

## 江山股份(600389): 拐点将现 公司业绩明年有望大幅改善

**增持(持平)**

近期，我们对江山股份进行了实地调研，就草甘膦的产销现状、酰胺类除草剂项目进展及公司未来的发展规划等问题与公司高管做了深入交流。

- 受国内草甘膦产能过剩影响，公司草甘膦业务当前仍处于低迷状态；
- 明年公司将迎来业绩拐点，“双敌”已在今年8月投产，酰胺类除草剂预计可在明年5月份投产，届时公司产品结构将得到极大改善，盈利能力明显增强；

### 调研要点：

- **受国内草甘膦市场低迷影响，公司目前处于最困难时期。**公司现为国内最大的草甘膦生产商之一，现有草甘膦产能7万吨，其中甘氨酸法草甘膦3万吨，IDAN法草甘膦4万吨。公司虽然与先正达等公司签有长单协议，其所生产的IDAN法草甘膦按照利润加成的方式全由先正达包销，但由于近年来国内草甘膦产能过剩严重，价格长期在低位徘徊，公司的甘氨酸法草甘膦一直处于亏本状态，因此公司当前的综合毛利率仅有3%左右。
- **受搬迁影响，公司财务费用、折旧费用居高不下，严重影响公司业绩。**自从2007年公司实施搬迁以来，虽然有公司自有资金及南通市政府的拆迁补偿支持，但资金缺口仍然较大。公司当前负债率高达75%，其中长、短期贷款分别为5.9和11亿元，年均财务费用在8000万左右；此外，随着公司明年酰胺类除草剂及农药制剂等项目的上马，仍需投资2~3亿元，届时预计财务费用将在9000万左右。
- **公司目前资产规模约30亿，其中固定资产为14亿元，基本全为新建厂房和新购设备，据了解，公司每月折旧费用就在1200万左右，随着明年还有8.5亿元的在建工程转固，此项费用还将攀升。因此，这也是影响公司利润的主要因素之一。**
- **随着产品结构日趋丰富，公司业绩有望在明年迎来拐点。**由于公司目前仅有草甘膦一个主导品种，三项费用及折旧严重拖累其盈利能力，为改变这一状况，今年8月份公司投产了敌敌畏和敌百虫两个产品，年产规模分别为1万吨和8千吨，这两个品种虽然为传统的有机磷农药，但均属于低毒农药，且在防治稻飞虱、鱼虫病等方面具有不可替代的作用。

**备受市场关注的酰胺类除草剂将在明年投产，是我们看好公司未来的主因。**2008年公司已与中化国际达成协议，出资5964万元购买酰胺

宏源证券化工小组

联系人

康铁牛 祖广平 柴沁虎 张延明

电话：010-88085991

Email: kangtieniu@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

宏源证券 \* 公司研究 \* 江山股份(600389): 主营业务优势明显 公司潜力值得期待 \* 康铁牛 \* 农药行业 \*

宏源证券 \* 公司研究 \* 江山股份(600389): 弱市下长单虽有优势 但09年业绩难以乐观 \* 康铁牛 \* 农药行业 \*

类除草剂原药和制剂专有技术，该技术来源于孟山都，在原药合成和制剂加工等方面具有明显的技术优势。根据目前进展，该项目将于2011年5月建成投产，其中乙草胺1万吨/年，丁草胺8千吨/年，异丙草胺2千吨/年。该类产品将由中化国际负责包销，因此将来盈利能力稳健。

**此外，预期2010年业绩出现拐点的另一主要因素则是公司目前正拟建设的年产4万吨的农药制剂项目。**该项目预计将在明年9月份建成投产，将大大改变目前公司产品类型以原药为主的局面，更重要的是，该项目还有可能根据大股东中化国际的国际市场需求，为其贴牌生产某些产品。在农药行业内由于制剂的毛利一般高于原药，预计该项目年贡献净利润约4000余万元。

- **蒸汽供应将成为公司业绩改善的另一亮点。**作为苏东工业园区最大的化工生产企业，公司还将担负着整个工业园区的蒸汽供应。目前公司建有三炉一机，每小时可供应蒸汽150吨，随着热电二期两炉两机的建成，公司蒸汽生产能力可达400吨/小时，届时对外销售预计在200吨左右，以当前蒸汽价格180元/吨（不含税）、毛利率20~30%计，仅蒸汽就可为公司带来毛利6000余万元。
- **业绩预测。**虽然公司今年业绩仍将继续亏损，但随着酰胺类除草剂和农药制剂等项目的逐步投产，预计从明年起公司业绩将有大幅改善，2010~2012年公司可以实现EPS分别为-0.30元、0.17和0.45元，鉴于公司具有良好的增长预期，仍给予“增持”评级。

#### 风险提示：

1. 草甘膦市场如果持续走弱，将对公司业绩产生重要影响；
2. 农药制剂的生产和销售风险。公司以前主要专注于农药原药的生产和销售，在农药制剂方面较为陌生，因此存在一定的不确定性。

## 报表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>利润表</b>				
营业收入	2329.92	1992.80	2691.40	3293.60
减：营业成本	2122.83	1785.35	2302.49	2766.62
营业税金及附加	2.58	2.21	2.98	3.65
营业费用	57.10	49.82	80.74	98.81
管理费用	160.27	137.08	185.13	226.56
财务费用	87.38	75.68	73.23	70.33
资产减值损失	8.81	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	1.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	-107.07	-57.33	46.82	127.64
加：其他非经营损益	12.51	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	-94.55	-57.33	46.82	127.64
减：所得税	-22.03	0.00	11.71	31.91
<b>净利润</b>	-72.52	-57.33	35.12	95.73
减：少数股东损益	5.67	3.44	1.05	3.83
<b>归属母公司股东净利润</b>	-78.19	-60.77	34.06	91.90
<b>EPS</b>	-0.39	-0.30	0.17	0.45

资料来源：宏源证券

**分析师简介:**

**康铁牛:** 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

**祖广平:** 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。

**柴沁虎:** 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

**张延明:** 宏源证券研究所化工行业研究员，3年证券行业从业经验。

**宏源证券机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 <a href="mailto:liye@hysec.com">liye@hysec.com</a>	曾利洁 010-88085790 <a href="mailto:zenglijie@hysec.com">zenglijie@hysec.com</a>	雷增明 010-88085989 <a href="mailto:leizengming@hysec.com">leizengming@hysec.com</a>
牟晓凤 010-88085275 <a href="mailto:muxiaofeng@hysec.com">muxiaofeng@hysec.com</a>	孙利群 010-88085798 <a href="mailto:sunliqun@hysec.com">sunliqun@hysec.com</a>	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。