



**谨慎
买入**

12% ↑

目标价格:人民币 19.36

原目标价格:人民币 13.40

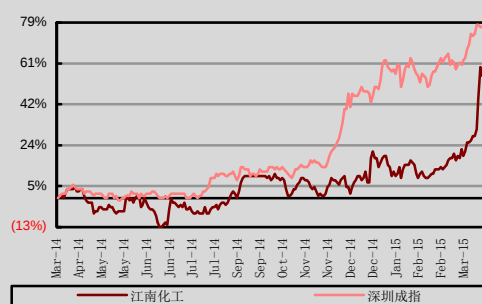
002226.CH

价格:人民币 17.3

目标价格基础:38倍 15年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	35.4	39.0	35.4	56.8
相对深证成指	23.6	29.5	16.2	(22.6)

发行股数(百万)	398
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	6,841
3个月日均交易额(人民币 百万)	138
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
盾安控股集团有限公司	33

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年3月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

苏文杰

(8610)66229389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

江南化工

2014年公司净利润同比下降40%

2014年公司实现营业收入17.9亿元,同比减少7.4%;归属母公司净利润1.6亿元,同比减少39.8%;实现每股收益为0.41元。公司每10股派发现金红利4.50元(含税),送红股0股(含税),以资本公积金向全体股东每10股转增10股。炸药行业虽然增速下降,但公司依然坚定向前迈进,公司目前已经基本完成了爆破服务资质、人才的积累,马钢罗河项目、库车鑫发项目将为公司奠定发展基石,公司爆破服务业务步入较快增长期。我们上调目标价至19.36元,评级为谨慎买入。

支撑评级的要点

- 2014年公司净利润同比大幅下降近40%,主要原因有:(1)受新疆反恐形势影响,火工品禁运,销售量下降;(2)与中金立华工业工程服务有限公司合作,其单方面对安庆市向科爆破工程技术有限公司增资,致使公司失去对向科爆破的控制权,计提商誉减值准备1,838万元;(3)母公司因美国奥斯汀项目技术协助费摊销,增加费用1,082万元。
- 经过三年的修炼内功,公司行业资质、人才得到很大提升,目前拥有了爆破作业一级资质、爆破与拆除工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包三级资质。从人才来说,经过这两年的积累公司爆破服务领域高级职称人才达到40余人,工程技术人员达到300余人。有资质有人才,再加上公司管理层务实灵活的管理作风,我们相信公司爆破服务有望腾飞发展。

评级面临的主要风险

- 并购和合作项目不达预期风险;炸药需求低于预期的风险。

估值

- 我们预计公司2015-2017年的每股收益分别为0.51元、0.55元和0.61元,考虑到公司的规模效应、盾安优异的管理能力,我们给予公司2015年38倍的市盈率水平,目标价由13.40元上调为19.36元,评级为谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,936	1,793	1,943	2,210	2,558
变动(%)	9	(7)	8	14	16
净利润(人民币 百万)	269	162	204	220	243
全面摊薄每股收益(人民币)	0.673	0.407	0.512	0.553	0.609
变动(%)	3.2	(39.6)	25.9	8.0	10.2
先前预测每股收益(人民币)			0.735	0.814	
调整幅度(%)			(30.3)	(32.1)	
全面摊薄市盈率(倍)	25.7	42.6	33.8	31.3	28.4
价格/每股现金流量(倍)	39.0	18.4	15.5	22.1	16.5
每股现金流量(人民币)	0.44	0.94	1.11	0.78	1.05
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.7	16.0	15.0	13.8	12.4
每股股息(人民币)	0.148	0.214	0.405	0.270	0.270
股息率(%)	0.9	1.2	2.3	1.6	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2014 年经营情况分析

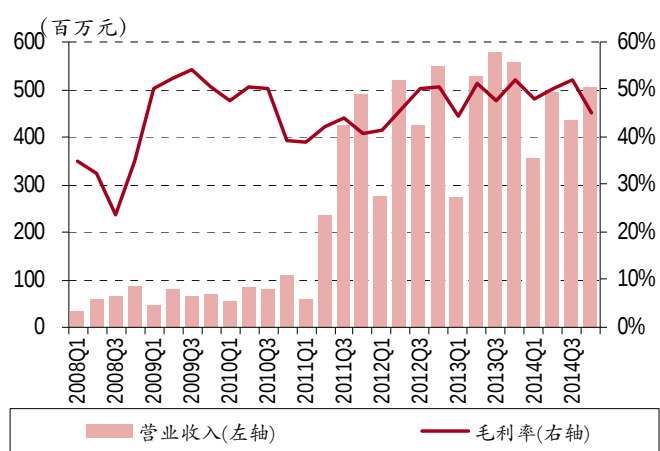
2014 年公司实现营业收入 17.9 亿元, 同比减少 7.4%, 归属母公司净利润 1.6 亿元, 同比减少 39.8%; 实现每股收益为 0.41 元。2014 年公司综合毛利率为 48.70%, 同比下降 0.68 个百分点; 同期净利率为 13.01%, 同比下降 5.45 个百分点。

公司 2014 年利润分配预案为: 以 2014 年 12 月 31 日的公司总股本 398,285,496 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 4.50 元 (含税), 送红股 0 股 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

2014 年公司净利润同比大幅下降近 40%, 主要原因有: (1) 受新疆反恐形势影响, 火工品禁运, 销售量下降; (2) 与中金立华工业工程服务有限公司合作, 其单方面对安庆市向科爆破工程技术有限公司增资, 致使公司失去对向科爆破的控制权, 计提商誉减值准备 1,838 万元; (3) 母公司因美国奥斯汀项目技术协助费摊销, 增加费用 1,082 万元。

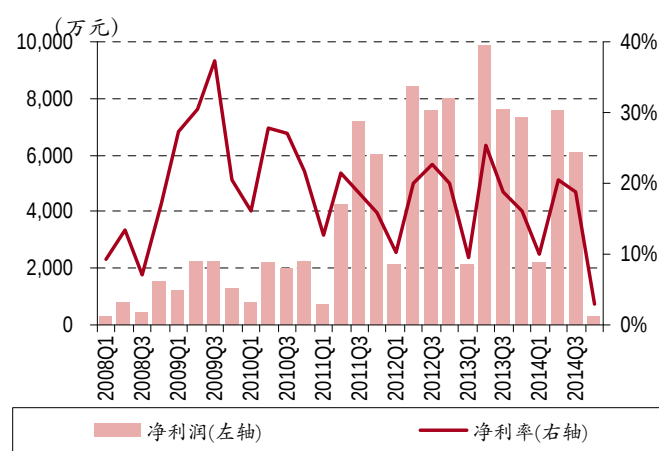
2014 年 4 季度公司实现营业收入 5.1 亿元, 同比减少 9.0%, 环比增加 16.4%; 2014 年 4 季度公司实现净利润 320 万元, 同比减少 95.6%, 环比减少 94.8%; 2014 年 4 季度公司综合毛利率为 44.95%, 同比下降 13.27 个百分点, 环比下降 7.05 个百分点; 2014 年 4 季度公司净利率为 2.95%, 同比下降 13.10 个百分点, 环比下降 15.77 个百分点。4 季度净利润大幅下降主要是由于毛利率下降、商誉减值增加、费用增加等因素。

图表 1. 分季度收入、毛利率情况



资料来源: 公司资料及中银国际研究

图表 2. 分季度净利润、净利率情况



资料来源: 公司资料及中银国际研究

矿山爆破业务蓄势待发, 后续有望较快发展

2011 年 6 月盾安集团炸药业务借江南化工壳上市之后, 这两年多的时间一直处于修炼内功阶段。经过这两年多的时间, 公司行业资质等级得到很大提升, 目前拥有了爆破作业一级资质、爆破与拆除工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包叁级, 公司虽然尚未有矿山工程施工总承包资质, 但从标准来说, 公司已经达到矿山工程施工总承包资质的条件。另外, 市场上拥有矿山工程施工总承包资质的企业非常多, 据我们不完全统计光一级资质就有 77 个, 二、三级就更多了, 公司完全可以通过并购的方式取得, 并且公司也在努力申请资质。从人员来说, 经过这两年的积累, 公司爆破服务领域高级职称人才达到 40 余人, 工程技术人员达到 300 余人, 这已经达到采剥业务 10 亿元以上规模的人员储备。有资质有人才, 再加上公司管理层务实灵活的管理作风, 我们相信公司爆破服务有望腾发发展。

图表 3. 江南化工各爆破服务子公司资质人才情况

子公司	人才情况	资质情况	持股比例(%)
安徽江南爆破工程有限公司	高级职称 14 人, 工程技术人员 60 人	爆破作业一级资质	98.29
四川宇泰特种工程技术有限公司	高级爆破工程师 8 人; 中级以上工程技术人员 50 人	爆破作业一级资质; 爆破与拆除工程专业承包一级资质; 土石方工程专业承包叁级	75.00
新疆天河爆破工程有限公司	爆破工程技术人员 50 余人		84.26*51
安庆市向科爆破工程技术有限公司	中高级技术人员近 20 人, 初级及爆破员 100 余人	爆破作业二级资质	90.36
内蒙古科大爆破工程有限公司	高级职称 6 人, 爆破工程技术人员 30 余人	爆破作业二级资质	控股子公司
合计	高级职称 40 人左右, 技术人员 300 人左右		

资料来源: 公司网站、中银国际研究

公司估值

我们预计公司 2015-2017 年的每股收益分别为 0.51 元、0.55 元和 0.61 元, 考虑到公司的规模效应、盾安优异的管理能力, 我们给予公司 2015 年 39 倍的市盈率水平, 目标价由 13.40 元上调为 19.36 元, 评级为 **谨慎买入**。

图表 4. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年	2014 年	同比变动(%)
一、营业总收入	1,935.8	1,792.6	(7.4)
营业收入	1,935.8	1,792.6	(7.4)
二、营业总成本	1,518.4	1,516.8	(0.1)
营业成本	979.9	919.6	(6.2)
营业税金及附加	30.7	25.8	(15.9)
销售费用	151.1	159.7	5.6
管理费用	312.1	344.7	10.4
财务费用	24.5	38.5	56.9
资产减值损失	20.1	28.6	42.1
三、其他经营收益	19.2	14.9	(22.0)
公允价值变动净收益			
投资净收益	19.2	14.9	(22.0)
汇兑净收益			
四、营业利润	436.6	290.7	(33.4)
加: 营业外收入	30.2	23.2	(23.0)
减: 营业外支出	12.4	15.0	21.5
五、利润总额	454.4	298.9	(34.2)
减: 所得税	97.0	65.7	(32.3)
加: 未确认的投资损失			
六、净利润	357.3	233.2	(34.7)
减: 少数股东损益	88.2	71.3	(19.2)
归属于母公司所有者的净利润	269.1	161.9	(39.8)
七、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.68	0.41	(39.8)
(二) 稀释每股收益(元)	0.68	0.41	(39.8)
主要指标(%)			
营业利润率	49.38	48.70	
息税前利润率	22.55	16.22	
净利润率	18.46	13.01	

资料来源: 公司数据、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,936	1,793	1,943	2,210	2,558
销售成本	(980)	(920)	(1,042)	(1,212)	(1,431)
经营费用	(412)	(443)	(453)	(521)	(611)
息税折旧前利润	543	430	448	477	516
折旧及摊销	(81)	(87)	(77)	(82)	(87)
经营利润(息税前利润)	462	343	370	395	429
净利息收入/(费用)	(18)	(31)	(34)	(31)	(28)
其他收益/(损失)	17	(5)	(4)	(5)	(6)
税前利润	454	299	327	351	386
所得税	(97)	(66)	(72)	(77)	(85)
少数股东权益	(88)	(71)	(51)	(55)	(60)
净利润	269	162	204	220	243
核心净利润	271	178	211	229	252
每股收益(人民币)	0.673	0.407	0.512	0.553	0.609
核心每股收益(人民币)	0.677	0.446	0.530	0.574	0.633
每股股息(人民币)	0.148	0.214	0.405	0.270	0.270
收入增长(%)	9	(7)	8	14	16
息税前利润增长(%)	14	(26)	8	7	9
息税折旧前利润增长(%)	12	(21)	4	7	8
每股收益增长(%)	3	(40)	26	8	10
核心每股收益增长(%)	5	(34)	19	8	10

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	454	299	327	351	386
折旧与摊销	81	87	77	82	87
净利息费用	25	38	40	38	37
运营资本变动	(300)	(17)	77	(77)	0
税金	(97)	(66)	(72)	(77)	(85)
其他经营现金流	14	33	(5)	(6)	(7)
经营活动产生的现金流	177	375	444	311	417
购买固定资产净值	(179)	(212)	(50)	(50)	(50)
投资减少/增加	(131)	4	0	0	0
其他投资现金流	17	119	5	6	6
投资活动产生的现金流	(293)	(89)	(45)	(44)	(44)
净增权益	48	12	0	0	0
净增债务	305	(115)	(15)	0	0
支付股息	(77)	(66)	(95)	(179)	(119)
其他融资现金流	(120)	(198)	(21)	(16)	(37)
融资活动产生的现金流	156	(367)	(130)	(195)	(156)
现金变动	40	(81)	269	72	217
期初现金	625	665	583	852	924
公司自由现金流	(116)	293	404	274	382
权益自由现金流	159	132	344	229	337

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	667	585	717	878	1,064
应收帐款	680	658	583	669	767
库存	93	101	107	124	151
其他流动资产	2	13	2	2	2
流动资产总计	1,441	1,358	1,409	1,674	1,983
固定资产	825	944	917	886	850
无形资产	1,324	1,356	1,356	1,356	1,356
其他长期资产	374	316	316	316	316
长期资产总计	2,571	2,667	2,640	2,609	2,573
总资产	4,012	4,025	4,049	4,282	4,557
应付帐款	95	113	106	130	158
短期债务	657	491	476	476	476
其他流动负债	177	202	223	249	279
流动负债总计	929	806	806	855	914
长期借款	33	80	80	80	80
其他长期负债	107	109	109	109	109
股本	400	398	398	398	398
储备	2,144	2,145	2,165	2,320	2,501
股东权益	2,544	2,543	2,563	2,718	2,899
少数股东权益	400	486	490	520	554
总负债及权益	4,012	4,025	4,049	4,282	4,557
每股帐面价值(人民币)	6.36	6.39	6.44	6.82	7.28
每股有形资产(人民币)	3.05	2.98	3.03	3.41	3.85
每股净负债/(现金)(人民币)	0.06	(0.04)	(0.40)	(0.81)	(1.27)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.1	24.0	23.0	21.6	20.2
息税前利润率(%)	23.9	19.1	19.1	17.9	16.8
税前利润率(%)	23.5	16.7	16.8	15.9	15.1
净利率(%)	13.9	9.0	10.5	10.0	9.5
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.7	2.0	2.2
利息覆盖率(倍)	15.0	7.5	8.2	8.7	9.5
净权益负债率(%)	0.8	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.6	1.6	1.8	2.0
估值					
市盈率(倍)	25.7	42.6	33.8	31.3	28.4
核心业务市盈率(倍)	25.5	38.7	32.6	30.1	27.3
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	28.6	43.4	36.5	33.7	30.6
市净率(倍)	2.7	2.7	2.7	2.5	2.4
价格/现金流(倍)	39.0	18.4	15.5	22.1	16.5
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	12.7	16.0	15.0	13.8	12.4
周转率					
存货周转天数	35.1	38.5	36.5	34.8	35.0
应收帐款周转天数	96.8	136.2	116.5	103.4	102.4
应付帐款周转天数	16.5	21.2	20.6	19.5	20.6
回报率					
股息支付率(%)	24.5	58.4	87.9	54.3	49.2
净资产收益率(%)	10.9	6.4	8.0	8.3	8.6
资产收益率(%)	9.7	6.7	7.2	7.4	7.6
已运用资本收益率(%)	13.9	9.7	10.4	10.9	11.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371