

贸易III

马衡

0755-82026751
maheng@cjis.cn

熊琳

0755-82026734
xionglin@cjis.cn

6-12个月目标价： -

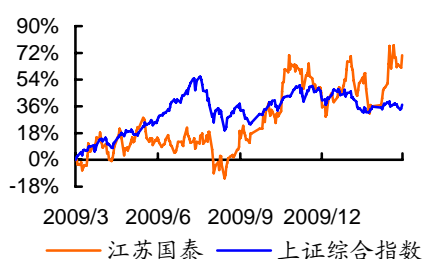
当前股价： 26.78 元
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	3050.48
总股本(百万)	240
流通股本(百万)	188
流通市值(亿)	50
EPS (TTM)	0.60
每股净资产(元)	3.49
资产负债率	37.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
江苏国泰	0.00	17.40	42.60
上证综合指数	0.00	-4.05	-0.32



相关报告

江苏国泰

002091

推荐

做精做强进出口贸易，锂电池电解液龙头企业，未来空间广阔

公司今日发布 09 年年报，报告期内公司实现营业收入 26.48 亿元，同比减少 15.33%；实现归属于母公司净利润 1.48 亿元，同比增长 25.90%。09 年公司的基本每股收益为 0.61 元，公司拟实施每 10 股分红 1.50 元（含税）及每 10 股转增 2.5 股的分配预案。

投资要点：

- **做精做强进出口贸易业务，服装业务毛利率仍有提升空间。**09 公司进出口贸易业务营业收入近 23 亿，占总营收的 81.2%，因受金融危机影响，与去年同比下降 15.94%。但毛利率略有上升，其中出口贸易业务毛利率达 13.41%，同比上升 4.17%。进出口贸易业务主要为服装、纺织品、机电和玩具，其中服装贸易毛利率在 11% 左右。公司公告以 3576.6 万元投资扩大出口创汇高档休闲服装生产线技改，预计 10 年底达产，年均净利润 710 万元左右。我们认为随着服装贸易产品档次的提升，此项业务的毛利率仍有提升空间。玩具业务占比不高，70% 自主设计，毛利率约 15%。未来公司布局将向高毛利品种的业务倾斜，继续增加毛利率较高的服装、玩具等制成品比例，服装里注重提升高附加值品种比例，降低出口坏账风险，继续减少中间环节直接出口，盈利水平有望进一步提升。而 10 年外贸出口环境将好于 09 年，人民币升值压力不大，国外客商采购能力也在逐步恢复，公司经营思路上将深化出口产品结构调整，整体毛利率应有逐渐走高趋势。
- **锂电池电解液产能扩张，六氟磷酸锂计划中试，布局新能源电池未来空间广阔。**公司控股子公司华荣化工是国内锂离子电池电解液的龙头企业，公司公告新建 3000 吨/年电解液和 3000 吨硅烷偶联剂项目，将使得其电解液产能达到 5500 吨，进一步发挥规模优势。以电解液产品毛利率 38% 左右，8 万元/吨价格保守估算，全部达产可贡献近 1.7 亿利润。六氟磷酸锂是电解液最核心的原材料，成本占到电解液生产成本的 60% 多，售价超过 30 万元/吨。公司持股的亚源公司投资 8330 万元建设 300 吨六氟磷酸锂项目，计划年内进行中试。我们目前的盈利预测中未计入硅烷偶联剂和六氟磷酸锂的贡献，我们认为尤其后者业务将给公司业绩带来较大弹性，公司在新能源电池材料上具技术优势和先发优势，未来成长性很强。
- **给予公司中性的投资评级。**我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.74、0.92、1.15 元，目前公司股价对应 2010 年 36 倍 PE，目前作为贸易型或化工类公司来说，公司估值不低，考虑新能源概念溢价，我们认为未来估值提升还需看电解液达产情况和六氟磷酸锂投产情况。首次给予“中性”的投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2648	3311	3817	4353
同比(%)	-15%	25%	15%	14%
归属母公司净利润(百万元)	148	177	221	276
同比(%)	16%	20%	25%	25%
毛利率(%)	14.4%	12.0%	13.2%	13.8%
ROE(%)	18.9%	18.5%	18.7%	19.0%
每股收益(元)	0.61	0.74	0.92	1.15
P/E	43.57	36.35	29.14	23.31
P/B	8.25	6.72	5.46	4.42
EV/EBITDA	28	25	21	17

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	877	1192	1504	1893	营业收入	2648	3311	3817	4353
现金	357	592	814	1110	营业成本	2266	2914	3314	3754
应收账款	281	351	405	462	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	3	11	12	12	营业费用	127	121	153	178
预付账款	129	131	149	169	管理费用	61	61	82	89
存货	64	73	83	96	财务费用	-2	-19	-28	-39
其他	43	35	41	43	资产减值损失	-2	-2	3	2
非流动资产	467	448	421	411	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	73	54	52	55	投资净收益	2	1	2	2
固定资产	324	320	308	292	营业利润	198	235	292	366
无形资产	31	36	43	49	营业外收入	3	5	6	7
其他	40	38	19	15	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1343	1640	1926	2304	利润总额	200	240	298	373
流动负债	476	613	662	745	所得税	41	50	62	77
短期借款	7	10	11	12	净利润	159	190	236	295
应付账款	262	338	384	435	少数股东损益	12	13	16	19
其他	207	265	267	299	归属母公司净利润	148	177	221	276
非流动负债	30	0	0	0	EBITDA	217	238	287	350
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.74	0.92	1.15
其他	30	0	0	0					
负债合计	506	613	662	745	主要财务比率				
少数股东权益	58	71	87	106	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	240	240	240	240	成长能力				
资本公积	94	94	94	94	营业收入	-15.3%	25.1%	15.3%	14.0%
留存收益	447	624	845	1121	营业利润	25.9%	19.0%	24.5%	25.2%
归属母公司股东权益	779	956	1177	1453	归属于母公司净利润	15.7%	19.8%	24.8%	25.0%
负债和股东权益	1343	1640	1926	2304	获利能力				
					毛利率	14.4%	12.0%	13.2%	13.8%
					净利率	5.6%	5.3%	5.8%	6.3%
					ROE	18.9%	18.5%	18.7%	19.0%
					ROIC	35.0%	45.7%	52.3%	65.9%
					偿债能力				
					资产负债率	37.7%	37.4%	34.4%	32.3%
					净负债比率	1.35%	1.59%	1.69%	1.58%
					流动比率	1.84	1.95	2.27	2.54
					速动比率	1.71	1.82	2.14	2.41
					营运能力				
					总资产周转率	2.01	2.22	2.14	2.06
					应收账款周转率	8	10	9	9
					应付账款周转率	7.70	9.73	9.19	9.18
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.74	0.92	1.15
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.84	0.83	1.12
					每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.98	4.90	6.05
					估值比率				
					P/E	43.57	36.35	29.14	23.31
					P/B	8.25	6.72	5.46	4.42
					EV/EBITDA	28	25	21	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

马衡, 中投证券研究所新能源行业研究员。复旦大学理学硕士, 浙江大学工学双学士。曾任美国陶氏化学亚太区核心研发中心高级工程师, 从事新能源相关的产品开发和市场推广。2009 年加入中投证券研究所。

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434