

拟注入聚碳酸酯资产提升盈利

——江山化工（002061）深度报告

2016年02月26日

推荐/首次

江山化工 深度报告

报告摘要：

江山化工（002061）主营业务为合成氨、有机胺等基础化学品，下游应用领域包括聚氨酯、医药、农药、染料等行业。公司与2015年12月发布了发行股份收购资产的预案，公司将以9.8亿元的估值收购年产10万吨的聚碳酸酯资产。

- ◆ 江山化工传统业务包括18万吨DMF、1.8万吨的甲醇钠等。但由于整体市场规模较小，且下游需求增长缓慢，公司传统业务盈利情况较差。预计今年收入在22亿元左右，综合毛利率在15%左右。但由于折旧、财务费用等负担较重，预计今年亏损0.8-1亿元。
- ◆ 此次收购的聚碳酸酯（PC）资产是国内首套拥有自主知识产权的PC装置。这套装置是国内首套采用非光气法的PC装置，打破了国外公司的垄断。目前我国PC80%依赖进口，公司这套装置的建成将增加国内的供应能力。该装置2015年中期投产后，目前已经达到90%以上的开工负荷率，运行顺利。保守估计浙铁大风聚碳酸酯产品全年均价为1.4万元/吨，毛利率15%，则全年将产生营业收入11.34亿元，贡献毛利1.7亿元。
- ◆ 此次收购还确定了业绩补偿机制，确定此次收购资产未来5年贡献利润总额不低于4.5亿元，年均贡献不低于9000万元。因此收购该资产将提升公司的盈利能力。

公司盈利预测及投资评级：

- ◆ 江山化工通过此次收购将进入技术门槛较高的高分子材料领域，在国内聚碳酸酯领域处于领先地位，利于提升公司价值。从当前情况看公司2015年亏损，2016年有望扭亏。预计公司2015-2017年EPS分别为-0.40元，0.13元，0.2元。由于公司实际控制人为浙江省铁路投资集团，未来存在资产注入、国企改革预期。首次覆盖，给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	13A	14A	15E	16E	17E
营业收入(百万元)	1,522	2,379	2,377	3,651	4,369
增长率(%)	-13.8%	56.3%	0.0%	53.6%	19.7%
净利润(百万元)	29.0	(158.3)	(181.8)	60.4	91.3
增长率(%)	-51.4%	-645.0%	14.8%	-133.3%	51.1%
净资产收益率(%)	2.4%	-14.9%	-20.6%	6.4%	8.8%
每股收益(元)	0.09	(0.35)	(0.40)	0.13	0.20
PE	68.0	(17.5)	(15.3)	45.9	30.4
PB	1.7	2.6	3.1	2.9	2.7

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

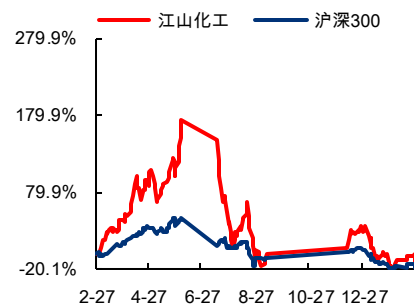
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52周股价区间(元)	6.12-6.86
总市值(亿元)	27.74
流通市值(亿元)	27.74
总股本/流通A股(万股)	45326/45326
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.74

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 酰胺行业龙头，传统业务遇到发展瓶颈	4
1.1 公司经营现状：传统酰胺业务盈利下滑	4
1.2 股东结构：国资控股，存资产注入预期	6
2. 增发注入优质资产	7
2.1 增发注入聚碳酸酯资产	7
2.2 大股东业绩承诺	9
3. 聚碳酸酯业务前景较好	9
3.1 聚碳酸酯材料性能优异，应用广泛	9
3.2 聚碳酸酯技术门槛高，少数企业掌握生产技术	11
3.3 聚碳酸酯在中国市场供不应求	12
3.4 注入资产采用非光气法，具备环保优势	13
3.5 注入资产对上市公司的业绩影响	16
4. 财务分析	16
4.1 固定资产比例高，折旧逐年上升	16
4.2 增发募集资金，减轻财务压力	17
5. 盈利预测及估值	17
6. 风险提示	18

表格目录

表 1: 增发和配套融资后公司股权结构	8
表 2: 聚碳酸酯产能分布	11
表 3: 截至 2015 年末国内聚碳酸酯产能分布情况	13
表 4: 光气法与非光气法工艺比较	13
表 5: 浙铁大风的固定资产情况（单位：万元）	17
表 6: 公司主营业务收入展望（单位：百万元）	18
表 7: 公司盈利预测表	19

插图目录

图 1: 公司主营业务收入情况	4
------------------------------	----------

图 2: 公司主要产品毛利率情况.....	4
图 3: 公司营业利润及净利润走势.....	5
图 4: 公司 2014 年收入构成.....	5
图 5: 江山化工 DMC 出厂价.....	5
图 6: 华东地区 BDO 价格不断下行.....	6
图 7: 公司股权结构图.....	6
图 8: 浙铁集团由浙江省国资委 100%控股.....	6
图 9: 浙铁集团战略规划.....	7
图 10: 拟注入资产的厂区模型.....	8
图 11: 聚碳酸酯下游应用领域广泛.....	9
图 12: 聚碳酸酯部分下游产品.....	10
图 13: 我国聚碳酸酯进出口情况.....	12
图 14: 聚碳酸酯主要生产工艺.....	14
图 15: 浙铁大风聚碳酸酯生产工艺.....	14
图 16: 环氧丙烷价格走势.....	15
图 17: 双酚 A 价格走势.....	15
图 18: 聚碳酸酯进出口价格.....	15
图 19: 固定资产比重较高.....	16
图 20: 折旧将逐年增加.....	16
图 21: 负债率较高财务费用增加.....	17
图 22: 经营现金流良好.....	17

1. 酰胺行业龙头，传统业务遇到发展瓶颈

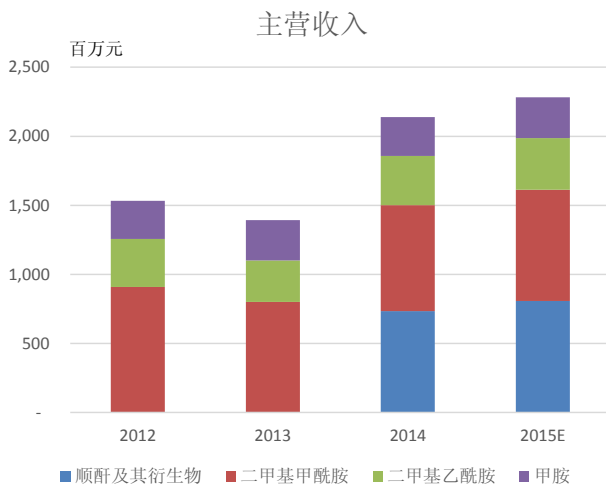
1.1 公司经营现状：传统酰胺业务盈利下滑

江山化工（002061）前身为江山县化肥厂，2006年8月公司首次公开发行股票在深圳证券交易所上市。经过三十多年的发展江山化工主营业务逐步从化肥升级到有机胺，产品种类也不断丰富，目前主要产品包括二甲基甲酰胺(DMF)、二甲基乙酰胺(DMAC)、甲胺、合成氨、甲醇钠以及环氧树脂。其中DMF产能约18万吨/年，占据国内约1/3的市场，同时公司的DMAC产能规模居国内首位，占据国内约2/3的市场。综合来看公司是国内最大的有机胺生产商。

2011年公司进行业务拓展，新建了8万吨/年顺酐装置及其配套的年产9万吨正丁烷装置，并副产异丁烷、丙烷等轻烃产品。

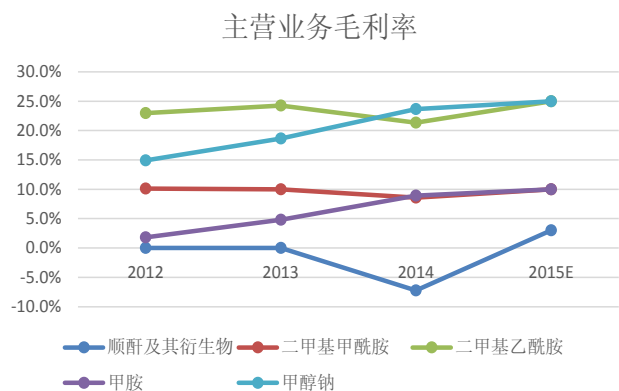
2014年公司实现年营业收入23.8亿元，其中二甲基甲酰胺和二甲基乙酰胺合计占比约50%，顺酐及衍生物业务占比33%，甲胺等其他业务占比约17%。从毛利率角度看，二甲基乙酰胺业务毛利稳定在20%-25%之间，盈利情况较好。二甲基甲酰胺业务毛利率维持在10%左右，处于微利状态。而顺酐及其衍生品业务2014年第一年投产，虽然贡献约7亿元收入，但毛利率为负，处于亏损状态。从2015年中报的数据看，顺酐及其衍生品业务亏损幅度有所收窄，但产品价格下降、装置开工负荷低等因素导致该业务依然处于亏损状态，短期内看不到盈利的迹象。

图 1：公司主营业务收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司主要产品毛利率情况



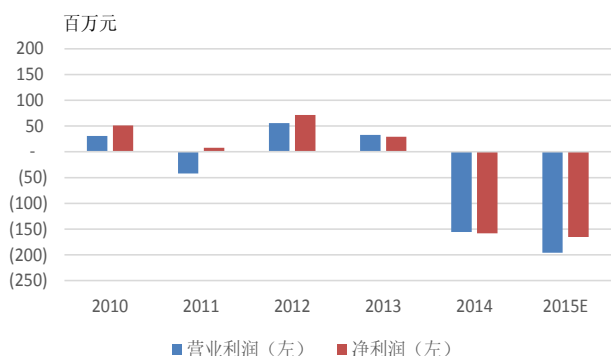
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从过去几年的经营数据来看，江山化工现有业务虽然做到了行业内领先，市场占有率较高，但由于下游需求低迷，导致整体盈利能力较弱。DMC作为一种有机溶剂主要用

于合成纤维的湿纺、聚氨酯的合成，或者作为有机反应的溶剂。但随着工艺技术的改善，有机溶剂的使用量增速放缓，导致供应过剩，市场前景暗淡。2013 年以来，公司 DMC 产品的出厂价逐步走低，从 6000 元/吨下降至 4200 元/吨。

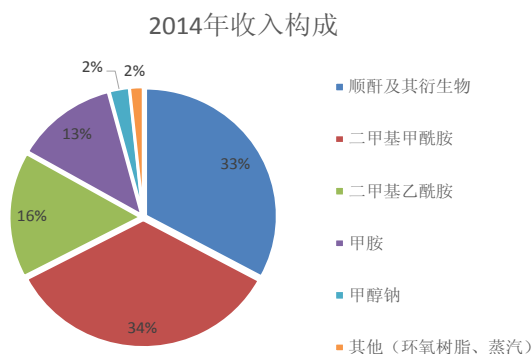
公司 2013 年实现归属于母公司净利润 3300 万元，2014 年则亏损 1.58 亿元。由于公司现有酰胺类业务和顺酐类业务短期内难以看到盈利大幅改善的前景，因此公司亟需开拓新业务来提升盈利能力。

图 3：公司营业利润及净利润走势



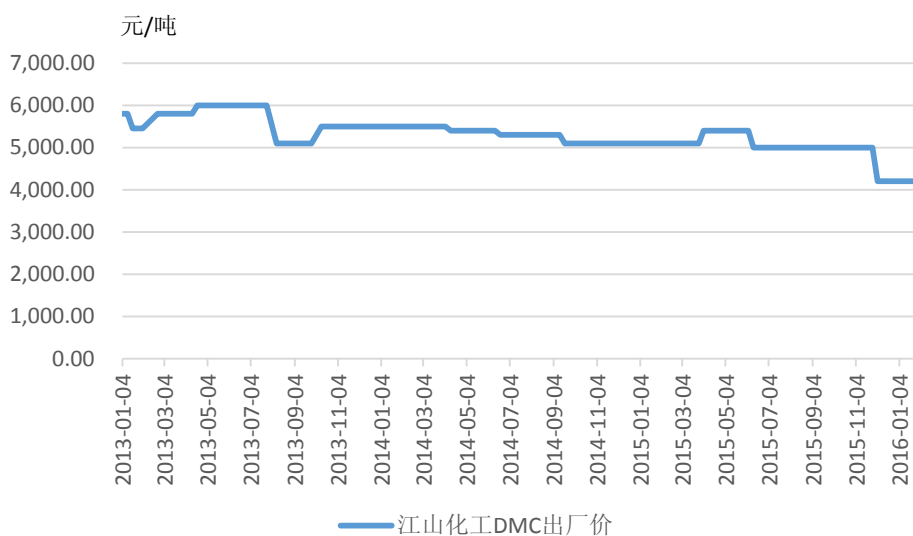
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司 2014 年收入构成



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：江山化工 DMC 出厂价

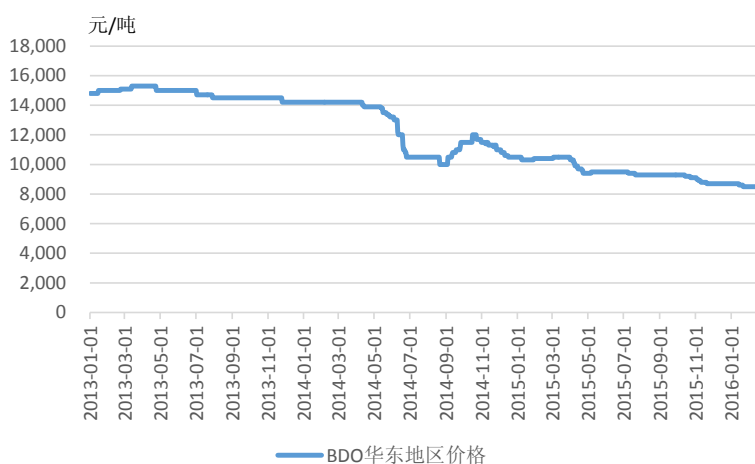


资料来源：Wind、东兴证券研究所

最新公布的业绩快报显示，公司 2015 年归属于母公司净利润约亏损 1.83 亿元，亏损幅度较 2014 年有所增加。公司 2015 年出现亏损的原因包括：

- ◆ 子公司浙铁江宁公司的顺酐、正丁醇等业务毛利率水平较低，同时受制于较大的固定费用及利息支出，导致仍然处于亏损状态。
- ◆ 浙铁江宁的 BDO 装置处于停产状态，公司根据《企业会计准则第 8 号—资产减值》和公司相关会计政策的规定，对公司现有暂停的部分生产线计提减值金额 4,995.33 万元，增加了当期亏损。

图 6：华东地区 BDO 价格不断下行

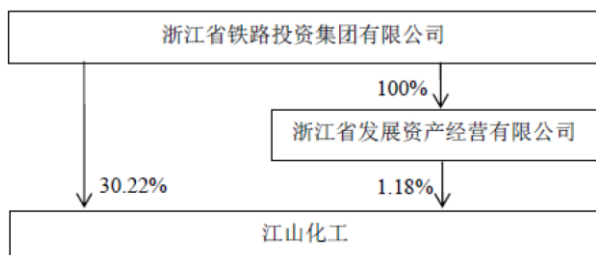


资料来源：天天化工网，东兴证券研究所

1.2 股东结构：国资控股，存资产注入预期

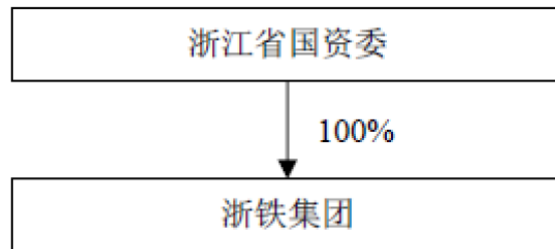
公司第一大股东是浙江省铁路投资集团(简称浙铁集团)，直接和间接拥有公司 31.4% 的股权。浙铁集团是公司的实际控制人，而浙铁集团由浙江省国资委 100% 控股。

图 7：公司股权结构图



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：浙铁集团由浙江省国资委 100% 控股



资料来源：wind，东兴证券研究所

浙铁集团成立于 2006 年 9 月，是省属国有企业，注册资金 100 亿元。浙铁集团旗下业务包括 5 大板块，分别为铁路、地产、化工、装备制造和金融。截至 2015 年 9 月底，浙铁投资总资产规模约 759 亿元，净资产约 361 亿元。目前浙铁集团已经确立了化工、房地产和新兴产业作为三大支柱的战略，未来浙铁集团将通过“产业整合+产融结合”的模式向投资控股集团的方向发展。

据了解，十三五期间浙江省国资委对下属国资确定了一个证券化率的目标，因此浙江集团有可能还会围绕上市公司平台进行资本运作。江山化工作为浙铁集团唯一的化工业务上市平台，未来还存在一定的资本运作或资产注入预期。

图 9：浙铁集团战略规划



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 增发注入优质资产

2.1 增发注入聚碳酸酯资产

为了提升公司的盈利能力，改善公司的产品结构，公司本次拟通过向大股东发行股票收购资产的方式注入大股东持有的**浙铁大风 100%股权**，其对应的资产为一套年产 10 万吨的聚碳酸酯（简称 PC）装置。公告显示，此次注入资产的评估价值约 9.8 亿元。

此次增发方案包括两部分：

- ◆ 以股票加现金方式收购资产。江山化工以支付股份及现金的方式购买浙铁集团持有的浙铁大风 100%股权，其中发行股份价格为 8.04 元/股，发行数量约 1.036 亿股，同时支付现金约 1.47 亿元。
- ◆ 非公开发行股票募集配套资金。为提高本次重组绩效，增强上市公司重组完成后持续盈利能力，江山化工计划向不超过十名特定投资者非公开发行股票募集资金不超

过 9.8 亿元。发行底价为 8.04 元/股，发行数量约 1.22 亿股。

表 1：增发和配套融资后公司股权结构

股东名称	本次交易前		募集配套资金前		募集配套资金后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
浙铁集团、一致行动人	142,305,310	31.40%	245,912,275	44.16%	245,912,275	36.23%
募集配套资金认购方					121,890,547	17.96%
其他投资者	310,954,407	68.60%	310,954,407	55.84%	310,954,407	45.81%
合计	453,259,717	100.00%	556,866,682	100.00%	678,757,229	100.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

如果此次收购资产及配套募集资金顺利完成，浙铁集团依然是江山化工的第一大股东，且持股比例由交易前的 31.4% 上升至 36.23%。参与非公开发行的机构将持有公司 17.96% 的股权，其他 A 股股东的持股比例将从 68.6% 下降至 45.81%。

上市公司现有主营业务为 DMF、DMAC、顺酐及衍生物等产品的生产，我们认为上述产品市场竞争激烈、产品同质化严重、价格持续走低，上市公司迫切需要进行产业升级。聚碳酸酯行业属于高分子材料，下游应用市场需求庞大，浙铁大风打破了国外技术垄断，填补了国内本土企业在聚碳酸酯领域内的空白，未来发展潜力巨大。

本次交易完成后，上市公司保持了化工产业为其主营业务，在维持原有产品线的基础上，新增聚碳酸酯新兴高分子材料板块，实现了主营业务的升级、优化了产品结构，完善了上市公司在化工行业的布局，形成以传统化工产品与新兴化工材料双轮驱动模式。因此此次交易将有助于提升公司的整体竞争力。

图 10：拟注入资产的厂区模型



资料来源：东兴证券研究所

此次收购也具备一定的协同效应。浙铁大风的聚碳酸酯装置与江山化工的顺酐装置均位于镇海工业区，具备区位协同性，可共用部分公用设施，在蒸汽及冷却水供求方面

形成互补。同时浙铁大风进入上市公司后，将利用上市公司在化工领域的运营经验和销售资源，尽快拓展市场，从而实现自身和上市公司的盈利水平的提高。

2.2 大股东业绩承诺

对于此次交易，为了减少对上市公司业绩的负面影响，浙铁集团做出了业绩补偿承诺。承诺浙铁大风 2016 年-2020 年归属于母公司的净利润合计不低于 4.5 亿元，且不低于《评估报告》中的 2016 年-2020 年盈利预测利润数总和。如果浙铁大风业绩不达标预期，浙铁集团将对上市公司进行补偿。

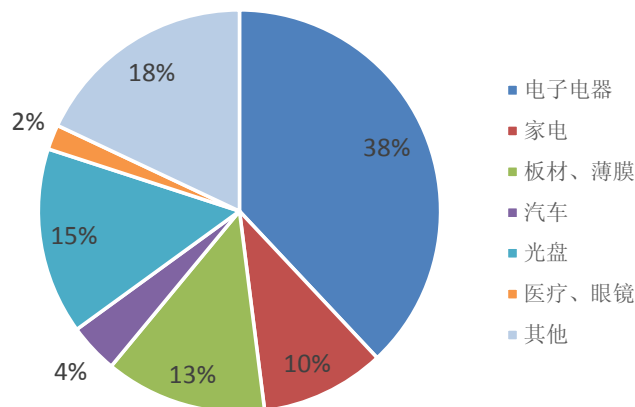
基于业绩承诺，我们认为浙铁大风进入上市公司后在未来 5 年里至少将贡献 9000 万元/年的净利润。江山化工 2014 年净利润为亏损 1.58 亿元，2015 年依然亏损，因此此次资产注入对公司业绩有正面拉动作用。

3. 聚碳酸酯业务前景较好

3.1 聚碳酸酯材料性能优异，应用广泛

聚碳酸酯（PC）是分子链中含有碳酸酯基的高分子聚合物，由于其结构上的特殊性，使其成为五大工程塑料（聚碳酸酯、聚甲醛、聚酰胺、热塑性聚酯、改性聚苯醚）中唯一具有良好透明性，同时又兼备较高的强度、延展性及韧性的品种，从而被广泛应用于电子电器、家电、建筑建材、汽车制造和医疗器械等领域。目前该材料已成为五大工程塑料中增长速度最快的通用工程塑料。

图 11：聚碳酸酯下游应用领域广泛



资料来源：IHS、东兴证券研究所

图 12：聚碳酸酯部分下游产品



资料来源：公司展示厅，东兴证券研究所

电子电器和家电是 PC 在国内市场最大的终端应用领域，合计占总消费量的 48%，这主要得益于中国“世界工厂”的地位。中国是电子电器、家电的生产大国，如电脑、手机、办公设备和消费类电子产品等产量都占全球的 50%左右。聚碳酸酯轻巧、耐热，十分结实耐用，且具有极佳的光学特性。随着显示屏越来越向大尺寸发展，聚碳酸酯日益取代传统的亚克力板被用在大型电视机的背光模组中。受益于国内电子制造业在全球的世界工厂地位，预计在未来五至十年，电子电器仍将是 PC 行业最重要的需求领域，并每年保持一定幅度的增长。

由于聚碳酸酯板材具有高透光性、抗冲击性、耐紫外线辐射、制品尺寸稳定性好和成型加工性能良好等特点，因此 PC 是建筑装饰业理想的采光材料之一。

聚碳酸酯板材的隔热性能比普通玻璃高 25%，抗冲击强度是玻璃的 250 倍，而重量仅为玻璃的 1/2，比普通玻璃具有明显的优势。PC 板材在各种形状的大面积采光屋顶、楼梯护栏及高层建筑采光设施等领域有着广泛的应用。

汽车是 PC 另一大重要的终端应用，在国外发达国家的消费比例在 20%左右，但在国内的消费比例仅为 5%左右，发展空间巨大。随着国家对节能环保的重视，汽车轻量化趋势越发明显。汽车塑料作为轻量化材料的首选，不仅可以提供优异的性能，如优

异的抗冲击强度、易于模具加工，与传统材料如高速钢（HSS）和铝合金的汽车零部件相比，还可以减少重量。此外，随着汽车轻量化概念的不断深入人心，汽车玻璃装配市场对 PC 的需求也正在快速增长。

随着显示和照明技术的不断发展以及老龄人口对医疗设施的需求，新型光学材料、LED 照明材料以及医疗器械也将迎来一个大发展的时期，PC 也将这些领域展现出发展潜力，光电领域使用的 PC 薄膜、用于 LED 照明的光扩散 PC、医疗器械中的耐辐射 PC 等均是未来潜在的需求热点。

3.2 聚碳酸酯技术门槛高，少数企业掌握生产技术

聚碳酸酯由德国拜耳公司、美国 GE 公司和日本出光化学在 1960 年前后成功工业化，因此聚碳酸酯在欧美、日本这些发达国家最早开始应用和发展。随后，聚碳酸酯的优异性能日益获得人们的认可，其生产和消费也扩大至全球各地。目前，经过 50 多年的应用和发展，聚碳酸酯已经成为人们广泛使用的一种材料，其需求量也已经超过尼龙，成为消费规模最大的工程塑料。

2014 年全球聚碳酸酯总产能约 495 万吨，消费需求量约 375 万吨，由于现有全球 PC 生产装置主要位于欧美和日本地区，上述装置的建设时间多为八九十年代，受到设备年限的影响，全球整体的开工率为 76%，2014 年全球 PC 产量约为 376.2 万吨。根据 IHS 的预计，未来 3 年全球 PC 需求量年均增长约为 3.9%，预计到 2019 年需求量达到 457.3 万吨，同时全球 PC 产能达到 537.7 万吨/年，如需满足上述消费需求，全球整体开工率将达 85%。

相对而言，由于生产技术门槛很高，聚碳酸酯的生产商却很集中。截至 2014 年底，除浙铁大风外，全球仅有 8 家企业拥有聚碳酸酯的生产技术。

表 2：聚碳酸酯产能分布

公司名称	产能（万吨）	占比
拜耳	130.5	26.4%
沙比克	107.5	21.7%
斯泰隆	48.5	9.8%
帝人	47	9.5%
三菱系	62	12.5%
旭化成系	70.5	14.2%
出光系	26.5	5.4%
其他	2.5	0.5%
合计	495	100.0%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 聚碳酸酯在中国市场供不应求

截至 2014 年底，国内共有四大 PC 生产装置，全部为国外聚碳酸酯生产厂家所建设，合计产能为 51 万吨/年。

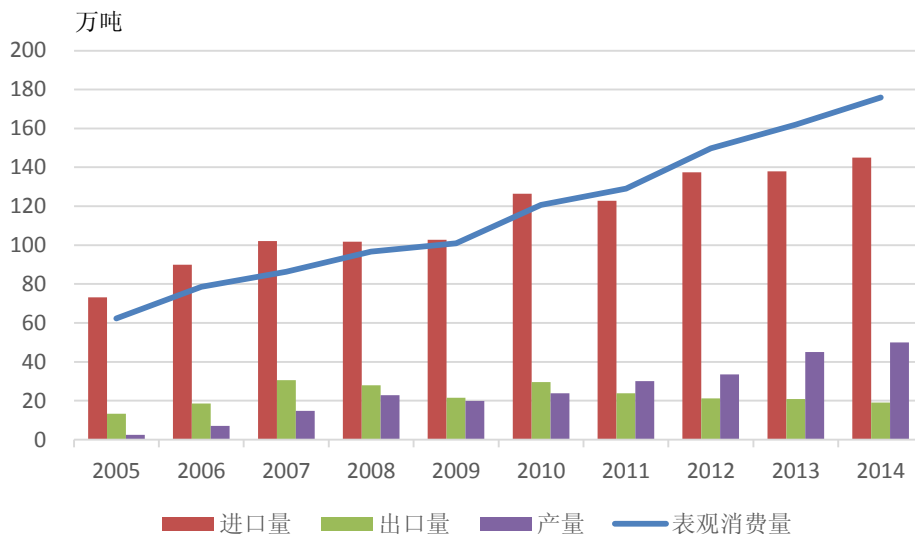
2014 年中国国内实际生产的聚碳酸酯树脂估计在 20 万吨左右，实际开工率不足 5 成，主要系各地装置受到环保、技术磨合以及原材料供应等影响，导致开工率较低。

从需求角度来说，2014 年中国消耗了约 170 万吨的聚碳酸酯树脂，约占全球消费量的 37%，超过美国、西欧、日本三大经济体的需求总量。这是因为中国是全球名符其实的“世界工厂”，聚碳酸酯的终端制品不仅在国内销售，还大量出口国外。

与市场需求相比，中国的聚碳酸酯生产能力明显不足，缺口部分需要通过进口来满足。2014 年中国的初级形状聚碳酸酯净进口量高达 140 万吨，进口依赖度高达 85% 左右。下图列示 1995-2014 年，中国聚碳酸酯的进口量持续增长。

据预测 2019 年，中国聚碳酸酯的产能约为 130.5 万吨，消费需求约为 187.1 万吨，未来仍存在较大的进口需求量。

图 13：我国聚碳酸酯进出口情况



资料来源：海关，东兴证券研究所

表 3：截至 2015 年末国内聚碳酸酯产能分布情况

	产能（万吨）	地址	工艺	备注
帝人	7.5	嘉兴	光气法	2005 年 4 月投产
	7.5	嘉兴	光气法	2006 年年底投产
拜耳	10	上海	间接光气法	2006 年 11 月投产
	10	上海	间接光气法	2008 年 11 月试生产
北京三菱	6	北京	非光气法	2011 年 12 月投产
上海三菱	10	上海	光气法	2012 年 7 月投产，2014 年底新增 2 万吨产能
浙铁大风	10	宁波	非光气法	2015 年 7 月投产
合计	61			

资料来源：ICSI，东兴证券研究所

3.4 注入资产采用非光气法，具备环保优势

聚碳酸酯生产工艺主要包括光气法和非光气熔融酯交换法（简称非光气法）两大类，目前大部分生产商采用光气法工艺。

光气法的优点包括：（1）可在低温、水相-有机相中反应；（2）原料不需要干燥；（3）对原料杂质相对不敏感；（4）易获得较高分子量的聚碳酸酯；

光气法的缺点包括：（1）光气原料剧毒；（2）杂质分离工序复杂；（3）需要回收溶剂；（4）无法获得高透明产品；（5）三废处理投资大；

非光气法的优点包括：（1）不使用剧毒光气，工艺相对环保；（2）不产生工艺废水；（3）消耗二氧化碳；（4）产品质量高，光学性能好；

非光气法的缺点包括：（1）对设备要求高；（2）产品分子量较低，难以生产高分子量的产品；

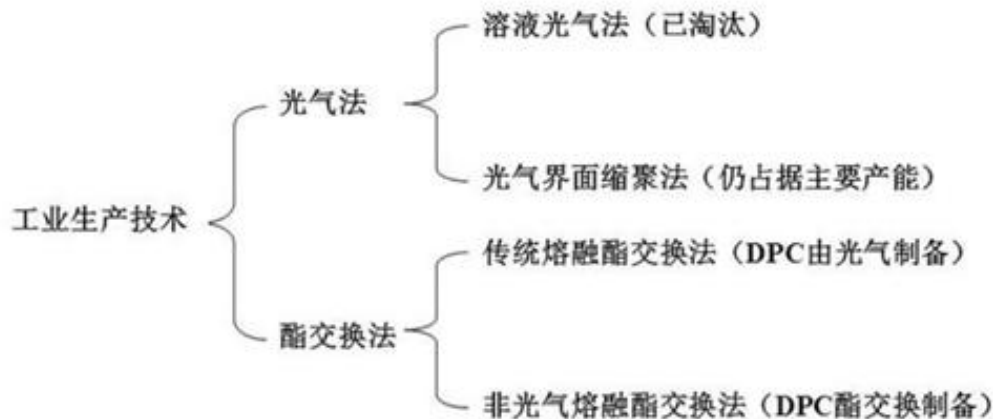
非光气法较光气法的优势主要体现在：安全低毒、绿色环保、低碳节能、无工艺废水 4 个方面。因此我们认为，浙铁大风的聚碳酸酯装置采用非光气法，具有绿色环保的特点，是聚碳酸酯行业未来的发展方向。

表 4：光气法与非光气法工艺比较

序号	比较内容	光气化界面缩聚	非光气熔融酯交换法
1	设备要求	要求较低	非标设备多、要求高
2	反应条件	常温、常压、非均相聚合、使用溶剂	高温、高真空度、均相聚合、不使用溶剂
3	环保	光气剧毒，溶剂需要回收，产生较多三废	不使用光气，副产甲醇、苯酚可循环使用，基本无三废
4	工艺流程	流程复杂、工序较多	流程相对简单
5	产品质量	受溶剂杂质影响大，产品容易含氯影响色泽；	产品透明度高，光学性能好

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

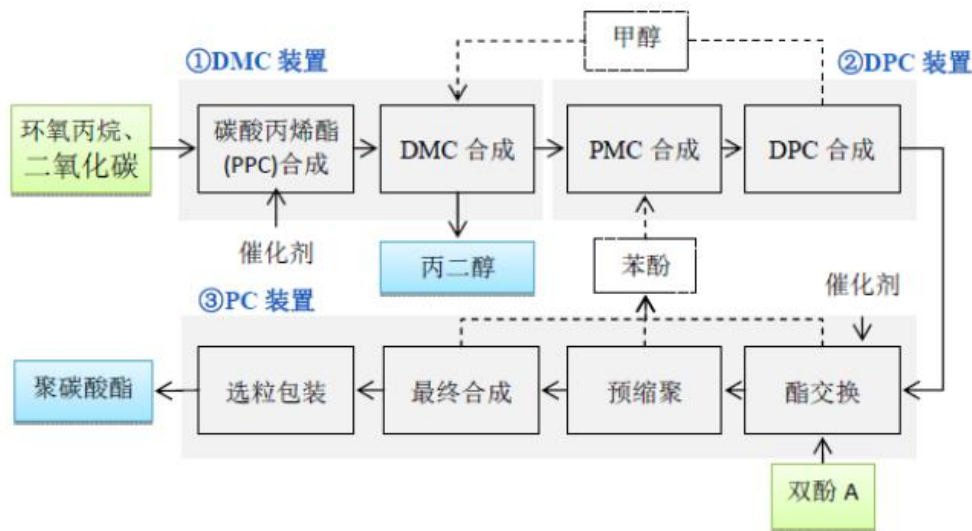
图 14：聚碳酸酯主要生产工艺



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

浙铁大风 10 万吨/年非光气法聚碳酸酯联合装置是国产首套大型聚碳酸酯装置，关键设备全球招标采购，采用环保、安全的非光气法工艺，在优化国内外先进工艺技术的基础上，实现集成创新。浙铁大风投产后，打破了国外行业巨头的垄断，填补了国内产能的空白。浙铁大风在国内聚碳酸酯市场需求不断增长的背景下，进入这个市场，前景较好。

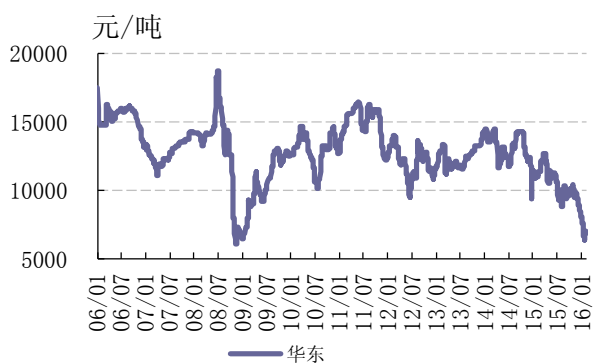
图 15：浙铁大风聚碳酸酯生产工艺



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

浙铁大风非光气法聚碳酸酯生产的主要原材料为双酚 A 及环氧丙烷，占主营业务成本

比重合计约 60%左右。上述原料目前市场供应充足，环氧丙烷市场价约 6000 元/吨，双酚 A 市场价约 7000 元/吨，均处于低位，有利于聚碳酸酯业务控制成本，维持较好的毛利空间。

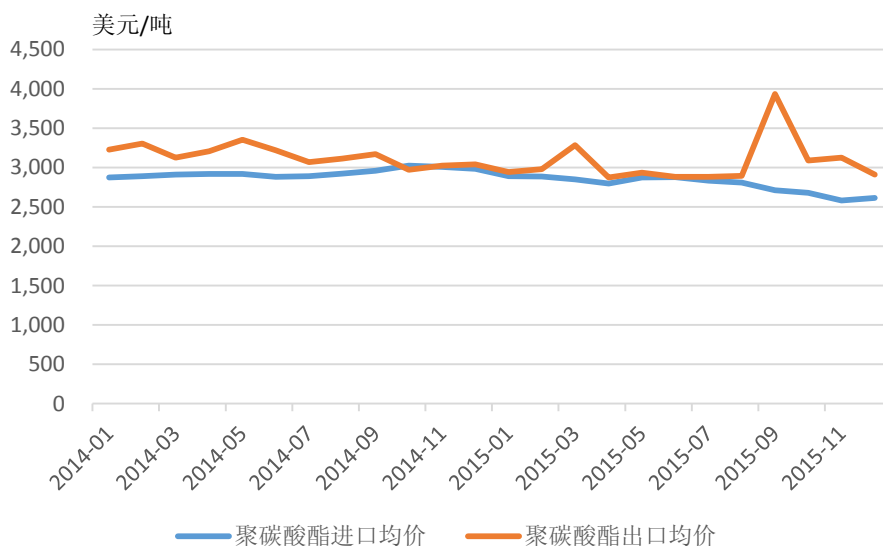
图 16：环氧丙烷价格走势


数据来源：中华商务网、东兴证券研究所

图 17：双酚 A 价格走势


数据来源：隆重石化、东兴证券研究所

原料价格持续下跌，但聚碳酸酯市场价保持了相对稳定，跌幅远小于成本下降的幅度。海关数据显示，目前初级形态的聚碳酸酯进口均价约 2600 美元/吨，出口均价约 2900 美元/吨。按照美元兑人民币汇率 6.5 计算，聚碳酸酯进出口价格在 16900-18800 元/吨，行业平均毛利率处于 25%左右，盈利前景较好。

图 18：聚碳酸酯进出口价格


资料来源：海关，东兴证券研究所

3.5 注入资产对上市公司的业绩影响

浙铁大风 10 万吨/年非光气法聚碳酸酯联合装置于 2015 年 7 月正式投产。该生产装置系国产首套大型聚碳酸酯生产装置，生产工艺复杂，对原材料、动力及综合控制水平要求较高。由于正式投产时间较短，生产装置尚处于磨合使用阶段。2015 年 7 月-11 月，浙铁大风聚碳酸酯产量为 37,122.13 吨，销量为 29,437.73 吨，产能利用率为 89.09%，产销率为 79.30%。

预计 2016 年该装置产能利用率有望维持在 90%，产销率为 90%，全年有望生产聚碳酸酯 9 万吨，销售 8.1 万吨。当前聚碳酸酯进出口均价在 16900-18800 元/吨，保守估计浙铁大风聚碳酸酯产品全年均价为 1.4 万元/吨，毛利率 15%，则全年将产生营业收入 11.34 亿元，贡献毛利 1.7 亿元。

4. 财务分析

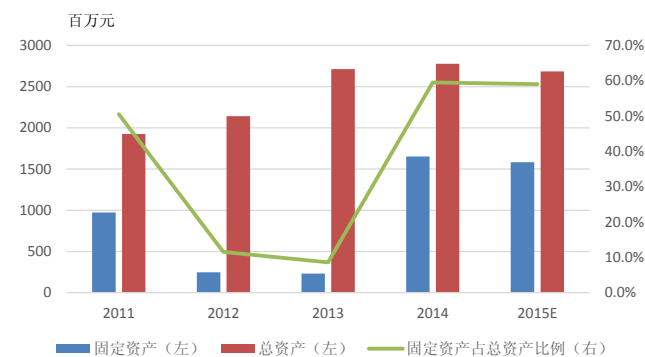
4.1 固定资产比例高，折旧逐年上升

江山化工作为一个典型的制造类企业，固定资产比重较高。截至 2015 年 3 季度末，公司总资产 26.8 亿元，其中固定资产 15.8 亿元，固定资产占比约 59%。公司 2014 年度固定资产大幅增加，主要源于子公司宁波江宁的顺酐、BDO 装置建成投产，在建工程转固。

截至 2015 年 3 季度末的数据显示，此次增发拟注入的浙铁大风总资产约 24.8 亿元，所有者权益 4.9 亿元，固定资产净值约 19.1 亿元。如果完成资产注入，则江山化工资产规模将成本增长，同时固定资产也将大幅增长至 34.9 亿元。

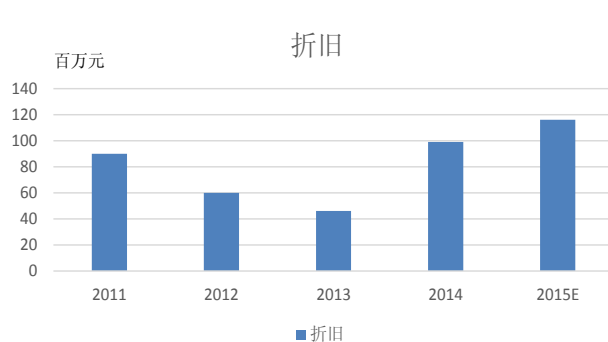
固定资产规模较大，将导致公司每年的折旧增加。2014 年公司计提折旧约 9900 万元，预计 2015 年将增长至 1.16 亿元。如果注入浙铁大风，预计每年增加折旧 5000 万元左右。

图 19：固定资产比重较高



数据来源：公司财报、东兴证券研究所

图 20：折旧将逐年增加



数据来源：公司财报、东兴证券研究所

表 5：浙铁大风的固定资产情况（单位：万元）

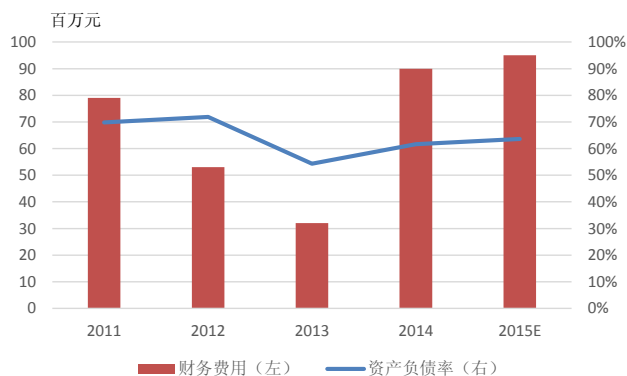
类别	资产原值	累计折旧	资产净值	平均成新率
房屋建筑物	19,270	229	19,041	98.8%
通用设备	200	67	133	66.6%
运输工具	190	69	121	63.8%
专用设备	175,984	4,484	171,500	97.5%
合计	195,644	4,848	190,795	97.5%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

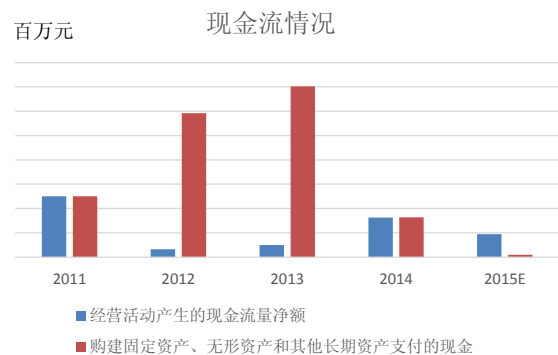
4.2 增发募集资金，减轻财务压力

江山化工的资产负债率在过去 5 年里基本维持在 60% 左右，财务费用从 2014 年开始明显上升，主要因为宁波江宁项目转固后，利息不再资本化而直接计入财务费用。不断上升的财务费用给公司带来了较大的经营压力。

此次增发拟配套募集资金 9.8 亿元，其中 1.47 亿元用于收购浙铁大风，同时将募集资金中不低于 50% 的金额补充流动资金。假如募集资金顺利到位，将缓解公司的资金压力，节约财务费用约 4000 万元。

图 21：负债率较高财务费用增加


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 22：经营现金流良好


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

现金流数据显示，2011 年以来公司经营现金流持续流入，购建固定资产的支出在 2012、2013 年达到高峰，此后再 2014、2015 年开始回落。总体来看，公司现金流情况良好。

5. 盈利预测及估值

江山化工通过此次收购将进入技术门槛较高的高分子材料领域，在国内聚碳酸酯领域

处于领先地位，有利于提升公司价值。如果资产注入顺利完成，公司 2016-2017 年营业收入有望达到 36.5 亿元和 43.7 亿元。聚碳酸酯业务 2016 年有望贡献 11.3 亿元左右的收入。

从当前情况看公司 2015 年继续亏损，2016 年随着聚碳酸酯业务的注入公司有望扭亏。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为-0.25 元，0.13 元，0.2 元。对应 2016-2017 年 EPS 分别为 46 倍，30 倍。由于公司实际控制人为浙江省铁路投资集团，未来存在资产注入、国企改革预期。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 6：公司主营业务收入展望（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
顺酐及其衍生物			734	807	888	977
二甲基甲酰胺	909	801	768	806	847	889
二甲基乙酰胺	348	301	356	374	392	412
甲胺	276	291	281	295	295	295
甲醇钠	47	59	55	58	58	58
其他（环氧树脂、蒸汽）	45	41	37	37	37	37
聚碳酸酯（PC）				0	1,134	1,701

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

江山化工 2014、2015 年连续 2 年净利润为负，未来公司将被实施退市警示变成*ST。

当前股价低于定增方案确定的定增价 8.04 元，存在定增价格下调的风险，同时市场低迷导致定增进程存在较大的不确定性。

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	900	792	1055	1649	2073	营业收入	1522	2379	2377	3651	4369
货币资金	235	189	285	438	524	营业成本	1332	2237	2181	3228	3829
应收账款	70	103	104	160	192	营业税金及附加	6	6	10	15	17
其他应收款	8	4	4	7	8	营业费用	35	54	71	110	131
预付款项	23	3	98	238	405	管理费用	81	141	204	219	262
存货	175	124	179	265	315	财务费用	32	90	110	25	30
其他流动资产	80	91	91	91	91	资产减值损失	3.13	5.24	16.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1812	1985	2924	3194	3039	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	550	550	550	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	233.25	1652.32	2063.31	2664.29	2641.28	营业利润	33	-156	-215	50	94
无形资产	305	314	283	251	220	营业外收入	4.77	6.31	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.47	4.54	15.00	8.00	8.00
资产总计	2712	2776	3979	4843	5112	利润总额	35	-154	-214	70	106
流动负债合计	809	1150	2139	2704	2760	所得税	6	4	-32	10	15
短期借款	465	528	1478	1847	1786	净利润	29	-158	-182	60	91
应付账款	158	291	299	442	525	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	15	19	25	35	45	归属母公司净利润	29	-158	-182	60	91
一年内到期的非	112	207	207	207	207	EBITDA	416	347	206	506	579
非流动负债合计	664	562	958	1196	1318	BPS (元)	0.09	-0.35	-0.40	0.13	0.20
长期借款	660	558	958	1158	1258	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	1472	1712	3097	3901	4078	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-13.8%	56.3%	-0.05%	53.58%	19.66%
实收资本(或股	349	453	453	453	453	营业利润增长	-41.8%	-535.6%	37.77%	-123.40%	87.37%
资本公积	653	549	549	549	549	归属于母公司净利	-59.2%	-642.0%	14.80%	-133.25%	51.12%
未分配利润	111	-72	-208	-163	-94	获利能力					
归属母公司股东	1239	1064	882	943	1034	毛利率(%)	12%	6%	8%	12%	12%
负债和所有者权	2712	2776	3979	4843	5112	净利率(%)	2%	-7%	-8%	2%	2%
现金流量表						总资产净利润(%)	1%	-6%	5%	1%	2%
						ROE(%)	2%	-15%	-21%	6%	9%
单位:百万元						偿债能力					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		资产负债率(%)	54%	62%	78%	81%	80%
经营活动现金流	50	163	126	275	361	流动比率	1.11	0.69	0.49	0.61	0.75
净利润	29	-158	-182	60	91	速动比率	0.90	0.58	0.41	0.51	0.64
折旧摊销	351.48	412.75	0.00	430.41	454.41	营运能力					
财务费用	32	90	110	25	30	总资产周转率	0.63	0.87	0.70	0.83	0.88
应付账款的变化	0	0	8	143	82	应收账款周转率	22	28	23	28	25
预收账款的变化	0	0	6	9	11	应付账款周转率	7.47	10.59	8.06	9.86	9.04
投资活动现金流	-675	-163	-1266	-705	-305	每股指标(元)					
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.09	-0.35	-0.40	0.13	0.20
长期股权投资减	0	0	550	550	550	每股净现金流(最	-0.07	-0.12	0.21	0.34	0.19
投资收益	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.55	2.35	1.95	2.08	2.28
筹资活动现金流	601	-56	1236	583	30	估值比率					
应付债券增加	465	528	1478	1847	1786	P/E	102.89	-26.46	-23.09	69.45	45.96
长期借款增加	660	558	958	1158	1258	P/B	2.61	3.95	4.76	4.45	4.06
普通股增加	209	105	0	0	0	EV/EBITDA	10.16	15.26	31.88	13.79	11.97
资本公积增加	422	-104	0	0	0						
现金净增加额	-24	-55	96	153	86						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。