



# PC满负荷运转，顺利扭亏

——\*ST 江化 (002061) 中报点评

2016年08月24日

强烈推荐/维持

\*ST 江化

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032		
梁博	分析师	执业证书编号: S1480512060006	
	liangbo@dxzq.net.cn 021-65465597		
廖鹏飞	联系人		
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121		
杨行远	联系人	执业证书编号: S1480115060007	
	yangxy@dxzq.net.cn 010-66554024		
刘宇卓	联系人	执业证书编号: S0080114090019	
	liu_yz@dxzq.net.cn 010-66554015		

## 事件:

\*ST 江化发布半年度报告，公司 2016 上半年实现营业收入 16.52 亿元，同比增加 7.07%；实现归属母公司股东净利润 0.16 亿元，同比增长 124.72%。公司的经营业绩明显好转，顺利实现扭亏增盈。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入 (百万元)	565.83	483.84	655.06	652.07	689	450.81	1201.79
增长率 (%)	39.91%	8.98%	2.26%	-10.45%	21.77%	-6.83%	83.46%
毛利率 (%)	12.97%	8.31%	8.27%	7.93%	8.63%	13.68%	14.35%
期间费用率 (%)	20.68%	14.02%	11.91%	10.01%	13.66%	14.47%	11.26%
营业利润率 (%)	-8.25%	-6.76%	-3.96%	-3.20%	-12.68%	-1.66%	2.70%
净利润 (百万元)	-46.19	-35.85	-28.70	-22.79	-96.01	-11.93	27.89
增长率 (%)	1290.60%	408.54%	-55.96%	-42.94%	107.88%	-66.72%	-197.19%
每股盈利 (季度, 元)	-0.10	-0.08	-0.06	-0.05	-0.21	-0.03	0.05
资产负债率 (%)	61.68%	63.68%	63.83%	63.60%	69.20%	64.92%	70.94%
净资产收益率 (%)	-4.34%	-3.49%	-2.87%	-2.33%	-6.22%	-1.37%	1.79%
总资产收益率 (%)	-1.66%	-1.27%	-1.04%	-0.85%	-1.92%	-0.48%	0.52%

## 观点:

- **浙铁大风 PC 满负荷生产。**公司重大资产重组完成标的资产过户，浙铁大风成为公司全资子公司，纳入公司合并报表范围。浙铁大风装置运行平稳，基本实现满负荷生产，产品质量较为稳定，上半年浙铁大风的营收 64830 万元，净利润 728.27 万元。目前公司对浙铁大风的 PC 项目已经开始进行技术升级，未来公司将主要以专业级的 PC 为主，替代目前的通用级产品，且公司未来预计将 PC 进行扩大再生产，在成本端变化较小的情况下，毛利会有较大提升。
- **DMF、DMAC 经营稳定。**公司的主要产品 DMF 和 DMAC 的产品质量居于同行业前列，处于国际同类产品领先水平，生产线处于满负荷开工状态，开工率高于同行业平均水平，同时由于主要原材料甲醇处于下降周期内，毛利率均有不同幅度的上升，特别是 DMAC，毛利率为 38.43%，下半年虽然 G20 有可能影响公司的生产和销售带来一定影响，但是由于下游需求端上半年的提前布局，预计影响有限。
- **顺酐持续减亏。**拖累公司业绩的顺酐，上半年实现毛利率 10.50%，公司的原料采购受益于主要原料 LPG 价格持续下降，成本端发生改善，同时实现了长周期满负荷运行，通过技改项目实施和优化生产控制等降低了产品单耗，降本增效成果显著，副产蒸汽销量提高，且产品市场价格略有回暖，产品产生毛利，亏损面大幅收窄，减轻了公司的亏损。

## 结论:

- 公司主业发展稳定，PC 的注入给公司带来新的增长点，同时，国企改革的预期较为强烈，我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 30.81 亿元、38.31 亿元和 54.45 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.79 亿元、2.12 亿元和 3.72 亿元，每股收益分别为 0.14 元、0.38 元和 0.67 元，对应 PE 分别为 50X、19X、11X。我们看好公司发展，维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	792	695	784	974	1351	<b>营业收入</b>	2379	2480	3082	3832	5445
货币资金	189	214	251	331	470	<b>营业成本</b>	2237	2274	2662	3174	4448
应收账款	103	103	127	157	224	营业税金及附加	6	7	10	13	19
其他应收款	4	2	2	3	4	营业费用	54	55	62	77	109
预付款项	3	1	-1	-3	-6	管理费用	141	169	200	249	354
存货	124	78	88	107	148	财务费用	90	82	61	81	89
其他流动资产	91	62	62	62	62	资产减值损失	5.24	60.55	10.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	1985	1829	2177	2520	2837	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	47	47	47	投资净收益	0.00	0.00	4.00	4.00	4.00
固定资产	1652	1522	1798	2097	2405	<b>营业利润</b>	-156	-167	80	238	428
无形资产	314	297	267	237	208	营业外收入	6	5	18.00	20.00	23.00
其他非流动资产	0	0	6	6	6	营业外支出	4.54	12.67	2.00	3.00	3.00
<b>资产总计</b>	2776	2524	2961	3494	4188	<b>利润总额</b>	-154	-175	96	255	448
<b>流动负债合计</b>	1150	1349	1629	1949	2271	所得税	4	9	16	43	76
短期借款	528	670	1228	1480	1607	<b>净利润</b>	-158	-183	80	212	372
应付账款	291	308	356	425	595	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	19	16	16	16	16	归属母公司净利润	-158	-183	80	212	372
一年内到期的非	207	266	10	0	0	EBITDA	44	44	360	589	814
<b>非流动负债合计</b>	562	294	270	270	270	<b>BPS(元)</b>	-0.35	-0.40	0.14	0.38	0.67
长期借款	558	270	270	270	270	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	1712	1643	1899	2220	2541	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	56.3%	4.3%	24.3%	24.3%	42.1%
实收资本(或股)	453	453	556	556	556	营业利润增长	-571.2%	7.0%	-147.9%	198.0%	79.4%
资本公积	549	549	549	549	549	归属于母公司净利润	-642.0%	15.8%	-143.5%	166.0%	75.3%
未分配利润	-72	-268	-189	23	395	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1064	881	1063	1275	1646	毛利率(%)	6%	8%	14%	17%	18%
<b>负债和所有者权</b>	2776	2524	2961	3494	4188	净利润率(%)	-7%	-7%	3%	6%	7%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>	0%	-6%	-7%	3%	6%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	-15%	-21%	8%	17%	23%
<b>经营活动现金流</b>	163	194	293	531	714	<b>偿债能力</b>					
净利润	-158	-183	80	212	372	资产负债率(%)	62%	65%	64%	64%	61%
折旧摊销	109	129	218	270	297	流动比率	0.69	0.52	0.48	0.50	0.59
财务费用	90	82	61	81	89	速动比率	0.58	0.46	0.43	0.44	0.53
应收账款减少	0	0	48	69	170	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.94	1.12	1.19	1.42
<b>投资活动现金流</b>	-163	-7	-572	-612	-612	应收账款周转率	28	24	27	27	29
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.59	8.27	9.27	9.82	10.68
长期股权投资减	0	0	47	47	47	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	4	4	4	每股收益(最新摊薄)	-0.35	-0.40	0.14	0.38	0.67
<b>筹资活动现金流</b>	-56	-208	331	161	38	每股净现金流(最新)	-0.12	-0.05	0.09	0.14	0.25
应付债券增加	528	670	1228	1480	1607	每股净资产(最新摊)	2.35	1.94	1.91	2.29	2.96
长期借款增加	558	270	270	270	270	<b>估值比率</b>					
普通股增加	105	0	102	0	0	P/E	-20.69	-18.10	50.46	18.97	10.82
资本公积增加	-104	0	0	0	0	P/B	3.08	3.73	3.79	3.16	2.44
<b>现金净增加额</b>	-55	-21	52	80	139	EV/EBITDA	100.25	96.94	14.68	9.24	6.67

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券汽车行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

## 联系人简介

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015年就职于民生证券，2016年加入东兴证券。

### 杨行远

化学博士，2015年加盟东兴证券研究所，四年汽车行业工作经验。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA持证人，2013年起就职于中金公司，2016年加入东兴证券。

## 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，需注明出自为东兴证券研究所，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：

看高：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。