

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究支持：牟国洪 mough@ccnew.com

业绩增长符合预期 锂电领域值得期待

——江苏国泰（002091）半年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2011年8月10日

报告关键要素：

2011年上半年，公司营业收入增长符合预期。年底前完成电解液产能扩产与硅烷偶联剂技改项目，重点关注六氟磷酸锂和正极材料项目的进展。

事件：

- 江苏国泰（002091）公布2011年中报。公司上半年现营业收入20.81亿元，同比增长26.25%；实现营业利润1.31亿元，同比增长21.31%；实现归属于上市公司股东的净利润1.01亿元，同比增长19.82%，基本每股收益0.28元。

点评：

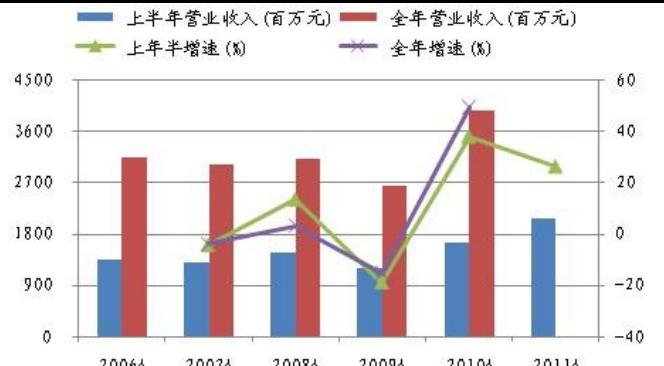
- **出口贸易增速显著高于全国水平，下半年审慎乐观。**2011年上半年，公司进出口贸易业务实现营收18.18亿元，同比增长26.02%。其中，出口贸易实现营收15.13亿元，同比大幅增长32.03%，显著高于上半年全国出口贸易24.04%的增速水平，且在中国纺织品服装出口企业排名中上升至第7位。出口贸易营收大幅增长的主要原因是经济持续回暖。上年年，进出口贸易对应毛利率为9.62%，较去年同期微降0.31个百分点，主要原因是行业竞争加剧。下半年全球经济不确定因素较多，考虑公司在贸易领域具备一定行业地位，对进出口贸易持审慎乐观看待。
- **化工行业收入增速符合预期，盈利能力基本持稳。**2011年上半年，化工行业实现营业收入2.27亿元，同比大幅增长29.13%，主要是锂离子电池电解液下游需求强劲；对应毛利率为31.87%，较去年同期小幅下降0.39个百分点，盈利能力基本持稳。随着新增电解液产能的投产和下游小型电子产品消费旺季的来临，化工行业有望延续高速增长态势。
- **期间费用率基本持平，预计下半年保持平稳。**2011年上半年，公司期间费用率为6.12%，与去年同期的6.28%基本持平，较2011年一季度的7.24%下降1.12个百分点。一季度期间费用率高是由于春节季节性因素所致导致工资支出增加。

管理费用大幅增长。2011年上半年，公司管理费用为4768万元，同比大幅增长34.22%。其中，工资支出2041万元，占比42.81%，同比增长17.43%；技术开发费为1059万元，同比大幅增长243.62%。

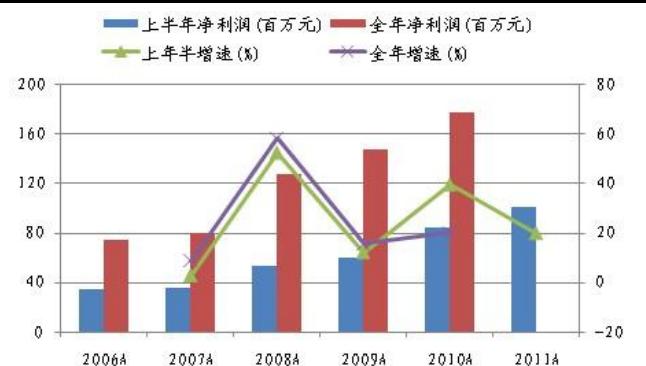
财务费用率显著提升。上半年，公司财务费用为1268万元，同比大幅增长1334.00%，财务费用率为0.61%，较去年同期上升0.56个百分点。其中，押汇利息支出528万元，占比41.64%，同比增长152.18%；汇兑损益为500万元，增幅为393.61%。

- **未来重点关注产能释放及锂电项目进展。**公司在2011年年底之前将完成两个项目：一是公司锂离子电池电解液年产规模在2011年10月份将增至10000吨；二是3000吨/年硅烷偶联剂技改项目预计2011年12月底前开始试生产。同时，重点关注两个锂电项目的进展：首先是投资建设年产300吨的六氟磷酸锂项目，该项目完成后将延伸公司锂离子电池电解液产业链，并将增加营收收入近1个亿，预计2012年将对公司贡献利润；其次是公司积极涉足锂离子电池正极材料，产品定位于新能源汽车动力电池用，年产规模为1100吨。

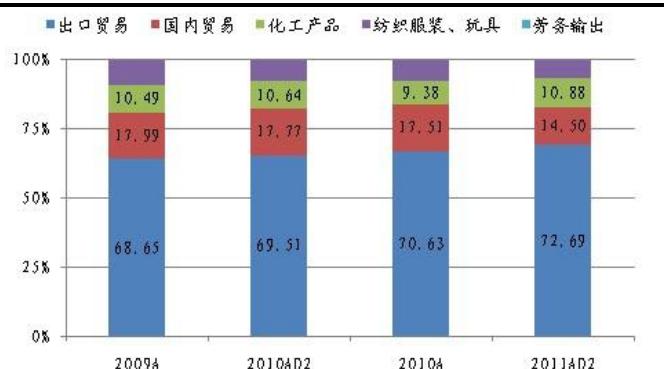
- **盈利预测:** 公司业绩与项目进展符合预期。预测公司2011年和2012年分别实现营业收入49.91亿元和60.05亿元，同比分别增长26.03%和20.30%；分别实现净利润为2.10亿元和2.76亿元，同比增速分别为18.41%和31.39%，对应的每股收益分别为0.63元与0.82元。
- **投资建议:** 按8月9日16.99元收盘价计算，对应的PE分别为27.11倍与20.64倍，目前估值水平合理，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示:** 经济景气波动风险；技术开发风险；新能源汽车市场进展低于预期。

图1：2006-2011年公司营业收入及同比增速


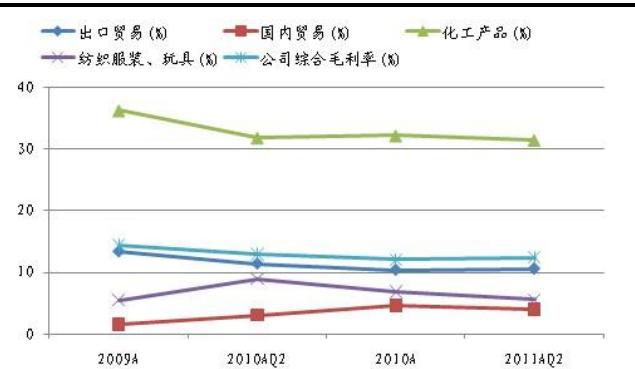
数据来源: Wind, 中原证券

图2：2006-2011年公司净利润及同比增速


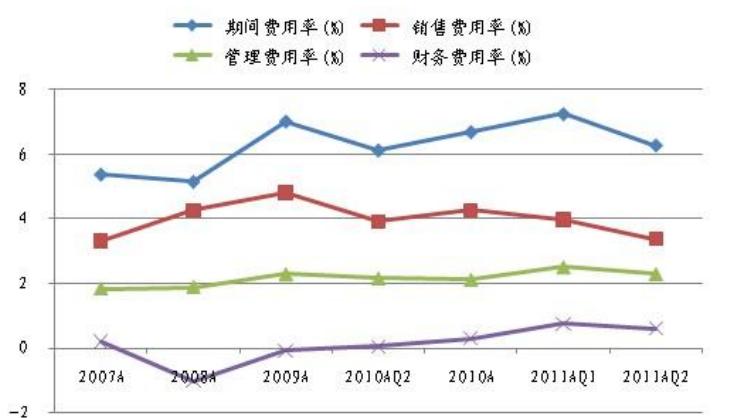
数据来源: Wind, 中原证券

图3：2009-2011年公司营收组成(按产品)


数据来源: Wind, 中原证券

图4：2009-2011年公司毛利率(按产品)


数据来源: Wind, 中原证券

图5：2007-2011年公司期间费用率


数据来源: Wind, 中原证券

盈利预测

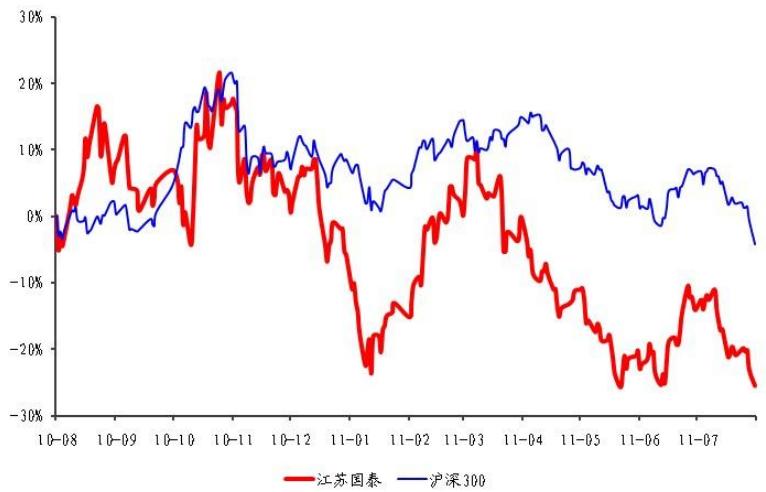
	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2647.54	3960.88	4991.70	6005.15
增长比率 (%)	(15.33)	49.61	26.03	20.30
净利润 (百万元)	147.53	177.28	209.91	275.81
增长比率 (%)	15.66	20.17	18.41	31.39
每股收益 (元)	0.61	0.59	0.63	0.82
市盈率(倍)	27.64	28.75	27.11	20.64

市场数据 (2011年08月09日)

收盘价 (元)	16.99
一年内最高/最低 (元)	35.10/16.08
沪深300指数	2526.07
市净率 (倍)	6.65
流通市值 (亿元)	58.88

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	2.74
每股经营现金流 (元)	0.19
毛利率 (%)	12.42
净资产收益率-摊薄 (%)	10.21
资产负债率 (%)	38.55
总股本/流通股 (万股)	36000/36454
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势


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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。