



石化行业

报告原因：公布半年报

2013年9月2日

市场数据：2013年9月2日

收盘价（元）	5.5
一年内最高/最低（元）	8.08/4.54
市净率	2.9
市盈率	29.7
流通A股市值（百万元）	1155

基础数据：2013年6月30日

每股净资产（元）	3.53
资产负债率%	50.53
总股本/流通A股(百万)	348.66/209.97
流通B股/H股(百万)	

相关研究

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email:sumiao@sxzq.com

021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

江山化工 (002061) 维持

业绩低于预期，新增顺酐产能即将投放 增持

盈利预测:		单位：百万元、元、倍			
		营业收入	营业成本	净利润	每股收益
2012A	1,766	1,569	59.72	0.21	26.77
2013E	1,854	1,609	64.58	0.19	29.69
2014E	2,246	1,948	75.13	0.22	25.52
2015E	2,684	2,311	110.17	0.32	17.41

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：2013年1~6月营业收入为6.98亿，同比减少13.44%，归属于上市公司股东的净利润为2275.46万元，同比减少50.57%，扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为1880.76万元，同比增加1056.88%，2013年1~6月的每股收益为0.06元，公司预计1~9月份归属上市公司股东净利润为2320~4060万元，同比减少-60%~-30%。

●DMF产品价格下跌导致收入低于预期，但是盈利能力小幅提升。DMF的销售收入为3.63亿，同比减少18.53%，营业利润为4309万元，同比增加10%，DMAC的收入为1.48亿，同比减少15.53%，营业利润为3757万元，同比增长6.4%，通过对比销售收入和营业利润，尽管销售收入出现了下滑，但是营业利润反而出现了上涨，这也可以解释DMF和DMAC的毛利率会出现明显上升，其中DFM的毛利率从8.75%上升到了11.85%，而DMAC的毛利率从20.1%上升到25.37%。从价格来看，2013年1~6月份，江山化工生产的DMF的价格为5350~6050元/吨，去年同期价格为6300元/吨左右，从原材料价格来看，2013年1~6月甲醇(华东市场价)的价格为2600~2800元/吨左右，去年同期价格为2800~3000元/吨，正是由于主要原材料甲醇价格大幅下滑，导致DMF在产品价格下跌的情况下，仍能保持产品盈利能力的稳定。

●我们预计第3季度DMF的价格会小幅上涨。我们认为DMF的价格出现上涨的主要原因有二个，第一，DMF的主要原材料是甲醇，华东市场甲醇价格8月初开始，价格出现上涨，8月初华东市场甲醇的价格为2600元/吨左右，目前价格为3000元/吨左右，受原材料价格上涨的影响，我们认为DMF价格具有上涨的动力。第二，DMF的主要下游是聚氨酯浆料，一般而言，聚氨酯浆料在第3季度是销售旺季，需求会小幅好转，因此从需求的角度来看，我们认为下游需求对于DMF的价格上涨不会产生明显的抑制。从DMF的竞争结构来看，目前华鲁恒升和江山化工在DMF市场具有比较大的市场份额，2012年华鲁恒升、江山化工和安阳九天三家企业的合计市场占有率为70%左右，因此DMF的市场集中度非常高。通过分析原材料、下游需求和市场竞争结构，我们判断DMF价格上涨的概率比较大。

- **8万吨顺酐项目目前正处于试车调试阶段。**在前期调研报告中，我们就非常看好公司顺酐的盈利水平。正丁烷的含税价格为6000元/吨，预计正丁烷法顺酐的成本大约为7900~8000元/吨左右，目前华东顺酐的价格为11500元/吨，苯法顺酐基本是盈亏平衡，不考虑蒸汽的销售收入，正丁烷法顺酐的单吨毛利大约为1800~2000元/吨左右，毛利率大约为20%左右，在目前的价格条件下，正丁烷法顺酐的盈利能力比较强。目前8万吨顺酐项目正处于试车调试阶段，预计第4季度可以贡献实质业绩，目前公司公司的生产装置不仅能生产顺酐，也可以生产BDO，目前BDO的盈利能力非常差，如果公司以生产BOD为主，预计盈利能力会低于预期。
- **核心假设：**
 - 1、公司的主要产品包括DMF、DMAC和顺酐的销量、不含税价格和毛利率的假设情况如下；
 - 2、宁波江宁化工的所得税率为25%，公司最终实际所得税税率按照15%估算；

图表1：主要产品的毛利率及销量假设

		2012E	2013E	2014E
DMF	销量(万吨)	17.50	17.50	17.50
	不含税价格(元/吨)	4615.38	4786.32	4786.32
	毛利率(%)	10.97%	12.06%	12.06%
DMAC	销量(万吨)	5	5	5
	不含税价格(元/吨)	6837.61	7008.55	7008.55
	毛利率(%)	21.91%	23.82%	23.82%
顺酐	销量(万吨)	1.5	3	5
	不含税价格(元/吨)	9829.06	9829.06	9829.06
	毛利率(%)	19.00%	19.00%	19.00%

数据来源：山西证券研究所

- **业绩和估值。**预计公司2013~2015年的每股收益为0.19、0.22、0.32元，公司新增产能8万吨顺酐项目，目前处于试车阶段，预计第4季度开始释放业绩，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。**顺酐产能释放进度低于预期



图表2：财务报表预测及财务指标（单位：百万元 更新日期：2013/9/2）

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,793.27	1,765.52	1,830.91	2,230.73	2,669.37	现金	171.10	290.99	200.00	200.00	200.00
YOY(%)	31.6%	-1.5%	3.7%	21.8%	19.7%	交易性金融资产	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,566.55	1,568.91	1,591.77	1,930.41	2,293.56	应收款项净额	246.00	340.37	352.98	430.06	514.62
营业税金及附加	6.95	7.98	8.28	10.08	12.07	存货	186.38	103.88	106.20	127.56	152.11
销售费用	63.40	39.99	32.96	40.15	48.05	其他流动资产	21.14	36.10	37.44	45.61	54.58
占营业收入比(%)	3.5%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	流动资产总额	624.65	771.34	696.62	803.23	921.31
管理费用	102.94	81.33	84.22	102.61	122.79	固定资产净值	982.57	246.33	1,064.76	1,144.17	1,143.51
占营业收入比(%)	5.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	减: 资产减值准备	(10.07)	0.21	0.91	0.98	0.97
EBIT	46.33	61.25	101.75	135.54	180.98	固定资产净额	972.50	246.54	1,065.66	1,145.14	1,144.49
财务费用	78.56	52.71	38.22	55.66	59.78	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	4.4%	3.0%	2.1%	2.5%	2.2%	在建工程	51.08	818.00	150.85	44.28	11.12
资产减值损失	(9.73)	0.18	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	0.27	46.93	3.00	7.00	7.00	固定资产总额	1,023.58	1,064.54	1,216.52	1,189.43	1,155.61
营业利润	(41.69)	55.63	66.54	86.88	128.20	无形资产	269.06	298.27	286.34	274.41	262.48
营业外净收入	4.91	5.19	5.00	5.00	5.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	(36.78)	60.81	71.54	91.88	133.20	其他长期资产	8.05	7.58	7.58	7.58	7.58
所得税	12.87	1.09	10.73	13.78	19.98	资产总额	1,925.34	2,141.73	2,207.05	2,274.65	2,346.98
所浮税率(%)	-35.0%	1.8%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	436.98	492.26	697.54	615.77	496.56
净利润	(49.65)	59.72	60.81	78.10	113.22	应付款项	337.57	310.73	317.68	381.58	454.99
占营业收入比(%)	-2.8%	3.4%	3.3%	3.5%	4.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	57.28	11.92	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	185.38	94.15	95.86	115.26	137.47
归属母公司净利润	7.63	71.63	60.81	78.10	113.22	流动负债	959.93	897.14	1,111.09	1,112.61	1,089.01
YOY(%)	-85.0%	838.8%	-15.1%	28.4%	45.0%	长期借款	382.00	641.28	441.28	441.28	441.28
EPS(元)	0.05	0.21	0.17	0.22	0.32	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	2.11	1.80	1.49	1.18	0.87
						负债总额	1,344.04	1,540.22	1,553.86	1,555.07	1,531.16
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	少数股东权益	49.58	(1.10)	(1.10)	(1.10)	(1.10)
成长能力						股东权益	531.72	602.61	654.30	720.68	816.92
营业收入	31.6%	-1.5%	3.7%	21.8%	19.7%	负债和股东权益	1,925.34	2,141.73	2,207.05	2,274.65	2,346.98
营业利润	-235.1%	-233.4%	19.6%	30.6%	47.6%						
净利润	-85.0%	838.8%	-15.1%	28.4%	45.0%						
获利能力											
毛利率(%)	12.6%	11.1%	13.1%	13.5%	14.1%						
净利润率(%)	-2.8%	3.4%	3.3%	3.5%	4.2%						
ROE(%)	1.4%	11.9%	9.3%	10.8%	13.9%						
ROA(%)	0.4%	3.3%	2.8%	3.4%	4.8%						
偿债能力											
流动比率	0.65	0.86	0.63	0.72	0.85	税后利润	7.63	71.63	60.81	78.10	113.22
速动比率	0.46	0.74	0.53	0.61	0.71	加: 少数股东损益	418.08	-1.04	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	69.8%	71.9%	70.4%	68.4%	65.2%	公允价值变动	9.73	-0.18	0.00	0.00	0.00
营运能力						折旧和摊销	96.66	65.58	60.65	89.09	95.75
总资产周转率	93.1%	82.4%	83.0%	98.1%	113.7%	营运资金的变动	241.64	-155.02	-8.61	-23.70	-22.77
应收账款周转天数	50.07	70.37	70.37	70.37	70.37	经营活动中现金流	773.74	-19.03	112.85	143.49	186.20
存货周转天数	45.84	24.99	24.99	24.99	24.99	短期投资	-0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.05	0.21	0.17	0.22	0.32	固定资产投资	-56.62	-90.38	-200.00	-50.00	-50.00
每股净资产	3.80	1.73	1.88	2.07	2.34	投资活动现金流	-56.65	-90.35	-200.00	-50.00	-50.00
估值比率						税后利润	7.63	71.63	60.81	78.10	113.22
P/E	100.9	26.8	31.5	24.6	16.9	加: 少数股东损益	418.08	-1.04	0.00	0.00	0.00
P/B	1.4	3.2	2.9	2.7	2.3	公允价值变动	9.73	-0.18	0.00	0.00	0.00

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。