

江南化工 (002226)
投资评级：增持
报告日期：2015-09-18

当前价格 (元)	7.12
目标价格 (元)	8.00
目标期限 (月)	6

股价走势：

主要数据

总股本(百万股)	791.28
A股股本(百万股)	791.28
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	55.5
A股流通比例(%)	100.0
第一大股东	盾安控股集团
第一大股东持股比例	33.01%
12个月最高/最低(元)	29.34/6.82

分析师：

刘洋
 021-60956118
Ly_hazq@163.com
 S0010515020001

民爆行业龙头 定增促进产业升级
——江南化工调研报告
主要观点：
□ 民爆行业增速放缓，行业加快兼并整合

民爆行业受经济增速放缓影响，未来行业增速放缓，同时国家放开民爆器材价格，鼓励行业竞争，行业面临产能过剩，竞争加剧的局面。十三五政府鼓励民爆产业上下游企业资源整合和延伸，推进一体化进程，使优势资源向龙头和骨干企业集中。公司作为民爆行业龙头，未来将借助资本平台，加快外延扩张，整合上下游产业。

□ 公司优化产品和服务结构，加快爆破服务一体化

西部民爆器材需求快速增长，公司加快在新疆、四川等西部地区布局。为适应客户需求，提升爆破工程收入占比，公司通过打造矿山开采设计、混装生产、矿山采掘、矿产品粗加工一体化服务模式，在产业链整合、区域布局、技术创新等领域确立行业优势地位。

□ 定增促进产业升级

公司拟定增募资11亿元，主要投向矿山工程总承包及矿山生态修复项目、爆破工程一体化项目、民爆智慧工厂项目、智能生产线建设项目和数字化民爆产业链项目，进一步完善公司民爆产品生产、配送、爆破工程服务一体化产业链，提高公司生产制造智能化水平，助力公司转型升级，恢复快速发展。

□ 加快业务转型，培育新材料产业等新的利润增长点

公司通过开展爆炸深加工业，向下游产业链延伸，先后投资纳米金属氧化物、聚晶金刚石和爆炸复合新型金属材料三个爆炸合成新材料项目。积极布局互联网+、云计算、大数据、人工智能等新领域，实现传统业务向信息化、智能化方向转型升级，并拓展新的业务成长空间的战略构想。

□ 盈利预测与投资建议

公司定增促进民爆产业升级，加快爆破服务一体化，同时培育新材料业务，看好公司产业升级和业务转型。预计2015-2017年每股收益分别为0.28、0.30、0.34元，给予公司目标价8.00元，给予“增持”评级。

盈利预测：
单位：百万元

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1793	1407	1288	1352
收入同比(%)	-7%	-22%	-9%	5%
归属母公司净利润	162	112	118	136
净利润同比(%)	-40%	-31%	6%	15%
毛利率(%)	48.7%	48.5%	48.1%	48.0%
ROE(%)	7.7%	4.4%	4.5%	5.1%
每股收益(元)	0.20	0.28	0.30	0.34
P/E	34.30	25.04	23.65	20.63
P/B	2.18	1.79	1.77	1.75
EV/EBITDA	12	9	8	8

资料来源：WIND、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,358	1,064	966	824	营业收入	1,793	1,407	1,288	1,352
现金	585	561	451	273	营业成本	920	725	668	703
应收账款	369	230	232	248	营业税金及附加	26	20	18	19
其他应收款	176	103	116	118	销售费用	160	128	118	126
预付账款	33	41	47	54	管理费用	345	339	284	278
存货	101	74	69	74	财务费用	38	15	16	16
其他流动资产	93	55	51	57	资产减值损失	29	2	(1)	0
非流动资产	2,667	3,495	3,677	3,927	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	58	204	177	147	投资净收益	15	16	19	25
固定资产	911	1,149	1,367	1,567	营业利润	291	193	203	234
无形资产	397	432	476	528	营业外收入	23	25	25	25
其他非流动资	1,301	1,710	1,656	1,686	营业外支出	15	14	14	14
资产总计	4,025	4,559	4,643	4,751	利润总额	299	204	214	245
流动负债	806	734	732	746	所得税	66	45	45	51
短期借款	168	167	167	167	净利润	233	159	169	194
应付账款	89	57	56	61	少数股东损益	71	48	51	58
其他流动负债	549	509	509	519	归属母公司净利润	162	112	118	136
非流动负债	189	183	179	181	EBITDA	416	286	316	369
长期借款	80	80	80	80	EPS (元)	0.20	0.28	0.30	0.34
其他非流动负	109	103	99	101					
负债合计	995	917	912	927					
少数股东权益	486	534	585	643					
股本	398	398	398	398					
资本公积	1,513	2,085	2,085	2,085					
留存收益	577	624	663	698					
归属母公司股东权	2,543	3,108	3,147	3,181					
负债和股东权益	4,025	4,559	4,643	4,751					

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	375	601	298	251
净利润	233	112	118	136
折旧摊销	112	77	98	118
财务费用	46	15	16	16
投资损失	(15)	(16)	(19)	(25)
营运资金变动	(110)	363	36	(52)
其他经营现金	109	50	50	58
投资活动现金流	(89)	(1,052)	(314)	(314)
资本支出	0	(350)	(360)	(370)
长期投资	211	(146)	27	31
其他投资现金	(300)	(557)	19	25
筹资活动现金流	(367)	480	(93)	(115)
短期借款	(30)	(0)	(0)	(0)
长期借款	47	0	0	0
普通股增加	(2)	0	0	0
资本公积增加	(1)	573	0	0
其他筹资现金	(382)	(92)	(93)	(115)
现金净增加额	(81)	29	(109)	(178)

资料来源：华安证券研究所

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-7.40%	-21.50%	-8.50%	5.00%
营业利润	-33.41%	-33.44%	4.80%	15.46%
归属于母公司净利润	-39.83%	-31.05%	5.88%	14.66%
获利能力				
毛利率(%)	48.70%	48.50%	48.10%	48.00%
净利率(%)	9.03%	7.93%	9.18%	10.03%
ROE(%)	7.70%	4.38%	4.53%	5.06%
ROIC(%)	11.45%	7.08%	6.54%	6.84%
偿债能力				
资产负债率(%)	24.73%	20.12%	19.63%	19.51%
净负债比率(%)	8.34%	4.63%	5.70%	10.02%
流动比率	1.68	1.45	1.32	1.10
速动比率	1.56	1.35	1.23	1.01
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.33	0.28	0.29
应收账款周转率	5.11	4.70	5.58	5.64
应付账款周转率	22.03	19.20	22.73	23.14
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.30	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.76	0.38	0.32
每股净资产(最新摊薄)	3.21	3.93	3.98	4.02
估值比率				
P/E	34.3	25.0	23.7	20.6
P/B	2.2	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.74	8.60	8.44	7.81

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。