

精细化学品制造业

报告原因：年报公布需要点评

2010年3月31日

市场数据：2010年3月31日

收盘价（元）	14.75
一年内最高/最低（元）	16.45/6.80
市净率	4.37
股息率	0.00%
流通A股市值（百万元）	1312.46

基础数据：2009年12月31日

每股净资产（元）	3.375
资产负债率%	65.6
总股本/流通A股（百万）	139.98/88.98
流通B股/H股（百万）	-/-

研究员

张旭

zhangxu@sxzq.com

执笔人

裴云鹏

peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成

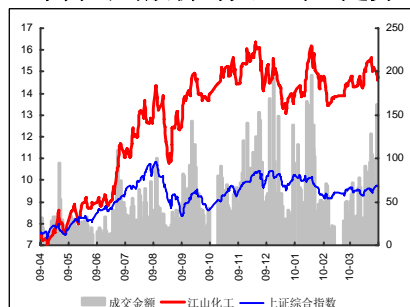
0351-8686986

sxzqyfz@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

一年内公司股价与大盘对比走势：



江山化工 (002061)

具有行业控制力的中游有机化学品制造商

买入

首次评级

目标价 16.58-18.85 元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2009A	1,183.87	1,000.51	65.40	0.5	29.5
2010E	1,465.20	1,239.77	90.88	0.65	22.6
2011E	1,765.27	1,481.43	119.13	0.86	17.2
2012E	1,993.40	1,680.46	124.79	0.90	16.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● 2009年公司实现营业总收入11.84亿元，同比增长1.98%；实现扭亏为盈，净利润6540万元，同比大幅增长12779万元。2009年每股盈利0.5元。

● 江山化工目前总计具有18万吨DMF、4万吨DMAC、1万吨环氧树脂、11万吨甲胺装置产能。公司内蒙古远兴江山化工的一期建设已经完成，调试投产后公司将新增5万吨DMF权益产能，此外公司DMAC产能也将增至6万吨。

● 公司DMF主要应用领域为PU革浆料和电子覆铜板，这两个领域在出口复苏下都将受益，而且也是国内消费的重要领域，需求增长比较明确；同时DMF目前产能过剩明显；但公司目前和华鲁恒升一道构成世界DMF生产的第一梯队，共同占据着世界50%，国内70%的市场份额，两家形成了非常明显的寡头垄断优势，而且江山化工自身还有新DMF产能投放，预计投放后公司市场份额占比将从30%左右提高至35%。

● DMAC产品主要用于氨纶生产，氨纶需求的急剧膨胀是公司DMAC产能扩张的原动力，而且DMAC的应用领域正向高纯方向拓展。目前公司占据着DMAC国内50%以上市场份额，是当之无愧的行业龙头，具有较强的行业统治地位。

● 目前DMF已经存在事实意义上的价格联盟；此外江山化工内蒙江山远兴公司距离煤炭和甲醇资源更近，成本核算较东部地区要低上近千万元；更有主要原材料的甲醇等产品在海外气头低价产品的冲击下，价格上涨速度要低于DMF，因此我们认为接下来的至少一年半左右时间DMF的利润水平将能维持在11.75-13%的合理区间。DMAC公司产品价格是标杆，而且氨纶行业的高景气度支持DMAC产品的高毛利，此外公司拓展高纯产品也将带来更高利润空间，再次公司产能的扩大将带来规模效应，因此我们认为DMAC产品的毛利至少在今年将维持甚至超过2009年状况。

● 公司产业链向下游延伸的NMP项目再次被否，显示位于江山市区的公司老厂区搬迁迫在眉睫，该地块总面积330亩，以当地土地价格来看搬迁出让价应不低于230万/亩。

● 不考虑环氧树脂和搬迁赔付，我们预计公司2010-2012年每股盈利0.65、0.86、0.90元，在22-25倍估值水准下给予“买入”评级，目标价16.58-18.85元。



- **核心假设：**
1. 新建 10 万吨远兴江山在 2010 年将能贡献约 20%的产能。
 2. 公司 DMAC 产品的高纯产品获国家级重点高新技术产品，而且氨纶下游需求旺盛，预计毛利将稳中有升。
 3. DMF 产能过剩严重，而且包括江山化工、九天公司等大中型厂商均采用的是羰基一步法工艺，未来市场竞争将更激烈，但在寡头垄断格局不变，原材料甲醇、液氨等产品过剩压力更大情况下，同时化工行业正在逐步转暖，预计 DMF 毛利将仅略有下降。
 4. 预计远兴江山 2012 年完全达产。
 5. 不考虑环氧树脂产品度过试用期大规模增长的可能。
- **风险提示：**
1. 公司搬迁可能带来的风险。
 2. 公司的扩张带来的财务风险。

公司利润表（单位：百万元 币种：人民币）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,160.92	1,183.87	1,465.20	1,765.27	1,993.40
营业收入	1,160.92	1,183.87	1,465.20	1,765.27	1,993.40
其中：DMF	783.83	805.38	979.81	1,152.28	1,289.98
DMAC	232.51	209.66	276.45	361.26	419.15
MA	106.87	128.22	158.69	191.18	215.89
其他业务收入	37.71	40.61	50.26	60.55	68.38
二、营业总成本	1,232.79	1,115.33	1,356.61	1,621.36	1,842.41
营业成本	1,114.81	1,000.51	1,239.77	1,481.43	1,680.46
其中：DMF	768.86	693.02	857.33	1,002.48	1,135.18
DMAC	194.90	144.97	181.91	237.35	272.45
MA	114.79	127.78	156.30	188.32	212.65
其他业务成本	36.26	34.74	44.23	53.29	60.17
营业税金及附加	4.35	7.72	7.11	8.56	9.67
销售费用	25.82	30.33	24.50	28.81	32.25
管理费用	45.74	54.61	47.35	58.61	70.61
财务费用	30.92	25.85	37.88	43.96	49.43
资产减值损失	11.15	-3.69	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-1.13	0.84	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	-72.80	69.38	108.59	143.91	150.99
加：营业外收入	14.15	6.90	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	2.20	6.15	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	-60.85	70.13	113.59	148.91	155.99
减：所得税	1.55	4.74	22.72	29.78	31.20
六、净利润	-62.39	65.40	90.88	119.13	124.79
减：少数股东损益	-8.54	-4.25	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	-53.85	69.64	90.88	119.13	124.79
七、每股收益：					
（一）基本每股收益	-0.3847	0.5	0.65	0.86	0.90
（二）稀释每股收益	-0.3847	0.5	0.65	0.86	0.90

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。