

江苏国泰(002091)

业务稳步回升, LiPF₆ 计划年内中试

——2009 年三季度报点评

魏涛

0755-23976212

weitaot@gjas.com

本报告导读:

- 三季度盈利环比增长33%，发展势头良好；六氟磷酸锂计划年内中试，电解液扩产2010年开始贡献利润。

投资要点:

- 2009 年前三季度公司实现销售收入 19.38 亿元，同比下降 15.4%；实现归属于母公司所有者净利润 1.08 亿元，同比增长 17.6%，净资产收益率 14.56%，摊薄后 EPS 为 0.45 元；每股经营活动现金流量净额 0.57 元。其中三季度单季收入 7.42 亿元，同比下降 9.24%，降幅继续收窄；单季 EPS 0.2 元，环比增长 33%。
- 金融危机导致国外需求下降，同时公司继续减少初级、低档纺织品出口数量，使得公司订单量有所下降。出口退税率上调、出口商品结构继续优化促使毛利率提升，今年一、二、三季度综合毛利率分别达到 13.11%、13.9%、14.2%。
- 圣诞节订单促三季度外贸业务量有一定回升，带动收入季度环比上升。四季度公司业务整体有望维持三季度的较好水平，但考虑到四季度费用相对较高，净利润环比或将小幅回落，符合我们的预测。
- 一、二季度公司销售电解液 420 吨、700 吨；三季度满负荷生产，销量达到 768 吨，环比继续向好，目前仍保持良好销售水平。新建 2500 吨电解液装置 2010 年开始释放产能，届时公司电解液产能达到 5000 吨，产能释放速度有赖需求而定。
- “300 吨六氟磷酸锂项目”，目前项目尚在建设过程中，计划年底前进行中试，我们将对项目进展保持密切跟踪。
- 我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.61、0.76、0.93 元，其中 2009 年 EPS 中化工业务贡献 0.19 元，维持“谨慎增持”评级。公司长期发展依然看好，短期股价受六氟磷酸锂项目进展影响大，请投资者关注该项目进展。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,029	3,127	2,728	2,955	3,221
(+/-)%	-3.7%	3.2%	-12.8%	8.3%	9.0%
经营利润 (EBIT)	140	142	205	240	297
(+/-)%	2.9%	1.2%	44.4%	17.0%	23.8%
净利润	81	128	147	182	223
(+/-)%	8.9%	58.4%	15.6%	23.8%	22.2%
每股净收益 (元)	0.34	0.53	0.61	0.76	0.93
每股股利 (元)	0.20	0.15	0.20	0.20	0.26

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	4.6%	4.5%	7.5%	8.1%	9.2%
净资产收益率 (%)	14.1%	19.1%	19.1%	20.2%	20.9%
投入资本回报率 (%)	29.0%	38.9%	51.9%	61.8%	84.7%
EV/EBITDA	40.6	34.4	25.2	21.2	19.4
市盈率	62.2	39.3	34.0	27.5	22.5
股息率 (%)	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.3%

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥22.00

上次预测: ¥18.00

当前价格: ¥20.26

2009.10.26

交易数据

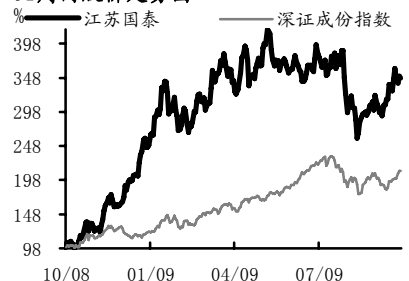
52 周内股价区间 (元)	4.31 ~ 21.90
总市值 (百万元)	5,009
总股本/流通 A 股 (百万股)	240/106
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.44
日均成交量 (百万股)	4.3
日均成交值 (百万元)	60.7

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	739.39
每股净资产	2.88
市净率	7.25
资产负债率	46.4%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.08	0.10
Q2	0.14	0.15
Q3	0.16	0.20
Q4	0.15	0.16
全年	0.53	0.61

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16.8	-4.4	223.3
相对指数	4.0	0.7	114.8

相关报告

电解液销量环比回升, LiPF₆ 仍在建设中

(09.07.31)

一季报彰显 2009 年良好开局

(09.04.24)

投资六氟磷酸锂, 打造长期核心竞争优势

(09.03.18)

模型更新时间: 2009.10.26

股票研究

纺织服装业

纺织及服装制造业

江苏国泰(002091)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥22.00

上次预测: ¥18.00

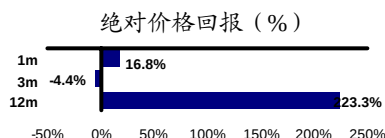
当前价格: ¥20.26

公司网址:

www.jsjt.com

公司简介

公司是江苏省外贸龙头企业, 其子公司是国内最大的锂电池电解液生产企业。



52 周价格范围 4.31~21.90
市值 (百万) 5,009

财务预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
营业收入	3,147	3,029	3,127	2,728	2,955	3,221
营业成本	2,857	2,733	2,799	2,357	2,532	2,731
税金及附加	2	2	2	2	2	3
营业费用	100	101	134	109	121	129
管理费用	53	56	59	55	59	61
EBIT	137	140	142	205	240	297
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	0
投资收益	206	366	-54	40	100	100
财务费用	11	6	-32	-1	1	1
营业利润	124	133	157	200	240	298
所得税	41	48	37	42	49	60
少数股东损益	11	6	9	11	13	16
净利润	74	81	128	147	182	223
资产负债表						
货币资金、交易性金融	360	285	436	515	659	865
其他流动资产	494	463	505	442	480	521
长期投资	26	39	40	41	42	43
固定资产合计	203	270	277	340	358	358
无形及其他资产	6	24	26	26	25	25
资产合计	1,095	1,084	1,290	1,367	1,567	1,814
流动负债	519	455	541	499	555	626
长期负债	0	7	0	1	1	1
股东权益	525	573	668	774	905	1,065
投入资本(IC)	197	315	293	312	311	281
现金流量表						
NOPLAT	91	91	114	162	192	238
折旧与摊销	1	2	26	24	33	0
流动资金增量	(23)	(34)	32	43	18	29
资本支出	(63)	(86)	(36)	(86)	(50)	(0)
自由现金流	5	(27)	136	143	193	268
经营现金流	79	59	171	231	247	269
投资现金流	(106)	(97)	(45)	(93)	(50)	(0)
融资现金流	(44)	179	213	(59)	(52)	(63)
现金流净增加额	0	141	339	79	145	205
财务指标						
成长性						
收入增长率		-3.7%	3.2%	-12.8%	8.3%	9.0%
EBIT 增长率		2.9%	1.2%	44.4%	17.0%	23.8%
净利润增长率		8.9%	58.4%	15.6%	23.8%	22.2%
利润率						
毛利率	9.2%	9.8%	10.5%	13.6%	14.3%	15.2%
EBIT 率	4.3%	4.6%	4.5%	7.5%	8.1%	9.2%
净利润率	2.4%	2.7%	4.1%	5.4%	6.2%	6.9%
收益率						
净资产收益率(ROE)		14.1%	19.1%	19.1%	20.2%	20.9%
总资产收益率(ROA)	6.8%	7.4%	9.9%	10.8%	11.6%	12.3%
投入资本回报率	46.1%	29.0%	38.9%	51.9%	61.8%	84.7%
运营能力						
存货周转天数	9	11	9	8	7	7
应收账款周转天数	25	26	32	43	38	38
总资产周转天数	104	131	139	178	181	192
净利润现金含量	1.07	0.73	1.34	1.57	1.35	1.21
资本支出/收入	2%	3%	1%	3%	2%	0%
偿债能力						
资产负债率	47.8%	43.1%	44.2%	38.8%	37.4%	36.2%
净负债率	-65.9%	-48.0%	-62.3%	-66.5%	-72.9%	-81.2%
估值比率						
PE		62.2	39.3	34.0	27.5	22.5
PB	6.4	5.8	7.5	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA		40.6	34.4	25.2	21.2	19.4
P/S	0.85	1.10	1.60	1.84	1.70	1.56
股息率		1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.3%

附图:

图 1: 公司 2003 年以来外贸收入及增长

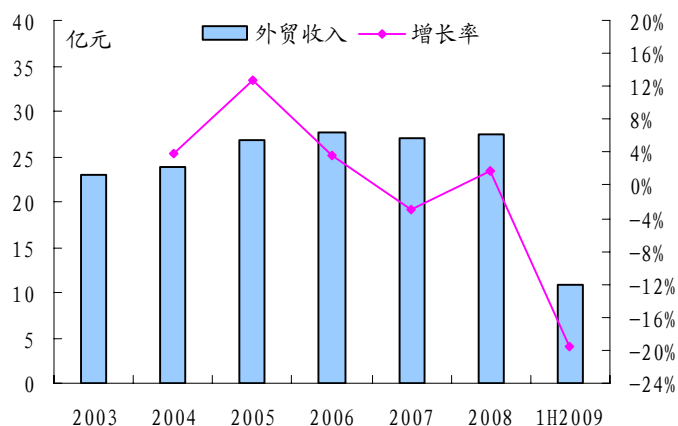
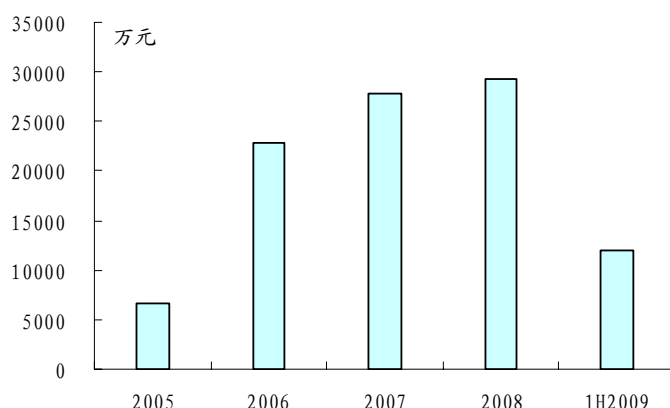


图 2: 公司 2005 年以来化工业务收入



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

图 3: 公司 2003 年以来外贸业务毛利率

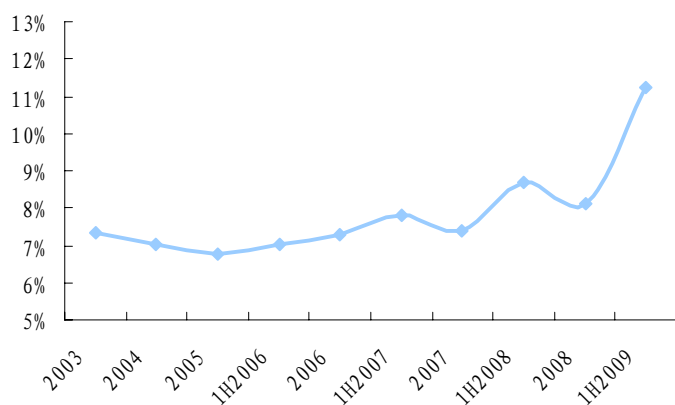
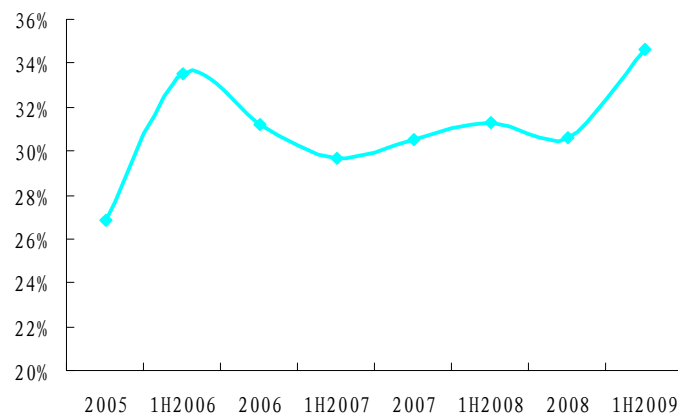


图 4: 公司 2004 年以来化工业务毛利率



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

图 5: 2008 年单季度收入、主营利润、净利润

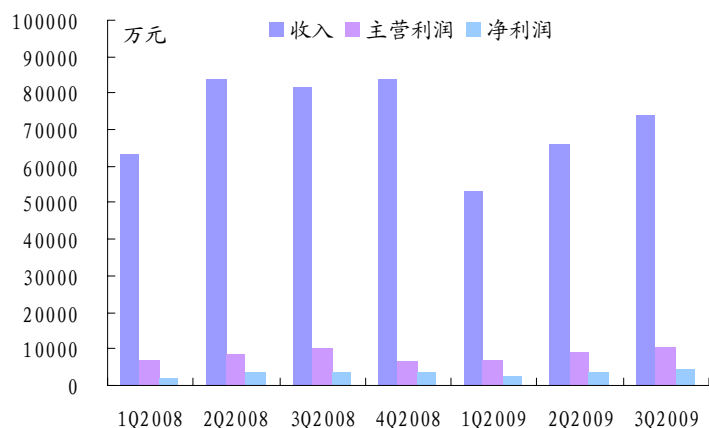
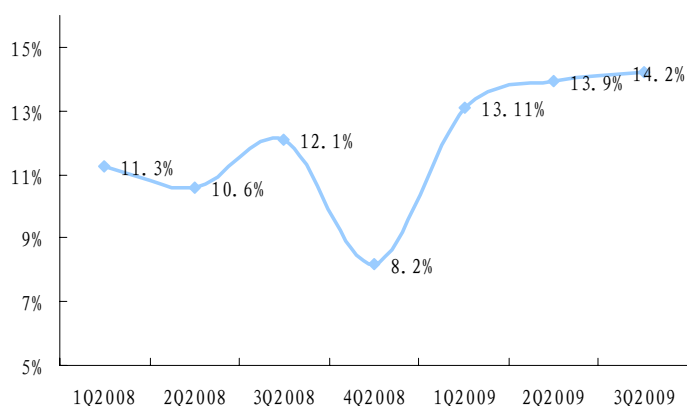


图 6: 2008 年以来单季度综合毛利率



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

图 7: 2003-2008 年公司电解液销量

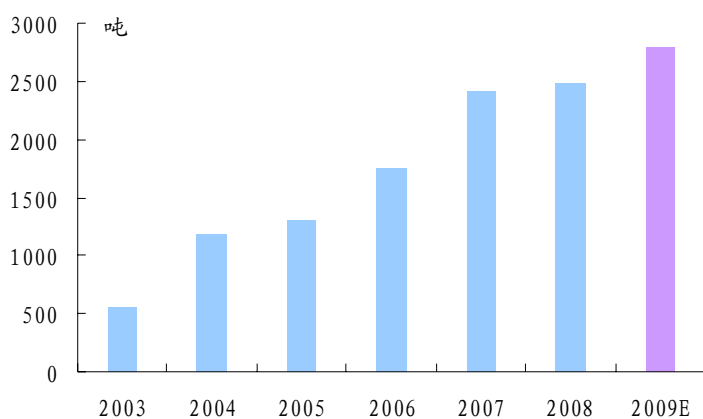
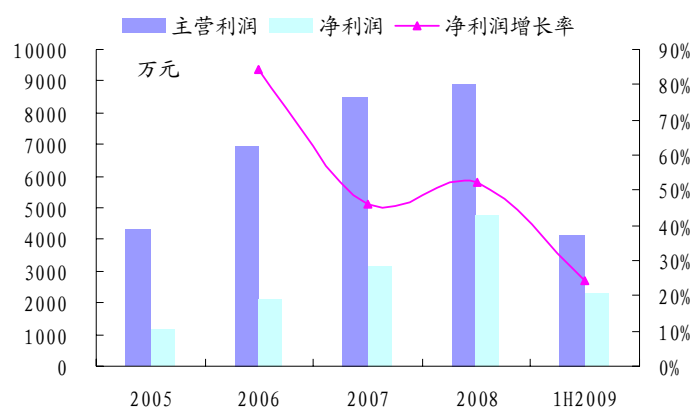
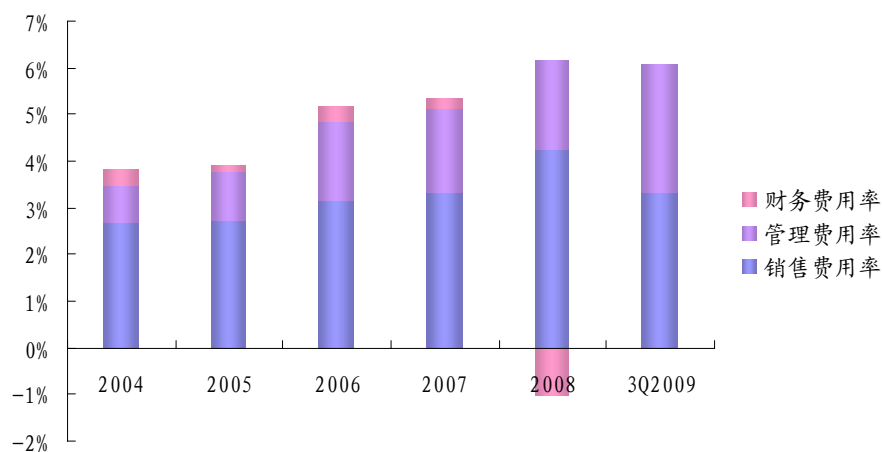


图 8: 2005-2008 年国泰华荣主营利润和净利润



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

图 9: 公司 2004 年以来三项费用率情况



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。

免责声明

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券销售交易总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com