

公告点评

延伸产品链，打造电解液巨头

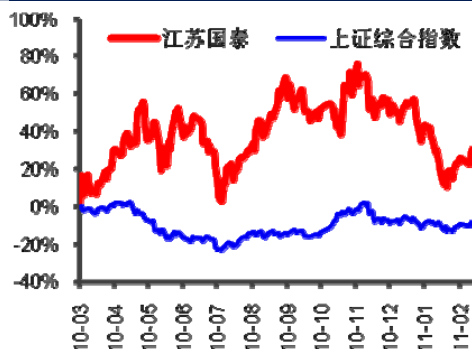
化工新材料

2011 年 2 月 28 日

评级：推荐

合理价格：

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

Email：sum@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

——江苏国泰（002091.SZ）公告点评

投资要点：

- 公司公布业绩快报，2010 年营业收入为 39.43 亿，同比增长 48.95%，归属上市公司股东的净利润为 1.76 亿，同比增长 19.64%，每股收益为 0.59 元。
- 公司营业收入增长的主要原因是纺织服装等出口业务销售收入的大幅提高，净利润大幅提高的主要原因是公司电解液和硅烷偶联剂等具有高盈利能力的化工产品的产能释放。
- 电解液是业绩增长的最大驱动因素。公司在电解液产品拥有的规模优势、渠道优势和工艺优势将为公司业绩增长带来长久的驱动力。电解液的生产需要较强的技术优势和长期的工艺积累，因此电解液是锂电池产品中盈利能力较高的产品，毛利率约为 30%~40%。2010 年电解液产能约为 5500 吨，其中大约 50% 的产品供应国外的高端市场，2011 年的电解液产能扩张到 10000 吨，未来电解液的产能将继续扩张，未来公司将成为全球最大的电解液生产企业。
- 六氟磷酸锂中试的成功将提高公司的综合竞争力。六氟磷酸锂是电解液的主要原材料，占电解液成本的 50%，毛利率约为 70%，是锂电池产品中盈利能力最高的产品。从全球范围来看，六氟磷酸锂几乎全部被日本企业垄断，目前公司基本完成六氟磷酸锂的中试，中试的成功将为公司电解液的扩张打下坚实的基础。
- 估值与评级。预计公司 10~12 年每股收益为 0.84 元及 1.15 元，09~12 年化工产品电解液的利润的增速约为 60%，硅烷偶联剂的增速约为 70%。公司目前的股价为 27 元，对应的 11 年的 PE 约为 33 倍，给予“推荐”的评级。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/02/25				
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,126.72	2,647.54	3,358.60	4,016.30	4,776.39	现金	435.72	357.14	439.54	589.55	819.58
YOY(%)	3.2%	-15.3%	26.9%	19.6%	18.9%	交易性金融资产	0.00	0.17	0.17	0.17	0.17
营业成本	2,799.27	2,266.17	2,869.52	3,344.05	3,894.24	应收款项净额	353.10	300.21	380.84	455.42	541.60
营业税金及附加	2.17	2.80	3.55	4.25	5.05	存货	56.03	63.90	80.61	94.01	109.57
销售费用	133.52	127.27	167.93	214.87	262.70	其他流动资产	95.93	155.42	197.16	235.77	280.39
占营业收入比(%)	4.3%	4.8%	5.0%	5.4%	5.5%	流动资产总额	940.78	876.84	1,098.32	1,374.92	1,751.32
管理费用	58.61	59.95	83.96	92.37	109.86	固定资产净值	256.16	321.33	357.09	366.62	375.66
占营业收入比(%)	1.9%	2.3%	2.5%	2.3%	2.3%	减: 资产减值准备	(7.11)	2.36	0.00	0.00	0.00
EBIT	132.69	190.70	232.41	359.53	503.32	固定资产净额	249.05	323.69	357.09	366.62	375.66
财务费用	(31.84)	(2.13)	(1.41)	(2.06)	(2.82)	工程物资	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-1.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	在建工程	27.97	29.38	9.50	12.49	13.25
资产减值损失	(7.11)	2.53	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.54)	2.15	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	277.07	353.07	366.58	379.12	388.91
营业利润	156.88	197.51	233.82	361.59	506.14	无形资产	20.95	30.56	29.34	28.12	26.89
营业外净收入	17.10	2.98	2.98	2.98	2.98	长期股权投资	40.30	72.65	88.17	103.69	119.21
利润总额	173.99	200.49	236.80	364.57	509.12	其他长期资产	11.18	10.27	10.27	10.27	10.27
所得税	37.18	41.25	47.36	72.91	101.82	资产总额	1,290.28	1,343.39	1,592.68	1,896.11	2,296.60
所得税率(%)	21.4%	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%	循环贷款	19.26	6.85	0.00	0.00	0.00
净利润	136.81	159.24	189.44	291.65	407.29	应付款项	396.46	327.67	413.35	482.06	561.88
占营业收入比(%)	4.4%	6.0%	5.6%	7.3%	8.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(9.24)	(11.71)	(19.87)	(39.81)	(62.61)	其他流动负债	125.12	141.13	178.94	209.47	244.99
归属母公司净利润	127.56	147.53	169.57	251.84	344.68	流动负债	540.84	475.65	592.29	691.52	806.87
YOY(%)	58.4%	15.7%	14.9%	48.5%	36.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.53	0.61	0.57	0.84	1.15	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	30.10	30.14	30.18	30.22	30.26
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	负债总额	570.94	505.79	622.47	721.74	837.13
成长能力						少数股东权益	51.36	58.13	72.04	99.91	143.74
营业收入	3.2%	-15.3%	26.9%	19.6%	18.9%	股东权益	667.99	779.47	898.17	1,074.46	1,315.73
营业利润	18.0%	25.9%	18.4%	54.6%	40.0%	负债和股东权益	1,290.29	1,343.39	1,592.68	1,896.11	2,296.60
净利润	58.4%	15.7%	14.9%	48.5%	36.9%						
获利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	10.5%	14.4%	14.6%	16.7%	18.5%	税后利润	127.56	147.53	169.57	251.84	344.68
净利率(%)	4.4%	6.0%	5.6%	7.3%	8.5%	加: 少数股东损益	6.66	8.09	13.91	27.87	43.83
ROE(%)	19.1%	18.9%	18.9%	23.4%	26.2%	公允价值变动	7.11	-2.53	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.9%	11.0%	10.6%	13.3%	15.0%	折旧和摊销	18.51	19.13	35.35	38.69	41.43
偿债能力						营运资金的变动	52.40	-75.77	-13.19	-27.31	-30.99
流动比率	1.74	1.84	1.85	1.99	2.17	经营活动现金流	212.24	96.45	205.64	291.08	398.95
速动比率	1.64	1.71	1.72	1.85	2.03	短期投资	0.50	-0.17	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	44.2%	37.7%	39.1%	38.1%	36.5%	长期股权投资	-1.59	-32.35	-15.52	-15.52	-15.52
营运能力						固定资产投资	0.00	-87.54	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	242.3%	197.1%	210.9%	211.8%	208.0%	投资活动现金流	-1.09	-120.06	-65.52	-65.52	-65.52
应收账款周转天数	41.22	41.39	41.39	41.39	41.39	股权融资	-0.50	1.60	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	7.35	10.36	10.36	10.36	10.36	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.53	0.61	0.57	0.84	1.15	股利分配	-35.65	-45.66	-50.87	-75.55	-103.40
每股净资产	2.78	3.25	2.99	3.58	4.39	计入循环贷款前融	-36.15	-44.06	-50.87	-75.55	-103.40
估值比率						循环贷款的增加/(	12.36	34.75	-6.85	0.00	0.00
P/E	51.9	44.9	48.8	32.9	24.0	融资活动现金流	-59.44	-54.97	-57.72	-75.55	-103.40
P/B	9.9	8.5	9.2	7.7	6.3	现金净变动额	151.71	-78.58	82.40	150.01	230.03

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。