

电解液业绩亮眼 集团整体上市前景可期

——江苏国泰（002091）2016 半年度财报点评

2016 年 08 月 12 日

强烈推荐/首次

江苏国泰 财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件:

江苏国泰 2016 年 1-6 月实现营业收入 34.79 亿元, 同比增长 19.52%; 营业利润 21.44 亿元, 同比增长 29.61%; 归属上市公司股东净利润 1.6 亿元, 同比上涨 33.03%, 扣非后净利润 1.55 亿元, 同比增长 31.11%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入 (百万元)	1684	1146.07	1765.04	1899.75	2482.14	1648.85	1830.47
增长率 (%)	35.36%	5.26%	4.15%	19.19%	47.40%	43.87%	3.71%
毛利率 (%)	14.58%	15.09%	14.89%	11.40%	13.15%	15.02%	15.70%
期间费用率 (%)	9.93%	10.53%	8.30%	7.31%	9.10%	10.58%	8.34%
营业利润率 (%)	3.02%	4.85%	6.22%	4.38%	2.91%	4.72%	7.46%
净利润 (百万元)	37.63	43.01	83.92	67.60	58.39	58.91	111.96
增长率 (%)	137.35%	19.46%	27.02%	-15.21%	55.18%	36.97%	33.41%
每股盈利 (季度, 元)	0.11	0.11	0.22	0.18	0.15	0.15	0.19
资产负债率 (%)	42.39%	40.86%	43.25%	46.19%	49.98%	48.61%	52.54%
净资产收益率 (%)	2.27%	2.54%	4.82%	3.74%	3.12%	3.03%	5.96%
总资产收益率 (%)	1.31%	1.50%	2.73%	2.01%	1.56%	1.56%	2.83%

观点:

- 贸易逆势增长, 锂电解液需求剧增贡献营收。** 2016 年上半年, 公司实现营业收入 34.79 亿元, 同比增长 19.52%; 其中 2016Q1、Q2 分别实现收入 16.5 亿元、18.3 亿元, 同比增长 43.87%、3.71%。公司继续专注贸易与化工新材料两大主业做精做强。分行业来看, 贸易营业收入 29.1 亿元, 同比增长 13.04%, 营收占比 83.7%; 化工业务得益于新能源汽车行业的爆发, 子公司华荣化工生产的锂电池离子电解液下游需求旺盛、订单增加, 化工营业收入 4.45 亿元, 大幅增长 87.85%, 营收占比提升 4.66 个百分点至 12.8%; 纺织服装、玩具等营业收入 1.21 亿元, 同比增长 26.35%, 相比去年同期增速回落 10 个百分点, 营收占比 3.5%; 分区域来看, 国内、国外销售分别实现收入 10.36 亿元、24.4 亿元, 同比增长 23.4%、18%。
- 毛利率提升抵扣费用上涨, 利润保持高速增长。** 2016 年上半年综合毛利率同比提升 0.42 个百分点至 15.38%。其中贸易、纺织服装毛利率分别提高 0.02、0.82 个百分点至 12.72%、24.75%; 化工业务毛利

率下降4.84个百分点至29.66%，主要是电解液原材料六氟磷酸锂（占电解液制造成本的40%）需求旺盛导致价格大幅上涨。期间费用同比增长0.23个百分点至9.41%，主要来自财务费用率同比增长0.29个百分点至0.38%，是受利息收入和汇兑损益减少的影响。收入增长及毛利率提升抵消费用率上涨，最终营业利润同比增长29.61%至2.14亿元，归属净利同比增长33.03%至1.6亿元，扣非后归属净利同比增长31.11%至1.55亿元。公司预计2016年1-9月归属净利润2.03亿元至2.4亿元，同比增速为10%至30%。

➤ “锂电电解液业务+集团整体上市”助力业绩提升

- ◆ **锂电电解液具备优势，政策助力化工持续增长。**子公司国泰华荣化工主要生产锂电池电解液与硅烷偶联剂，其电解液定位中高端产品，主要客户包括索尼、松下、三星、SDI、力神、LG等，研发、生产、渠道优势突出，目前拥有43项发明以及1项实用新型专利，1万吨电解液产能并满负荷生产，在产能、技术与销售等方面位列行业前茅。政策推动新能源汽车市场爆发，锂电电解液需求量与价格齐升，2016年上半年国泰华荣实现营业收入为4.44亿元，同比增长93.38%，净利润为7454.68万元，同比增长70.45%，公司继续加大电解液产能的投资扩建以及新产品的研发。近日新能源车补贴政策变化，锂电电解液下游企业有望积极备货，将拉动电池电解液进一步需求提升，公司化工业务下半年有望保持快速增长。
- ◆ **响应国企改革号召，整合资源推动集团整体上市。**公司于2015年12月、2016年5月公告了定增预案、定增草案，主要包括：1）拟以11.34元/股发行股份4.53亿股，总作价51.38亿元，购买母公司国泰集团旗下12家涵盖供应链服务、财务、跨境贸易服务类公司的股权，实现集团其余优质资产证券化，提升国有资产的证券化率；2）向国泰华诚14名自然人股东支付现金约239.22万元购买其持有的国泰华诚2.27%股权。3）拟以不低于13.52元/股发行股份2.59亿股，募集资金35亿元，用于东南亚、中非纺织服装产业基地建设、偿还银行贷款等项目。4）借此次定增实现200名高管及员工持股，合计持股达17%，完善激励机制。此次定增完成将实现集团供应链整合、互联网电商、金融投资等核心资源的深度整合，有利于打开未来成长空间。目前公司定增稳步推进，已获证监会受理，并收到了证监会的反馈意见。

结论：

公司是国内领先的外贸企业，致力于整合供应链，实现贸易转型升级；作为世界三大锂电电解液供应商，具备技术、生产和销售优势，有望继续分享新能源行业高增长的红利。目前股价接近募集配套底价，具备一定安全边际。公司定增稳步推进，已获得证监会的反馈意见，定增完成后公司治理将进一步完善。暂不考虑重组影响，预计公司2016-2018年的EPS分别为0.56元、0.68元和0.83元，对应PE分别为25、20、17倍，参照行业可比公司2016年35倍PE，目标价19.5元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

新能源补贴政策变化、贸易保护主义抬头、重大重组不确定性风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2281	2965	3535	4136	4832	营业收入	6061	7293	8738	10439	12403
货币资金	579	530	612	731	868	营业成本	5247	6314	7567	9035	10729
应收账款	750	1100	1389	1659	1971	营业税金及附加	8	8	9	10	12
其他应收款	4	16	20	23	28	营业费用	348	477	568	679	806
预付款项	148	370	445	536	643	管理费用	149	146	166	198	236
存货	409	447	563	672	798	财务费用	20	9	15	18	20
其他流动资产	357	465	465	465	465	资产减值损失	21.40	30.73	20.80	20.80	20.80
非流动资产合计	592	780	691	638	586	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	135	135	135	135	投资净收益	5.47	13.21	15.00	17.00	19.00
固定资产	336.99	395.44	348.45	301.46	254.48	营业利润	274	321	407	495	598
无形资产	33	56	51	45	39	营业外收入	14.15	16.38	18.00	19.00	21.00
其他非流动资产	30	38	0	0	0	营业外支出	7.59	8.60	9.00	9.50	10.00
资产总计	2873	3745	4226	4774	5418	利润总额	280	329	416	504	609
流动负债合计	1187	1835	1934	2218	2546	所得税	61	76	96	116	140
短期借款	247	692	676	721	772	净利润	219	253	320	388	469
应付账款	725	943	1073	1281	1521	少数股东损益	15	13	16	16	16
预收款项	89	56	36	60	88	归属母公司净利润	204	240	304	372	453
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	356	420	475	566	671
非流动负债合计	31	37	2	5	7	EPS (元)	0.57	0.67	0.56	0.68	0.83
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	1218	1872	1936	2223	2553	成长能力					
少数股东权益	127	137	153	169	186	营业收入增长	8.09%	20.32%	19.82%	19.47%	18.81%
实收资本(或股本)	360	360	546	546	546	营业利润增长	23.85%	17.31%	26.95%	21.50%	20.89%
资本公积	24	55	72	72	72	归属于母公司净利润	26.67%	22.29%	26.67%	22.29%	21.71%
未分配利润	978	1142	1112	1076	1032	获利能力					
归属母公司股东权	1528	1736	2138	2382	2679	毛利率(%)	13.43%	13.42%	13.40%	13.45%	13.50%
负债和所有者权	2873	3745	4226	4774	5418	净利率(%)	3.62%	3.47%	3.67%	3.72%	3.78%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						5.06%					
2014A						2015A					
2016E						2017E					
2018E						2018E					
经营活动现金流	63	-157	18	221	262	偿债能力					
净利润	219	253	320	388	469	资产负债率(%)	42%	50%	46%	47%	\
折旧摊销	62.89	89.76	0.00	52.56	52.56	流动比率	1.92	1.62	1.83	1.86	1.90
财务费用	20	9	15	18	20	速动比率	1.58	1.37	1.54	1.56	1.58
应收账款减少	0	0	-288	-270	-312	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-20	24	29	总资产周转率	2.41	2.20	2.19	2.32	2.43
投资活动现金流	-211	-285	18	-4	-2	应收账款周转率	9	8	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.22	8.74	8.67	8.87	8.85
长期股权投资减少	0	0	-15	0	0	每股指标(元)					
投资收益	5	13	15	17	19	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.67	0.56	0.68	0.83
筹资活动现金流	160	378	45	-98	-122	每股净现金流(最新)	0.03	-0.18	0.15	0.22	0.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.24	4.82	3.91	4.36	4.91
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	186	0	0	P/E	24.25	20.63	24.82	20.30	16.68
资本公积增加	10	31	17	0	0	P/B	3.26	2.87	3.53	3.17	2.82
现金净增加额	12	-65	82	119	137	EV/EBITDA	13.04	12.24	16.03	13.33	11.10

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。