

2018年业绩同比增长46.6%-58.6%，看好未来

投资要点

- **事件：**公司发布2018年年度业绩预告，预计2018年归母净利润3.7亿元-4.0亿元，同比增长46.6%-58.6%，扣非后归母净利润同比增长44.5%-57.7%。
- **公司是产业链完整的磷化农药企业，目前暂无实际控制人，未来存在整合预期。**江山股份的产品包括农药、精细化工、氯碱、蒸汽等。除草剂产品包括草甘膦、酰胺类产品；杀虫剂产品包括敌百虫、敌敌畏等产品；氯碱产品包括烧碱、盐酸、液氯、次氯酸钠等产品。公司是国内最大的草甘膦生产企业之一，拥有草甘膦原药产能7万吨/年，其中甘氨酸路线产能3万吨/年，IDAN路线产能4万吨/年。目前，公司暂无实际控制人，前两大股东持股比例较为接近。2018年9月，福华科技协议受让中化国际所持有的江山股份8668.4万股股份，股份转让价格20.80元/股，目前，福华科技持有江山股份29.19%的股份。2011年10月11日，福华科技公告，在未来12个月内无继续增持（资产注入除外）江山股份权益的计划，且在未来12个月内，按照证券监管部门的相关要求，在适用的法律法规及相关监管规则允许的前提下，福华科技的控股股东福华集团将采取把控股子公司福华通达资产和业务委托给江山股份经营等方式来解决同业竞争问题，在股份转让完成后的3年内，采用资产重组的方式将控股子公司福华通达注入上市公司，稳妥推进上市公司和福华通达的相关业务整合。2018年10月9日，公司公告，合计持有公司股份29.69%的南通产业控股集团有限公司及其一致行动人南通投资管理有限公司，计划2018年10月9日起一年内增持公司股份不低于总股本的0.1%，不高于总股本的0.31%。
- **量价齐升推动业绩高增长，未来关注酰胺类新产能投放。**根据卓创资讯的数据，草甘膦均价2018年为27128元/吨，2017年为24355元/吨，乙草胺均价2018年为25054元/吨，2017年为22233元/吨，公司的业绩主要受益于相关产品的价格和销量的增长。公司目前有酰胺类除草剂产能2万吨，根据中报披露，公司2.6万吨酰胺类除草剂项目按期完成工程建设，进入调试阶段，预计未来其产能将会逐步释放，增厚公司业绩。
- **盈利预测与评级。**预计公司2018-2020年归母净利润分别为3.7亿、3.9亿、4.1亿，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，新项目投产或不达预期，业务整合或不达预期。

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 3641.36 | 3777.54 | 4103.41 | 4432.51 |
| 增长率 | -23.36% | 3.74% | 8.63% | 8.02% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 248.99 | 366.32 | 394.63 | 408.98 |
| 增长率 | 375.35% | 47.12% | 7.73% | 3.64% |
| 每股收益EPS（元） | 0.84 | 1.23 | 1.33 | 1.38 |
| 净资产收益率ROE | 15.90% | 20.02% | 18.35% | 16.48% |
| PE | 20 | 14 | 13 | 12 |
| PB | 3.22 | 2.75 | 2.34 | 2.03 |

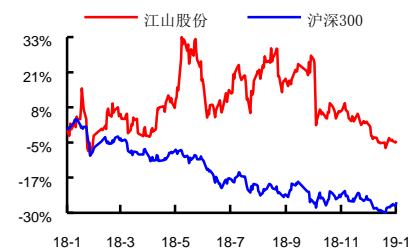
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 电话：0755-23614278
 邮箱：hjjw@swsc.com.cn

分析师：杨林
 执业证号：S1250518100002
 电话：010-57631191
 邮箱：ylin@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) | 2.97 |
| 流通A股(亿股) | 2.97 |
| 52周内股价区间(元) | 16.27-23.92 |
| 总市值(亿元) | 50.40 |
| 总资产(亿元) | 29.91 |
| 每股净资产(元) | 5.85 |

相关研究

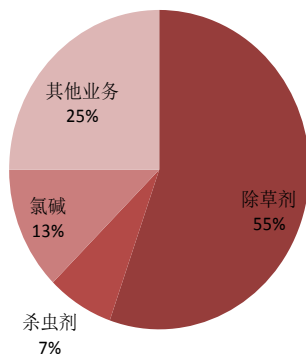
1 江山股份是国内草甘膦产能最大的生产企业之一

公司主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以化工中间体、氯碱为主的化工产品，以及热电联产蒸汽的研发、生产和销售。公司产品包括农药、精细化工、氯碱、蒸汽等。除草剂产品包括草甘膦、酰胺类产品；杀虫剂产品包括敌百虫、敌敌畏等产品；氯碱产品包括烧碱、盐酸、液氯、次氯酸钠等产品。公司还开展相关商品的贸易业务。

公司有 60 年的农药生产历史，积累了丰富的农药生产经验，是国内最大的草甘膦生产企业之一，拥有草甘膦原药产能 7 万吨/年，其中甘氨酸路线产能 3 万吨/年，IDAN 路线产能 4 万吨/年。公司研制的 IDAN 法草甘膦生产工艺，产品质量位居行业前列。公司敌敌畏、敌百虫产品使用的清洁生产工艺路线国内领先。公司酰胺类除草剂生产工艺引进全套国外甲叉法先进技术，是国家推广的清洁生产工艺。公司研制的高效、低毒、低残留、绿色环保型杀虫剂氯噻啉、烯啶虫胺是国家农药创制及产业化示范项目，除虫效果优于同类产品。

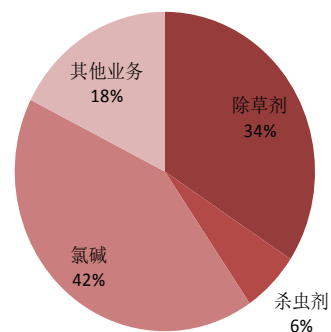
公司采取研、产、供、销一体化的生产经营模式。公司设有研究院、4 个工厂级研究所。研究院负责农药新品研发。工厂级研究所主要负责工厂提升三废治理、产品质量、工艺技术研究以及农药剂型研发，同时按照现有产品产业链延伸开展新产品研究。公司质检机构是中国石油和化学工业 A 级质量检验机构。公司建有博士后科研工作站、江苏省企业院士工作站、江苏省企业技术中心、江苏省绿色除草剂工程技术研究中心，是江苏省首批创新型试点企业。先后承担 10 多项国家科技攻关计划、科技支撑计划和国家 863 计划项目。

图 1：公司营业收入结构（2018 年上半年）

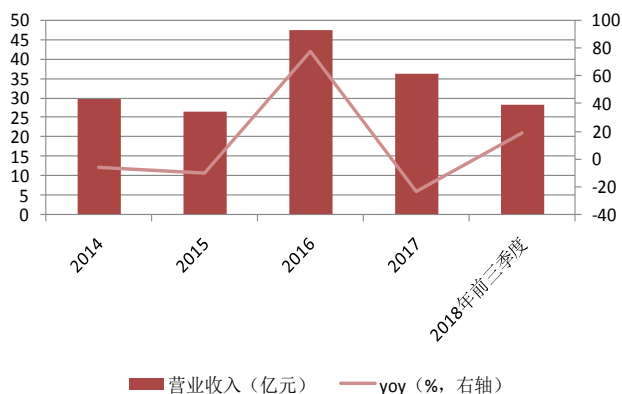


数据来源：wind，西南证券整理

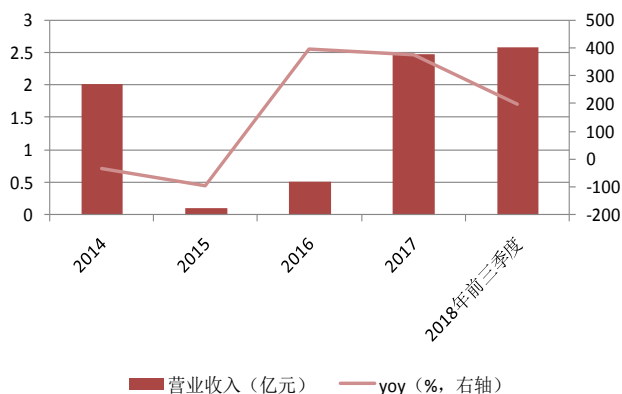
图 2：公司毛利结构（2017 年）



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司营业收入情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司归母净利润情况


数据来源：wind，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

假设 1：预计公司 2.6 万吨酰胺类除草剂产能 2019-2020 年实现销量 1 万吨、2 万吨；

假设 2：预计氯碱业务整体保持相对高的景气度，烧碱的毛利维持在 1000 元/吨左右的水平；

假设 3：草甘膦、乙草胺的价格在 2018-2020 年维持相对稳定，不出现巨大波动。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 合计 | 收入 | 3641.36 | 3777.54 | 4103.41 | 4432.51 |
| | 增速 | -23.4% | 3.7% | 8.6% | 8.0% |
| | 成本 | 3038.70 | 3047.67 | 3307.90 | 3564.30 |
| | 毛利率 | 16.6% | 19.3% | 19.4% | 19.6% |
| 农药 | 收入 | 2286.10 | 2377.54 | 2603.41 | 2832.51 |
| | 增速 | | 4.0% | 9.5% | 8.8% |
| | 成本 | 2040.90 | 2025.67 | 2212.90 | 2396.30 |
| | 毛利率 | 10.7% | 14.8% | 15.0% | 15.4% |
| 非农业业务 | 收入 | 1355.26 | 1400.00 | 1500.00 | 1600.00 |
| | 增速 | | 3.3% | 7.1% | 6.7% |
| | 成本 | 997.80 | 1022.00 | 1095.00 | 1168.00 |
| | 毛利率 | 26.4% | 27.0% | 27.0% | 27.0% |

数据来源：Wind，西南证券

表 2：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 17A | 18E | 19E | 20E | 17A | 18E | 19E | 20E |
| 002215.SZ | 诺普信 | 6.81 | 0.34 | 0.41 | 0.52 | 0.64 | 21.60 | 16.47 | 12.99 | 10.63 |
| 002942.SZ | 新农股份 | 31.66 | 0.84 | 1.05 | 1.22 | 1.550 | - | 30.27 | 25.88 | 21.13 |
| 002470.SZ | 金正大 | 6.80 | 0.23 | 0.29 | 0.39 | 0.50 | 40.38 | 23.27 | 17.22 | 13.55 |
| 平均值 | | | | | | | - | 23.33 | 18.70 | 15.10 |

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 3641.36 | 3777.54 | 4103.41 | 4432.51 | 净利润 | 248.99 | 366.32 | 394.63 | 408.98 |
| 营业成本 | 3038.70 | 3047.67 | 3307.90 | 3564.30 | 折旧与摊销 | 259.81 | 256.50 | 393.91 | 529.22 |
| 营业税金及附加 | 15.07 | 11.33 | 12.31 | 13.30 | 财务费用 | 64.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售费用 | 68.69 | 56.66 | 61.55 | 66.49 | 资产减值损失 | 19.34 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 管理费用 | 173.73 | 226.65 | 246.20 | 265.95 | 经营营运资本变动 | 104.11 | -437.52 | -267.88 | 50.03 |
| 财务费用 | 64.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -180.98 | -66.75 | -73.85 | -38.62 |
| 资产减值损失 | 19.34 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 经营活动现金流净额 | 515.25 | 138.56 | 466.82 | 969.61 |
| 投资收益 | 51.30 | 50.00 | 50.00 | 20.00 | 资本支出 | 141.50 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -151.53 | 50.00 | 50.00 | 20.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -10.03 | -50.00 | -50.00 | -80.00 |
| 营业利润 | 332.46 | 465.23 | 505.45 | 522.47 | 短期借款 | -589.22 | 202.70 | -310.96 | -204.60 |
| 其他非经营损益 | -14.57 | -1.53 | -5.91 | -4.78 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 317.89 | 463.70 | 499.53 | 517.69 | 股权融资 | -1.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 68.90 | 97.38 | 104.90 | 108.72 | 支付股利 | -15.74 | -49.80 | -73.26 | -78.93 |
| 净利润 | 248.99 | 366.32 | 394.63 | 408.98 | 其他 | -29.46 | -52.65 | 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 | -635.51 | 100.25 | -384.23 | -283.53 |
| 归属母公司股东净利润 | 248.99 | 366.32 | 394.63 | 408.98 | 现金流量净额 | -138.57 | 188.81 | 32.59 | 606.08 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 188.95 | 377.75 | 410.34 | 1016.42 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 486.73 | 437.06 | 497.66 | 538.56 | 销售收入增长率 | -23.36% | 3.74% | 8.63% | 8.02% |
| 存货 | 408.62 | 532.58 | 568.06 | 563.69 | 营业利润增长率 | 519.14% | 39.94% | 8.64% | 3.37% |
| 其他流动资产 | 30.18 | 31.30 | 33.98 | 36.68 | 净利润增长率 | 375.35% | 47.12% | 7.73% | 3.64% |
| 长期股权投资 | 119.63 | 119.63 | 119.63 | 119.63 | EBITDA 增长率 | 96.96% | 9.98% | 24.61% | 16.94% |
| 投资性房地产 | 11.70 | 11.70 | 11.70 | 11.70 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1394.96 | 1246.44 | 1088.50 | 923.26 | 毛利率 | 16.55% | 19.32% | 19.39% | 19.59% |
| 无形资产和开发支出 | 174.75 | 170.00 | 165.26 | 160.51 | 三费率 | 8.42% | 7.50% | 7.50% | 7.50% |
| 其他非流动资产 | 137.04 | 389.81 | 514.58 | 255.34 | 净利率 | 6.84% | 9.70% | 9.62% | 9.23% |
| 资产总计 | 2952.55 | 3316.26 | 3409.70 | 3625.79 | ROE | 15.90% | 20.02% | 18.35% | 16.48% |
| 短期借款 | 312.87 | 515.57 | 204.60 | 0.00 | ROA | 8.43% | 11.05% | 11.57% | 11.28% |
| 应付和预收款项 | 919.59 | 816.61 | 896.26 | 983.56 | ROIC | 15.81% | 18.93% | 18.49% | 19.32% |
| 长期借款 | 2.46 | 2.46 | 2.46 | 2.46 | EBITDA/销售收入 | 18.02% | 19.11% | 21.92% | 23.73% |
| 其他负债 | 151.98 | 152.10 | 155.49 | 158.83 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1386.91 | 1486.74 | 1258.81 | 1144.85 | 总资产周转率 | 1.17 | 1.21 | 1.22 | 1.26 |
| 股本 | 297.00 | 297.00 | 297.00 | 297.00 | 固定资产周转率 | 2.58 | 2.92 | 3.51 | 4.41 |
| 资本公积 | 114.49 | 114.49 | 114.49 | 114.49 | 应收账款周转率 | 8.51 | 9.77 | 10.64 | 10.29 |
| 留存收益 | 1101.51 | 1418.03 | 1739.40 | 2069.45 | 存货周转率 | 7.72 | 6.42 | 5.97 | 6.27 |
| 归属母公司股东权益 | 1565.65 | 1829.52 | 2150.89 | 2480.94 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 81.27% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1565.65 | 1829.52 | 2150.89 | 2480.94 | 资产负债率 | 46.97% | 44.83% | 36.92% | 31.58% |
| 负债和股东权益合计 | 2952.55 | 3316.26 | 3409.70 | 3625.79 | 带息债务/总负债 | 22.74% | 34.84% | 16.45% | 0.22% |
| | | | | | 流动比率 | 0.88 | 1.00 | 1.32 | 2.09 |
| | | | | | 速动比率 | 0.55 | 0.62 | 0.82 | 1.55 |
| | | | | | 股利支付率 | 6.32% | 13.59% | 18.57% | 19.30% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.84 | 1.23 | 1.33 | 1.38 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.27 | 6.16 | 7.24 | 8.35 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.73 | 0.47 | 1.57 | 3.26 |
| | | | | | 每股股利 | 0.05 | 0.17 | 0.25 | 0.27 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| EBITDA | 656.26 | 721.73 | 899.36 | 1051.69 | | | | | |
| PE | 20.24 | 13.76 | 12.77 | 12.32 | | | | | |
| PB | 3.22 | 2.75 | 2.34 | 2.03 | | | | | |
| PS | 1.38 | 1.33 | 1.23 | 1.14 | | | | | |
| EV/EBITDA | 7.62 | 6.95 | 5.19 | 3.67 | | | | | |
| 股息率 | 0.31% | 0.99% | 1.45% | 1.57% | | | | | |

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 高级销售经理 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 15558686883 | 15558686883 | ybz@swsc.com.cn |
| | 丁可莎 | 销售经理 | 021-68416017 | 13122661803 | dks@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn |
| | 孙瑶瑶 | 销售经理 | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |