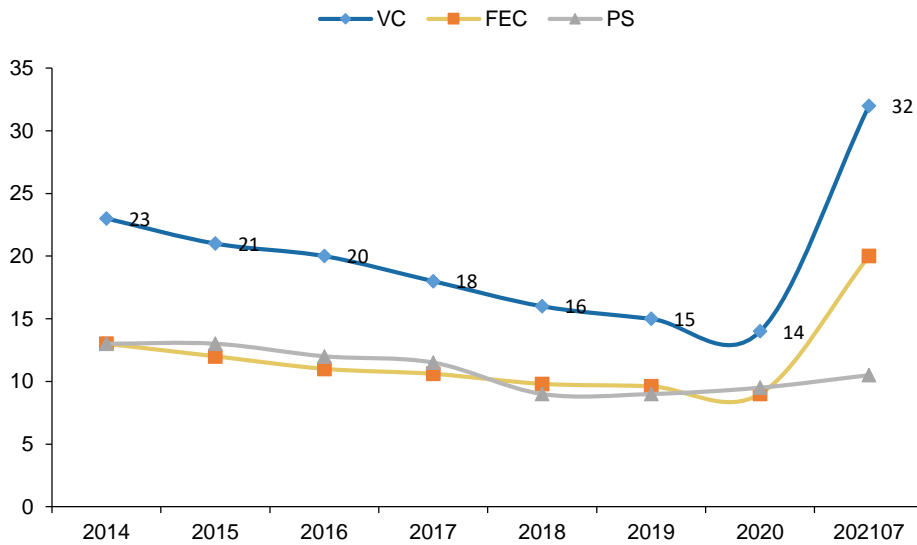
图 31：VC、FEC 合计出货量占比超六成（吨）



数据来源：EV Tank，东北证券

供需紧张下，VC、FEC 价格快速上涨。2020 年以前，主流电解液添加剂价格处于稳步下降趋势，其中 VC 从 2014 年 23 万元/吨下降至 14 万元/吨，FEC 从 2014 年 13 万元/吨下降至 9 万元/吨。从 2020 年四季度开始，由于锂电池终端需求提升以及添加剂应用比例增加，VC、FEC 供应趋紧，叠加 VC 扩产受环保以及安全要求限制难度较大，导致 VC、FEC 价格快速上涨，根据 EV Tank 数据，截至 2021 年 7 月，VC 上涨至 32 万元/吨，较 2020 年均价上涨 128%，FEC 上涨至 20 万元/吨，较 2020 年均价上涨 122%。

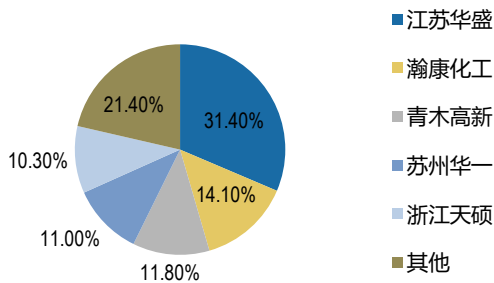
图 32：2014-2021 年主要电解液添加剂均价变化（万元/吨）



数据来源：EV Tank，东北证券

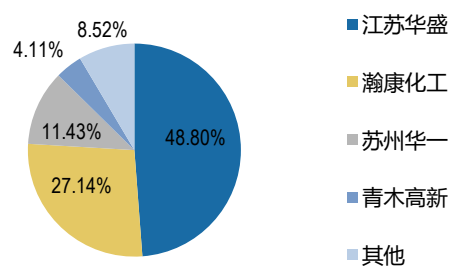
龙头添加剂厂商加码扩产。根据 EV Tank 统计，目前江苏华盛正在建设年产 6000 吨 VC 和 3000 吨 FEC 项目，预计 2023 年投产；永太科技 5000 吨 VC 和 3000 吨 FEC 项目其中 2000 吨于 2021 年投产；荣成青木 1000 吨 VC 于 2021 年投产。随着电解液需求高速增长，添加剂产能扩张速度大幅提升。

图 33：2020 年 VC 出货量市场份额



数据来源：EV Tank，东北证券

图 34：2020 年 FEC 出货量市场份额



数据来源：EV Tank，东北证券

电解液企业一体化布局加码添加剂产能。天赐材料通过控股浙江天硕布局添加剂，并且自建 5800 吨新型锂盐添加剂，同时向上游布局硫酸、氢氟酸、五氯化磷、氟化锂、氯磺酸等原材料；新宙邦通过收购瀚康化工股权布局上游添加剂行业，规划一期产能 2.93 万吨，主要包括 VC、FEC 等产品。

表 4：国内添加剂部分扩产规划

企业	扩产规划	投产时间
江苏华盛	6000 吨 VC、3000 吨 FEC	2023 年
永太科技	5000 吨 VC、3000 吨 FEC	2021 年
荣成青木	1000 吨 VC	2021 年

山东瀛寰	1500-2000 吨 VC	2021 年
山东永浩	1000 吨 VC、2000 吨 FEC	2021 年
新宙邦	收购瀚康化工，一期规划 2.93 万吨 VC、FEC 等产品	
天赐材料	浙江天赐一期 20000 吨 VC	2023 年

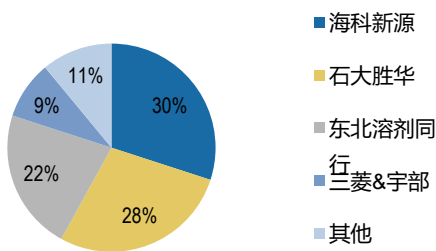
数据来源：EV Tank、东北证券

2.3.4. 溶剂：大化工入局或重塑市场格局

溶剂市场呈现双寡头竞争格局。据 GGII 数据显示，2020 年全球溶剂市场需求量为 28.5 万吨，同比增长 31.7%，中国溶剂市场需求量为 20.7 万吨，同比增长 33.5%。在全球电解液溶剂市场，海科新源市场占比 30%，石大胜华市场占比 28%，TOP2 市场份额占比超 55%，市场呈现双寡头竞争格局。

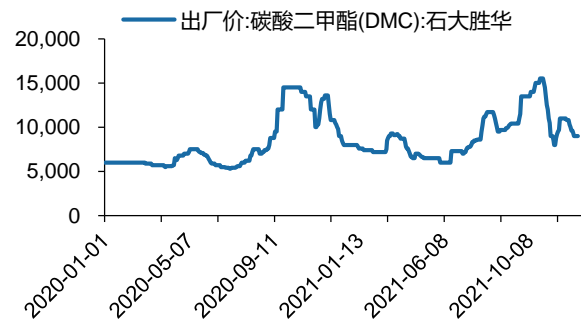
大化工入局或重塑市场格局。根据华鲁恒升公告，公司 30 万吨碳酸二甲酯（DMC）增产提质系列技改项目近日实施完毕，产品产量和质量得到大幅提升，有望以低成本优势打开供给空间，重塑市场竞争格局。

图 35：2020 年全球电解液溶剂市场格局



数据来源：海科新源招股说明书，东北证券

图 36：DMC 价格 2021 年 10 月以来开始回落



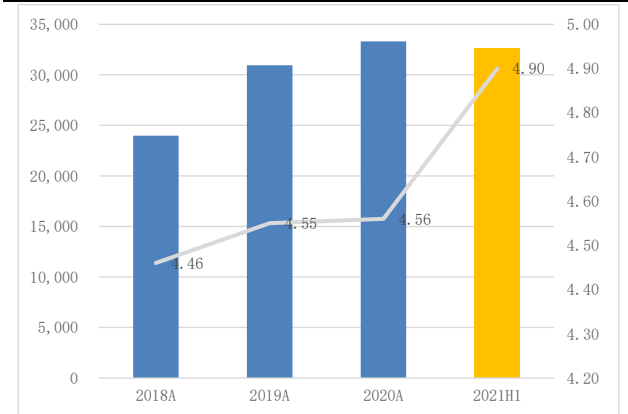
数据来源：wind，东北证券

3. 资质优良，依靠大客户订单快速放量

3.1. 国泰深耕电解液多年，市占率位于第一梯队

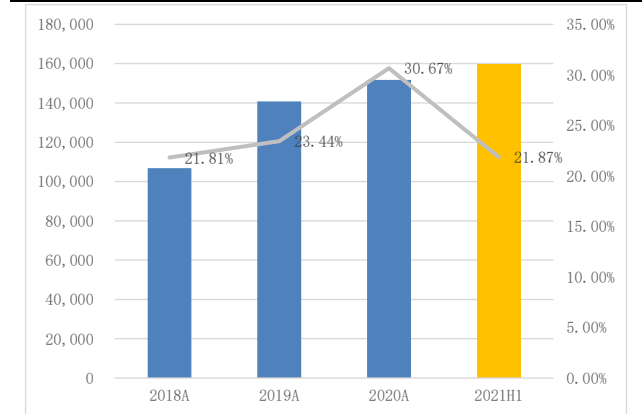
公司电解液销量稳步高增，2021 年增速明显。公司 2020 年全年电解液销量为 3.33 万吨，同比增长 7.6%，主要受制于产能瓶颈。2021 年上半年公司电解液销量为 3.26 万吨，几乎与 2020 年全年销量持平。我们预计 2021 年公司全年实现销量达到 7.5 万吨，同比实现翻倍增长。公司 2020 年电解液业务实现营收 15.17 亿元；2021 年上半年实现营收 15.96 亿元。公司毛利率水平处于较高位置，2020 年电解液业务毛利率 30.7%，2021 年上半年毛利率因单价上升的缘故略有下降，为 21.9%。

图 37：2018-2021 年 H1 公司电解液销量及均价



数据来源：公司公告，东北证券

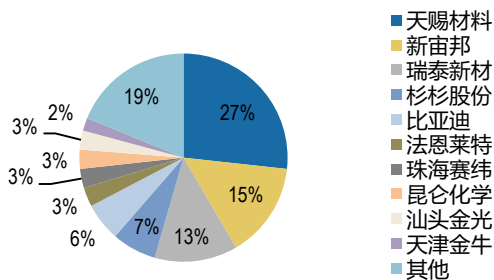
图 38：2018-2021 年 H1 公司收入及毛利率



数据来源：wind，东北证券

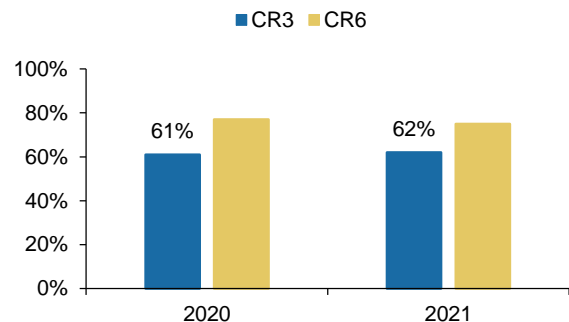
公司资质优秀，市占率长年位于前三。公司下属子公司瑞泰新材 2020 年市占率为 13%，位居行业第三。2020 年国内电解液企业 CR3 和 CR6 分别为 61% 和 77%，2021 年 CR3 进一步提高至 62%。2021 年以来，以天赐材料、新宙邦和国泰为首的国内龙头企业开启大规模扩产周期，行业集中度进一步提高。

图 39：2020 年国内电解液企业市场份额 (%)



数据来源：EV Tank，东北证券

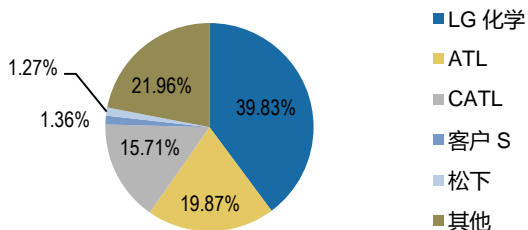
图 40：国内电解液企业 CR3 及 CR6 市占率变化趋势 (%)



数据来源：高工锂电，东北证券

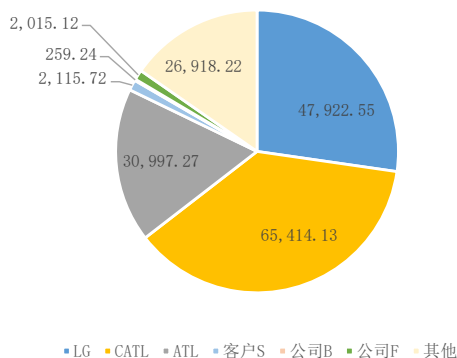
公司客户资源优质，大客户包括 CATL、LG、ATL 等。2020 年公司目前第一大客户为 LG，收入占比高达 40%。2021 年上半年，公司前三大客户分别为 CATL、LG Chem、ATL，其中，CATL 2021 年 H1 市占率为 30%，LG 市占率 25%；而 ATL 作为消费电子龙头，市占率全球第一。受益于下游电池厂商集中提高，核心客户销售占比较 2020 年 (75.41%) 进一步提升至 81.20%。

图 41：2020 年公司各客户收入占比



数据来源：瑞泰新材招股书，东北证券

图 42：2021 年 H1 公司各客户收入（单位：万元）



数据来源：瑞泰新材招股书，东北证券

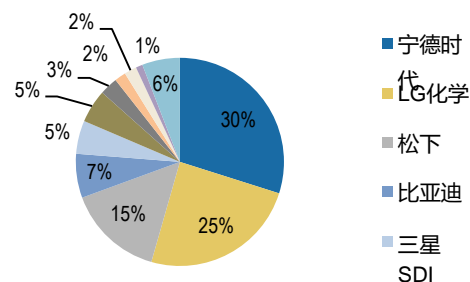
公司与核心客户粘性高，有望跟随下游客户快速放量。公司与核心客户签订长期战略合作协议，提供有效的电解液产品、技术支持以及整体解决方案，具有较强的先发优势。由于锂电池厂商对电池安全性和一致性要求较高导致电池厂商认证周期一般较长。

图 43：公司与客户订单商业模式

客户	合同期限	价格约定
宁德时代	3年	以订单为准，一单一议
新能源科技	5年	以订单为准，一单一议
LG Chem	2.5年	以订单为准，一单一议
村田新能源	长期有效	以订单为准，一单一议

数据来源：瑞泰新材招股书，东北证券

图 44：2021 年上半年全球锂电池装机量市场份额



数据来源：瑞泰新材招股书，东北证券

3.2. 产能迅速释放，迎来出货高景气

电解液产能扩张再加速。目前公司电解液产能达到 7 万吨，远期产能规划达 126 万吨。2021 年公司公告：1) 拟投资 15.4 亿元于宁德建设年产 40 万吨锂离子电池电解液项目；2) 拟投资 1.8 亿美元于波兰 Prusice 建设年产 26 万吨锂离子电池电解液项目；3) 拟投资子公司衢州瑞泰。投资建设年产 30 万吨锂离子电池电解液项目，项目预计总投资 151,030 万元（其中：建设投资 101,030 万元；铺底流动资金 50,000 万元），项目建设地为浙江省衢州市衢州智造新城高新片区，建设期为 24 个月。合计产能规划达到 96 万吨。产能扩张就近配套核心客户：此次于宁德和波兰扩产分别配套支持 CATL、ATL 以及 LG Chem，在降低运输成本的同时看好公司核心客户渗透率进一步提高。

表 5：公司产能规划

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
张家港华荣	3	3	3	4.5	8	10	10

宁德华荣		4	4	6.5	10	25	42
波兰华荣				4	9	28	31
衢州瑞泰					3	10	23
合计	3	7	7	15	30	73	106

数据来源：瑞泰新材招股书，东北证券

海外电动化再加速，国泰海外布局领先。电解液的生产需要与下游客户进行极为紧密的沟通。因此在电池厂附近建设电解液工厂拥有较少的沟通成本，更有利于开展业务。随着国外的电动化加速，中国电解液企业走向海外。根据天赐材料、新宙邦、江苏国泰三家海外布局情况，目前已规划的海外电解液项目均在欧洲（捷克、波兰、荷兰），合计电解液产能达 58 万吨。国泰华荣海外先发布局优势明显，波兰 Prusice 4 万吨/年锂离子动力电池电解液项目目前处于设备安装调试、验收阶段。从已公布海外产能规划来看，国泰海外已布局合计 34 万吨/年电解液项目，产能布局绝对强势。

表 6：国内电解液企业海外布局情况

公司	国家	公告日期	产能建设内容
江苏国泰	波兰	2021 年 11 月	2017 年 12 月拟在波兰成立子公司投建 4 万吨/年锂离子电池电解液项目；子公司瑞泰新材首发过会，拟投建波兰华荣 Prusice 4 万吨/年锂离子动力电池电解液项目
	波兰	2021 年 12 月	拟投资 11.46 亿元在波兰投资建设年产 26 万吨锂离子电池电解液项目
	德国	2021 年 3 月	在德国投资设立全资子公司，年产能 1 万吨。
天赐材料	美国	2020 年 11 月	设立电解液生产中心或技术中心
	捷克	2020 年 8 月	2019 年 10 月在捷克投资设立全资子公司，2020 年 8 月捷克天赐建设年产 10 万吨锂电池电解液项目
	韩国	2019 年 10 月	在韩国投资设立全资子公司
新宙邦	美国	2021 年 11 月	与 Ultium Cells 签订约 3.68 亿美元供货合同，美国新宙邦已注册成立，适时启动美国生产基地
	荷兰	2021 年 8 月	拟投资 15 亿元建设年产 10 万吨电解液、20 万吨碳酸酯溶剂、8 万吨乙二醇产能

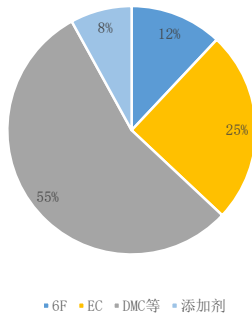
数据来源：招股书、EV-link、GGII、东北证券

4. 布局添加剂+培养良好供应体系，确立成本优势

4.1. 电解液溶质业务决定成本，工艺壁垒在于添加剂

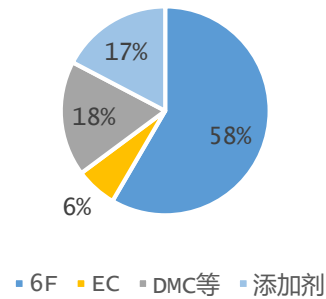
溶质是决定成本的关键。电解液行业采取“以原材料价格为中枢”的报价机制。电解液的原料成本主要包括溶质-六氟磷酸锂，溶剂-EMC、DMC、EC 等，添加剂 LiFSI、VC 等。从添加量来看，溶剂质量占比最多。溶质占据成本较大比例。从成本构成来看，若考虑 2021 年年中的材料价格，6F 约占电解液成本 50-60%，添加剂约占 20%，溶剂约占 20-30%。**6F 成本占比高且价格波动较大，是电解液定价的关键要素**

图 45: 电解液原材料质量比例 (配方各有不同)



数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

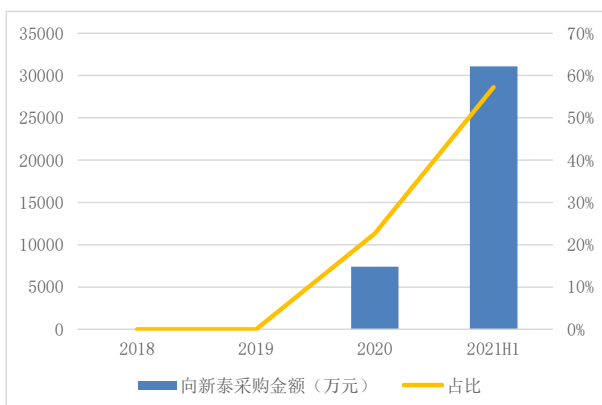
图 46: 电解液原材料成本比例 (配方各有不同)



数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

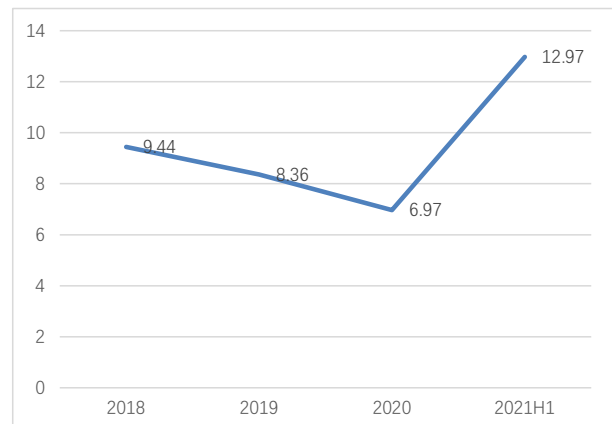
绑定优质溶质龙头, 锁价稳利。子公司华荣化工于 2020 年 7 月与新泰材料签署了合作协议, 并开始直接向新泰材料采购六氟磷酸锂作为锂离子电池电解液的原料。新泰是六氟磷酸锂行业的龙头公司, 2020 年 6F 行业市占率约为 18%, 行业前三。公司 2021 年拥有产能 8000 吨左右, 预计 2022 年扩产至 1.2 万吨。公司与新泰签订长期供货协议同时也确保了价格处于优惠的水平。公司 2021 年上半年 6F 的采购价格约为 13 万元/吨, 相较于 2021 年上半年市价处于较低水平。

图 47: 公司向新泰科技采购 6F 金额



数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

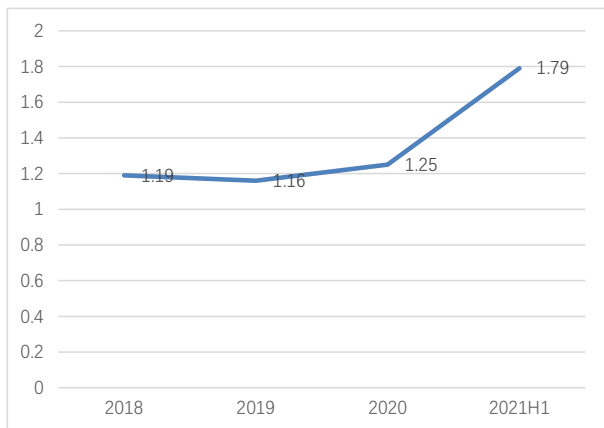
图 48: 公司采购 6F 的平均价格



数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

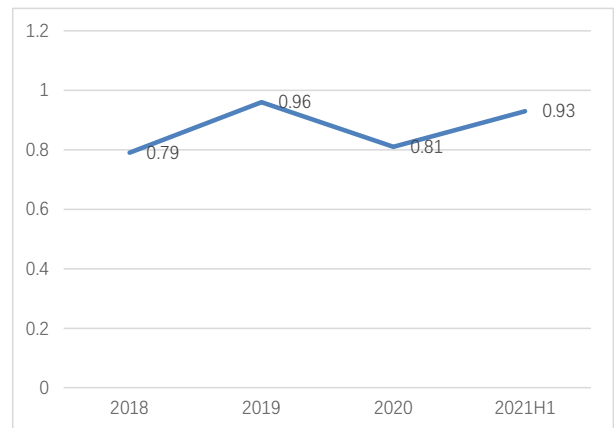
溶剂由于大化工属性, 其价格波动较溶质较小。公司溶剂的供应商主要为石大胜华等。石大胜华为溶剂行业的龙头, 产业链地位较高。碳酸甲乙酯、碳酸乙烯酯是动力电池电解液的主要溶剂之一。2018 年-2020 年, 碳酸甲乙酯、碳酸乙烯酯单价较为稳定, 公司的采购量逐年上升。2021 年 1-6 月两者价格涨幅明显, 主要由于上游化工品涨价以及下游需求爆发。整体看, 公司溶剂采购价较市价偏低, 偏离较小。

图 49：公司采购 EMC 的平均价格



数据来源：瑞泰新材招股书，东北证券

图 50：公司采购 EC 的平均价格



数据来源：瑞泰新材招股书，东北证券

添加剂配方是电解液核心壁垒所在。新型锂盐作为添加剂可改善电池性能，添加比例有望逐渐提升。目前主流锂盐主要包括 LiFSI、LiTFSI、LiBOB 等。与 LiPF₆ 相比，新型锂盐具有更好的热稳定性、电化学稳定性，以及更高的电导率，能够显著改善新能源电池的使用寿命，提升新能源汽车在夏季和冬季的续航里程与充放电功率，并改善新能源汽车在极端条件下的安全性。

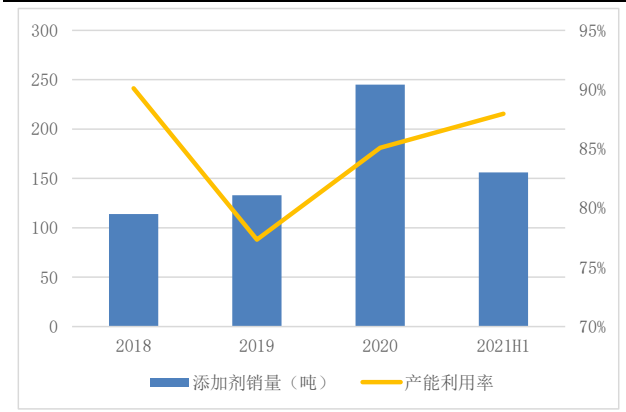
表 5：电解液主要添加剂性能对比情况

项目	参数	LiTFSI	LiFSI	LiPF ₆
基础物性	分解温度	>100°C	>200°C	>80°C
	氧化电压	大于 5V	≤4.5V	>5V
	溶解度	易溶	易溶	易溶
	电导率	中等	最高	较高
	化学稳定性	稳定	较稳定	差
	热稳定性	好	较好	差
	低温性能	较好	好	一般
电池性能	循环寿命	高	高	一般
	耐高温性能	好	好	差

数据来源：招股书、EV-link、GGII、东北证券

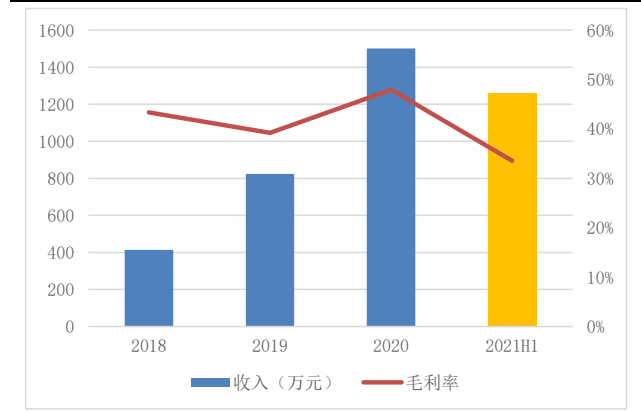
一体化布局新型锂盐添加剂。子公司超威新材主要从事电解液添加剂、超电产品开展生产、销售等经营业务。公司 2020 年添加剂产能为 487.5 吨，超电产品产能为 650 吨。实现销量为 245 吨、427 吨。子公司超威新材向子公司华荣化工销售添加剂，因此公司添加剂目前已基本实现内销。目前超威电解液添加剂产能为 487.5 吨/年，并拟投建年产 4000 吨电解质新材料，远期产能规划接近 5000 吨

图 51: 超威新材电解液添加剂销量 (吨)



数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

图 52: 超威新材向华荣化工销售具体情况

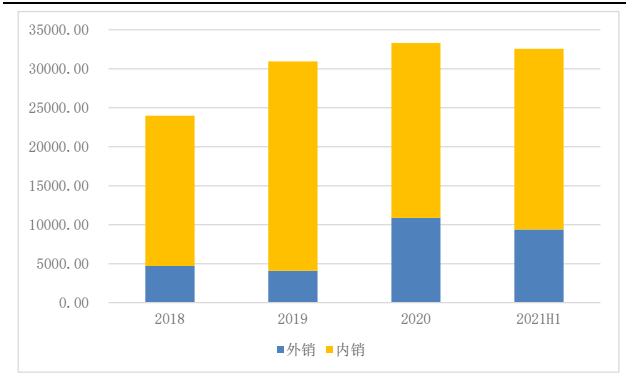


数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

4.2. 公司成本优势明显, 盈利能力较好

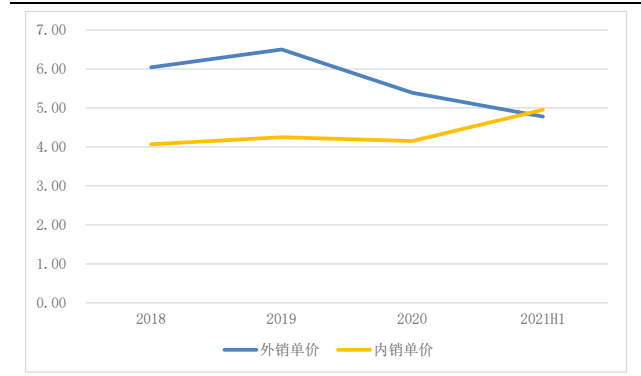
国泰客户结构优质, 尤其外销单价明显较好。公司外销单主要出口至 LG、松下等海外客户。海外客户对于电解液的要求更高, 对公司生产资质的要求也更高。因此公司的外销单价处于较高水平。2020 年外销单价为 5.4 万元/吨, 而内销单价为 4.2 万元/吨。2021 年上半年由于国内原材料价格上涨过快, 内销单价超过外销。

图 53: 公司内外销量情况 (吨)



数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

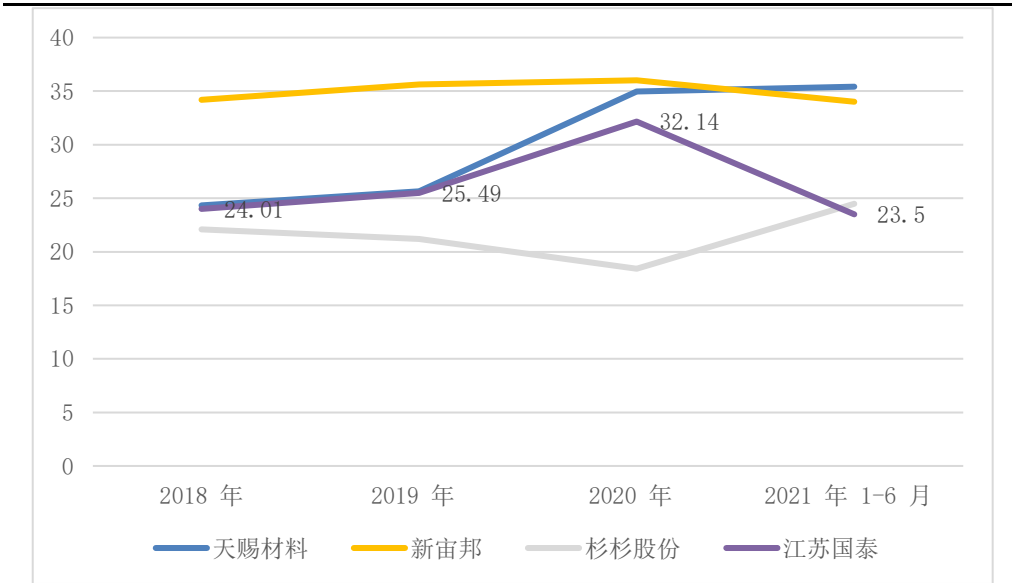
图 54: 公司内外销售单价情况 (万元/吨)



数据来源: 瑞泰新材招股书, 东北证券

较早对于添加剂的布局, 使得国泰盈利能力长期处于较高水平。参考 2019 年情况 (即不考虑一体化布局), 国泰华荣凭借添加剂配方优势单吨净利领先行业。2021 年以来, 一体化布局企业在原材料价格上涨区间享受成本溢价带来的超额利润。随着 2022 年溶质、溶剂等环节供需改善, 国泰有望凭借配方优势在电解液价格下行时保持稳定盈利能力。

图 55: 2014-2021 年公司与竞争对手毛利率对比情况

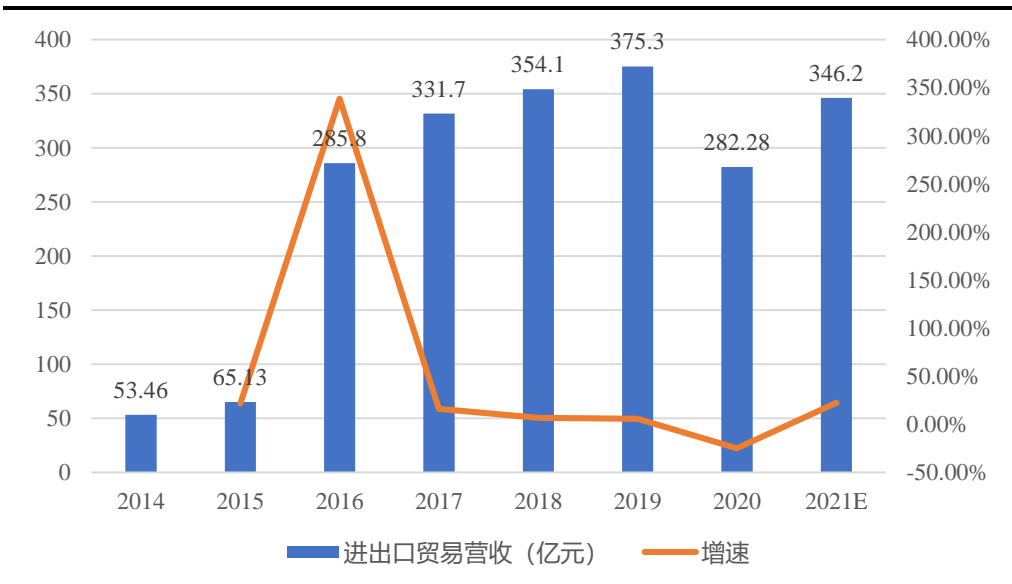


数据来源: EV Tank, 东北证券

5. 外贸主业疫情后缓慢复苏

江苏国外为全国服装外贸行业龙头: 致力于提供全供应链一站式增值服务, 2020 年受新冠肺炎疫情影响, 全球贸易量急剧下滑, 公司贸易板块实现收入 282.28 亿元, 随着疫情逐渐消退、全球经济回暖, 外贸主业将保持稳定增长。

图 56: 2014-2021 年进出口贸易收入 (亿元) 及增速



数据来源: EV Tank, 东北证券

公司发布可转债项目投建缅甸生产基地将进一步提升盈利能力。考虑到东南亚等国家劳动力成本低廉, 双边及多边自由贸易优惠协定带来的税收优惠二期项目向服装产业链上游延伸, 完善公司产业链布局, 通过规模优势降低原材料成本。但由于疫情影响, 公司可转债项目暂时停滞。

表 6：电解液主要添加剂性能对比情况

项目名称	拟投资总额 (万元)	建设期	年项目收益 (亿元)
江苏国泰海外技术服务有限公司投资建设国泰缅甸纺织产业基地项目	153798.51	3 年	3.52
江苏国泰智造纺织科技有限公司年生产粗纺纱线 3000 吨和精纺纱线 15000 吨项目	148481.64	2 年	2.53
江苏国泰海外技术服务有限公司在越南新建越南万泰国际有限公司纱线染整项目	61100.02	2 年	1.88
集团数据中心建设项目	20340	2 年	/
补充流动资金	35000	/	/

数据来源：江苏国泰公告，东北证券

6. 核心假设及估值

1、电解液业务：我们预计公司 2022-2023 年销量分别为 15、30 万吨。考虑原材料价格当前处于高位，同时下游的采购价格同样处于高位，我们预计 2021-2023 年销售单价分别为 6.21、5.64、4.87 万元/吨。

2、外贸传统业务：我们预计公司外贸传统业务于疫情后缓慢复苏，预计 2021-2023 年实现营业收入分别为 343.88、361.08、379.13 亿元，毛利率情况较 2020 年环比较为提升。

图 57：核心假设

	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
销量 (万吨)	3.09	3.33	3.26	7.00	15.00	30.00
单价 (万元/吨)	4.55	4.56	4.90	6.21	5.64	4.87
收入 (亿元)	14.07	15.17	15.96	43.47	84.6	146.1
毛利 (亿元)	3.30	4.65	3.49	13.10	25.7	46.1
收入 (亿元)	375.36	282.28	127.84	343.88	361.08	379.13
毛利 (亿元)	42.00	40.24	16.59	44.8	47.1	49.5

数据来源：江苏国泰公告，东北证券

7. 风险提示

- 1、新能源车销量不及预期。
- 2、电解液行业竞争加剧。
- 3、公司客户拓展不及预期。
- 4、公司产能释放不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,549	10,725	12,645	15,932
交易性金融资产	3,776	5,476	5,476	5,476
应收款项	4,352	5,189	5,942	7,106
存货	1,555	2,633	2,910	3,253
其他流动资产	1,713	1,757	1,984	2,230
流动资产合计	20,946	25,780	28,956	33,997
可供出售金融资产				
长期投资净额	338	362	383	402
固定资产	2,102	2,109	2,546	2,828
无形资产	1,017	1,428	1,906	2,419
商誉	4	4	4	4
非流动资产合计	4,951	5,579	6,679	7,660
资产总计	25,897	31,358	35,635	41,657
短期借款	1,295	0	0	0
应付款项	8,434	8,875	10,346	12,176
预收款项	1	321	319	332
一年内到期的非流动负债	410	410	410	410
流动负债合计	12,439	11,969	13,827	16,147
长期借款	1,106	1,106	1,106	1,106
其他长期负债	98	4,406	4,406	4,406
长期负债合计	1,204	5,512	5,512	5,512
负债合计	13,644	17,481	19,339	21,659
归属于母公司股东权益合计	9,235	10,165	11,874	14,733
少数股东权益	3,018	3,712	4,422	5,265
负债和股东权益总计	25,897	31,358	35,635	41,657

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	30,138	39,120	44,934	52,869
营业成本	25,477	33,308	37,544	43,213
营业税金及附加	57	67	78	93
资产减值损失	-53	-58	-60	-60
销售费用	1,829	2,347	2,696	3,172
管理费用	796	938	1,098	1,301
财务费用	429	160	275	236
公允价值变动净收益	21	0	0	0
投资净收益	440	313	449	534
营业利润	1,952	2,537	3,616	5,323
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	1,955	2,537	3,616	5,323
所得税	470	634	885	1,309
净利润	1,485	1,903	2,731	4,014
归属于母公司净利润	978	1,208	2,021	3,171
少数股东损益	507	695	710	843

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,485	1,903	2,731	4,014
资产减值准备	106	58	60	60
折旧及摊销	314	433	511	657
公允价值变动损失	-21	0	0	0
财务费用	470	264	406	406
投资损失	-440	-313	-449	-534
运营资本变动	2,422	-1,134	603	566
其他	-6	-2	-4	-5
经营活动净现金流量	4,330	1,208	3,857	5,164
投资活动净现金流量	1,011	-2,503	-1,219	-1,159
融资活动净现金流量	-601	2,470	-718	-718
企业自由现金流	5,748	-1,893	2,012	3,243

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	0.63	0.76	1.27	1.99
每股净资产 (元)	5.78	6.37	7.44	9.23
每股经营性现金流量	2.71	0.76	2.42	3.23
成长性指标				
营业收入增长率	-23.4%	29.8%	14.9%	17.7%
净利润增长率	3.5%	23.6%	67.2%	56.9%
盈利能力指标				
毛利率	15.5%	14.9%	16.4%	18.3%
净利润率	3.2%	3.1%	4.5%	6.0%
运营效率指标				
应收账款周转天数	52.08	47.57	47.63	48.35
存货周转天数	22.29	28.86	28.29	27.48
偿债能力指标				
资产负债率	52.7%	55.7%	54.3%	52.0%
流动比率	1.68	2.15	2.09	2.11
速动比率	1.51	1.87	1.82	1.84
费用率指标				
销售费用率	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用率	2.6%	2.4%	2.4%	2.5%
财务费用率	1.4%	0.4%	0.6%	0.4%
分红指标				
分红比例	39.7%	25.8%	15.4%	9.8%
股息收益率	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%
估值指标				
P/E (倍)	11.48	13.57	8.11	5.17
P/B (倍)	1.25	1.61	1.38	1.11
P/S (倍)	0.53	0.42	0.36	0.31
净资产收益率	10.6%	11.9%	17.0%	21.5%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

笪佳敏: 上海交通大学工业工程硕士, 南京大学工业工程本科, 现任东北证券中小盘行业首席分析师。曾任上海通用汽车动力总成新项目部工程师, 宏源证券研究所研究员。2014 年以来具有 6 年证券研究从业经历, 2017 年金牛分析师第 4 名, 多年深厚的产业跟踪和研究经验, 重点覆盖新能源车、电子、军民融合等领域。

周颖: 伯明翰大学国际商业学硕士, 现任电力设备新能源组证券分析师, 2019 年加入东北证券研究所

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17863705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	13612914135	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn