

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## 业绩略超预期 下半年持续高增长

——江苏国泰(002091)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

#### 市场数据(2017-08-25)

发布日期: 2017年08月28日

收盘价(元)	10.19
一年内最高/最低(元)	15.07/8.80
沪深300指数	3795.75
市净率(倍)	4.26
流通市值(亿元)	70.17

#### 基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	4.20
每股经营现金流(元)	-1.05
毛利率(%)	11.35
净资产收益率-摊薄(%)	5.59
资产负债率(%)	51.50
总股本/流通股(万股)	157154.05/69436.99
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

#### 投资要点: 公司公布17年半年度报告。

- **业绩略超预期 贸易化工双增长促业绩增长。**17年上半年, 公司营收161.60亿元, 同比增长21.73%; 净利润3.69亿元, 同比增长65.23%; 扣非后净利润3.48亿元, 同比增长59.81%, 基本每股收益0.23元, 业绩略超市场预期。目前, 公司主营供应链服务和化工新能源业务, 而供应链服务以消费品进出口贸易为主, 致力于提供全供应链一站式增值服务, 上半年公司业绩增主要受益于贸易和化工行业业绩增长。另外, 公司预计17年1-9月净利润为5.35-6.50亿元, 同比增长40-70%, 业绩增长原因为主营业务稳健增长。
- **贸易行业业绩增长略超预期 预计下半年延续增长。**17年上半年, 公司贸易行业营收154.08亿元, 同比增长20.59%, 在公司营收中占比95.35%, 较16年底回落0.86个百分点, 业绩略超预期, 高增长主要受益于两方面: 一是我进出口贸易行业增长。17年上半年, 我国出口和进口贸易总额分别为10469和8620亿美元, 同比分别增长8.47%和18.80%; 其次是受益于并购后公司行业地位提升。公司16年完成了资产收购, 而根据17年6月中国纺织品出口商会排名, 公司母公司江苏国泰国家集团有限公司以2016年纺织品服装出口总额27.7亿美元跃居全国首位。公司并购后协同效应进一步增强, 预计下半年贸易行业业绩将延续增长。
- **化工新能源业绩靓丽 预计下半年持续高增长。**公司化工新能源以锂电池电解液和硅烷偶联剂为主。17年上半年, 公司化工行业合计营收6.86亿元, 同比增长50.25%, 在公司营收中占比4.25%, 业绩增长主要受益三点: 一是硅烷偶联剂销量同比增长41.77%; 二是电解液坚持大客户战略带动动力电池需求增长; 三是国泰超威开始量产, 销售同比增加138.60%, 上半年超威新材营收2365万元。下半年为我国新能源汽车产销旺季, 同时电解液价格有望趋稳, 预计下半年公司化工新能源行业业绩将持续高增长。
- **转让超威新材股权 进一步整合内部资源。**为进一步整合内部资源, 公司将持有的超威新材21.18%的股权以及控股子公司华荣化工持有的超威新材14.24%的股权转让给全资子公司瑞泰新能源, 合计转让价格3029.6万元, 上述股权转让后利于推动公司新材料和新能源业务持续快速发展。
- **预计盈利能力下半年将提升。**17年上半年, 公司销售毛利11.53%, 其中17年第二季度为11.92%, 环比一季度提升1.29个百分点。分行业显示: 化工行业毛利率10.16%, 同比回落0.90个百分点。考虑化工

行业营收增长将高于贸易行业，且具备较高附加值，同时伴随贸易行业并购后协同效应进一步加强，预计公司下半年盈利能力环比将提升。

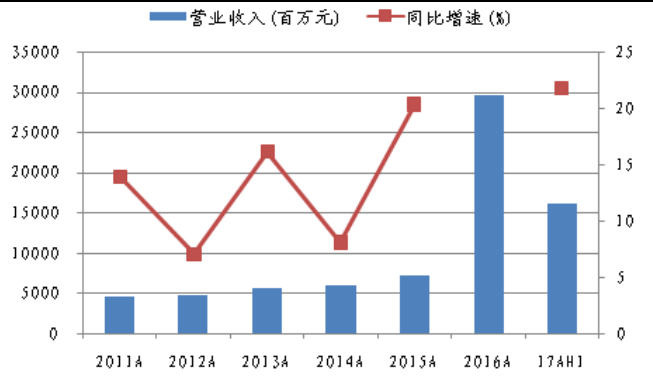
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2017-18 年摊薄后的 EPS 分别为 0.55 元与 0.69 元，按 8 月 25 日 10.19 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 18.8 倍与 15.1 倍。目前估值相对锂电板块水平合理，维持“增持”投资评级。

**风险提示：**国内外经济下滑超预期；新能源汽车进展低于预期；行业竞争加剧。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7293.0	29738.5	35472.4	41567.6	46605.2
增长比率	20.3%	307.8%	19.3%	17.2%	12.1%
净利润(百万元)	240.0	540.7	869.3	1078.4	1263.9
增长比率	17.4%	125.3%	60.8%	24.1%	17.2%
每股收益(元)	0.15	0.34	0.55	0.69	0.80
市盈率(倍)	68.1	30.2	18.8	15.1	12.9

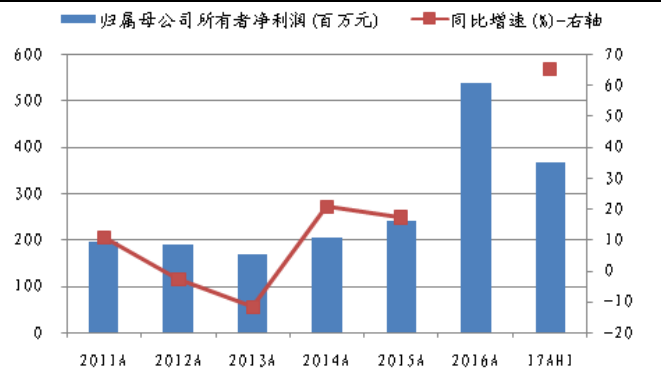
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2011-17 年公司营收及增速



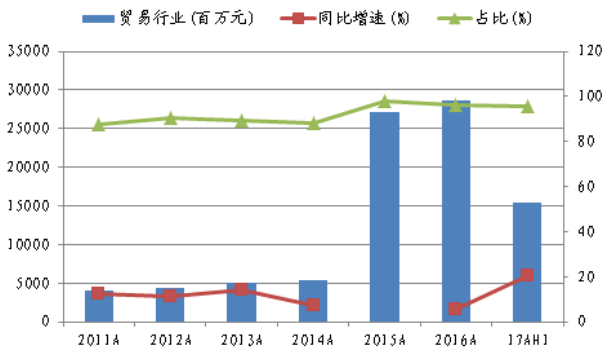
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 2: 2011-17 年公司净利润及增速



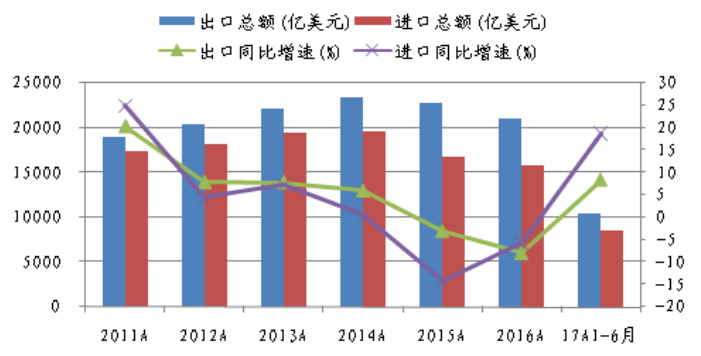
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 3: 2011-17 年公司贸易行业营收、增速及占比



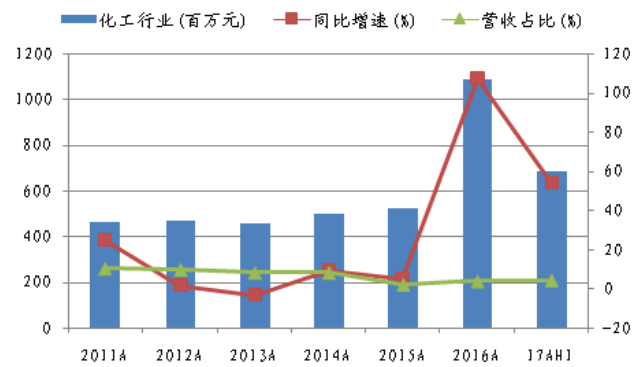
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 4: 2011-17 年我国进出口贸易总额及增速



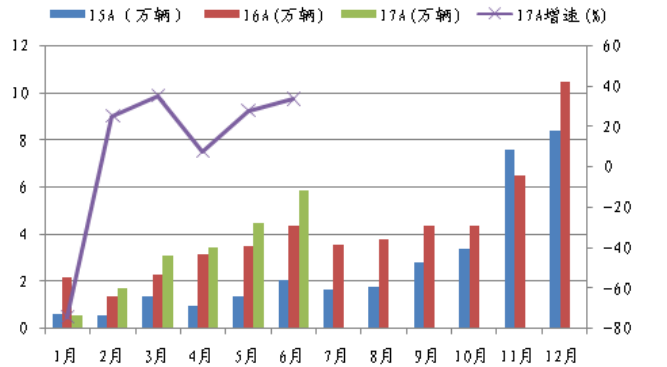
资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2011-17 年公司化工行业营收、增速及占比



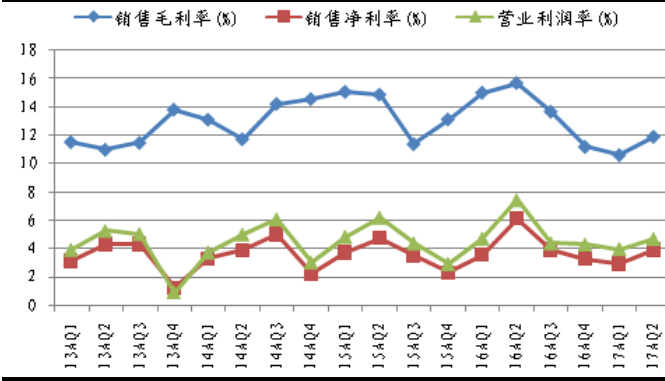
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 6: 2015-17 年我国新能源汽车月度销量及增速



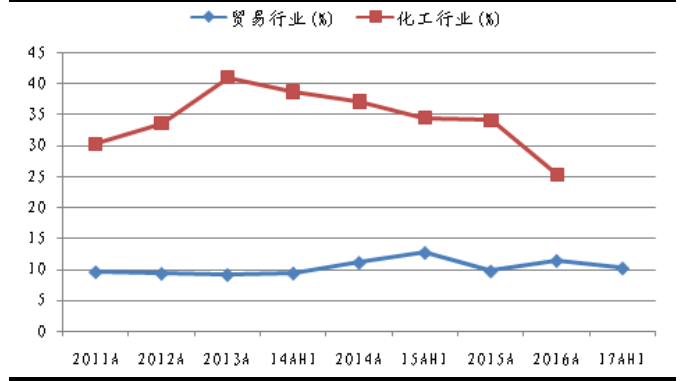
资料来源: 中原证券, 中汽协

图 7: 2013-17 年公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 8: 2011-17 年公司分行业盈利能力



资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>7293.0</b>	<b>29738.5</b>	<b>35472.4</b>	<b>41567.6</b>	<b>46605.2</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	6,314.5	26,175.8	31,323.8	36,637.8	40,981.1	营业收入增长率	20.3%	307.8%	19.3%	17.2%	12.1%
营业税费	8.3	37.8	44.3	50.8	58.1	营业利润增长率	17.3%	319.5%	32.6%	24.6%	17.5%
销售费用	477.1	1,475.0	1,525.3	1,779.1	1,990.0	净利润增长率	17.4%	125.3%	60.8%	24.1%	17.2%
管理费用	145.6	634.5	815.9	935.3	1,025.3	EBITDA 增长率	12.8%	306.4%	27.2%	21.3%	16.9%
财务费用	9.1	-23.6	27.7	-9.5	-13.6	EBIT 增长率	12.6%	304.2%	35.9%	22.2%	17.4%
资产减值损失	30.7	162.1	90.0	90.0	90.0	NOPLAT 增长率	10.6%	291.4%	37.7%	22.2%	17.4%
加: 公允价值变动收益	-	-0.5	-0.7	-	-	投资资本增长率	60.5%	-41.1%	127.2%	52.1%	-27.0%
投资和汇兑收益	13.2	81.1	140.0	140.0	140.0	净资产增长率	13.2%	175.6%	31.7%	19.6%	19.2%
<b>营业利润</b>	<b>320.9</b>	<b>1,346.0</b>	<b>1,784.7</b>	<b>2,224.3</b>	<b>2,614.3</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	7.8	47.3	43.0	43.0	43.0	毛利率	13.4%	12.0%	11.7%	11.9%	12.1%
<b>利润总额</b>	<b>328.7</b>	<b>1,393.3</b>	<b>1,827.7</b>	<b>2,267.3</b>	<b>2,657.3</b>	营业利润率	4.4%	4.5%	5.0%	5.4%	5.6%
减: 所得税	75.7	346.0	447.8	555.5	651.0	净利润率	3.3%	1.8%	2.5%	2.6%	2.7%
<b>净利润</b>	<b>240.0</b>	<b>540.7</b>	<b>869.3</b>	<b>1078.4</b>	<b>1263.9</b>	EBITDA/营业收入	5.0%	5.0%	5.3%	5.5%	5.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	4.5%	4.5%	5.1%	5.3%	5.6%
货币资金	529.9	3,955.4	3,247.6	3,325.4	5,882.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	6.7	6.0	6.0	6.0	固定资产周转天数	18	11	14	11	9
应收帐款	1,116.5	3,772.7	2,139.4	4,788.6	2,978.9	<b>流动营业资本周转天数</b>	51	3	0	12	13
应收票据	33.8	335.8	4.0	404.7	89.9	流动资产周转天数	129	85	101	95	101
预付帐款	369.7	777.8	788.4	1,043.5	1,005.6	应收帐款周转天数	46	30	30	30	30
存货	447.3	1,587.2	849.1	2,000.5	1,186.9	存货周转天数	21	12	12	12	12
其他流动资产	467.8	716.9	1,655.0	1,689.0	1,690.0	总资产周转天数	163	109	131	120	123
可供出售金融资产	52.8	162.7	163.0	163.0	163.0	投资资本周转天数	74	18	18	27	25
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	134.5	170.2	170.2	170.2	170.2	ROE	13.8%	14.4%	17.8%	19.3%	19.7%
投资性房地产	18.8	429.2	429.2	429.2	429.2	ROA	6.8%	7.4%	11.9%	10.6%	12.8%
固定资产	395.4	1,377.5	1,314.0	1,250.6	1,187.1	ROIC	22.0%	53.6%	125.2%	67.3%	52.0%
在建工程	13.0	202.7	202.7	202.7	202.7	<b>费用率</b>					
无形资产	56.1	194.6	183.7	172.8	161.9	销售费用率	6.5%	5.0%	4.3%	4.3%	4.3%
其他非流动资产	108.9	513.1	472.0	454.6	463.6	管理费用率	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.2%
<b>资产总额</b>	<b>3,744.6</b>	<b>14,202.7</b>	<b>11,624.4</b>	<b>16,100.9</b>	<b>15,617.3</b>	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	691.7	958.6	-	20.1	-	三费/营业收入	8.7%	7.0%	6.7%	6.5%	6.4%
应付帐款	957.0	4,132.4	2,236.0	4,684.5	3,056.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	12.7	1,386.4	435.1	582.7	555.7	资产负债率	50.0%	63.7%	41.5%	49.5%	37.9%
其他流动负债	173.4	2,390.7	2,014.7	2,540.6	2,168.3	负债权益比	99.9%	175.1%	71.0%	98.0%	61.1%
长期借款	-	35.0	-	-	-	流动比率	1.62	1.26	1.85	1.69	2.22
其他非流动负债	36.7	137.3	141.0	141.0	141.0	速动比率	1.37	1.08	1.67	1.44	2.02
<b>负债总额</b>	<b>1,871.5</b>	<b>9,040.5</b>	<b>4,826.7</b>	<b>7,968.9</b>	<b>5,921.4</b>	利息保障倍数	36.22	-56.44	65.34	-233.15	-190.89
<b>少数股东权益</b>	<b>136.6</b>	<b>1,404.8</b>	<b>1,915.4</b>	<b>2,548.8</b>	<b>3,291.1</b>	<b>分红指标</b>					
股本	360.0	999.6	1,570.7	1,570.7	1,570.7	DPS(元)	0.11	0.13	0.19	0.24	0.28
留存收益	1,377.9	2,746.2	3,311.5	4,012.5	4,834.1	分红比率	75.0%	37.0%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,873.1</b>	<b>5,162.3</b>	<b>6,797.7</b>	<b>8,132.0</b>	<b>9,695.9</b>	股息收益率	1.1%	1.2%	1.9%	2.3%	2.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	252.9	1,047.3	869.3	1,078.4	1,263.9	EPS(元)	0.15	0.34	0.55	0.69	0.80
加: 折旧和摊销	40.7	173.6	74.4	74.4	74.4	BVPS(元)	1.11	2.39	3.11	3.55	4.08
资产减值准备	30.7	162.1	-	-	-	PE(X)	68.1	30.2	18.8	15.1	12.9
公允价值变动损失	-	0.5	-0.7	-	-	PB(X)	9.4	4.3	3.3	2.9	2.6
财务费用	5.6	-51.2	27.7	-9.5	-13.6	P/FCF	-1,081.0	10.2	-10.8	-83.5	7.2
投资收益	-13.2	-81.1	-140.0	-140.0	-140.0	P/S	2.2	0.5	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	12.9	506.6	510.6	633.4	742.3	EV/EBITDA	10.6	5.2	7.4	6.3	4.7
营运资金的变动	-576.2	1,461.3	-1,409.8	-1,353.5	935.4	CAGR(%)	89.2%	24.2%	84.6%	89.2%	24.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-157.4</b>	<b>1,354.3</b>	<b>-68.6</b>	<b>283.2</b>	<b>2,862.4</b>	PEG	0.8	1.2	0.2	0.2	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-285.4</b>	<b>470.4</b>	<b>141.2</b>	<b>140.0</b>	<b>140.0</b>	ROIC/WACC	2.1	5.1	11.9	6.4	4.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>377.7</b>	<b>-1,073.6</b>	<b>-780.4</b>	<b>-345.4</b>	<b>-445.7</b>	REP	1.0	1.4	0.5	0.6	0.9

资料来源: 贝格数据, 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。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。