

江苏国泰 (002091)

收入利润稳健增长，前景依然乐观

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
S0880511010033

本报告导读：

公司实施供应链管理，转型为综合供应商，将扩大业务空间，提升估值水平。锂电业务将拓展至六氟磷酸锂、正极材料，跨越发展，前景看好。

投资要点：

- 2011 年一季度公司实现销售收入 8.43 亿元，同比增长 27.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 4288 万元，同比增长 29.12%，摊薄后 EPS 为 0.14 元。一季度公司收入和利润都取得了较快增长。
- 2010 年公司在纺织服装类外贸公司中排名 12，今年 2 月份继续上升至第 8 名。公司近几年一方面实施架构转型；另一方面调整出口产品结构。在金融危机中公司成功转型，实施供应链管理，变身为综合供应商。今年 4 月份开始国内服装生产厂家已出现订单不足，但公司订单仍然很充足，现在是生产厂求着公司要订单。
- 不考虑动力和储能市场，锂电行业对电解液的需求增速也有 20-30%，如果未来动力和储能市场启动将提供广阔发展空间。目前公司正在将电解液扩产至 10000 吨，预计 2011 年 9—10 月可实现投产。公司是电解液龙头，销量增速高于行业增速，预计 2011、2012 年电解液销量将达到 5200 吨、7000 吨。
- 由于工艺难度很高，公司六氟磷酸锂正在中试过程中，我们对结果保持乐观。1100 吨正极材料项目包括 500 吨锰酸锂、300 吨三元材料、300 吨磷酸铁锂。目前锰酸锂已完成试生产，后续将进行三元材料试生产，2011 年将是公司锂电材料业务跨越发展的一年，前景看好。
- 公司在外贸领域具有很强的经营能力，地位不断提升。2011 年公司新能源业务将实现跨越发展。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.86、1.19、1.5 元。公司是锂电池板块稀缺的投资品种，维持“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,648	3,961	4,448	4,826	5,336
(+/-)%	-15%	50%	12%	8%	11%
经营利润 (EBIT)	191	221	344	507	656
(+/-)%	44%	16%	55%	48%	29%
净利润	148	177	258	357	450
(+/-)%	16%	20%	46%	38%	26%
每股净收益 (元)	0.49	0.59	0.86	1.19	1.50
每股股利 (元)	0.20	0.12	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	7.2%	5.6%	7.7%	10.5%	12.3%
净资产收益率 (%)	18.9%	19.3%	23.1%	25.2%	24.9%
投入资本回报率 (%)	36.5%	26.2%	53.6%	78.7%	100.1%
EV/EBITDA	28.3	31.4	20.0	13.2	9.6
市盈率	54.0	44.9	30.8	22.3	17.7
股息率 (%)	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：36.00

上次预测：36.00

当前价格：23.70

2011.04.29

交易数据

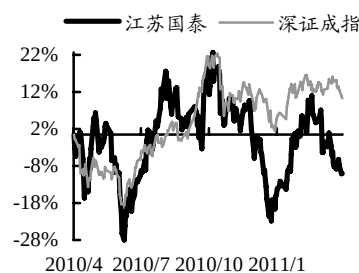
52 周内股价区间 (元)	19.20-35.10
总市值 (百万元)	7,110
总股本/流通 A 股 (百万股)	300/289
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	132

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	920
每股净资产	3.07
市净率	7.7
净负债率	3%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.11	0.14
Q2	0.17	0.23
Q3	0.17	0.25
Q4	0.14	0.24
全年	0.59	0.86

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-16%	3%	-13%
相对指数	-12%	-1%	-22%

相关报告

- 《持续、稳健增长，2011 年重在增效》
2011.03.31
- 《2011 年，新能源业务将跨越发展》
2011.03.02
- 《电解液计划继续扩产，成长仍有空间》
2010.10.25
- 《外贸、新能源齐头并进，成就稳健成长》
2010.08.02
- 《2010 年面临良好经营环境，稳健增长可...》
2010.03.18

模型更新时间: 2011.04.27

股票研究

原材料
基础化工

江苏国泰 (002091)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **36.00**

上次预测: 36.00

当前价格: 23.70

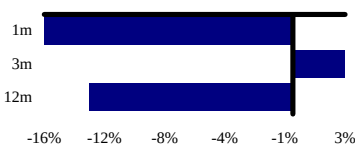
公司网址

www.gtjggm.com

公司简介

公司主要从事纺织品、服装、机电、轻工、化工等商品的进出口贸易和外派劳务业务,自 01 年以来公司多次位居“中国外贸 200 强”之列。公司目前下属纱布分公司、针织分公司、服装分公司、机电分公司、化医分公司等 9 个业务部门,投资控股或参股了 15 家企业,并拥有玩具、服装、机电、毛衫等设计打样中心。公司目前已发展成为以外贸为龙头、实业为基础、科技为依托,贸工技一体化发展的综合性企业。

绝对价格回报 (%)

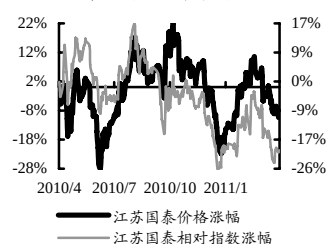


52 周价格范围 19.20-35.10
市值 (百万) 7,110

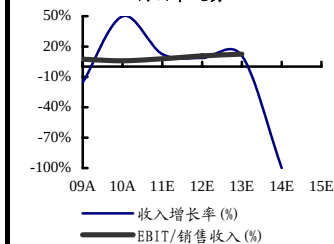
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,648	3,961	4,448	4,826	5,336
营业成本	2,266	3,483	3,827	4,030	4,360
税金及附加	3	4	4	4	5
销售费用	127	169	178	183	203
管理费用	61	84	96	102	113
EBIT	191	221	344	507	656
公允价值变动收益	0	19	19	0	0
投资收益	2	10	2	4	4
财务费用	-2	12	6	4	8
营业利润	198	229	354	506	653
所得税	41	54	78	107	132
少数股东损益	12	15	25	52	79
净利润	148	177	258	357	450
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	357	289	640	98,207	1,441
其他流动资产	27	119	0	0	0
长期投资	73	73	73	73	73
固定资产合计	353	376	366	358	350
无形及其他资产	35	35	35	34	33
资产合计	1,343	1,681	1,845	2,347	2,779
流动负债	476	662	629	774	735
非流动负债	30	29	1	3	6
股东权益	779	919	1,119	1,416	1,806
投入资本(IC)	415	660	502	511	524
现金流量表					
NOPLAT	151	173	269	402	525
折旧与摊销	22	24	24	25	27
流动资金增量	-41	-123	-21	-16	-23
资本支出	-79	-44	-5	-8	-8
自由现金流	53	31	267	402	520
经营现金流	103	-25	391	410	529
投资现金流	-115	-39	16	-4	-4
融资现金流	-56	-15	-56	-63	-65
现金流净增加额	-68	-79	351	342	459
财务指标					
成长性					
收入增长率	-15.3%	49.6%	12.3%	8.5%	10.6%
EBIT 增长率	43.7%	16.0%	55.3%	47.6%	29.4%
净利润增长率	15.7%	20.2%	45.7%	38.3%	25.9%
利润率					
毛利率	14.4%	12.1%	14.0%	16.5%	18.3%
EBIT 率	7.2%	5.6%	7.7%	10.5%	12.3%
净利率	5.6%	4.5%	5.8%	7.4%	8.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.9%	19.3%	23.1%	25.2%	24.9%
总资产收益率(ROA)	11.0%	10.5%	14.0%	15.2%	16.2%
投入资本回报率(ROIC)	36.5%	26.2%	53.6%	78.7%	100.1%
运营能力					
存货周转天数	10	11	10	10	10
应收账款周转天数	42	32	35	35	35
总资产周转天数	182	139	145	19	15
净利润现金含量	0.70	-0.14	1.51	1.15	1.18
资本支出/收入	3%	1%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	41.1%	34.1%	33.1%	26.6%
净负债率	-45.0%	-28.3%	-57.1%	-69.1%	-79.5%
估值比率					
PE	54.0	44.9	30.8	22.3	17.7
PB	8.2	8.7	7.1	5.6	4.4
EV/EBITDA	28.3	31.4	20.0	13.2	9.6
P/S	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5
股息率	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%

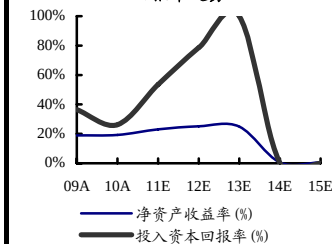
股票绝对涨幅和相对涨幅



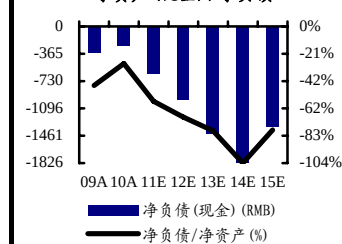
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 经营稳健增长，战略实现跨越

1.1. 一季度收入、利润稳健增长

2011 年一季度公司实现销售收入 8.43 亿元，同比增长 27.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 4288 万元，同比增长 29.12%，净资产收益率 4.55%，摊薄后 EPS 为 0.14 元。一季度公司收入和利润都取得了较快增长。

1.2. 成功转型，完善供应链管理，公司贸易竞争力继续增强

近几年公司外贸业务行业地位每年都在进步，2010 年公司在纺织服装类外贸公司中排名 12，今年 2 月份继续上升至第 8 名。这源于公司近几年一方面实施架构转型；另一方面调整出口产品结构。在金融危机中公司成功转型，实施供应链管理，变身为综合供应商。目前公司外贸业务架构是贸工技一体化，以贸易为龙头，以工厂制造为基础，以科技为依托。在贸易、原料采购、根据客户需求进行设计、打样方面处于行业领先地位。公司出口目标市场和出口产品结构不断优化，对美欧的出口比例上升，出口产品中服装已占到 50%。

2010 年国内服装生产厂家订单充裕，因此对贸易商比较强势，但今年 4 月份开始服装生产厂家已出现订单不足，但公司订单仍然很充足，目前局势逆转，已是生产厂家求着公司要订单，这有利于公司合理组织生产、物流，控制成本，提升盈利，预计 2011 年公司贸易增速将超过行业 10 个百分点。

图 1: 2008 年以来单季度收入、主营利润、净利润

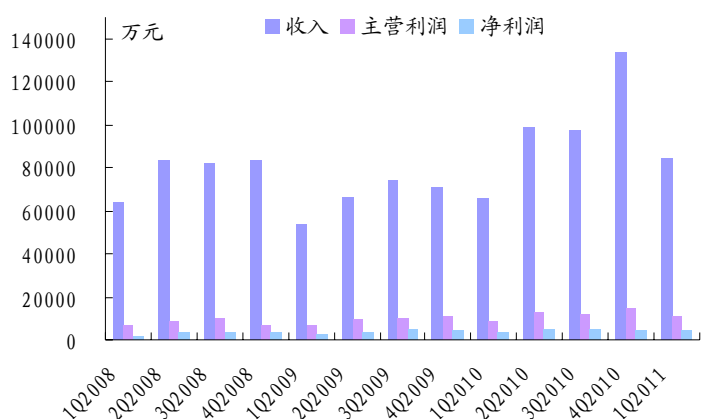


图 2: 2007 年以来单季度综合毛利率

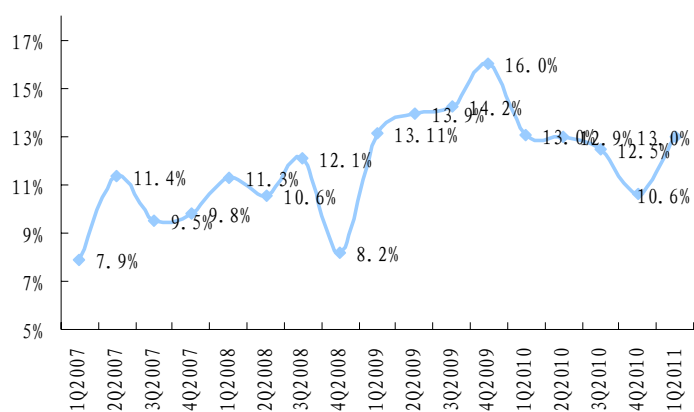


图 3: 公司 2003 年以来外贸收入及增长

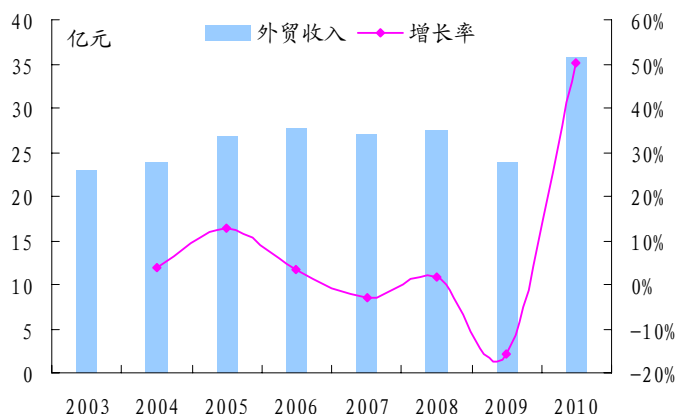


图 4: 公司 2005 年以来化工业务收入



图 5: 公司 2003 年以来外贸业务毛利率

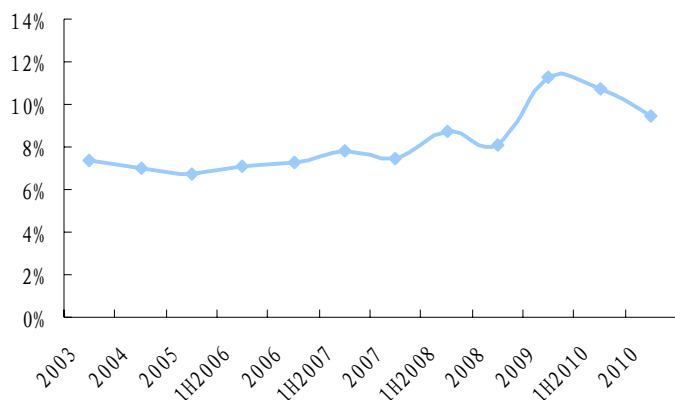
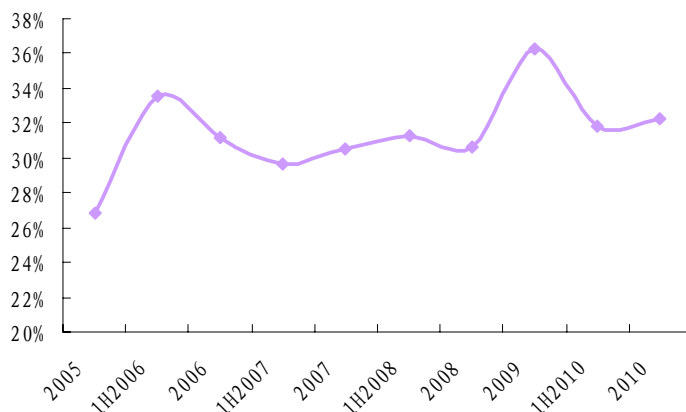


图 6: 公司 2005 年以来化工业务毛利率



资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

2. 向专业的锂电原材料配套供应商转变

2.1. 锂电材料产品多元化协同发展

2011 年公司将从锂电池电解液生产商向专业的锂电原材料配套供应商转变, 产品涵盖电解液、六氟磷酸锂、正极材料, 其中正极材料包括锰酸锂、三元材料和磷酸铁锂。公司不会考虑生产锂电池, 只做专业的锂电材料供应商, 并将专注于中高端市场, 不生产低端产品。

2.2. 三季度电解液产能翻番, 扩产投资小

2009 年公司电解液产量 2700 吨, 2010 年一季度公司电解液产能从 2500 吨扩至 5000 吨, 2010 年电解液销量达到 3980 吨。公司目前正在将电解液扩产至 10000 吨, 预计 2011 年 9—10 月可实现投产。

由于电解液新厂区一期 5000 吨工程已将办公楼、仓库、公用工程等基础设施建好, 二期 5000 吨产能只需添加设备即可, 投入不足 2000 万元, 仅为第一期 5000 吨产能投资的十分之一。公司还为未来的扩产预留了空地和公用设施, 后续的扩产投资都将远小于一期, 规模效应将逐步显现。

图 7: 2003-2012 年公司电解液销量及预测

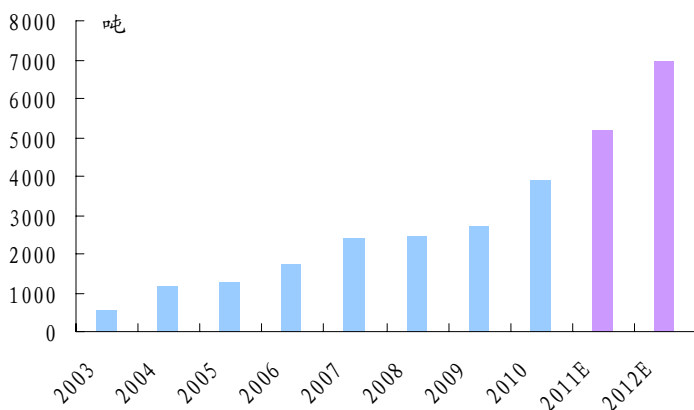
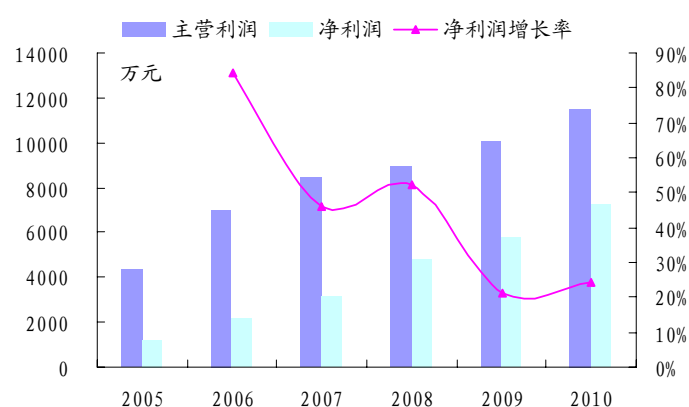


图 8: 2005 年以来国泰华荣主营利润、净利润



资料来源: 国泰君安证券

2.3. 电解液产销保持较快增长，技术水平国内领先

当前电解液需求仍主要来自传统便携市场，传统便携市场对电解液的需求增速达到 20-30%，高于锂电行业增速。一方面原因是锂电产量在增加，且电池容量在增长，单电池电解液需求量加大，比如 3G 手机、智能手机电池对电解液的需求量是传统手机电池的 2-3 倍；另一方面越来越多新的消费类电子产品产生，增加了需求。长期来看，动力电池市场（电动自行车、电动工具、电动汽车），储能市场将为锂电提供广阔的发展空间。

公司是电解液龙头，销量增速高于行业增速，预计 2011、2012 年电解液销量将达到 5200 吨、7000 吨。公司电解液研发能力国内领先，拥有国家博士后工作站，硕士工作站，江苏省级重点实验室，拥有多名紧密合作的院士，能够生产各种领域所需的电解液，包括航天和军事。公司已具备完善的动力电池电解液生产技术，只要动力锂电池放量，公司能够迅速提供相应产品。

2.4. 六氟磷酸锂和正极材料产业化前景乐观

由于工艺难度很高，公司六氟磷酸锂正在中试过程中，我们对结果保持乐观。一旦公司生产出合格的六氟磷酸锂产品，实现原材料替代，那么不但可以使公司大幅降低原材料成本，提高盈利，更重要的是能够让公司电解液龙头的地位更加稳固，具备长期核心竞争优势。

公司 1100 吨正极材料项目包括 500 吨锰酸锂、300 吨三元材料、300 吨磷酸铁锂。目前锰酸锂经过试生产，后续将进行三元材料试生产，2011 年将是公司锂电材料业务跨越发展的一年，前景看好。

3. 维持“增持”评级

公司在外贸领域具有很强的经营能力，地位不断提升，供应链模式的逐步建立和完善一方面拓展未来外贸业务发展空间，另一方面提升外贸业务估值水平。2011 年公司新能源业务将实现跨越发展，长前景看好。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.86、1.19、1.5 元。公司是锂电池板块稀缺的投资品种，维持“增持”评级。

4. 风险提示

- 1、人民币升值将使公司外贸业务受损。
- 2、六氟磷酸锂技术难度很高，产业化过程中不排除有所波折。

作者简介:**魏涛:**

S0880511010033

0755-23976212

weitao@gtjas.com

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,五年证券从业经验。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。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		