

分析师: 卞国洪
 执业证书编号: S0730513030002
 mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩基本符合预期 主营业务稳增长

——江苏国泰(002091)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2018-04-25)

收盘价(元)	7.33
一年内最高/最低(元)	13.26/7.08
沪深300指数	3828.7
市净率(倍)	1.63
流通市值(亿元)	70.93

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	4.64
每股经营现金流(元)	0.02
毛利率(%)	7.67
净资产收益率-摊薄(%)	3.12
资产负债率(%)	49.67
总股本/流通股(万股)	157618.72/96766.67
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《江苏国泰(002091)中报点评: 业绩略超预期 下半年持续高增长》 2017-08-28

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年04月26日

事件: 4月25日, 公司公布17年年度报告及18年一季度报告。

投资要点

- **17年业绩基本符合预期。** 2017年, 公司营收345.49亿元, 同比增长16.18%; 营业利润14.81亿元, 同比增长10.01%; 净利润7.74亿元, 同比增长43.19%; 扣非后净利润7.02亿元, 同比大幅增长102.42%, 基本每股收益0.50元, 利润分配预案为每10股派发现金红利2.00元(含税), 公司全年业绩基本符合预期。17年, 公司非经常性损益合计7238万元, 其中流动资产处置损益3530万元、计入当期损益的政府补助3323万元。目前, 公司主营业务为供应链服务和化工新能源。
- **贸易行业业绩增速提升 18年谨慎乐观。** 公司供应链服务主要涉及消费品进出口贸易以及电商平台, 致力于提供全供应链一站式增值服务。2017年, 公司贸易行业营收331.70亿元, 同比增长16.06%, 增速较16年的5.25%显著提升, 在公司营收中占比96.17%, 占比与16年的96.21%基本持平。具体至分项: 出口贸易营收312.18亿元, 同比增长21.61%, 营收占比90.52%, 占比较16年提升4.2个百分点; 进口及国内贸易营收19.52亿元, 同比下降30%, 占比5.66%。

公司贸易行业业绩增长主要受益于两点: 一是我进出口贸易行业增长。2017年, 我国出口和进口贸易总额分别为22629和18429亿美元, 同比分别增长7.85%和16.10%。其次公司供应链服务主要从事纺织服装出口, 具有较强市场竞争力, 17年公司以及控股子公司华盛实业、国华实业、汉帛贸易、力天实业、国盛实业、亿达实业、国贸实业均位居中国纺织品服装出口企业排名前50强, 分别位居第4、11、18、29、30、34和42位。18年一季度, 我国出口、进口总额分别为5452和4969亿美元, 同比分别增长14.07%和18.91%, 延续较高增长水平, 但贸易保护有抬头趋势, 且我国和美国贸易争端仍存在较大不确定性, 对全年我国进出口贸易保持谨慎乐观态度。

- **化工新能源稳增长 预计18年持续增长。** 17年4月, 公司成立全资子公司瑞泰新能源作为化工新材料和新能源业务发展平台, 控股子公司主要有华荣化工和超威新材料。目前, 公司化工新能源主要产品包括锂电池电解液、硅烷偶联剂和电子化学品。17年, 公司化工行业合计销售约19785吨, 同比增长9.77%; 对应营收11.97亿元, 同比增长9.53%, 增速较17年上半年的50.25%显著回落, 在公司营收中占比3.47%, 其中超威新材料营收6592万元, 同比增长153.78%。

公司化工行业增长主要受益于超威新材料营收大幅增长及电解液销量增长。预计18年电解液行业将受益于电解液价格趋稳和我国新能源汽

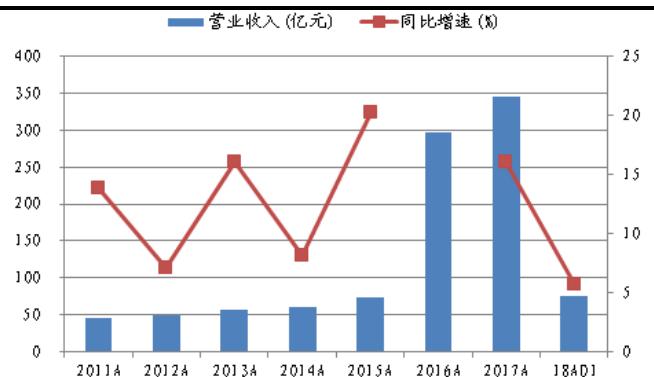
车销量增长，2017年，我国新能源汽车合计销量76.78万辆，同比增长53.03%，合计占比2.65%；18年一季度合计销量14.07万辆，同比增长158.59%，合计占比1.96%，预计全年仍将保持较高增速。

- **关注波兰电解液项目进展。**鉴于欧盟各国正大力普及和推广电动乘用车，而韩国锂电池公司纷纷抢滩欧洲建厂，且华荣化工为韩国客户多年战略合作伙伴，17年12月，公司公布投资公告：拟由公司全资子公司瑞泰新能源和公司控股子公司华荣化工各出资50%在波兰共和国投资设立波兰公司，由其在波兰实施4万吨/年锂离子电池电解液项目，项目总投资3亿元，其中瑞泰新能源以募集资金出资1.5亿元，华荣化工以自有资金出资1.5亿元，项目建设期约30个月，达产后年度营收22亿元，利润总额约3.92亿元，税后利润约3.18亿元。
- **18年一季度业绩延续增长。**18年一季度，公司营收76.01亿元，同比增长5.86%；营业利润6.29亿元，同比增长120.45%；净利润2.28亿元，同比增长48.06%；扣非后净利润1026万元，同比大幅下降93.25%，基本每股收益0.14元。18年一季度，公司非经常性损益合计2.18亿元，主要系国泰投资处置朗诗集团股权产生收益。另外，公司预计18年上半年净利润为4.06-5.16亿元，同比增长10-40%，主要系公司主营业务稳健发展，业绩受汇率影响较大。
- **盈利能力回落 预计18年总体持平。**2017年，公司销售毛利11.54%，同比回落0.44个百分点，主要系主营业务营收结构变化所致。具体至分行业显示：贸易行业毛利率10.58%，同比回落0.82个百分点，但环比17年上半年提升0.42个百分点，其中出口贸易为11.14%，进口及国内贸易为1.58%；化工行业为31.60%，同比显著提升6.20个百分点。18年一季度，公司销售毛利率7.67%，同比回落2.96个百分点。公司经营总体稳健，预计化工行业18年营收增速将提升，且附加值较高，预计18年盈利能力总体持平。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司2018-19年摊薄后的EPS分别为0.61元与0.73元，按4月25日7.33元收盘价计算，对应的PE分别为12.0倍与10.0倍。目前估值相对锂电板块水平较低，但考虑其贸易营收占比较高，维持“增持”投资评级。

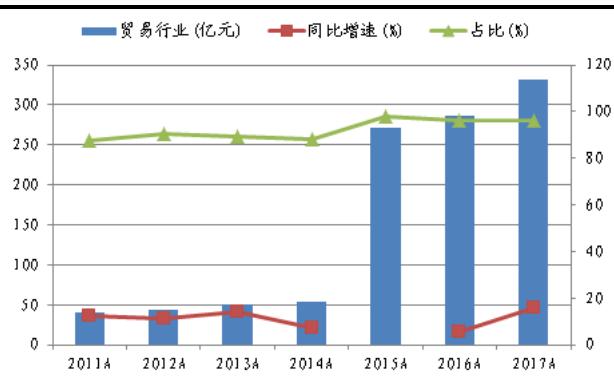
风险提示：国内外经济下滑超预期；新能源汽车进展低于预期；行业竞争加剧；汇兑损失。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	29738.5	34549.2	39459.1	44335.0	49437.1
增长比率	307.8%	16.2%	14.2%	12.4%	11.5%
净利润(百万元)	540.7	774.3	964.1	1151.0	1381.4
增长比率	125.3%	43.2%	24.5%	19.4%	20.0%
每股收益(元)	0.34	0.49	0.61	0.73	0.88
市盈率(倍)	21.4	14.9	12.0	10.0	8.4

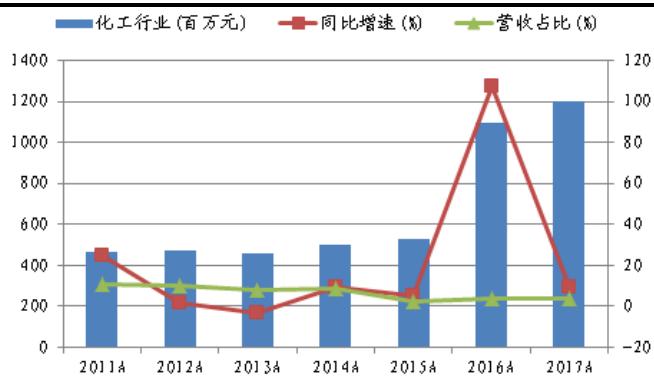
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2011-18 年公司营收及增速


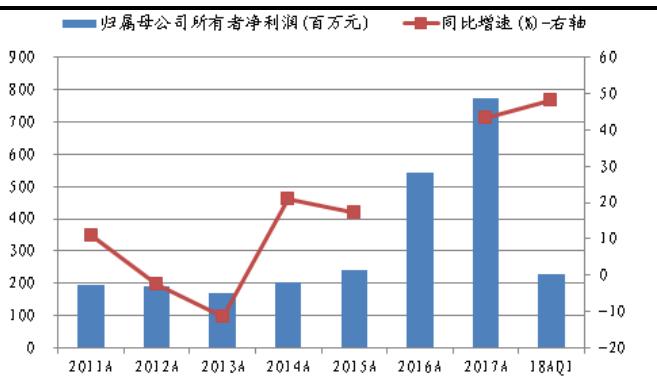
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 3: 2011-17 年公司贸易行业营收、增速及占比


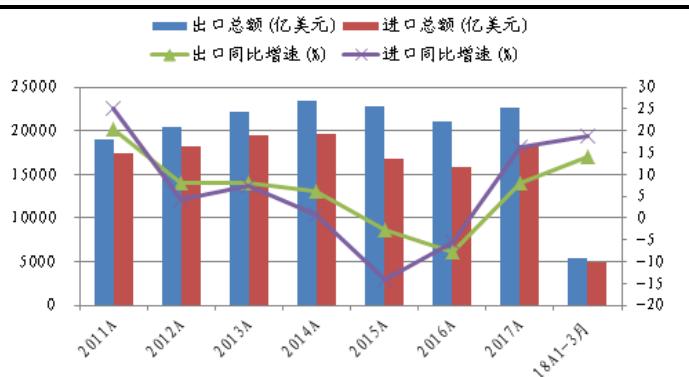
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 5: 2011-17 年公司化工行业营收、增速及占比


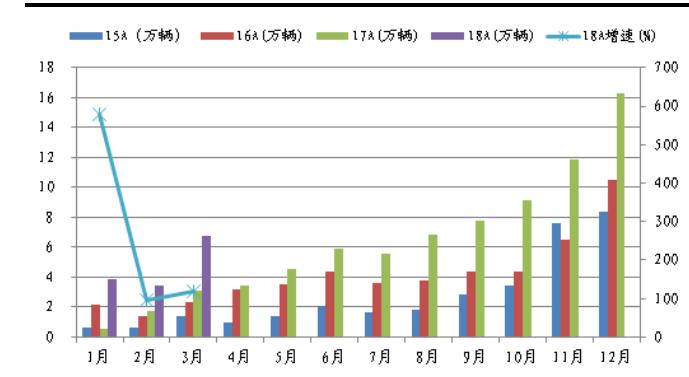
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 2: 2011-18 年公司净利润及增速


资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

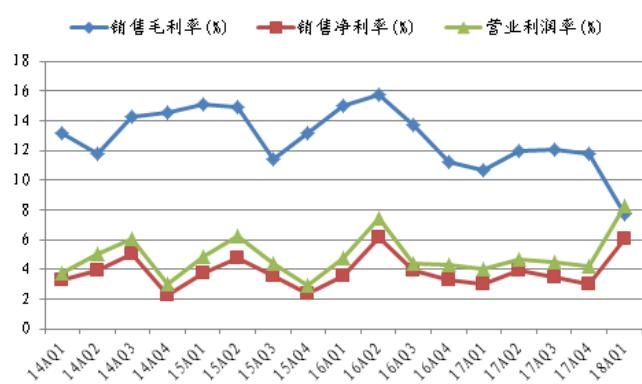
图 4: 2011-18 年我国进出口贸易总额及增速


资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2015-18 年我国新能源汽车月度销量及增速


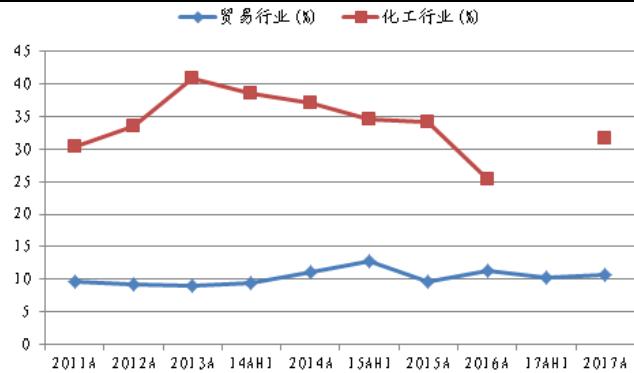
资料来源: 中原证券, 中汽协

图 7: 2013-18 年公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 8: 2011-17 年公司分行业盈利能力



资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29738.5	34549.2	39459.1	44335.0	49437.1	成长性					
减: 营业成本	26,175.8	30,560.7	35,319.0	39,286.2	43,577.1	营业收入增长率	307.8%	16.2%	14.2%	12.4%	11.5%
营业税费	37.8	53.7	52.2	61.3	70.2	营业利润增长率	319.5%	10.0%	23.3%	17.6%	21.8%
销售费用	1,475.0	1,640.6	1,866.4	2,092.6	2,339.8	净利润增长率	125.3%	43.2%	24.5%	19.4%	20.0%
管理费用	634.5	814.1	899.7	1,000.5	1,135.9	EBITDA增长率	306.4%	15.9%	15.5%	14.1%	20.5%
财务费用	-23.6	138.6	19.4	-21.7	-25.1	EBIT增长率	304.2%	17.2%	18.0%	15.2%	21.9%
资产减值损失	162.1	81.3	91.4	111.6	94.7	NOPLAT增长率	291.4%	24.9%	14.1%	15.2%	21.9%
加: 公允价值变动收益	-0.5	-	2.2	0.7	-1.2	投资资本增长率	-41.1%	331.5%	12.4%	-68.5%	262.4%
投资和汇兑收益	81.1	164.9	612.3	342.2	373.1	净资产增长率	175.6%	75.1%	11.4%	12.4%	13.0%
营业利润	1,346.0	1,480.8	1,825.7	2,147.5	2,616.3	利润率	12.0%	11.5%	10.5%	11.4%	11.9%
加: 营业外净收支	47.3	6.1	20.4	24.6	17.1	营业利润率	4.5%	4.3%	4.6%	4.8%	5.3%
利润总额	1,393.3	1,486.9	1,846.1	2,172.1	2,633.3	净利润率	1.8%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%
减: 所得税	346.0	346.8	428.3	503.9	610.9	EBITDA/营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.5%
净利润	540.7	774.3	964.1	1151.0	1381.4	EBIT/营业收入	4.5%	4.5%	4.7%	4.8%	5.2%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	运营效率					
货币资金	3,955.4	5,097.3	3,894.0	8,708.1	5,841.2	固定资产周转天数	11	16	15	12	10
交易性金融资产	6.7	-	2.2	3.0	1.7	流动营业资本周转天数	3	10	28	14	16
应收帐款	3,772.7	4,519.4	4,173.1	5,059.1	5,957.8	流动资产周转天数	85	139	131	128	135
应收票据	335.8	457.3	106.7	627.4	259.2	应收帐款周转天数	30	43	40	37	40
预付帐款	777.8	684.8	1,359.5	599.3	1,660.9	存货周转天数	12	17	17	15	16
存货	1,587.2	1,634.4	2,118.1	1,671.6	2,804.1	总资产周转天数	109	172	158	151	155
其他流动资产	716.9	3,203.3	1,462.7	1,794.3	2,153.4	投资资本周转天数	18	30	46	28	28
可供出售金融资产	162.7	137.9	117.8	139.5	131.7	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	10.9%	12.6%	13.7%	15.0%
长期股权投资	170.2	243.6	243.6	243.6	243.6	ROA	7.4%	6.1%	8.9%	7.9%	9.5%
投资性房地产	429.2	366.4	366.4	366.4	366.4	ROIC	53.6%	113.6%	30.0%	30.8%	119.3%
固定资产	1,377.5	1,688.4	1,558.8	1,429.2	1,299.5	费用率					
在建工程	202.7	4.3	4.3	4.3	4.3	销售费用率	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
无形资产	194.6	190.4	179.5	168.7	157.9	管理费用率	2.1%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	513.1	542.0	388.6	431.5	402.2	财务费用率	-0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产总额	14,202.7	18,769.4	15,975.3	21,245.9	21,284.0	三费/营业收入	7.0%	7.5%	7.1%	6.9%	7.0%
短期债务	958.6	1,783.7	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	4,132.4	4,405.9	4,325.0	5,117.1	6,023.2	资产负债率	63.7%	51.9%	37.0%	46.8%	39.9%
应付票据	1,386.4	1,958.8	38.5	2,835.5	638.7	负债权益比	175.1%	107.7%	58.7%	87.9%	66.5%
其他流动负债	2,390.7	1,420.8	1,444.5	1,859.6	1,720.5	流动比率	1.26	1.63	2.26	1.88	2.23
长期借款	35.0	30.0	-	-	-	速动比率	1.08	1.46	1.89	1.71	1.89
其他非流动负债	137.3	133.5	102.5	124.4	120.2	利息保障倍数	-56.44	11.28	95.15	-97.91	-103.38
负债总额	9,040.5	9,732.8	5,910.5	9,936.7	8,502.5	分红指标					
少数股东权益	1,404.8	1,941.2	2,394.9	2,912.1	3,553.1	DPS(元)	0.13	0.20	0.24	0.28	0.34
股本	999.6	1,574.4	1,576.2	1,576.2	1,576.2	分红比率	37.0%	40.7%	38.4%	38.7%	39.3%
留存收益	2,746.2	5,520.1	6,093.6	6,821.0	7,652.3	股息收益率	1.7%	2.7%	3.2%	3.9%	4.7%
股东权益	5,162.3	9,036.6	10,064.7	11,309.3	12,781.5	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.34	0.49	0.61	0.73	0.88
净利润	1,047.3	1,140.1	964.1	1,151.0	1,381.4	BVPS(元)	2.38	4.50	4.87	5.33	5.85
加: 折旧和摊销	173.6	185.0	140.4	140.4	140.4	PE(X)	21.4	14.9	12.0	10.0	8.4
资产减值准备	162.1	81.3	-	-	-	PB(X)	3.1	1.6	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	0.5	-	2.2	0.7	-1.2	P/FCF	7.2	-5.7	-8.0	2.4	-3.9
财务费用	-51.2	115.5	19.4	-21.7	-25.1	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
投资收益	-81.1	-164.9	-612.3	-342.2	-373.1	EV/EBITDA	3.1	5.3	4.6	2.1	3.1
少数股东损益	506.6	365.8	453.7	517.1	641.0	CAGR(%)	16.8%	21.1%	77.6%	16.8%	21.1%
营运资金的变动	1,461.3	-4,755.3	-579.7	3,448.5	-4,485.3	PEG	1.3	0.7	0.2	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	1,354.3	-104.3	387.9	4,893.9	-2,721.9	ROIC/WACC	5.1	10.8	2.9	2.9	11.4
投资活动产生现金流量	470.4	-2,194.9	627.9	319.1	383.4	REP	0.8	0.2	0.6	1.0	0.1
融资活动产生现金流量	-1,073.6	3,431.5	-2,219.0	-398.9	-528.3						

资料来源：贝格数据，中原证券

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。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。