

江苏国泰 (002091): 全面布局锂电业务

审慎推荐 (首次)

汽车行业

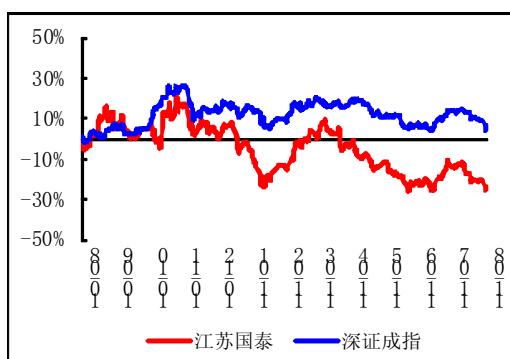
报告日期: 2011年8月9日

主要财务指标 (单位: 万元)				
	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	264,754	396,088	517,850	687,783
(+/-)		49.61%	30.74%	32.82%
营业利润	19,751	22,890	26,709	36,729
(+/-)		15.89%	16.68%	37.52%
归属于母公司净利润	14,753	17,728	20,956	28,750
(+/-)		20.17%	18.21%	37.19%
每股收益	0.41	0.49	0.58	0.80
(元)				
市盈率(倍)	41.46	34.50	29.19	21.27

公司基本情况 (2010年)

总股本/已流通股 (万股)	36000/34654
流通市值 (亿元)	58.74
每股净资产 (元)	3.07
资产负债率 (%)	41.10

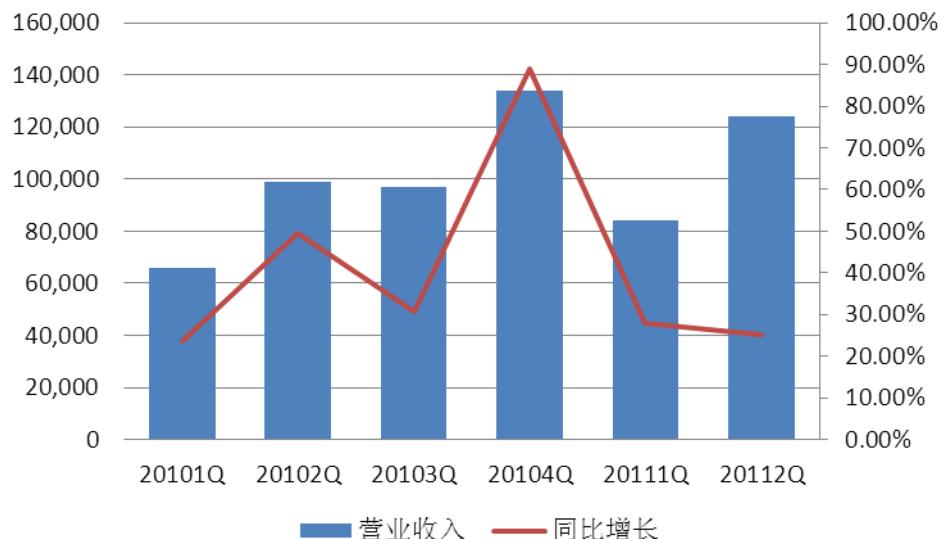
股价表现 (最近一年)



联系人: 安军
021-51793723 anjun@cfsc.com.cn
研究员 徐呈健
执业证书编号 S1050511030001
021-51793717 xucj@cfsc.com.cn
服务热线 021-64339000
服务邮箱 service@txsec.com

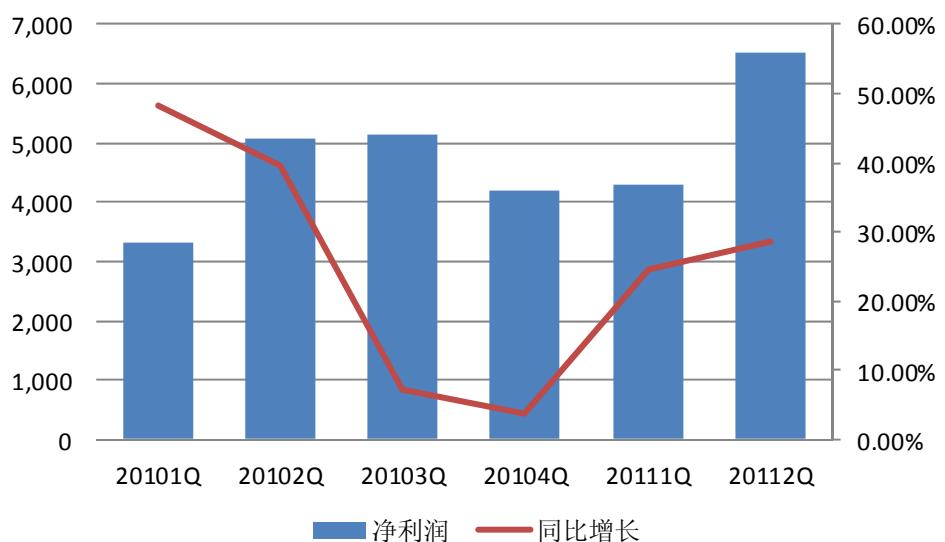
- 2011年1-6月, 公司实现业务收入20.81亿元, 同比增长26.25%; 归属母公司净利润10.05亿元, 同比增长19.82%; 摊薄每股收益0.28元。
- **上半年公司主要业务情况:** 上半年公司进出口贸易方面实现营业收入18.17亿元, 较上年同期增长26.02%, 毛利率为9.62%, 较上年同期微降0.31个百分点; 化工业务方面(主要是锂电池电解液)实现营业收入2.65亿元, 较上年增长29.13%, 毛利率为29.13%, 基本与上年持平。从主营业务分地区情况来看, 来自国外销售收入为16.0亿元, 同比上涨39.24%。
- **公司主要财务指标变动的原因:** 公司上半年投资收益为2224.84万元, 较上年同期增加2134万元, 主要原因为公司2011年1-6月扩大了远期结汇业务规模, 在人民币升值的情况下, 该项业务增加了投资收益。公司上半年财务费用较去年同期增加1,179.18万元, 增长1334%, 主要因受人民币升值影响, 汇兑损失增加。
- **公司在新能源汽车动力电池方面全面发力:** (1) 公司控股子公司张家港市国泰华荣化工新材料有限公司2010年十月实施年产5,000吨到10,000吨锂离子电池电解液扩能技改项目, 预计2011年10月底前正式投产。(2) 华荣公司和其他出资方2010年10月出资共同设立了江苏国泰锂宝新材料有限公司, 主要从事锰酸锂、磷酸铁锂和三元正极材料生产, 产能为1100吨, 该项目已于2011年3月起开始试生产。(3) 成立了张家港市亚源高新技术材料有限公司, 从事锂电池电解质六氟磷酸锂项目, 目前正处于中试阶段。
- **预计在2012年之后锂电业务在公司收入占比将显著提高:** 目前新能源汽车行业由于技术及运营模式等问题还未彻底解决, 因此对锂电池还未产生爆发性需求, 而目前公司的正极材料及六氟磷酸锂也正处于试生产阶段, 还未对公司产生净利润贡献, 因此我们预计2012年之后锂电业务在公司营业收入中的占比才能显著提高。
- 预测2011及2012公司EPS分别为0.58及0.80元, 以8月9日收盘价计算对应的市盈率分别为29.1倍及21.2倍。我们给予公司审慎推荐的首次评级。

图表 1：公司分季度营业收入（单位：万元）



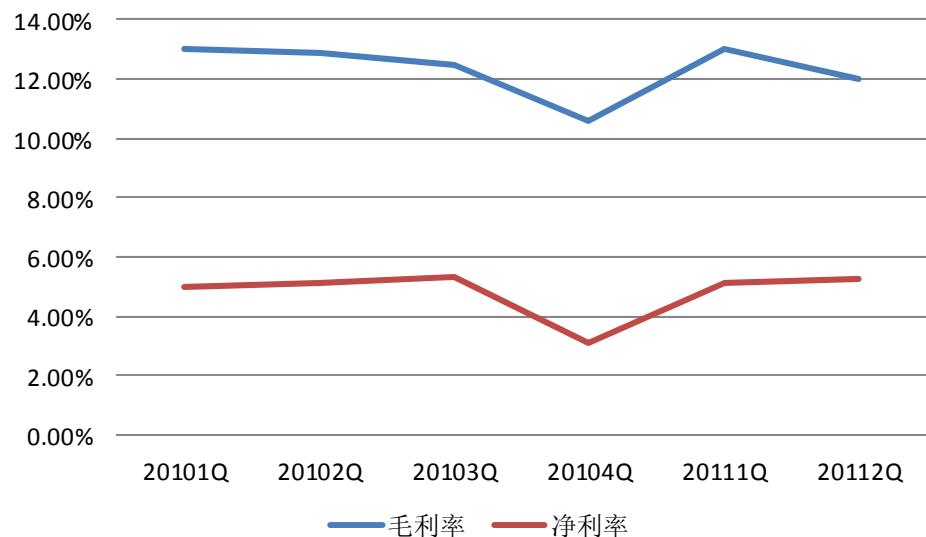
资料来源：公司公告 华鑫证券研发部

图2：公司分季度净利润（单位：万元）



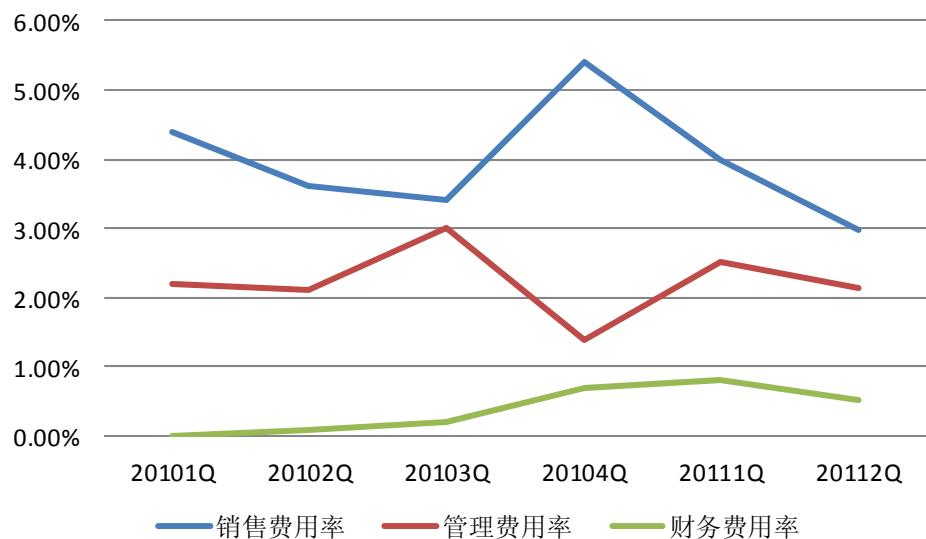
资料来源：公司公告 华鑫证券研发部

图表 3：公司分季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告 华鑫证券研发部

图表 4：公司分季度三费情况



资料来源：公司公告 华鑫证券研发部

图表 5：锂电池构成及毛利率情况

	正极材料	负极材料	电解液	隔膜	其他
成本占比	30%	10%	12%	25%	23%
毛利	30%左右	10%-20%	30%以上	70%以上	
重量占比	25%	20%	20%		35%

资料来源： 华鑫证券研发部

图表 6：江苏国泰盈利预测（万元）

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	264,754	396,088	517,850	687,783
增长率		49.61%	30.74%	32.82%
综合毛利率	14.40%	12.06%	11.93%	12.13%
营业成本	226,617	348,322	456,051	604,352
营业税金及附加	280	370	518	688
销售费用	12,727	16,905	23,303	30,950
管理费用	6,060	8,368	10,357	13,756
财务费用	-213	1,213	1,554	2,063
期间费用合计	18,574	26,486	35,214	46,769
期间费用率	7.02%	6.69%	6.80%	6.80%
减：资产减值损失	-236	934	1,000	1,000
加：投资收益	215	1,037	1,141	1,255
营业利润	19,751	22,890	26,709	36,729
营业利润率	7.46%	5.78%	5.16%	5.34%
增长率		15.89%	16.68%	37.52%
加：营业外收入	350	1,814	2,071	2,751
减：营业外支出	52	98	104	138
利润总额	20,049	24,606	28,677	39,343
利润率	7.57%	6.21%	5.54%	5.72%
所得税	4,125	5,376	6,022	8,262
实际税负比率	20.58%	21.85%	21.00%	21.00%
净利润	15,924	19,231	22,655	31,081
净利润率	6.01%	4.86%	4.37%	4.52%
少数股东损益	1,171	1,503	1,699	2,331
归属于母公司所有者的净利润	14,753	17,728	20,956	28,750
增长率		20.17%	18.21%	37.19%
每股收益（元）	0.41	0.49	0.58	0.80
市盈率	41.46	34.50	29.19	21.27

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

研究员简介

徐呈健：英国城市大学卡斯商学院，投资管理硕士。2009年3月加盟华鑫证券研发部。

安军：上海财经大学，数量经济学硕士，2010年7月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>