

从科思创中报看江山化工的投资价值

投资要点

- **科思创 2017 年第二季度业绩靓丽, 聚碳酸酯贡献业绩增量, 未来还将扩产。**科思创 (Coverstro) 是全球最大的聚合物厂商, 其前身是拜耳材料科技, 公司 2016 年销售额 119 亿欧元, 在全球拥有 30 家生产基地, 约 1.56 万员工。科思创的产品主要是 MDI、TDI、聚碳酸酯(PC)、涂料、胶粘剂等。科思创的聚碳酸酯产能全球第一, 我们认为分析公司财报具有指导意义。近期公司发布的中报显示, 今年第二季度, 科思创的核心业务产品销量小幅下滑 1.6%, 但是销售额上升 17% 至 34.98 亿欧元, 并且出现连续第十个季度的 EBITDA 改善, EBITDA 单季度达到 8.48 亿欧元, 同比增长 56%, 自由经营现金流单季度达到 3.19 亿欧元, 同比增长 35%, EPS 单季度达到 2.39 欧元, 同比增长 112%。今年上半年, 公司的聚碳酸酯销量同比增长 7.5%, 销售额同比增长 15.3%, EBITDA 同比增长 16.6%。今年上半年, 聚碳酸酯的销量和售价上调贡献了业绩增量。由于亚太地区的客户需求强劲, 科思创在 2016 年 10 月曾宣布将上海基地聚碳酸酯产能翻番至 40 万吨/年, 新产能将于 2019 年投入运营。今年 5 月, 科思创宣布将再次大幅扩大上海产能, 计划将产能提升至 60 万吨。
- **江山化工的聚碳酸酯装置满负荷运转, 良品率提升, 受益于聚碳酸酯行业景气, 聚碳酸酯价差创出新高。**江山化工现在有 10 万吨聚碳酸酯产能, 一直满负荷运转, 正牌率稳步提升, 产品满产满销。公司的产品经过技改后, 产品能被更高端应用领域接受, 产品销售价格有所提升, 竞争力加强。我们认为公司将会受益于聚碳酸酯的行业景气。从最新的数据来看, 余姚市场的浙铁大风 (江山化工全资子公司) PC02-10R 型 PC 自提价从 8 月 11 日的 23000 元/吨调至 8 月 15 日的 23300 元/吨, 时隔一日, 又在 8 月 16 日调至 23500 元/吨。根据市场价格测算, 目前非光气法的毛利在 8629.29 元/吨, 处于近两年来的新高。
- **聚碳酸酯行业未来供需仍然是平衡, 江山化工作为国产化先驱, 抢先挤占跑道。**聚碳酸酯是一个相对全球化的化工品种, 2011 年-2016 年, 聚碳酸酯的全球供给增速仅有 2.6%, 而需求增速为 3.0%。虽然有不少新进入者和扩产计划, 但是由于还有北美和亚太地区部分装置老化退出, 预计 2016 年-2021 年, 聚碳酸酯的全球供给和需求增速大约都是 4%, 全行业仍然处于

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3646.30	4386.10	4684.58	4940.25
增长率	47.03%	20.29%	6.81%	5.46%
归属母公司净利润 (百万元)	66.28	404.26	420.31	454.11
增长率	136.15%	509.93%	3.97%	8.04%
每股收益 EPS (元)	0.10	0.61	0.64	0.69
净资产收益率 ROE	4.12%	20.21%	17.96%	16.76%
PE	120	20	19	18
PB	4.96	4.04	3.45	2.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

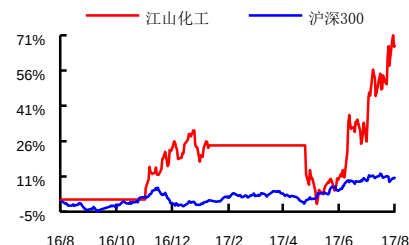
分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
 电话: 010-57631196
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
 电话: 0755-23605349
 邮箱: lihaiy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.62
流通 A 股(亿股)	4.53
52 周内股价区间(元)	7.15-12.37
总市值(亿元)	79.60
总资产(亿元)	50.03
每股净资产(元)	4.16

相关研究

1. 江山化工 (002061): 中期业绩大增, 未来左手建筑, 右手化工 (2017-08-16)

供需平衡状态，盈利能力能够维持。2016 年国内聚碳酸酯产能为 87.5 万吨，实际产量 57 万吨，进口量 131.9 万吨。在公司聚碳酸酯装置建好之前，国内的聚碳酸酯的生产企业都是国际巨头独资或者合资企业，外资占比极高，公司作为国产化先驱，抢先挤占国内市场这一跑道，充分享受投资回报。



- **聚碳酸酯业务是江山化工的核心资产，护城河较深。**2017 年中报显示，聚碳酸酯业务的收入占公司收入的 46%，毛利率为 19.97%，同比提升 8.38 个百分点，聚碳酸酯业务是公司的优质核心资产。聚碳酸酯生产具有较高的技术壁垒，目前国际聚碳酸酯市场基本被沙比克、科思创、帝人、三菱等垄断。公司全资子公司浙铁大风 10 万吨/年非光气法聚碳酸酯联合装置是国产首套大型聚碳酸酯装置，关键设备全球招标采购，采用环保、安全的非光气法工艺，在优化国内外先进工艺技术的基础上，实现集成创新。浙铁大风投产后，打破了国外行业巨头的垄断，填补了国内产能的空白。我们认为聚碳酸酯业务的护城河较深。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑公司目前重大资产重组对业绩和股本带来的影响，我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.61 元、0.64 元、0.69 元，考虑目前申万化工行业整体 54 倍的估值水平，给予公司 2017 年 25 倍的估值水平，对应目标价 15.25 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**重大资产重组失败的风险，产品价格大幅波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3646.30	4386.10	4684.58	4940.25	净利润	66.28	404.26	420.31	454.11
营业成本	3054.94	3528.80	3775.51	3984.73	折旧与摊销	336.49	306.76	310.36	313.53
营业税金及附加	14.68	14.80	16.32	34.09	财务费用	120.20	0.00	0.00	0.00
销售费用	90.20	89.92	84.32	83.98	资产减值损失	41.76	20.00	20.00	20.00
管理费用	250.00	280.71	281.07	291.47	经营营运资本变动	390.59	-130.24	41.48	28.96
财务费用	120.20	0.00	0.00	0.00	其他	-262.99	-16.01	-22.73	-19.59
资产减值损失	41.76	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	692.31	584.76	769.43	797.01
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1638.88	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.29	0.15	0.17	0.18	其他	1532.66	0.15	0.17	0.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-106.22	-49.85	-49.83	-49.82
营业利润	74.83	452.02	507.52	526.15	短期借款	397.00	-354.64	-608.90	-102.97
其他非经营损益	10.74	-8.92	-9.20	-8.89	长期借款	634.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.57	443.09	498.32	517.26	股权融资	754.92	0.00	0.00	0.00
所得税	19.29	38.83	78.01	63.15	支付股利	0.00	-13.26	-80.85	-84.06
净利润	66.28	404.26	420.31	454.11	其他	-2223.75	-107.50	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-436.93	-475.39	-689.75	-187.03
归属母公司股东净利润	66.28	404.26	420.31	454.11	现金流量净额	155.93	59.52	29.85	560.17
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	379.09	438.61	468.46	1028.62	成长能力				
应收和预付款项	340.27	456.72	479.42	500.38	销售收入增长率	47.03%	20.29%	6.81%	5.46%
存货	145.28	163.75	178.08	187.46	营业利润增长率	144.83%	504.06%	12.28%	3.67%
其他流动资产	145.36	174.80	186.67	196.84	净利润增长率	136.15%	509.93%	3.97%	8.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1105.75%	42.76%	7.79%	2.67%
投资性房地产	2.68	2.68	2.68	2.68	获利能力				
固定资产和在建工程	3164.05	2937.52	2707.39	2474.09	毛利率	16.22%	19.55%	19.41%	19.34%
无形资产和开发支出	513.99	483.76	453.53	423.30	三费率	12.63%	8.45%	7.80%	7.60%
其他非流动资产	4.72	4.72	4.72	4.72	净利率	1.82%	9.22%	8.97%	9.19%
资产总计	4695.45	4662.55	4480.94	4818.10	ROE	4.12%	20.21%	17.96%	16.76%
短期借款	1066.50	711.86	102.97	0.00	ROA	1.41%	8.67%	9.38%	9.43%
应付和预收款项	779.41	792.17	866.73	925.56	ROIC	5.23%	11.34%	12.32%	14.41%
长期借款	905.00	905.00	905.00	905.00	EBITDA/销售收入	14.58%	17.30%	17.46%	17.00%
其他负债	335.38	253.36	266.62	277.87	营运能力				
负债合计	3086.29	2662.39	2141.32	2108.43	总资产周转率	1.01	0.94	1.02	1.06
股本	555.52	661.69	661.69	661.69	固定资产周转率	1.56	1.44	1.66	1.91
资本公积	1201.61	1095.44	1095.44	1095.44	应收账款周转率	42.71	43.73	35.28	36.93
留存收益	-147.97	243.04	582.49	952.54	存货周转率	26.11	22.48	21.67	21.53
归属母公司股东权益	1609.16	2000.16	2339.62	2709.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.68%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1609.16	2000.16	2339.62	2709.67	资产负债率	65.73%	57.10%	47.79%	43.76%
负债和股东权益合计	4695.45	4662.55	4480.94	4818.10	带息债务/总负债	63.88%	60.73%	47.07%	42.92%
					流动比率	0.48	0.73	1.12	1.68
					速动比率	0.41	0.63	0.97	1.51
					股利支付率	0.00%	3.28%	19.24%	18.51%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	531.51	758.78	817.89	839.69	每股收益	0.10	0.61	0.64	0.69
PE	120.40	19.74	18.99	17.57	每股净资产	2.43	3.02	3.54	4.10
PB	4.96	3.99	3.41	2.95	每股经营现金	1.05	0.88	1.16	1.20
PS	2.19	1.82	1.70	1.62	每股股利	0.00	0.02	0.12	0.13
EV/EBITDA	15.78	12.05	10.40	9.34					
股息率	0.00%	0.17%	1.01%	1.05%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn