

新材料研究小组 分析师：何卫江  
 执业证书编号：S0730511050001  
 hewj@ccnew.com  
 联系人：牟国洪 021-50588666-8039

## 业绩符合预期 关注市场拓展与项目进展

### ——江苏国泰（002091）年报点评

#### 研究报告-公司点评

**增持（维持）**

发布日期：2012年03月26日

#### 报告关键要素：

2011年，公司业绩基本符合预期。公司营收增长源自行业地位提升与化工产品销量增长；盈利能力基本持平，化工行业盈利能力面临下行压力。12年，重点关注产能扩产后的市场拓展及项目建设进展。

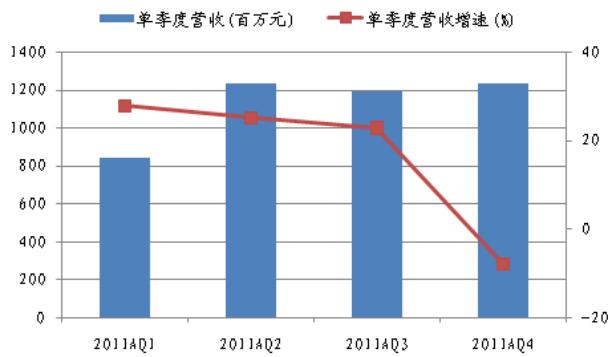
#### 事件：

- 江苏国泰（002091）公布2011年年报。2011年，公司实现营业收入45.11亿元，同比增长13.88%；实现营业利润2.65亿元，同比增长15.88%；实现归属于上市公司股东的净利润1.97亿元，同比增长10.85%，基本每股收益0.55元；利润分配预案为拟每10股派发现金红利1.5元（含税）。

#### 点评：

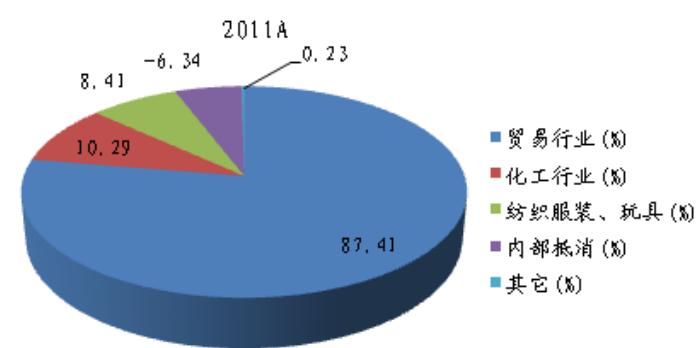
- 业绩基本符合预期，欧债致四季度营收下滑。2011年，公司前三季度实现营收32.74亿元，同比增长25%；第四季度营收12.36亿元，同比下滑7.84%。主要原因是出口贸易受全球经济环境影响，特别是去年四季度以来欧债危机爆发后，全球经济形势呈现低迷状态。

图表1：2011年公司单季度营收及同比增速



数据来源：Wind, 中原证券

图表2：2011年公司营收组成



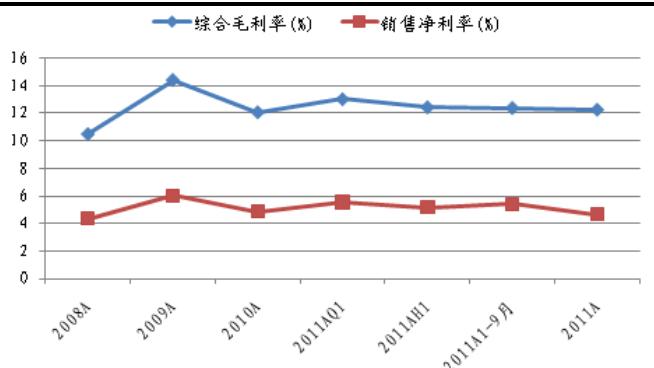
数据来源：Wind, 中原证券

- 进出口贸易稳步增长，12年谨慎乐观。11年，公司进出口贸易实现营收39.43亿元，同比增长12.60%，其中出口贸易营收32.76亿元，同比增长16.96%，出口贸易增速低于全国20.3%的水平；国内贸易营收6.63亿元，同比下降4.49%。公司出口产品中以纺织品为主，11年纺织品合计出口4.87亿美元，纺织品服装出口企业排名由10年的第十二位升至11的第七位，细分领域行业地位持续增强。12年国内外经济形势更为复杂，一方面美国经济有望持续温和复苏，欧洲危机得以部分解决，同时面临国内经济转型调低增长预期，公司进出口贸易总体谨慎偏乐观。
- 化工营收增长源自销量增长，12年关注市场拓展。11年，公司化工行业实现营收4.64亿元，同比增长25.00%，主要原因是公司产品销量增长所致。其中，3000吨/年的硅烷偶联剂技改项目已于11年年底进行试生产，总产能增至5000吨；锂离子电池电解液总产能经技改增产后，总产能已达10000吨，稳居国内第一。目前，锂离子电池仍主要用手机、笔记本电脑等储能领域，预计12年储能用锂

电池将保持10%以上的增速，化工领域重点关注公司产能增长后的市场拓展。

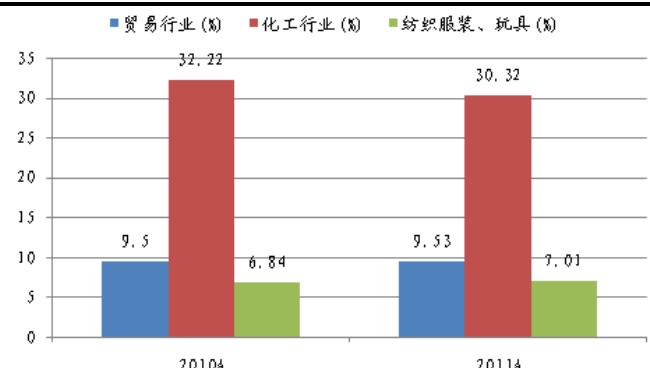
- 盈利能力基本持平，12年化工行业毛利率下行压力渐增。2011年，公司主营业务销售毛利率为12.07%，与去年11.96%基本持平。其中，进出口贸易业务毛利率为12.07%，与去年12.04%基本持平。化工行业毛利率为30.32%，较去年下滑1.90个百分点，原因之一是硅烷偶联剂产品营收占比提升，而该类产品毛利率较低；其次是国内电解液产能过剩，行业竞争加剧。由于新能源汽车进展低于预期，电解液产能阶段性过剩的格局仍将维持，同时公司硅烷偶联剂产品将逐步放量，预计12年化工行业盈利能力下行压力较大。

图表3：2008-2011年公司毛利率与销售净利率



数据来源：Wind，中原证券

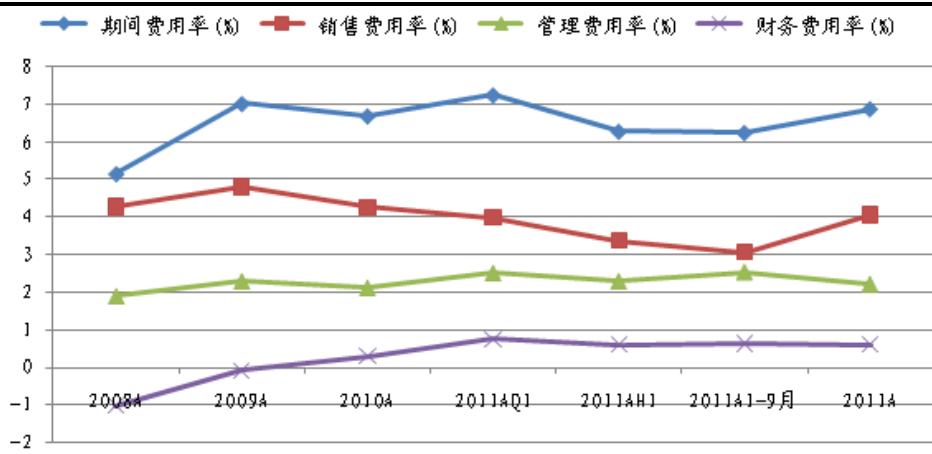
图表4：2010-11年公司不同产品毛利率比对



数据来源：Wind，中原证券

- 期间费用率基本持平。2011年，公司期间费用率为6.88%，与去年的6.69%基本持平。

图表5：2008-2011年公司期间费用率



数据来源：Wind，中原证券

- 公司看点颇多，关注市场拓展与项目进展。目前，公司锂离子电池电解液与硅烷偶联剂总产能分别为1万吨和5000吨，重点关注二者的市场拓展。其次，年产1100吨的锂电池正极材料正积极进行市场拓展与客户评价中，并已形成小规模销售。由于公司正极材料定位于动力电池领域，相对于储能领域用正极材料具有较高附加值，12年有望实现放量成为公司新的利润增长点；再次是关注公司六氟磷酸锂项目，该项目进展显著低于预期，但其达产将完善公司电解液产业链，仍值得期待。
- 维持“增持”投资评级。预测公司2012年、2013年的每股收益分别为0.64元与0.79元，按03月23日13.55元收盘价计算，对应的PE分别为21.07倍与17.14倍。目前估值合理，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；汇率波动。

**盈利预测**

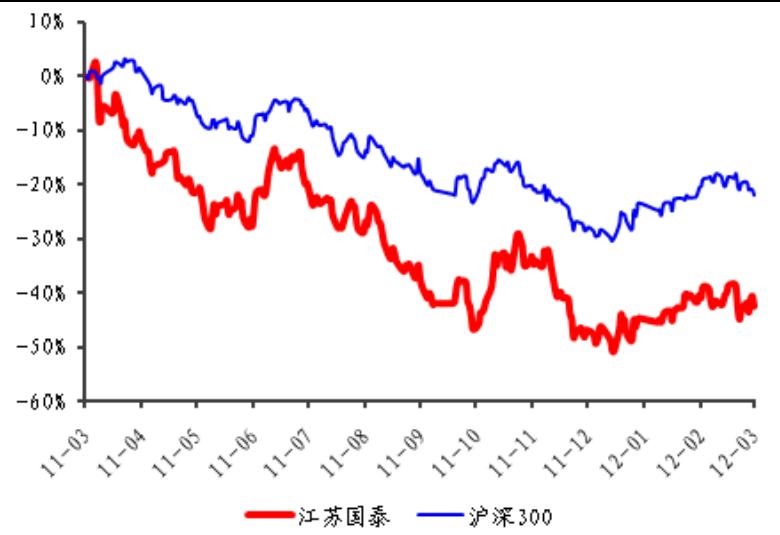
	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	39.61	45.11	52.35	61.13
增长比率 (%)	49.61	13.88	16.05	16.78
净利润 (百万元)	1.77	1.97	2.31	2.85
增长比率 (%)	20.17	10.85	17.79	22.98
每股收益 (元)	0.59	0.55	0.64	0.79
市盈率(倍)	22.97	24.64	21.07	17.14

**市场数据 (2012年03月23日)**

收盘价 (元)	13.55
一年内最高/最低 (元)	29.45/11.00
沪深300指数	2552.94
市净率 (倍)	4.52
流通市值 (亿元)	46.96

**基础数据 (2011年12月31日)**

每股净资产 (元)	3.00
每股经营现金流 (元)	0.48
毛利率 (%)	12.25
净资产收益率-摊薄 (%)	18.19
资产负债率 (%)	36.82
总股本/流通股 (万股)	36000/34654
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分析师资格。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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。