

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn

2009年2月18日

江苏国泰(002091.SZ)/16.64元

长期有望受益新能源汽车

外贸

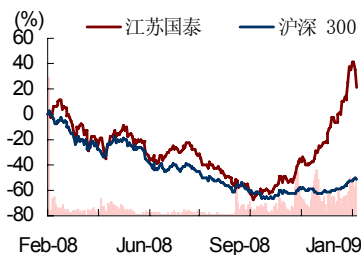
审慎推荐-A (首次)

基础数据

上证综指	2248
总股本(万股)	24000
已上市流通股(万股)	10554
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	17.9
资产负债率	40.7%
主要股东	江苏国泰国际集团
主要股东持股比例	33.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	66	134	45
相对表现	46	140	97



相关报告

《大能源专题报告之五：新能源汽车-或将改变汽车产业格局》2008/9/12

我们近日内对公司进行了实地调研，主要调研焦点为公司化工产品中的电解液。由于华荣公司工厂下半年将进行扩改迁，我们判断 09 年业绩增长有限。未来电解液产业链可能向上游延伸是主要看点之一，长期来说公司有望受益汽车新能源的发展，但短期在业绩上难以体现，首次给与“审慎推荐-A”投资评级。

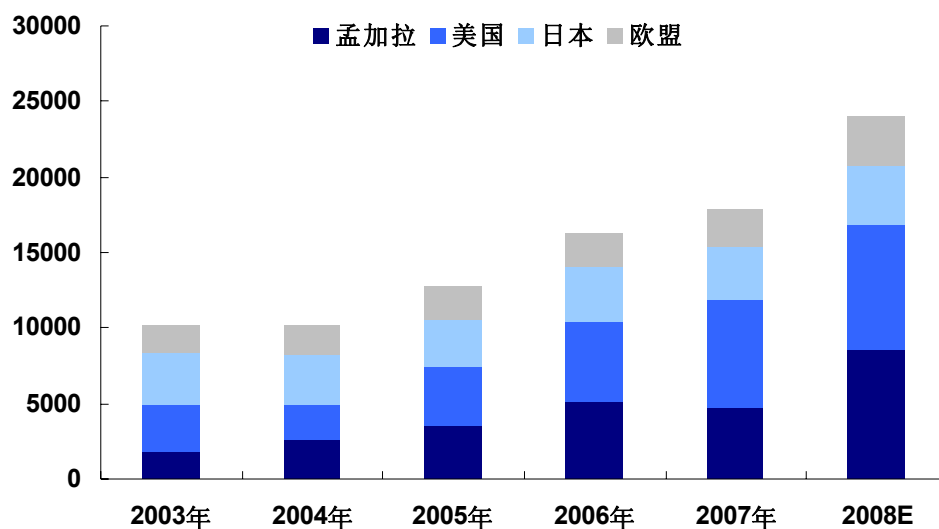
- **主业包括外贸及化工产品，外贸业务为收入主要来源。**2008 年中期贸易收入 1.34 亿元，占总收入 90.8%，化工产品占总收入 9.1%。从盈利能力上分析，贸易行业毛利率 8.7%，化工为 31%。外贸行业上公司竞争优势明显，但由于外贸行业自身特性，毛利率提升空间较小；化工产品能否维持毛利率及销量上取得增长是提升未来公司业绩关键因素。
- **电解液为市场关注热点。**由于国家政策导向，公司锂离子电池电解液有受益新能源汽车长期发展，成为市场关注热点。目前公司电解液产能 2500 吨/年，为国内最大的电解液生产企业（全球年市场规模接近万吨），行业龙头地位明显。2009 年在扩改迁完成后，电解液年底有望达到 5000 吨/年产能。
- **产业链延伸对盈利能力改善至关重要，但量产突破存在一定风险。**占据电解液总成本 1/3 原材料锂盐-六氟磷酸锂目前掌握在少数国际公司中，公司如在锂盐量产上形成突破，将极大程度上改善盈利能力；但锂盐生产技术门槛相对较高，公司能否在此产品上取得量产突破以及时间仍然具有较大不确定性。
- **09 年公司业绩增长有限。**受扩改迁影响 09 年预计电解液产量 2700 吨，较 08 年增长 8%；外贸业务主要针对美国、日本及欧盟，虽受经济危机影响，但公司竞争力较强，09 年外贸业务仍然有望增长。预估每股收益 08 年 0.50 元、09 年 0.58 元、10 年 0.72 元。
- **投资建议与风险提示。**1) 电解液产业链上游延伸在量产上存在较大的不确定性；2) 国内锂电池混合动力市场短期内仍然难以有效启动。我们认为对以上影响公司利润增长较大的两个关键要素仍需观察，考虑到现有业务的竞争力及发展趋势，首次给与“审慎推荐-A”投资评级。关注的业务增长点实际上也是投资公司风险所在，同时外贸市场的环境可能落后于我们预期使得公司 09 年盈利难以达到预期水平。

财务数据与估值 (2009年2月18日)

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	3147	3029	3280	3539	4083
同比增长	15%	-4%	8%	8%	15%
营业利润(百万元)	124	133	174	195	242
同比增长	39%	7%	31%	12%	24%
净利润(百万元)	74	81	121	138	172
同比增长	40%	9%	50%	14%	24%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.50	0.58	0.72
PE	42.1	48.3	48.2	42.2	34.0
PB	5.9	6.8	8.8	7.6	6.5

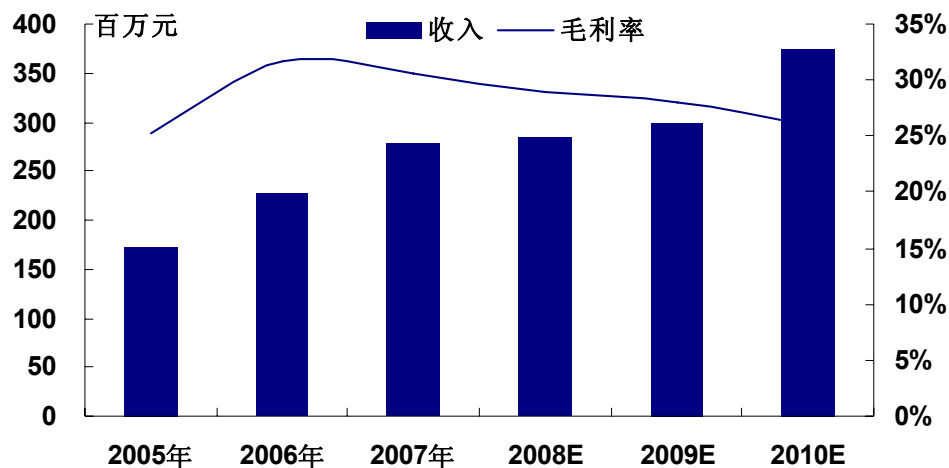
资料来源：招商证券

图1：分市场外贸出口统计与预测（万美元）

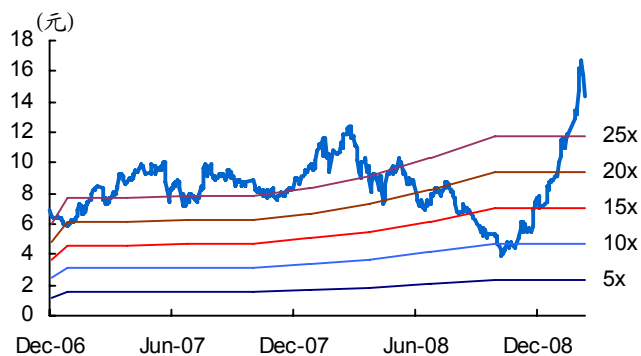


资料来源：招商证券，相关资料

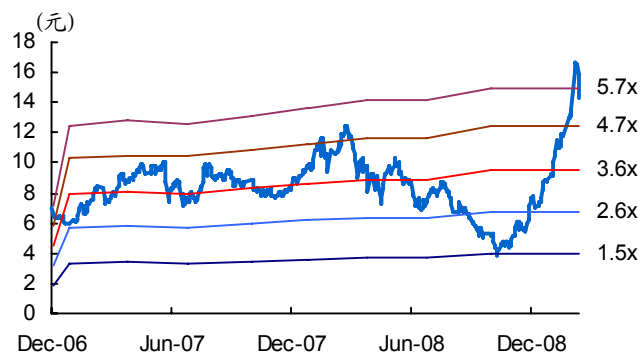
图2：化工产品销售收入及毛利率变化情况



资料来源：招商证券，相关资料

图 3: 江苏国泰历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 4: 江苏国泰历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《大能源专题报告之五：新能源汽车 - 或将改变汽车产业格局》2008/09/11。在本报告中我们提出了新能源汽车的发展方向，认为近年内混合动力汽车市场将是行业企业竞争的重点，而从长期来说，电动汽车将成为最终的发展方向。
- 2、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/11/11。强调混合动力汽车未来市场的空间，并细化相关公司资料。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	854	748	876	1000	1189
现金	359	284	409	497	609
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	1	13	13	14	16
应收款项	209	186	185	200	230
其它应收款	18	15	16	18	20
存货	78	82	85	92	106
其他	188	168	167	180	207
非流动资产	241	337	353	376	397
长期股权投资	26	39	39	39	39
固定资产	99	267	294	319	342
无形资产	5	21	19	17	16
其他	111	10	1	1	1
资产总计	1095	1084	1229	1376	1586
流动负债	519	455	505	538	607
短期借款	13	9	30	30	30
应付账款	200	225	235	253	291
预收账款	107	83	88	95	109
其他	199	139	153	161	177
长期负债	4	12	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	12	5	5	5
负债合计	523	467	510	543	612
股本	128	160	240	240	240
资本公积金	206	174	94	94	94
留存收益	192	240	331	435	564
少数股东权益	46	43	54	64	77
母公司所有者权益	525	574	665	768	897
负债及权益合计	1095	1084	1229	1376	1586

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	119	79	187	170	203
净利润			121	138	172
折旧摊销			25	27	29
财务费用			(2)	(0)	(0)
投资收益			(2)	(2)	(2)
营运资金变动			26	(5)	(10)
其它			18	12	16
投资活动现金流	(38)	(106)	(49)	(50)	(50)
资本支出			(50)	(50)	(50)
其他投资			1	0	0
筹资活动现金流	150	(44)	(13)	(32)	(40)
借款变动			21	0	0
普通股增加			80	0	0
资本公积增加			(80)	0	0
股利分配			(30)	(35)	(43)
其他			(3)	2	2
现金净增加额	232	(71)	125	88	113

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3147	3029	3280	3539	4083
营业成本	2857	2733	2933	3161	3631
营业税金及附加	2	2	3	4	4
营业费用	100	101	112	117	135
管理费用	53	56	60	64	73
财务费用	11	6	(2)	(0)	(0)
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	2	2	2
营业利润	124	133	174	195	242
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	126	134	175	196	243
所得税	41	48	44	47	58
净利润	85	86	132	149	185
少数股东损益	11	6	11	10	13
母公司所有者净利润	74	81	121	138	172
EPS (元)	0.58	0.50	0.50	0.58	0.72

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	15%	-4%	8%	8%	15%
营业利润	39%	7%	31%	12%	24%
净利润	40%	9%	50%	14%	24%
获利能力					
毛利率	9.2%	9.8%	10.6%	10.7%	11.1%
净利率	2.4%	2.7%	3.7%	3.9%	4.2%
ROE	14.1%	14.0%	18.2%	18.0%	19.1%
ROIC	15.5%	14.3%	17.3%	17.1%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	43.1%	41.5%	39.5%	38.6%
净负债比率	1.2%	0.8%	2.4%	2.2%	1.9%
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8
营运能力					
资产周转率	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6
存货周转率	39.9	34.1	35.0	35.7	36.7
应收帐款周转率	16.4	15.4	17.7	18.4	19.0
应付帐款周转率	15.0	12.9	12.8	13.0	13.4
每股资料(元)					
每股收益	0.58	0.50	0.50	0.58	0.72
每股经营现金	0.93	0.49	0.78	0.71	0.85
每股净资产	4.10	3.59	2.77	3.20	3.74
每股股利	0.00	0.02	0.13	0.14	0.18
估值比率					
PE	42.1	48.3	48.2	42.2	34.0
PB	5.9	6.8	8.8	7.6	6.5
EV/EBITDA	18.6	17.8	13.6	12.2	10.0

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究3年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。

要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。