

转型液化气深加工

13 年盈利迎转折

投资要点:

1. 事件

公司发布 2012 年年度报告, 2012 年实现营业收入 17.66 亿元, 同比下降 1.55%, 归属于上市公司股东净利润 0.72 亿元, 同比上升 829.16%, 对应每股收益 (摊薄) 0.31 元。扣除非经常损益的净利润则为 0.13 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税), 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

四季度实现营业收入 5.20 亿元, 归属于上市公司股东净利润 0.14 亿元, 对应每股收益 (摊薄) 0.06 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、股权转让、甩掉包袱推动业绩大幅增长

考虑到远兴江山经营情况短期难以好转, 公司通过股权转让及时止损, 甩掉包袱后轻装上阵。出售资产获得的投资收益为 4688.71 万元, 是业绩大幅增长的主要因素。过去几年, 公司主业一直保持在 7000 万左右的盈利水平; 12 年浆料市场竞争加剧, 需求下滑, 加上 DMF 产能快速增长, 12 年公司主营盈利大幅下滑至约 4000 万。

DMF、DMAC 是公司主要的盈利来源。12 年 DMF 毛利率为 10.14%, 同比减少 2.06 个百分点, 主要由于 DMF 景气下滑所致。DMAC 竞争格局较好, 下游氨纶需求保持稳步增长, 12 年毛利率同比提升 3.32 个百分点至 22.89%。

(二)、旺季到来, DMF 提价

春节后, 下游树脂浆料企业开工逐渐恢复, 氨纶更是达到 9 成的开工率, 江山化工、华鲁恒升等 DMF 大厂供需形势趋好, 本身库存也较低, 再加上 DMF 将进入传统的旺季需求月份, 在此企业纷纷提价 300 元/吨。经济弱复苏, 加上传统旺季的到来, 我们对 DMF 持相对乐观的态度。预计 DMF 需求将保持 10% 左右的增速增长, 而新增产能有所放缓, DMF 行业的供需格局有望出现好转。DMF 价格每上涨 500 元/吨, 增厚公司 EPS0.28 元, 弹性很大。

江山化工 (002061.SZ)

推荐 评级

分析师

袁孝锋

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511050001

王强

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511080002

胡 昂

✉: huang@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130512070003

市场数据	时间 2013-3-15
A 股收盘价(元)	10.07
A 股一年内最高价(元)	11.72
A 股一年内最低价(元)	6.88
上证指数	2278
市净率	2.34
总股本 (亿股)	2.32
实际流通 A 股 (亿股)	1.40
限售的流通 A 股 (亿股)	0.92
流通 A 股市值(亿元)	14.10

(三)、转型液化气深加工，13 年业绩迎来转折

公司一直致力于 DMF、DMAC 的生产和销售，DMF 产能位居国内第二，DMAC 产能位居国内第一。考虑到未来 DMF 及 DMAC 的市场空间增长有限，为推动公司业务进一步发展、收入和利润更上一个台阶，公司正转向 C4 产业链的深加工，进军石化产业，有望开启新的成长之路。

公司募投项目为 8 万吨/年顺酐及衍生物一体化项目，其中 8 万吨正丁烷制顺酐项目盈利前景很好。从纯苯的供应形势来看，下游需求增速远超供给增速，13 年供不应求的局面加剧，13 年纯苯价格维持高位的概率很大。在此，顺酐的成本支撑强，正丁烷法的优势明显。按照当前液化气成本测算，我们预计公司单吨顺酐的盈利在 2000 元/吨左右，如果算上副产蒸汽，则单吨盈利有望超过 3000 元。随着 C4 深加工装置的运行投产，公司将迎来新一轮的大发展。

3. 投资建议

国内 DMAC 经营格局稳定，该产品能为公司带来稳定的盈利，而 DMF 业务有望迎来好转。8 万吨正丁烷制顺酐项目将是公司业绩贡献的新来源，预计在今年 4 月份投料试车，下半年有望全面贡献业绩。随着 C4 深加工装置的运行投产，公司将迎来新一轮的大发展，13 年也有望成为公司盈利的新起点。我们预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.60 元和 0.98 元，对应目前股价 PE 分别为 16.8x、10.3x，给予推荐评级。

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	1362	1793	1766	2256	2769
营业成本	1331	1836	1757	2097	2506
营业税金及附加	6	7	8	11	14
营业费用	44	63	40	50	61
管理费用	66	110	87	111	136
财务费用	23	79	53	25	23
资产减值损失	5	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	47	0	0
营业利润	31	-42	56	159	263
营业外收入	21	7	8	8	8
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	49	-37	61	164	268
所得税	10	13	1	25	40
净利润	39	-50	60	139	228
少数股东损益	-12	-57	-12	0	0
归属于母公司净利润	51	8	72	139	228
EPS (元)	0.36	0.05	0.51	0.60	0.98

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋、王强、胡昂，石油化工行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn