

甘氨酸供应紧张制约草甘膦行业开工

——江山股份（600389）调研快报

2014 年 04 月 18 日

推荐/首次

江山股份

调研快报

1 郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

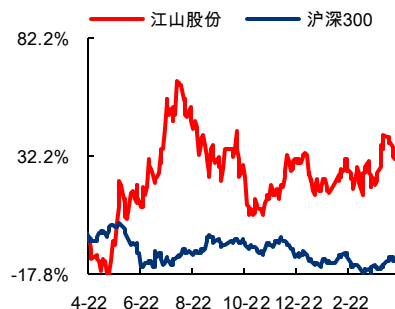
执业证书编号:

S1480512070001

交易数据

52 周股价区间 (元)	38.61-29.52
总市值 (亿元)	76.45
流通市值 (亿元)	76.45
总股本/流通 A 股 (万股)	19800/19800
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.44

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

事件：近期我们调研了江山股份，与公司就草甘膦生产经营以及原料供应情况进行了交流。

主要观点：

1、公司业绩对草甘膦价格弹性大。

公司产品包括农药、氯碱、蒸汽热电，其中农药贡献近 70%的收入及 80%的利润，农药产品中，草甘膦是农药的主要贡献品种（还有少数杀虫剂品种，敌敌畏、敌百虫，价格平稳）。2013 年，公司业绩实现近 8 倍的增长，业绩大幅增长的原因除公司管理层采取的技改等降本增效措施贡献外，主要还在于草甘膦价格从 12 年初的 2.5 万元/吨上涨至 13 年最高的 4 万元/吨，公司是上市公司中草甘膦价格上涨弹性最大的企业。

2、环保核查结果将于 5 月份公布。

2014 年一季度，草甘膦价格从 3 万元/吨上涨至目前 3.6 万元，原定 3 月份出的环保核查名单推迟至 5 月份，近期由于缺乏催化因素，且市场传闻某化工上市公司有草甘膦产能投放，所以相关概念股下挫。但我们认为，目前环保强度下，对于本无生产许可证的公司，不可能发送新的许可证，我们也已进行过核实。经我们业内了解，目前价格及环保压力条件下，尚未听闻扩产计划。

3、甘氨酸供应紧张将制约草甘膦行业开工。

目前，我们认为主要的影响因素来自于甘氨酸的供应紧张。国内草甘膦约 70%采用甘氨酸法，吨耗比例为 0.6。甘氨酸同样属于污染大户，吨废水量 3 万吨，废水处理难度大、成本高。13 年至今，已有山东鸿泰 5 万吨、河北元氏宏升 2 万吨产能关停，目前总产能在 25-30 万吨之间，按照国内甘氨酸法草甘膦 56 万吨计算，需要甘氨酸 33.6 万吨，目前甘氨酸的供应处于紧平衡状态。甘氨酸第一大生产企业河北东华具备 15 万吨产能，其中 2 万吨停掉，其余开工不满，目前有下游草甘膦企业人员蹲守等待拿货。我们认为当下环保对原料的制约是支撑草甘膦价格的主要因素。

4、后续几个事件将对草甘膦价格有明显影响。

国内草甘膦主要出口，江山主要走长单（7 万吨产能），根据现货价格月度调整价格。后续几个事件将对公司股价有明显影响：5 月份环保核查名单的公布及是否有完整的配套措施，如出口配额的限制；下半年北京 APEC 会议的召开影响甘氨酸的开工（河北甘氨酸产能占 50%以上）；9 月份开始的南美出口旺季。

结论：

公司草甘膦业务占比大，对草甘膦价格的业绩弹性大。我们认为，目前甘氨酸供应紧张是制约草甘膦开工的关键因素。公司 7 万吨产能中有 3 万吨是甘氨酸生产法，4 万吨是 IDAN 生产法。根据公司年报披露信息，农药销售 6.76 万吨，销售收入 21.6 亿元（其中草甘膦收入 18.7 亿元，占比 87%），均价 3.2 万元/吨。经我们模型测算，草甘膦价格上涨 1000 元/吨，对应的 EPS 弹性为 0.18 元。我们假设 2014 年公司农药均价同比有 4000-5000 元/吨的上涨幅度，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 2.6、3.1、3.2 元，对应 PE 分别为 15、13、12 倍，给予公司“推荐”投资评级。

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	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	826	935	1029	1083	1129	营业收入	3008	3163	3504	3744	3906
货币资金	163	274	315	337	352	营业成本	2630	2422	2575	2677	2793
应收账款	134	124	144	154	161	营业税金及附加	2	8	8	9	9
其他应收款	3	4	5	5	5	营业费用	44	45	50	54	56
预付款项	44	26	26	26	26	管理费用	172	212	234	251	261
存货	447	470	494	513	536	财务费用	108	85	56	56	56
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	19.83	37.91	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	2418	2338	1764	1601	1438	公允价值变动收益	-1.27	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	102	120	1	1	1	投资净收益	14.39	30.95	30.00	30.00	30.00
固定资产	1724.06	1899.42	1762.87	1626.32	1489.45	营业利润	45	384	589	708	741
无形资产	224	214	193	171	150	营业外收入	16.11	15.91	16.00	16.00	16.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	22.13	11.32	11.00	11.00	11.00
资产总计	3244	3273	2793	2684	2566	利润总额	39	389	594	713	746
流动负债合计	2239	2005	1628	1697	1770	所得税	5	86	89	107	112
短期借款	1667	982	981	980	979	净利润	35	303	505	606	634
应付账款	223	240	247	257	268	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	161	202	248	297	347	归属母公司净利润	33	303	505	606	634
一年内到期的非	80	0	0	0	0	EBITDA	372	711	804	922	955
非流动负债合计	66	57	38	24	14	EPS (元)	0.17	1.53	2.55	3.06	3.20
长期借款	2	2	2	2	2	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	2305	2062	1666	1721	1784	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	15.6%	5.1%	10.80%	6.86%	4.32%
实收资本 (或股	198	198	198	198	198	营业利润增长	-203.4%	760.9%	53.51%	20.16%	4.63%
资本公积	214	214	214	214	214	归属于母公司净利润	559.3%	808.7%	66.89%	20.00%	4.60%
未分配利润	428	669	978	1349	1737	获利能力					
归属母公司股东	939	1210	1568	1999	2449	毛利率 (%)	13%	23%	27%	29%	29%
负债和所有者权	3244	3273	3234	3719	4233	净利率 (%)	1%	10%	14%	16%	16%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润 (%)	1%	9%	18%	23%	25%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	4%	25%	32%	30%	26%
经营活动现金流	454	641	333	847	881	偿债能力					
净利润	35	303	505	606	634	资产负债率 (%)	71%	63%	52%	46%	42%

折旧摊销	219.55	242.00	0.00	157.97	158.29	流动比率	0.37	0.47	0.63	0.64	0.64
财务费用	108	85	56	56	56	速动比率	0.17	0.23	0.33	0.34	0.34
应付帐款的变化	0	0	7	10	11	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	46	49	51	总资产周转率	0.89	0.97	1.08	1.08	0.98
投资活动现金流	-142	-82	123	10	10	应收账款周转率	21	25	26	25	25
公允价值变动收-1	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.04	13.67	14.39	14.87	14.89
长期投资	102	120	1	1	1	每股指标（元）					
投资收益	14	31	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.17	1.53	2.55	3.06	3.20
筹资活动现金流	-456	-520	-223	-246	-249	每股净现金流(最新-0.73)	0.20	1.18	3.09	3.24	
短期借款	1667	982	981	980	979	每股净资产(最新摊4.74)	6.11	7.92	10.09	12.37	
长期借款	2	2	2	2	2	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	229.65	25.27	15.14	12.62	12.07
资本公积增加	2	0	0	0	0	P/B	8.15	6.32	4.88	3.83	3.12
现金净增加额	-144	39	233	611	642	EV/EBITDA	24.82	11.76	10.35	9.00	8.67

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事化工行业（精细化工/化肥/农药等）研究。

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。