

把握市场机遇，电解液继续扩产

——江苏国泰(002091) 三季度点评

要点:

- 业绩情况:** 江苏国泰第三季度实现营业收入 9.7 亿元, 同比增长 30.8%, 净利润 5134 万元, 同比增长 8.1%, 每股收益 0.17 元, 前三季度累计 eps0.45 元。受人民币升值、汇率改革等因素影响, 公司的贸易业务受到一定的影响, 综合毛利率环比下滑 0.5 个百分点, 同比下滑超过 1 个百分点。公司 9 月以来加大远期结汇工作的力度, 前三季度确认结汇收益 1000 万元。预计 4 季度随着公司外汇远期工作进一步走入正轨, 盈利能力会回升至上半年水平。前三季度公司净利润同比增长 25.67%, 公司预计全年业绩增长小于 50%, 预计在 10%-30 之间。
- 锂离子电解液扩产:** 公司公告董事会决议, 为了进一步提高华荣公司产品的市场竞争力, 满足锂离子电池产业发展需求, 华荣公司拟在年产 5000 吨锂离子电池电解液异地改扩建项目的基础上, 以自有资金进行扩能技改, 在现有电解液车间建设从 5,000 吨/年到 10,000 吨/年的锂离子电池电解液扩能技改项目。目前国内电解液企业的六氟磷酸锂原材料主要来自日本企业, 包括关东化学、森田等, 产品处于供不应求阶段, 部分电解液企业拿不到货, 受到原材料供应瓶颈的限制, 行业内简单的扩产并不能很容易的达到设计的盈利能力。江苏国泰的六氟磷酸锂目前正在做中试, 完成后将马上开展量产项目的建设, 满足华荣化工以及国内其他电解液企业的需求。华荣化工在这个时点做好产能的扩张, 有助于以后大幅度提升市场份额和整体的盈利能力。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预测公司 2010、2011 年可分别实现营业收入 36.2 亿元和 43.2 亿元, 净利润分别为 1.88 亿元和 2.67 亿元, 每股收益分别为 0.63 元和 0.89 元。江苏国泰的外贸业务和锂离子电池电解液业务并驾齐驱, 均表现良好, 电解液业务随着六氟磷酸锂项目的进展和产能的扩张, 市场份额和盈利能力有大幅超预期的潜力, 维持公司的“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示:** 汇率变动影响公司的盈利能力; 六氟磷酸锂项目进展受阻。

报告日期: 2010 年 10 月 25 日

分析师

徐超 010-88366060-8711
✉ xuc@cgws.com
执业证书编号 S1070210020009
周涛 010-88366060-8727
执业证书编号 S1070210020001
张霖 010-88366060-8752
执业证书编号 S1070209040317

投资评级: 强烈推荐(维持)

市场数据:

目前股价	30.7
总市值(亿元)	92.1
流通市值(亿元)	32.6
总股本(万股)	30000.0
流通股本(万股)	10632.4
12 个月最高/最低	33.88/19.2

公司盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入	362368	432566	505320
(+/-%)	36.9%	19.4%	16.8%
净利润	18766	26691	35503
(+/-%)	27.2%	42.2%	33.0%
摊薄 EPS	0.63	0.89	1.18
PE	49.0	34.4	25.9

公司股价表现图



相关报告

投资锂电池电解液的最佳选择之一——江苏国泰
(002091) 跟踪报告 2009-7-28

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	264754	362368	432566	505320	成长性				
营业成本	226617	311829	365416	420342	营业收入增长	-15.3%	36.9%	19.4%	16.8%
销售费用	12727	16669	19898	23245	营业成本增长	-19.0%	37.6%	17.2%	15.0%
管理费用	6060	8334	9949	11622	营业利润增长	25.9%	27.8%	46.9%	34.9%
财务费用	-213	-261	-401	-590	利润总额增长	15.2%	26.6%	46.7%	34.7%
投资净收益	215	0	0	0	净利润增长	15.7%	27.2%	42.2%	33.0%
营业利润	19751	25237	37084	50019	盈利能力				
营业外收支	298	150	150	150	毛利率	14.4%	13.9%	15.5%	16.8%
利润总额	20049	25387	37234	50169	销售净利率	5.6%	5.2%	6.2%	7.0%
所得税	4125	5077	7074	9030	ROE	17.6%	18.0%	19.9%	20.2%
少数股东损益	1171	1544	3468	5636	ROIC	30.4%	34.1%	44.9%	53.2%
净利润	14753	18766	26691	35503	营运效率				
资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	销售费用/营业收入	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%
流动资产	87684	119371	155361	201608	管理费用/营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
货币资金	35714	54821	78781	112603	财务费用/营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
应收帐款	28081	38368	45800	53504	投资收益/营业利润	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1637	1855	2214	2587	所得税/利润总额	20.6%	20.0%	19.0%	18.0%
存货	6390	7517	8809	10133	应收帐款周转率	7.97	8.61	8.71	8.71
非流动资产	46656	49846	54823	60817	存货周转率	32.59	38.20	38.58	38.26
固定资产	35307	38911	44301	50708	流动资产周转率	2.56	2.64	2.42	2.20
资产总计	134339	169217	210184	262425	总资产周转率	1.74	1.91	1.83	1.72
流动负债	47565	62133	72940	84043	偿债能力				
短期借款	685	685	685	685	资产负债率	37.7%	38.5%	36.1%	33.2%
应付款项	32767	44626	52295	60155	流动比率	1.84	1.92	2.13	2.40
非流动负债	3014	3014	3014	3014	速动比率	1.71	1.80	2.01	2.28
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	50579	65147	75955	87057	EPS	0.492	0.626	0.890	1.183
股东权益	83760	104070	134229	175368	每股净资产	2.79	3.47	4.47	5.85
股本	30000	30000	30000	30000	每股经营现金流	0.34	0.84	1.08	1.46
留存收益	53947	72713	99405	134907	每股经营现金/EPS	0.7	1.3	1.2	1.2
少数股东权益	5813	7356	10825	16461	估值	2009	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	134339	169217	210184	262425	PE	62.4	49.1	34.5	25.9
现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	PEG	1.84	1.31	1.05	-
经营活动现金流	10325	25259	32404	43902	PB	11.0	8.8	6.9	5.3
其中营运资本减少	-6725	1971	-1222	-1323	EV/EBITDA	43.48	32.78	22.89	17.20
投资活动现金流	-11493	-6153	-8444	-10080	EV/SALES	3.49	2.55	2.14	1.83
其中资本支出	-7988	-6170	-8444	-10080	EV/IC	16.40	14.92	12.96	11.29
融资活动现金流	-5647	0	0	0	ROIC/WACC	2.20	2.47	3.26	3.86
净现金总变化	-6819	19107	23960	33822	REP	7.44	6.03	3.98	2.93

数据来源：WIND，长城证券研究所 备注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍:

徐 超: 清华大学工学硕士, 注册国际投资分析师 (CIIA), 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任新能源-电力设备行业分析师。

张 霖: 金融学博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>