

未来不确定因素不少，业绩短期获提升不易

- 2011 年报点评

江苏国泰 (002091)

事件：公司公布 2011 年报并进行了网上投资者交流会

2011 年业绩回顾：2011 年公司总营收、毛利、毛利率、归属母公司净利润及净利润率分别是 4,510.66 百万元、552.76 百万元、12.3%、210.44 百万元和 4.4%，同比分别上扬 13.9%、15.7%、0.2 个百分点、10.9%和-0.12 个百分点。公司实现基本每股收益 0.546 元，同比下降 7.6%。需要指出的是 2011 年底和 2010 年底公司的总股本分别是 360 百万股和 300 百万股，这是造成归属母公司净利润同比上扬但基本每股收益下降的最主要原因(单纯的股本扩张仍使公司维持简单的资本结构，无计算摊薄 EPS 之必要)。

公司在 2011 年第四季度盈利状况不佳，无论同比还是环比，都出现一定程度的下降，比如：2011 年第四季度毛利率为 11.9%，同比虽上升 1.3 个百分点，但环比却下降 0.4 个百分点。第四季度净利润率仅为 2.7%，同比下降 0.7 个百分点，环比降幅则高达 3.1 个百分点。

分产品而言，出口贸易全年营收 3,272.01 百万元，同比增长 17.0%，仍是公司最倚重的业务，其在总营收和总毛利中的占比分别达到 72.7%和 64.3%。出口贸易的毛利率为 10.7%，同比上扬了 0.3 个百分点。

分产品中，相对而言最具增长潜力的化工产品(主要是锂离子电池之电解液和硅烷偶联剂)则表现稍让市场失望。全年营收 464.48 百万元，同比增长 25%，在总营收中的占比为 10.3%，同比上升 0.9 个百分点。化工产品的盈利能力出现下降，毛利率 30.3%，同比下降 1.9 个百分点。

销售费用和管理费用虽有一定程度上升，但在合理范围内。

评论：从公司 2011 全年之财务表现来看，与市场预期出现一定程度差异，化工产品的盈利能力出现下降是最主要原因。公司的化工产品包括电解液(用于锂离子电池)和硅烷偶联剂。相比较而言，前者的盈利能力高一些。近十年来，锂离子电池技术虽已获得相当进步，但大规模应用于混合动力汽车和纯电动汽车尚存技术瓶颈(尤其在成本和安全性方面)。

锂离子电池目前的应用领域因此主要在消费电子，如：手机、手提电脑、摄影摄像机等。去年以来，智能手机和平板电脑逐渐开始替代传统手机和手提电脑，相应地，对锂离子电池的性能也提出更高的要求。仅适用于

首次

中性

分析师：徐纈

投资咨询执业证书编号：S063051101011

联系信息：

Tel.0086-21-50586660*8608

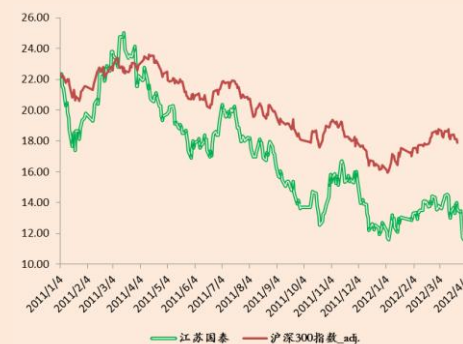
Email: xuying@longone.com.cn

调研日期：n/a

分析日期：2012.4.4

发布日期：2012.4.5

股价表现(截止到 2012.4.5)



Year	2011	2012E	2013E
EPS(BASIC)	0.546	0.577	0.683
PE	22.0	20.8	17.5

假设 2012-2013 年总股本依旧维持 360 百万股

传统手机、手提电脑等电池的电解液的市场受到一定的压力，生产电解液的企业亦受到不同程度的负面影响。

公司的电解液主要由控股的国泰华荣化工新材料有限公司生产，目前产能不低于 1,000 吨/年。华荣化工以自有资金实施的年产 5,000-10,000 吨锂离子电池电解液扩能技改项目试生产情况正常，正在办理竣工验收手续。另外，国泰锂宝新材料有限公司的锂离子电池正极材料产业化项目正在进行市场推广、客户评价和小规模销售。张家港市亚源高新技术材料有限公司的六氟磷酸锂项目依旧处在中试阶段。

未来展望：公司各项业务在 2012 年都面临较大的不确定性。

出口贸易业务：出口行业在 2012 年将面临复杂而严峻的形势，按照 Bloomberg 的统计数据，今年 1、2 月份我国的出口额约为 2,644.1 亿美元，同比上升 6.8%，是近 3 年以来同类涨幅最小的。从历史上看，公司的出口业务表现与我国出口行业的整体表现的关系极为密切，呈现正相关。我们因此有理由认为，公司的出口业务表现在 2012 年难以很乐观。

国内贸易业务：中国要实现真正意义上的消费驱动经济发展非一朝一夕能完成得了的，而整个转型过程可以预料将充满不确定性。短期内，公司的国内贸易业务表现如能小幅提升或维持现状将属不易。

电解液业务：按照我们对于该行业的了解，公司生产的锂离子电池用电解液在 2011 年开始面临的不确定性将至少延续一段时间。虽然该业务的营收在 2012 年有望继续保持一定幅度增长，但毛利率仍将承受较大的压力。至于公司的锂离子电池正极材料和六氟磷酸锂的大规模商业化并给公司带来一定营收和利润，在 2012 年就能实现恐怕有相当难度。

基于上述分析，我们预计公司 2012-2013 年的 EPS 将分别为 0.577 元和 0.683 元。对应 2012 年 4 月 5 日收盘价 12.00 元的动态 PE 分别是 20.8X 和 17.5X，估值并不具有特别的吸引力，给予“中性”评级。

作者简介

徐缨：毕业于美国 Georgia State University，获 MBA/金融学双硕士学位。2007 年加入东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

分析师承诺

本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在利益关系，本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京东海证券研究所	上海东海证券研究所
中国北京 100089	中国上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897