

新能源行业

江苏国泰 (002091)

公司研究报告

评级: 买入 首次评级

收盘价(元) 17.22

目标价(元) 22.40

市场数据

52周最高/最低(元) 21.90/16.08

市净率 6.30

总股本(百万) 360

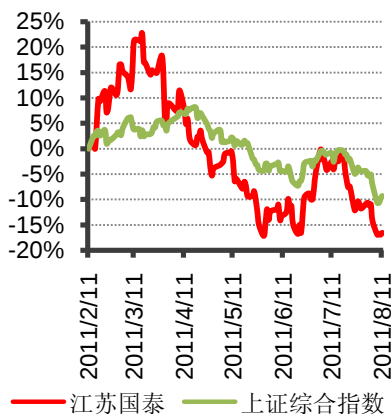
流通A股(百万) 346.54

流通B股/H股(百万) -/-

总市值(百万元) 6199.20

流通A股市值(百万元) 5967.39

相对股价表现



相关研究

新能源及电力设备行业研究小组

证书编号 S0120511030001

联系人

何俊峰

8621-68761616-8511

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

稳健而不乏看点，锂电正极材料和电解质项目潜力无限

公司2011年上半年实现营业收入20.81亿元，同比增长26.25%；营业成本18.23亿元，同比增长27.06%；实现营业利润1.31亿元，同比增长21.31%；归属于上市公司股东的净利润1.01亿元，同比增长19.82%；实现每股收益0.28元，上年同期经调整后每股收益0.23元，同比增长21.74%。公司经营稳健，业绩基本符合预期。

点评:

- 出口贸易增长强劲，营业收入增速达32.03%，毛利率微降0.85%，相比较而言国内贸易增速较缓，毛利率微升。国内贸易收入占总营业收入比重小，不作为公司重点投入的业务领域，该业务的表现对公司整体业绩影响不大。
- 化工产品业务依然保持高速增长，营业收入增速达29.13%，并维持了高毛利率。国泰华荣化工5000吨到10000吨锂离子电池电解液扩产项目将于今年10月底正式投产，新增一倍的产能的释放将进一步扩大公司在电解液市场的市场份额，电解液业务的高速增长值得期待。
- 纺织服装、玩具业务增速缓慢且毛利率大幅下降。主要原因是原材料价格、劳动力成本上涨及人民币升值，该业务营收占总营收比重小，对公司整体业绩影响不大。
- 国泰锂宝自本年3月起，陆续进行锰酸锂、磷酸铁锂和三元正极材料的试生产，亚源高新正在进行六氟磷酸锂产品的中试，这两块业务一旦突破，将拉动公司业绩快速增长。

- **风险提示:** 1、原材料价格、劳动力成本上涨的风险；2、销售收入增长低于预期的风险；3、人民币汇率升值的风险。

- **盈利预测及估值分析。**我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.64元、0.93元、1.21元，参考可比公司市盈率并考虑公司业绩未来的成长性，给予公司2011年底30-40倍的PE，公司目标股价为22.40元。首次给予买入评级。

表 1：财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3960.88	4990.60	6332.64	8112.47
增长率(%)	49.61%	26.00%	26.89%	28.11%
归属母公司股东净利润	177.28	230.27	333.29	434.82
增长率(%)	20.17%	29.89%	44.73%	30.46%
每股收益(EPS)	0.492	0.640	0.926	1.208
销售毛利率	12.06%	12.24%	12.84%	13.13%
净资产收益率(ROE)	19.27%	21.00%	24.64%	25.79%
市盈率(P/E)	34.97	26.92	18.60	14.26

假设：分业务收入预测

表 2：公司主营业务收入预测表（分产品）

	2010A	2011E	2012E	2013E
出口贸易				
营业收入年同比增速		32%	30%	30%
营业收入（万元）	279,759.73	369,282.84	480,067.70	624,088.01
营业成本（万元）	250,161.15	330,212.72	429,276.53	558,059.49
毛利率（%）	10.58	10.58	10.58	10.58
国内贸易				
营业收入年同比增速		3%	5%	8%
营业收入（万元）	69,392.38	71,474.15	75,047.86	81,051.69
营业成本（万元）	66,186.45	68,172.05	71,580.65	77,307.10
毛利率（%）	4.62	4.62	4.62	4.62
化工产品				
营业收入年同比增速		30%	40%	40%
营业收入（万元）	37,157.55	48,304.82	67,626.74	94,677.44
营业成本（万元）	25,185.39	32,741.00	43,957.38	61,540.33
毛利率（%）	32.22	32.22	35.00	35.00
纺织服装、玩具				
营业收入年同比增速		8%	9%	10%
营业收入（万元）	30,682.54	33,137.14	36,119.49	39,731.43
营业成本（万元）	28,583.85	30,870.56	33,648.91	37,013.80
毛利率（%）	6.84	6.84	6.84	6.84
劳务输出				
营业收入年同比增速		-18%	-10%	-10%
营业收入（万元）	1,008.51	826.98	744.28	669.85
营业成本（万元）	23.90	643.14	578.83	520.94
毛利率（%）	97.63	22.23	22.23	22.23
内部抵销	-22,349.69	-24,584.66	-27,043.12	-29,747.44

合计

营业收入年同比增速		26.09%	26.97%	28.17%
营业收入（万元）	394,642.51	497,614.29	631,818.66	809,801.13
营业成本（万元）	347,767.15	437,411.67	551,420.35	704,173.30
毛利率（%）	11.88	12.10	12.72	13.04

表 3：公司盈利预测表（单位：百万元）

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3126.72	2647.54	3960.88	4990.60	6332.64	8112.47
减：营业成本	2799.27	2266.17	3483.22	4379.67	5519.75	7047.28
营业税金及附加	2.17	2.80	3.70	4.47	5.67	7.26
营业费用	133.52	127.27	169.05	213.00	270.28	346.24
管理费用	59.07	60.60	83.68	105.43	133.78	171.38
财务费用	-31.84	-2.13	12.13	-13.69	-20.89	-30.60
资产减值损失	7.11	-2.36	9.34	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.54	2.15	10.37	43.50	43.50	43.50
公允价值变动损益	0.00	0.17	18.77	-20.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	156.88	197.51	228.90	325.22	467.55	614.40
加：其他非经营损益	17.11	2.98	17.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	173.99	200.49	246.06	325.22	467.55	614.40
减：所得税	37.18	41.25	53.76	75.43	106.01	142.72
净利润	136.81	159.24	192.31	249.79	361.54	471.67
减：少数股东损益	9.24	11.71	15.03	19.52	28.25	36.85
归属母公司股东净利润	127.56	147.53	177.28	230.27	333.29	434.82
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	403.73	324.77	219.41	612.57	581.13	1167.39
应收和预付款项	448.69	429.03	637.92	739.10	1004.86	1227.13
存货	56.03	63.90	142.60	91.87	203.64	173.65
其他流动资产	0.34	26.77	138.15	138.15	138.15	138.15
长期股权投资	40.30	72.65	73.50	77.00	80.50	84.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	277.07	353.07	375.79	363.06	373.47	379.62
无形资产和开发支出	21.40	31.01	30.32	34.58	38.73	42.78
其他非流动资产	4.78	4.31	5.07	2.53	0.00	0.00
资产总计	1252.34	1305.50	1622.75	2058.85	2420.48	3212.73
短期借款	19.26	6.85	28.54	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	483.08	430.95	579.97	875.80	953.43	1375.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	30.65	30.10	23.93	23.93	23.93	23.93
负债合计	532.99	467.90	632.44	899.73	977.36	1399.09
股本	240.00	240.00	300.00	300.00	300.00	300.00
资本公积	93.55	93.55	32.00	32.00	32.00	32.00

留存收益	334.43	445.92	588.08	764.79	1020.54	1354.19
归属母公司股东权益	667.99	779.47	920.08	1096.78	1352.53	1686.19
少数股东权益	51.36	58.13	70.23	89.75	118.00	154.85
股东权益合计	719.35	837.60	990.31	1186.53	1470.53	1841.04
负债和股东权益合计	1252.34	1305.50	1622.75	2086.26	2447.89	3240.14
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	156.52	98.56	-9.90	495.68	39.30	670.91
投资性现金净流量	-26.89	-114.93	-38.91	-34.09	-14.09	-14.09
筹资性现金净流量	-4.74	-56.47	-15.02	-68.43	-56.65	-70.56
现金流量净额	124.39	-72.88	-64.13	393.16	-31.44	586.27

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。