

证券研究报告

公司研究——年报点评

江山股份 (600389.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.03.01

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

李皓 行业分析师

执业编号: S1500515070002

联系电话: +86 10 83326852

邮箱: lihao1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话: +86 10 83326705

邮箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《江山股份(600389): 草甘膦行业景气向上, 打开公司估值空间》2017.03

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

氯碱、农药盈利能力增强, 业绩大幅增长 395.5%

2016 年 04 月 19 日

事件: 公司发布 2016 年年报。2016 年公司实现营业收入 47.51 亿元, 同比增加 77.48%, 归属于上市公司股东的净利润为 5238.04 万元, 同比增加 395.52%, 扣除非经常性损益的归母净利润为 4502.47 万元, 上年同期为-79.34 万元, 实现扭亏为盈, 实现基本每股收益 0.1764 元/股, 同比增加 395.51%, 扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.1516 元/股, 上年同期为-0.0027 元/股。公司拟以 2016 年末总股本 2.97 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 0.53 元 (含税)。

点评:

- **烧碱价格快速上涨, 带动公司业绩好转。**2016 年, 公司实现营业收入 47.51 亿元, 同比增加 77.48%, 其中剔除贸易业务后营业收入为 30.56 亿元, 同比增长 17.02%, 实现净利润 5,238 万元, 同比增长 395.52%, 受汇兑收益增加等因素影响, 期间费用同比下降 11.53%, 期间费用率为 4.76%, 同比大幅降低 4.77 个百分点。2016 年, 公司农药业务实现营收 20.89 亿, 同比增加 16.8%, 毛利润 4529.15 万元, 同比增加 40.67%, 农药销量 10.75 吨, 同比增加 35.28%。其中, 草甘膦贡献营收 15.32 亿元, 同比增加 15.27%, 毛利润-2908.93 万元, 上年同期为-1209.00 万元, 毛利率为-1.9%, 同比减少 0.99 个百分点, 主要由黄磷、甘氨酸等原材料快速上涨所致。除草甘膦外的其他农药贡献营收 5.58 亿元, 同比增加 21.22%, 毛利润 9280.11 万元, 同比增加 61.73%, 毛利率 16.64%, 同比增加 4.17 个百分点。其中, 酰胺类产品达产达效, 成为稳定的利润增长点。受烧碱价格四季度快速上涨影响, 公司氯碱业务全年实现营收 3.47 亿元, 同比增加 17.46%, 贡献毛利润 1.31 亿元, 同比增加 30%, 为公司毛利润的主要来源, 毛利率 37.77%, 同比增加 3.74 个百分点, 烧碱销量 13.34 万吨, 同比增加 13.26%。
- **草甘膦价差改善明显, 公司拥有较大业绩弹性将因此获益。**公司拥有草甘膦产能 7 万吨 (甘氨酸法产能 3 万吨/年, IDAN 法产能 4 万吨/年), 受草甘膦价格影响产生的业绩弹性较大。公司采用两种工艺生产, 降低了原材料价格波动带来的风险, 同时, 利用两条工艺路线的互补, 通过循环利用、清洁生产工艺改造, 大幅度降低了草甘膦的生产成本。草甘膦行业经历 2014 年以来的去产能, 目前行业有效产能已经下降至 77.2 万吨, 全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态, 同时 2016 年四季度由于河北环保限产草甘膦主要原材料甘氨酸供应紧张, 价格飙涨, 推动草甘膦价格大幅上涨。目前, 河北甘氨酸逐渐复工下价格理性回落, 草甘膦价格虽也跟随回落, 但价差依旧改善明显, 2017 年一季度甘氨酸法平均价差为 10031 元/吨, 而上年同期平均价差为 6537 元/吨, 企业盈利大幅改善。
- **酰胺类除草剂、敌敌畏等其他业务提供业绩支撑。**除草甘膦外, 公司还经营酰胺类除草剂、杀虫剂、基础化工及化工中

间体产品以及热电蒸汽等其他业务，以上业务营业收入和毛利率基本稳定，为公司提供了有效的业绩支撑，降低了由于草甘膦价格变化带来的业绩波动。此外，公司为一体化的有机磷农药生产企业，从上游电厂、水厂、氯碱化工到下游农药原药、制剂等业务均有所涉及，可自行生产部分原料，降低了公司的生产成本。

- **背靠央企化工巨头中化集团，其拥有较强的农药研发实力。**公司第一大股东中化国际为中化集团下属企业。中化集团是唯一经营化肥、种子、农药三大农业投入品的央企，农药业务经营规模位居国内前列，涵盖产品研发、原药生产、制剂加工及分装、产品登记、品牌营销等产业链各环节，专利农药开发国内领先，下属的沈阳化工研究院、浙江省化工研究院为两大国家级农药研发平台，拥有国内领先的农药创制能力。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2017~2019 年营业收入分别达到 51.58 亿元、54.60 亿元和 51.78 亿元，归属母公司的净利润分别为 2.37 亿元、2.26 亿元和 1.79 亿元，2017-2019 年摊薄的 EPS 分别达到 0.80 元、0.76 元和 0.60 元，对应 2017 年 4 月 18 日收盘价（17.89 元/股）的动态 PE 分别为 22 倍、23 倍和 30 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**原材料价格剧烈波动、宏观经济持续低迷、汇率波动风险、政策风险等。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,677.21	4,751.49	5,158.01	5,459.61	5,178.37
增长率 YoY %	-10.04%	77.48%	8.56%	5.85%	-5.15%
归属母公司净利润(百万元)	10.57	52.38	236.79	226.19	179.02
增长率 YoY%	-94.76%	395.52%	352.05%	-4.48%	-20.85%
毛利率%	10.15%	6.77%	14.00%	13.18%	11.93%
净资产收益率 ROE%	0.81%	3.93%	15.94%	13.24%	9.37%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.18	0.80	0.76	0.60
市盈率 P/E(倍)	503	101	22	23	30
市净率 P/B(倍)	4.1	3.9	3.3	2.9	2.7

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 4 月 18 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,009.15	1,236.26	1,747.84	1,745.83	1,611.49
货币资金	206.06	329.49	484.57	401.73	322.98
应收票据	53.19	32.42	61.40	64.99	61.64
应收账款	106.82	439.69	332.86	352.33	334.18
预付账款	51.48	39.33	49.70	53.11	51.10
存货	529.98	369.21	793.18	847.55	815.47
其他	61.62	26.12	26.12	26.12	26.12
非流动资产	2,110.98	2,018.46	1,926.50	1,830.64	1,730.39
长期投资	93.50	110.87	110.87	110.87	110.87
固定资产	1,596.96	1,487.17	1,434.31	1,380.05	1,306.91
无形资产	194.62	184.84	156.35	127.86	99.38
其他	225.89	235.58	224.97	211.85	213.24
资产总计	3,120.13	3,254.72	3,674.34	3,576.47	3,341.88
流动负债	1,654.20	1,741.44	2,023.07	1,699.00	1,285.40
短期借款	757.89	902.09	902.09	502.09	102.09
应付账款	194.53	252.53	362.85	387.72	373.04
其他	701.77	586.81	758.13	809.19	810.26
非流动负债	173.90	138.62	55.56	55.56	55.56
长期借款	38.65	2.46	-27.54	-27.54	-27.54
其他	135.25	136.15	83.09	83.09	83.09
负债合计	1,828.10	1,880.05	2,078.62	1,754.56	1,340.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,292.03	1,374.67	1,595.72	1,821.91	2,000.93
负债和股东权益	3120.13	3254.72	3674.34	3576.47	3341.88

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,677.21	4,751.49	5,158.01	5,459.61	5,178.37
同比	-10.04%	77.48%	8.56%	5.85%	-5.15%
归属母公司净利润	10.57	52.38	236.79	226.19	179.02
同比	-94.76%	395.52%	352.05%	-4.48%	-20.85%
毛利率	10.15%	6.77%	14.00%	13.18%	11.93%
ROE	0.81%	3.93%	15.94%	13.24%	9.37%
每股收益(元)	0.05	0.18	0.80	0.76	0.60
P/E	503	101	22	23	30
P/B	4.1	3.9	3.3	2.9	2.7
EV/EBITDA	13.86	17.22	9.66	9.15	9.50

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,677.21	4,751.49	5,158.01	5,459.61	5,178.37
营业成本	2,405.54	4,429.70	4,435.94	4,740.00	4,560.56
营业税金及附加	3.00	10.78	7.98	8.44	8.01
营业费用	61.32	58.81	87.60	92.72	87.94
管理费用	150.72	145.65	264.33	279.79	265.38
财务费用	43.32	21.45	34.50	23.58	5.00
资产减值损失	18.92	37.93	30.95	33.00	31.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.02	6.53	6.42	6.42	6.42
营业利润	-3.59	53.70	303.12	288.49	226.25
营业外收入	17.67	13.84	14.78	15.43	14.68
营业外支出	2.62	2.18	2.18	2.33	2.23
利润总额	11.46	65.36	315.72	301.59	238.70
所得税	0.89	12.98	78.93	75.40	59.67
净利润	10.57	52.38	236.79	226.19	179.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	10.57	52.38	236.79	226.19	179.02
EBITDA	313.00	361.12	640.63	632.47	567.26
EPS (摊薄)	0.04	0.18	0.80	0.76	0.60

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	226.44	348.80	420.88	538.55	536.43
净利润	10.57	52.38	236.79	226.19	179.02
折旧摊销	260.99	258.05	291.13	307.27	323.87
财务费用	40.55	37.71	33.78	23.61	4.69
投资损失	-2.02	-6.53	-6.42	-6.42	-6.42
营运资金变动	-106.20	-34.70	-105.82	-37.90	10.34
其它	22.56	41.89	-28.58	25.79	24.92
投资活动现金流	-85.11	-35.76	-186.28	-197.78	-210.48
资本支出	-91.38	-38.32	-192.70	-204.20	-216.90
长期投资	11.97	11.86	6.42	6.42	6.42
其他	-5.69	-9.30	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-135.43	-169.70	-87.82	-431.91	-412.99
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-275.24	-124.16	-30.00	-400.00	-400.00
支付利息或股息	105.39	48.21	57.82	31.91	12.99
现金净增加额	8.60	146.76	155.08	-82.84	-78.75

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。