

## 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, 2018.01.31

**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

《2017 年业绩大增, 公司进入新一轮扩张期》

2018.01

《产品价格显著上涨, 推动公司业绩同比大幅增长 1486.92%》2017.08

《江山股份(600389): 氯碱、农药盈利能力增强, 业绩大幅增长 395.5%》2017.04

《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

## 受益产品价格上涨, 公司归母净利同比增长 375.35%

2018 年 4 月 27 日

#### 事件:

公司发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 36.41 亿元, 同比下降 23.36%; 归属于上市公司股东的净利润 2.49 亿元, 同比增长 375.35%; 扣除非经常性损益的归母净利润 2.26 亿元, 同比增长 402.26%; 基本每股收益 0.8383 元/股, 同比增长 375.23%。

其中, 公司第四季度实现营业收入 12.42 亿元, 同比增长 43.18%; 归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元, 同比增长 265.07%; 扣除非经常性损益的归母净利润 1.48 亿元, 同比增长 236.36%; 基本每股收益 0.5445 元/股, 同比增长 265.19%。

#### 点评:

➤ **产品价格提升推动毛利率同比增长 6 个百分点。**公司业务分为农药、化工和热电联产蒸汽三大板块。2017 年营收同比下滑是由于子公司贸易业务收入减少所致, 剔除贸易业务, 公司实现营收 36.28 亿元, 同比增长 18.72%。农药板块受益环保严监管下供需格局改善, 除草剂和杀虫剂全年均价分别同比提升 19%和 5%, 营收同比增长 9.31%和 8.04%至 20.42 和 2.35 亿元, 毛利率同比分别增加 8.77 ppt.和 2.03 ppt.至 10.10%和 15.92%。烧碱延续良好行情, 量价齐升, 推动化工板块氯碱产品营业收入同比增长 36.84%至 4.76 亿元, 毛利率同比大幅增长 15.40 ppt.至 53.17%。热电板块销量有所增长, 但受煤价上涨影响, 毛利率下滑 10.28 ppt.。整体来看, 受主要产品价格上涨推动, 在剔除贸易业务情况下, 公司 17 年毛利率 16.59%, 同比增长 5.58 ppt.。

➤ **草甘膦价格同比仍维持高位, 公司拥有较大弹性。**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 75.2 万吨, 全球草甘膦行业供需逐渐进入紧平衡状态, 国内草甘膦华东市场 (95%原药) 价格在去年下半年由 1.95 万元/吨上涨至 2.95 万元/吨, 近期, 草甘膦进入消费淡季, 加之甘氨酸、甲醇、黄磷等产品价格的下跌, 草甘膦的成本支撑减弱, 价格回落至 2.50 万元/吨, 但同比仍维持相对高位。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。

➤ **18 年酰胺类除草剂产能释放有望进一步增厚公司业绩。**公司除草剂产品除草甘膦外, 还生产酰胺类除草剂, 包括乙草胺、丁草胺、异丙草胺、精异丙甲草胺等品种。酰胺类除草剂是一类传统的选择性除草剂, 市场规模在除草剂系列中位列第

三，随着农业现代化进程的不断加速，以及种植业结构的调整，高品质的酰胺类除草剂产品在国际、国内均具有较大的潜在市场。公司采用国外先进的甲叉法生产技术，具有含量高、成本低和三废少的优势。公司目前拥有产能 2 万吨，因产品含量高、杂质少，近两年在市场上一直供不应求，公司近期以自有资金 1.24 亿元建设酰胺类二期技改项目，将于 2018 年中新增 2.6 万吨产能，达产后预计年新增营收 4.8 亿元，净利润 0.8 亿元，增厚公司业绩。

- **化工和蒸汽板块提供业绩支撑。**除农药板块外，公司还经营基础化工及化工中间体产品以及热电蒸汽等其他业务，上述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。
- **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 2018~2020 年营业收入分别达到 39.97 亿元、43.78 亿元和 44.98 亿元，归属母公司的净利润分别为 3.57 亿元、4.65 亿元和 5.24 亿元，2018-2020 年摊薄的 EPS 分别达到 1.20 元、1.57 元和 1.76 元，对应 2018 年 4 月 26 日收盘价（19.27 元/股）的动态 PE 分别为 16 倍、12 倍和 11 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。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,751.49	3,641.36	3,997.21	4,377.91	4,498.04
增长率 YoY %	77.48%	-23.36%	9.77%	9.52%	2.74%
归属母公司净利润(百万元)	52.38	248.99	356.76	465.48	523.97
增长率 YoY%	395.52%	375.35%	43.28%	30.48%	12.56%
毛利率%	6.77%	16.55%	19.21%	21.40%	22.45%
净资产收益率 ROE%	3.93%	16.94%	20.92%	22.40%	20.37%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.18	0.84	1.20	1.57	1.76
市盈率 P/E(倍)	109	23	16	12	11
市净率 P/B(倍)	4.16	3.66	3.10	2.48	2.02

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 4 月 26 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1,236.26	1,114.48	1,352.27	1,831.21	2,313.01
货币资金	329.49	188.95	354.36	754.76	1,214.54
应收票据	32.42	49.38	54.21	59.37	61.00
应收账款	439.69	416.03	456.69	500.19	513.91
预付账款	39.33	20.31	21.59	23.00	23.32
存货	369.21	408.62	434.24	462.71	469.06
其他	26.12	31.18	31.18	31.18	31.18
<b>非流动资产</b>	2,018.46	1,838.08	1,889.67	1,944.04	2,003.83
长期投资	110.87	119.63	119.63	119.63	119.63
固定资产	1,487.17	1,337.36	1,356.93	1,440.62	1,500.76
无形资产	184.84	174.75	164.76	154.77	144.78
其他	235.58	206.35	248.36	229.03	238.67
<b>资产总计</b>	3,254.72	2,952.55	3,241.94	3,775.25	4,316.83
<b>流动负债</b>	1,741.44	1,272.05	1,334.04	1,401.87	1,419.49
短期借款	902.09	312.87	312.87	312.87	312.87
应付账款	252.53	304.46	323.55	344.76	349.49
其他	586.81	654.72	697.62	744.24	757.12
<b>非流动负债</b>	138.62	114.86	62.71	62.71	62.71
长期借款	2.46	2.46	2.46	2.46	2.46
其他	136.15	112.39	60.25	60.25	60.25
<b>负债合计</b>	1,880.05	1,386.91	1,396.75	1,464.58	1,482.20
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	1,374.67	1,565.65	1,845.19	2,310.67	2,834.64
<b>负债和股东权益</b>	3254.72	2952.55	3241.94	3775.25	4316.83

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,751.49	3,641.36	3,997.21	4,377.91	4,498.04
同比	77.48%	-23.36%	9.77%	9.52%	2.74%
归属母公司净利润	52.38	248.99	356.76	465.48	523.97
同比	395.52%	375.35%	43.28%	30.48%	12.56%
毛利率	6.77%	16.55%	19.21%	21.40%	22.45%
ROE	3.93%	16.94%	20.92%	22.40%	20.37%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.84	1.20	1.57	1.76
P/E	109	23	16	12	11
P/B	4.16	3.66	3.10	2.48	2.02
EV/EBITDA	18.35	9.70	8.08	6.60	5.94

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	4,751.49	3,641.36	3,997.21	4,377.91	4,498.04
营业成本	4,429.70	3,038.70	3,229.26	3,440.97	3,488.18
营业税金及附加	10.78	15.07	16.54	18.11	18.61
营业费用	58.81	68.69	75.40	82.58	84.85
管理费用	145.65	173.73	190.71	208.87	214.61
财务费用	21.45	64.00	17.63	17.47	14.75
资产减值损失	37.93	19.34	15.99	17.89	11.60
公允价值变动收益	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.53	51.30	19.95	25.93	32.39
<b>营业利润</b>	53.70	332.46	471.63	617.93	697.82
营业外收入	13.84	0.44	10.65	10.65	10.65
营业外支出	2.18	15.01	6.61	7.93	9.85
<b>利润总额</b>	65.36	317.89	475.68	620.64	698.63
所得税	12.98	68.90	118.92	155.16	174.66
<b>净利润</b>	52.38	248.99	356.76	465.48	523.97
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	52.38	248.99	356.76	465.48	523.97
EBITDA	361.12	622.64	747.21	914.53	1,016.50
EPS (摊薄)	0.18	0.84	1.20	1.57	1.76

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	348.80	515.25	547.21	725.25	811.04
净利润	52.38	248.99	356.76	465.48	523.97
折旧摊销	258.05	259.81	254.43	275.86	300.31
财务费用	37.71	44.95	17.10	18.03	17.57
投资损失	-6.53	-51.30	-19.95	-25.93	-32.39
营运资金变动	-34.70	-12.39	-26.38	-28.60	-16.01
其它	41.89	25.21	-34.75	20.41	17.60
<b>投资活动现金流</b>	-35.76	-10.03	-287.48	-306.83	-333.70
资本支出	-38.32	-47.57	-307.43	-332.75	-366.09
长期投资	11.86	38.60	19.95	25.93	32.39
其他	-9.30	-1.07	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-169.70	-635.51	-94.32	-18.03	-17.57
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-124.16	-585.52	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	48.21	54.34	94.32	18.03	17.57
<b>现金净增加额</b>	146.76	-138.57	165.41	400.40	459.78

## 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	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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。