

江苏国泰（002091） 新能源

— 新能源板块业绩比重快速上升

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	24.70	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：

公司今天公布 2010 年半年报，业绩基本符合我们的预期。

结论：

公司目前静态市盈率比较合理，考虑到后续新能源电池电解液产业具有良好的发展前景，公司业绩有望持续增长，动态市盈率较低，维持对公司“推荐”的投资评级。

正文：

净利润上半年同比增长 40%，二季度环比一季度上升 53%。上半年公司实现销售收入 16.48 亿元，同比增长 37.93%；实现归属于母公司所有者净利润 8391 万元，同比增长 39.53%，相比一季度的 3321 万元有较大幅度的提升，环比增幅在 52.66%。上半年公司基本每股收益 0.28 元，每股净资产 2.75 元，摊薄净资产收益率 10.1632%，加权净资产收益率 10.07%。上半年公司营业外收入较 2009 年 1-6 月增加 711.42 万元，增长 588.14%，主要是本期华荣化工结转江苏省科学技术厅拨付的 3000 吨/年高性能、低成本锂离子动力电池电解液研究开发及产业化专项资金(含地方配套资金)。

公司各项业务发展顺利。公司上半年主营业务收入构成是贸易行业占 89.36%（其中纺织品占 34.05%，服装 42.22%，玩具 6.99%），化工行业占 10.64%。从毛利率看，化工业务为 31.87%，要远远高于贸易业务的 10.73%。净利润化工业务贡献占比已经从 2009 年的 31% 上升至 46%。上半年公司出口业务增幅高于全国出口增幅，其中服装出口稳健增长。2010 年上半年公司出口 19,680 万美元，同比增长 44.12%，其中公司服装出口 8,882 万美元，同比增长 43.03%。公司对下半年度外贸出口形势审慎乐观。化工方面，公司占注册资本 78.895%的张家港市国泰华荣化工新材料有限公司，司目前主要从事锂离子电池电解液和有机硅的生产、销售，201 年上半年度营业收入为 17554.78 万元，净利润为 3887.2370 元。

未来公司将专注主营业务，坚持做精做强进出口业务和化工新材料（即新能源电池电解液）业务，进一步优化业务结构。公司是国内电解液龙头企业，品种最全，新品开发速度最快，2009 年国泰华荣拥有 2500 吨电解液产能，产销量 2700 吨，预计 2010 年电解液销量可达到 4000 吨。华荣公司 3000 吨/年锂离子电池电解液项目（其中 1000 吨/年锂离子电解液项目为募集资金投资项目，2000 吨/年锂离子电池电解液项目为华荣公司自筹资金投资项目）目前正在向相关部门申报竣工验收，预计 2010 年底完成各项竣工验收；3000 吨/年硅烷偶联剂技改项目预计 2011 年 2

2010 年 7 月 31 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	33.18/13.75
上证指数/深圳成指	2638.52/10870.38
50 日均成交额(百万元)	126.93
市净率(倍)	10.38
股息率	0.56%

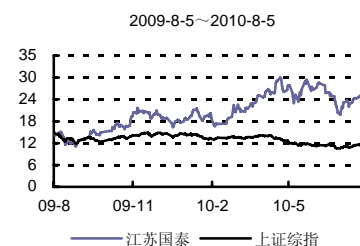
基础数据

流通股(百万股)	234.92
总股本(百万股)	300.00
流通市值(百万元)	6338.10
总市值(百万元)	8094.00
每股净资产(元)	2.60
净资产负债率	64.89%

股东信息

大股东名称	江苏国泰国际集团有限公司
持股比例	33.40%

52 周行情图



相关研究报告

《新能源汽车：政府扶持与技术进步提升长期投资价值》（20100601）

联系方式

研究员：	周海鸥，褚杰
执业证书编号：	S0020208060732
电 话：	021-51097188-1803
电 邮：	zhouhaiou@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	安徽省合肥市寿春路 179 号

未来公司业绩快速增长值得期待。公司传统外贸业务业绩平稳，新能源业务将成为公司未来几年主要业绩增长点。电解液在新能源电池产业链中属于高技术环节。公司是国内第一家电解液企业，行业地位国内第一，国内市场占有率 30-40%，全球第三。在建 3000 吨电解液项目上线后，公司总产能达 5000 吨，市场预计总产能将成全球第一。公司在中报中预计 2010 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 20%~40%，我们预计公司 2010 年净利润增长幅度在 37%左右，每股收益 0.67 元，保守估计 2011-2012 年每股收益分别为 0.97、1.32 元。考虑到公司在新能源汽车电池电解液行业中的龙头地位，而该行业发展前景不可限量，我们维持对公司“推荐”的投资评级。投资风险揭示：公司电解液六氟磷酸锂中试如果未能成功，对公司将产生较大的负面影响。

附表：公司财务报表与指标一览表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	877	1076	1486	1989	营业收入	2648	3400	4180	4950
现金	357	455	719	1094	营业成本	2266	2900	3500	4080
应收账款	281	360	444	525	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	3	6	7	8	营业费用	127	157	196	231
预付账款	129	143	181	208	管理费用	61	73	92	108
存货	64	75	90	107	财务费用	-2	-16	-24	-37
其他	43	37	45	48	资产减值损失	-2	1	-0	0
非流动资产	467	495	525	574	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	73	56	59	60	投资净收益	2	2	1	2
固定资产	324	382	421	460	营业利润	198	283	413	564
无形资产	31	38	44	51	营业外收入	3	8	7	7
其他	40	18	2	2	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1343	1570	2011	2563	利润总额	200	291	419	571
流动负债	476	519	646	769	所得税	41	73	105	143
短期借款	7	11	10	10	净利润	159	218	315	428
应付账款	262	278	359	439	少数股东损益	12	16	23	32
其他	207	230	277	320	归属母公司净利润	148	202	291	397
非流动负债	30	31	31	31	EBITDA	217	290	417	558
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.61	0.67	0.97	1.32
其他	30	31	31	31	主要财务比率				
负债合计	506	550	677	800	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	58	74	97	129	成长能力				
股本	240	300	300	300	营业收入	-15.3%	28.4%	22.9%	18.4%
资本公积	94	34	34	34	营业利润	25.9%	43.3%	46.0%	36.6%
留存收益	447	614	905	1302	归属于母公司净利润	15.7%	37.1%	44.0%	36.1%
归属母公司股东权益	779	946	1237	1634	获利能力				
负债和股东权益	1343	1570	2011	2563	毛利率	14.4%	14.7%	16.3%	17.6%
现金流量表					净利率	5.6%	6.0%	7.0%	8.0%
单位:百万元					ROE	18.9%	21.4%	23.5%	24.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	44.1%	48.7%	65.8%	82.0%
经营活动现金流	103	163	301	416	偿债能力				
净利润	159	218	315	428					

折旧摊销	22	23	27	31	资产负债率	37.7%	35.0%	33.6%	31.2%
财务费用	-2	-16	-24	-37	净负债比率	1.35%	2.00%	1.42%	1.26%
投资损失	-2	-2	-1	-2	流动比率	1.84	2.07	2.30	2.59
营运资金变动	-74	-66	-22	-11	速动比率	1.71	1.92	2.16	2.44
其它	0	6	6	6	营运能力				
投资活动现金流	-115	-50	-58	-79	总资产周转率	2.01	2.33	2.33	2.16
资本支出	80	59	48	70	应收账款周转率	8	10	10	10
长期投资	-40	-16	3	1	应付账款周转率	7.70	10.75	10.99	10.22
其他	-75	-8	-8	-8	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-56	-16	22	37	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.67	0.97	1.32
短期借款	-12	4	-1	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.54	1.00	1.39
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.60	3.15	4.12	5.45
普通股增加	0	60	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-60	0	0	P/E	43.89	40.00	27.79	20.41
其他	-44	-20	24	37	P/B	8.31	8.56	6.54	4.95
现金净增加额	-68	97	265	374	EV/EBITDA	36	27	19	14

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2648	3400	4180	4950
同比(%)	-15%	28%	23%	18%
归属母公司净利润	148	202	291	397
同比(%)	16%	37%	44%	36%
ROE(%)	18.9%	21.4%	23.5%	24.3%
EPS	0.61	0.67	0.97	1.32
P/E	43.89	40.00	27.79	20.41
P/B	8.31	8.56	6.54	4.95
EV/EBITDA	36	27	19	14

资料来源: WIND、国元证券研究中心整理、预测

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn