

证券研究报告

公司研究——事项点评

江山股份 (600389.SH)



上次评级: 增持, 2017.08.24

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

张燕生 行业分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 10 83326708

邮箱:

zhangyansheng@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

相关研究

《江山股份 (600389): 产品价格显著上涨, 推动公司业绩同比大幅增长 1486.92%》2017.08.24

《江山股份 (600389): 草甘膦行业景气向上, 打开公司估值空间》2017.03.01

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

2017 年业绩大增, 公司进入新一轮扩张期

2018 年 01 月 31 日

事件:

公司发布 2017 年年度业绩预增公告。预计 2017 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增加 16,800 万元到 18,800 万元, 同比增加 320.73% 到 358.91%。

点评:

- **2017 年业绩大增, 四季度环比同比改善超预期。**公司 2016 年实现归母净利润 5238.04 万元, 2017 年预计增加 16800 万元到 18800 万元, 也即公司 2017 年预计实现归母净利润 22038.04-24038.04 万元, 其中 Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 3899、2756、2073 万元, 预计数对应 2017 年 Q4 归母净利润为 13310-15310 万元 (2016 年 Q4 为 4429 万元), 四季度单季度业绩环比同比改善超预期。非经常性损益发生 2436 万元, 其中固定资产处置损失 1374 万元、政府补助 1979 万元、减持江苏银行股票取得的投资收益约 2523 万元 (集中发生在四季度, 扣除投资收益这一非经常性损益, 四季度经营性业绩仍有大幅改善)。2017 年公司业绩大增, 主要原因为行业景气度有所提升, 农药 (草甘膦、酰胺类)、化工产品价格上涨, 同时烧碱、酰胺类等产品销量增加, 公司毛利较上年同期有较大幅度增加。
- **除草剂产品价格上涨, 草甘膦业务拥有较大弹性。**公司除草剂业务主要为草甘膦和酰胺类产品。2017 年华东市场草甘膦均价为 23763 元/吨, 甘氨酸法平均价差为 10205 元/吨, 2016 年均价及平均价差分别为 18635 元/吨和 8084 元/吨, 涨幅分别为 27.5% 和 26.2%。酰胺类产品 2017 年价格也是逐步走高, 乙草胺价格从 18500 元/吨上涨到 26500 元/吨, 涨幅 43.2%。草甘膦行业洗牌进展顺利, 供求关系正在发生逆转, 价格反弹时产能不会大规模释放, 开工率提升将是主要的供给增量, 而小厂出货量及开工率的波动性, 是草甘膦价格周期波动的主要驱动力。目前草甘膦开工率已处历史新高, 2018 年行业几乎没有新增产能, 仅江西金龙预计新增 3 万吨, 其他均不确定性较大, 需求方面, 受全球转基因作物耕种面积持续增长以及国际制剂厂商补库存的影响, 草甘膦需求仍在增长, 预计 2018 年草甘膦供应仍偏紧。另一方面, 环保真正对草甘膦产业链产生约束在甘氨酸, 环保持续高压下, 甘氨酸有望从“去产量”到“去产能”, 供给缩减下价格将维持高位, 从而对草甘膦成本形成强有力的支撑, 2018 年草甘膦行业将维持较高景气度。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。草甘膦价格每上涨 1000 元/吨, 公司 EPS 增厚约 0.14 元。

- **加大资本开支力度，公司进入新一轮扩张期。** 2017年8月，公司决定投资2.16亿元，实施酰胺类二期技改项目和热电7#炉扩建项目。酰胺类二期技改项目包括2.6万吨酰胺类除草剂，公司酰胺类除草剂一期项目（2万吨/年）已于2011年11月建成投产，因产品含量高、杂质少，近两年在市场上一直供不应求。本项目采用具有国际领先水平的甲叉法生产技术，该生产技术被工信部列入农药行业清洁生产技术推行方案，与醚法生产工艺比，具有废水产生量少、产品含量高、收率高等优点。项目建设期至2018年5月，项目建成达产后，预计年新增营业收入47632万元，年新增利润8015万元。热电7#炉扩建项目建设期至2018年11月，主要为了满足南通开发区港口工业三区园区内企业不断增长的用热需求，项目建成达产后，预计年新增营业收入17052万元，年新增利润5280万元。公司加大资本开支力度，未来几年将进入新一轮扩张期。
- **中化国际筹划协议转让公司股份。** 中化国际目前持有公司86,684,127股，占公司总股本的29.19%，为公司第一大股东。公司于2018年1月28日收到中化国际《关于正在筹划协议转让南通江山农药化工股份有限公司股份并公开征集受让方的函》，中化国际正在筹划协议转让其持有的公司股份并公开征集受让方，该事项涉及公司第一大股东的变更。本次股份转让事项尚须报国务院国有资产监督管理委员会同意后方能组织实施，能否通过审批及通过时间存在不确定性。
- **盈利预测及评级：** 我们预计公司2017~2019年营业收入分别达到37.52亿元、40.28亿元和45.32亿元，归属母公司的净利润分别为2.24亿元、3.64亿元和4.57亿元，2017-2019年摊薄的EPS分别达到0.75元、1.23元和1.54元，对应2018年1月31日收盘价（20.60元/股）的动态PE分别为27倍、17倍和13倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：** 环保放松导致草甘膦小厂复产、原材料价格剧烈波动、环保趋严企业限产、新建项目延迟投产及下游需求不达预期、第一大股东筹划协议转让公司股份事项尚存不确定性。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,677.21	4,751.49	3,752.30	4,028.10	4,531.80
增长率 YoY %	-10.04%	77.48%	-21.03%	7.35%	12.50%
归属母公司净利润(百万元)	10.57	52.38	224.00	364.13	457.23
增长率 YoY%	-94.76%	395.52%	327.64%	62.56%	25.57%
毛利率%	10.15%	6.77%	16.70%	20.46%	21.47%
净资产收益率 ROE%	0.81%	3.93%	15.15%	20.63%	21.02%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.04	0.18	0.75	1.23	1.54
市盈率 P/E(倍)	579	117	27	17	13
市净率 P/B(倍)	4.7	4.5	3.9	3.1	2.5

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年01月31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	1,404.68	1,319.00	1,560.63
货币资金	206.06	329.49	497.85	376.23	511.87
应收票据	53.19	32.42	44.67	47.95	53.94
应收账款	106.82	439.69	242.15	259.95	292.45
预付账款	51.48	39.33	35.02	35.89	39.87
存货	529.98	369.21	558.87	572.87	636.37
其他	61.62	26.12	26.12	26.12	26.12
非流动资产	2,110.98	2,018.46	2,031.08	2,036.79	1,929.86
长期投资	93.50	110.87	110.87	110.87	110.87
固定资产	1,596.96	1,487.17	1,465.49	1,492.51	1,482.76
无形资产	194.62	184.84	156.35	127.86	99.38
其他	225.89	235.58	298.36	305.54	236.86
资产总计	3,120.13	3,254.72	3,435.76	3,355.79	3,490.49
流动负债	1,654.20	1,741.44	1,797.27	1,353.18	1,030.65
短期借款	757.89	902.09	902.09	502.09	102.09
应付账款	194.53	252.53	255.66	262.06	291.11
其他	701.77	586.81	639.52	589.03	637.45
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	1,852.83	1,408.73	1,086.20
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	1,582.93	1,947.06	2,404.29
负债和股东权益	3120.13	3254.72	3435.76	3355.79	3490.49

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	3,752.30	4,028.10	4,531.80
同比	-10.04%	77.48%	-21.03%	7.35%	12.50%
归属母公司净利润	10.57	52.38	224.00	364.13	457.23
同比	-94.76%	395.52%	327.64%	62.56%	25.57%
毛利率	10.15%	6.77%	16.70%	20.46%	21.47%
ROE	0.81%	3.93%	15.15%	20.63%	21.02%
摊薄每股收益(元)	0.04	0.18	0.75	1.23	1.54
P/E	579	117	27	17	13
P/B	4.7	4.5	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	15.58	19.45	11.19	8.02	6.52

利润表

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,677.21	4,751.49	3,752.30	4,028.10	4,531.80
营业成本	2,405.54	4,429.70	3,125.54	3,203.79	3,558.94
营业税金及附加	3.00	10.78	5.80	6.23	7.01
营业费用	61.32	58.81	79.17	84.99	95.62
管理费用	150.72	145.65	206.38	221.55	249.25
财务费用	43.32	21.45	33.78	22.77	4.82
资产减值损失	18.92	37.93	21.98	22.79	25.39
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	286.07	472.40	597.19
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	298.66	485.50	609.64
所得税	0.89	12.98	74.67	121.38	152.41
净利润	10.57	52.38	224.00	364.13	457.23
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	224.00	364.13	457.23
EBITDA	313.00	361.12	624.81	822.17	950.17
EPS (摊薄)	0.04	0.18	0.75	1.23	1.54

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	542.21	609.68	757.67
净利润	10.57	52.38	224.00	364.13	457.23
折旧摊销	260.99	258.05	292.36	313.06	335.84
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	33.80	-102.83	-53.91
其它	22.56	41.89	-35.31	18.13	20.23
投资活动现金流	-85.11	-35.76	-294.33	-307.69	-217.33
资本支出	-91.38	-38.32	-300.75	-314.11	-223.75
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	168.36	-121.63	135.65

化工研究小组简介

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。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

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。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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； 增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

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。