



新材料

新材料研究小组

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩符合预期 电解液龙头值得关注

——江苏国泰(002091)中报点评

证券研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2013年08月26日

报告关键要素:

2013年上半年, 公司业绩基本符合预期。公司营收增长主要受益于贸易行业增长和公司在服装出口领域行业地位提升, 营收结构调整致毛利率回落, 预计全年回升。预测公司2013-14年全面摊薄后EPS分别为0.60元与0.70元, 按8月23日15.92元收盘价计算, 对应的PE分别为26倍与23倍。目前估值相对锂电板块水平合理, 维持“增持”投资评级。

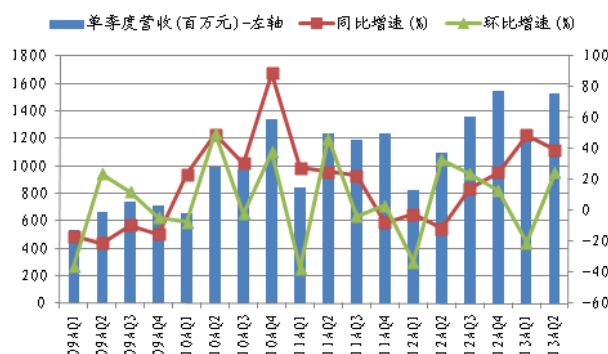
事件:

- **江苏国泰(002091)公布2013年中报。**2013年上半年, 公司实现营业收入27.57亿元, 同比增长43.31%; 实现营业利润1.29亿元, 同比增长10.65%; 实现归属于上市公司股东的净利润9418万元, 同比增长5.14%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9042万元, 同比增长11.55%, 基本每股收益0.26元, 同时预测13年1-9月归属于上市公司股东净利润变动幅度为(-10)-(10%)。

点评:

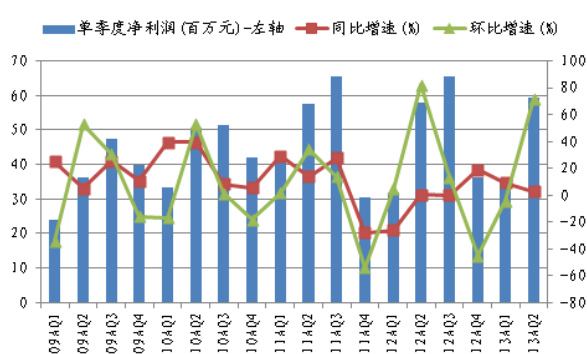
- **业绩增长主要源自贸易行业。**13年上半年, 公司营收27.57亿元, 同比大幅增长43.31%, 其中第二季营收15.29亿元, 环比增长24.66%, 营收增长主要是贸易行业业绩大幅增长; 上半年净利润9418万元, 同比增长5.14%, 其中第二季为5953万元, 环比大幅增长71.79%。上半年净投资收益181万元, 同比大幅下降84.59%, 主要是12年上半年处置交易性金融资产取得888万元投资收益; 营业外收入410万元, 同比大幅下降53.78%, 主要是固定资产处置利得减少和政府补助减少所致。

图1: 2009-13年公司单季度营收及同比增速



数据来源: Wind, 中原证券

图2: 2009-13年公司单季度净利润及同比增速

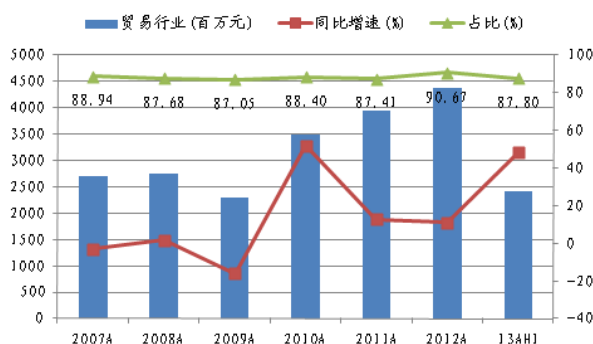


数据来源: Wind, 中原证券

贸易营收高速增长。13年上半年, 公司贸易行业营收24.21亿元, 同比大幅增长48.12%, 增长原因一方面是受益于我国进出口贸易行业增长, 上半年我国出口、进口贸易总额分别为10530和9438亿美元, 同比增长10.32%和6.64%; 其次公司贸易行业以纺织品服装业务为主, 而公司在此领域行业地位进一步增长, 上半年公司纺织品服装出口2.80亿美元, 位居中国纺织品服装出口企业排名第八位, 而12年底为第十名, 其中12年底对美国出口纺织品服装27032万美元, 位居中国对美国纺织品服装出口企业排名第一。下半年我国进出口贸易环境更为复杂, 目前公司对美国出口占比持续提升,

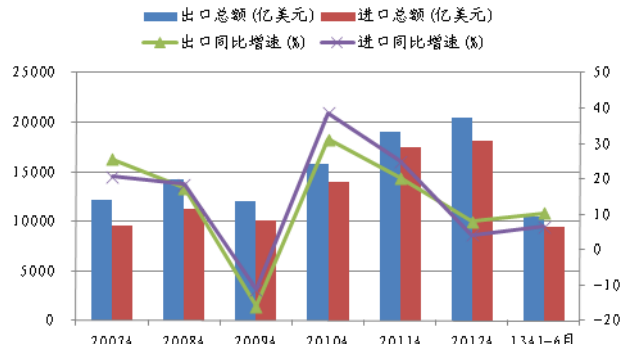
而美国经济正逐步弱复苏, 结合公司行业地位, 我们认为公司下半年进出口贸易增速将略有回落, 但仍将稳步增长。

图3: 2007-13年公司贸易行业营收、增速及占比



数据来源: Wind, 中原证券

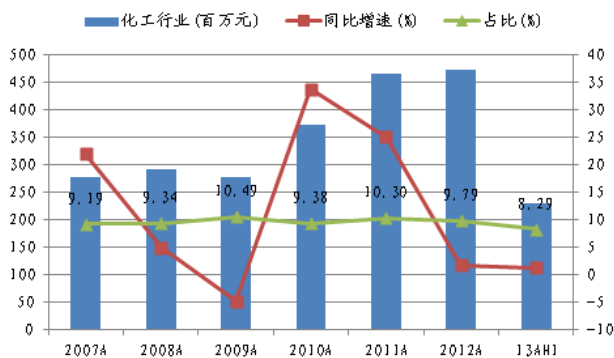
图4: 2007-13年我国进出口贸易总额及增速



数据来源: Wind, 中原证券

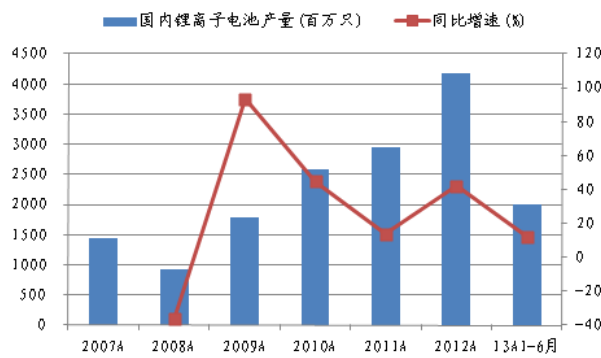
化工行业业绩基本持平。13年上半年, 公司化工行业营收2.29亿元, 同比略增1.22%。随着电解液关键原材料六氟磷酸锂材料国产化率提升, 六氟磷酸锂价格大幅下降, 为此我们认为上半年公司产品价格有所下降, 而销量增长致业绩略有增长。至13年6月底, 公司1100吨/年锂离子电池正极材料产业化项目和年产300吨六氟磷酸锂项目进度分别为88.60%和44.51%。目前上述两项目均未贡献利润, 如六氟磷酸锂项目实施子公司亚源高新上半年净利润为-106万元, 考虑到新能源汽车行业的市场前景, 上述项目仍值得期待。13年上半年, 我国锂电池产量20.11亿只, 同比增长12.36%, 预计全年15%左右的增速, 而公司锂电池电解液细分产品长期位居国内龙头, 具备规模、技术和客户优势, 预计化工行业下半年业绩平稳增长。

图5: 2007-13年公司化工行业营收、增速及占比



数据来源: Wind, 中原证券

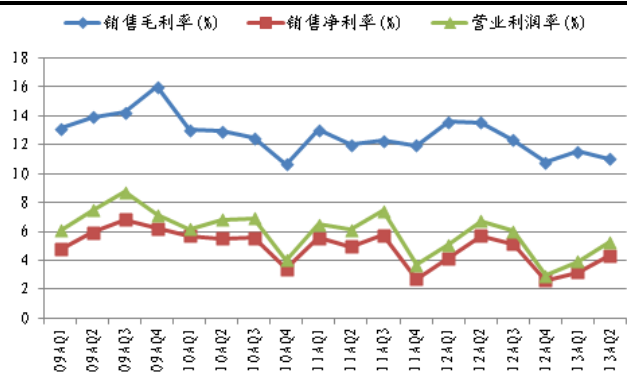
图6: 2007-13年我国锂电池产量及增速



数据来源: Wind, 中原证券

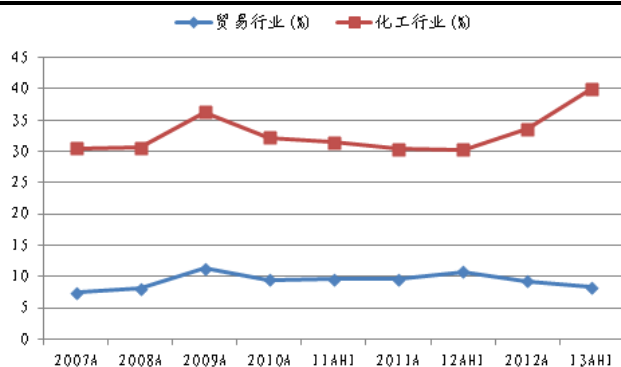
- **贸易行业毛利率下降致公司毛利率回落 预计下半年维稳。**13年上半年, 公司销售毛利率为11.25%, 较12年上半年的13.57%回落2.32个百分点, 其中第二季度毛利率为11.01%, 环比一季度回落0.54个百分点, 上半年毛利率回落主要受累于贸易行业毛利下降, 且贸易行业营收占比大。公司分行业毛利率显示: 进出口贸易毛利率为8.23%, 同比回落2.81个百分点, 下降主要是要素成本上升和人民币持续升值; 化工行业为39.99%, 同比大幅提升9.65个百分点, 原因是高附加值电解液产品占比提升。公司进出口贸易经营模式正发生转变, 已由“贸易商”逐步向优质“供应商”转变, 特别是对美国服装出口贸易逐年增长, 且美国经济正逐步好转, 预计公司下半年毛利率基本维稳。

图7: 2009-13年公司单季度销售毛利率与净利率



数据来源: Wind, 中原证券

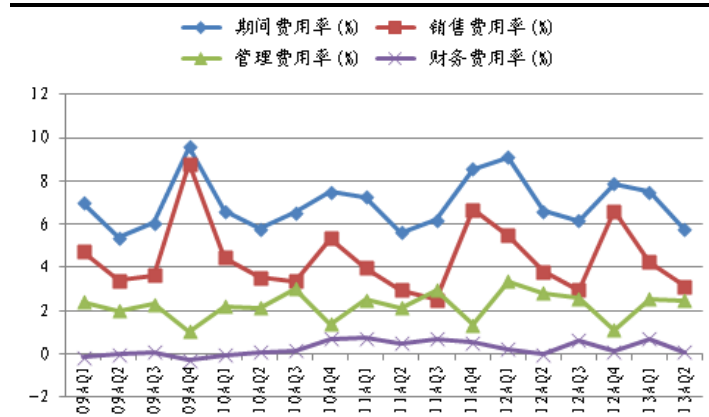
图8: 2007-2013年公司毛利率比对 (按行业)



数据来源: Wind, 中原证券

- **期间费用率回落 预计下半年维稳。** 13年上半年, 公司三费合计支出1.80亿元, 同比增长21.96%, 对应期间费用率为6.53%, 较12年上半年的7.67%回落1.14个百分点, 其中财务费用支出1049万元, 较12年上半年的176万元大幅飙升497.11%, 主要是上半年信用证押汇业务增长致押汇利息支出增加, 同时汇率大幅波动致汇兑损失增加, 上半年汇兑损失430万元, 而12年上半年为-245万元。我们认为公司营运能力总体稳健, 下半年业绩总体稳步增长, 预计下半年期间费用率基本维稳。

图9: 2009-13年公司单季度期间费用率



数据来源: Wind, 中原证券

- **维持公司“增持”投资评级。** 预测公司2013年、2014年全面摊薄后EPS分别为0.60元与0.70元, 按8月23日15.92元收盘价计算, 对应的PE分别为26.42倍与22.81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:** 全球经济下滑超预期; 技术开发风险; 汇率大幅波动; 行业竞争加剧。



盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入（亿元）	45.11	48.29	58.86	65.71
增长比率（%）	13.88	7.06	21.87	11.65
净利润（亿元）	1.97	1.91	2.17	2.51
增长比率（%）	10.85	-2.62	13.35	15.82
每股收益（元）	0.55	0.53	0.60	0.70
市盈率（倍）	29.16	29.95	26.42	22.81

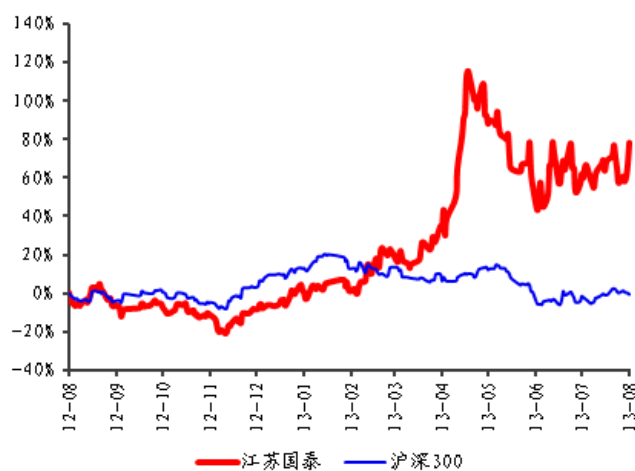
市场数据（2013年08月23日）

收盘价（元）	15.92
一年内最高/最低（元）	19.70/6.94
沪深300指数	2286.93
市净率（倍）	4.74
流通市值（亿元）	55.17

基础数据（2013年06月30日）

每股净资产（元）	3.52
每股经营现金流（元）	0.35
毛利率（%）	11.25
净资产收益率-摊薄（%）	7.43
资产负债率（%）	34.62
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。

免责声明

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。