

上市公司动态报告

化工

原料价跌，炸药盈利大幅提升

首次“买入”

原料价跌：公司炸药盈利有望大幅提升。硝酸铵是炸药产品的最主要生产原料。以 2007 年数据，江南化工（002226）硝酸铵、乳化剂、煤、水电业务成本分别占公司总营业成本的比例为：47.11%、11.54%、1%与 1.27%，其余人工、折旧、辅料等合计占比 39.08%。来自“中国石油和化工协会”的数据显示，全国硝酸铵 2008 年 8 月、9 月、10 月与 11 月的月均价格分别为 2950 元/吨、2880 元/吨、2800 元/吨与 2000 元/吨。显然，自 8 月至 11 月短期跌幅已超 30%。在原料价格大幅下跌背景下，民爆产品炸药价格却在政府指导价下保持高位坚挺。原料价跌与炸药价挺将有望共同推动江南化工（002226）盈利大幅提升。预测公司销售毛利率由 2008 年全年的 30.62% 上升至 2009 年的 46.15%

政府投资：下游需求拉动公司新增产能。数据显示，民爆产品在矿山开采、路桥建设、大型电站与农业水利的消费占比分别为 40%、25%、15%与 10%。政府“4 万亿元投资”的投资行业结构表明：与民爆行业直接关联的投资行业比重达到 61%。江南化工（002226）2007 年的炸药实际产量为 34643 吨，而目前公司获得的许可生产能力已达 6.6 万吨。与此同时，公司募集资金项目（多孔粒状铵油炸药（现场混装车 1 台）乳化炸药（胶状）（现场混装车 3 台）粉状乳化炸药及安徽江南爆破工程有限公司增资）与自筹资金项目（控股 51% 的马鞍山江南化工有限责任公司）已经或即将陆续完成见效。可以认为，江南化工（002226）正扩产迎接“政府投资”性需求。

业绩与估值：预测 09EPS1.73 元,09PE8 倍,低于同业约 12 倍的水平，首次“买入”。经测算，2009 年公司营业收入 29422 万元，主营利润 13578 万元，净利润 9331 万元，同比分别增长 32.41%、99.56%、218.25%。由此，2009 年江南化工（002226）股票动态市盈率约 8 倍，明显低于同行 2009 年约 12 倍的市盈率水平，首次给予江南化工（002226）股票“买入”评级。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（万元）	14495	22221	29422	38696
主营收入增长率	15.52%	53.30%	32.41%	43.52%
净利润（万元）	2540	2932	9331	13229
净利润增长率	-12.29%	15.43%	218.25%	41.78%
EPS（元）	0.4719	0.5447	1.7334	2.4576
P/E	29.35	25.43	7.99	5.64

江南化工（002226）

首次评级

买入

赵献兵

zxbcm2608@sina.com

010-021-68825012

分析日期：2009 年 01 月 05 日

当前股价：13.85 元

目标价格 6 个月：25.95 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
14.9/22.8	65.1/74.5	0.0/65.5
12 月最高/最低价（元）		31.28/0
总股本（万股）		5,383
流通 A 股（万股）		1,350
总市值（亿元）		8.37
流通市值（亿元）		2.10
近 3 月日均成交量（万）		117
主要股东		
黄坤宋		0.75%

股价表现



相关研究报告

08.12.04

久联发展：规模、产品、地域造就公司龙头地位

原料价跌：公司炸药盈利有望大幅提升

炸药：公司的民爆品种。民用爆破器材是各种工业炸药及其制品和工业火工品的总称。主要产品有工业炸药、工业雷管、工业导火索、工业导爆索、非电导爆系统、起爆药、爆破剂、震源器材、油气井用爆破器材和起爆具等19大类、110多个品种。总体上，民爆品种涉及炸药、管类与索类三大类品种。江南化工（002226）定位民爆产业，公司主要产品粉状乳化炸药、胶状乳化炸药与现场混装炸药均为民爆产业中的炸药品种。数据显示，2008年中期公司粉状乳化炸药、胶状乳化炸药与现场混装炸药业务收入分别占比54%、41%与5%。可以说，江南化工（002226）定位于民爆产业的炸药专业生产商。

江南化工（002226）主导产品为乳化炸药，包括胶状乳化炸药和粉状乳化炸药。其中，胶状乳化炸药是一种新型的防水工业炸药，它具有爆炸威力大，有毒气体少、抗水性能强等优点，储存、运输、使用安全方便；粉状乳化炸药是粉状铵梯类炸药的理想替代品，它不含对身体健康有害的梯恩梯，具有优良爆轰性能、良好的抗水性、贮存稳定性和安全性高等特点。公司所生产的胶状乳化炸药和粉状乳化炸药广泛应用于煤矿及各类矿山开采、水（核）电工程、铁路、公路建设、爆破工程等领域。

图1 我国民爆产品分类结构 单位：%

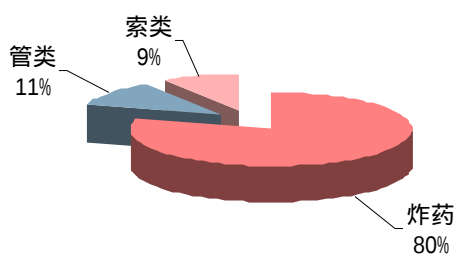
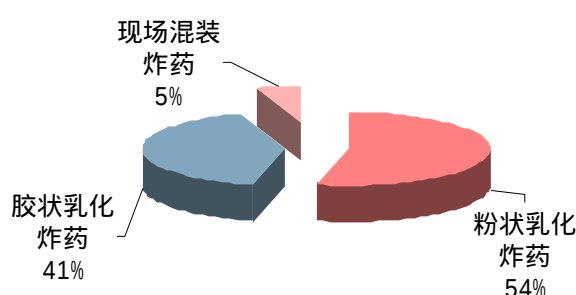


图2 公司营业收入分产品构成 /2008H



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

硝酸铵：炸药的主要原料。民爆行业上游行业是基础化工原料生产行业，工业炸药生产所需主要原材料是硝酸铵。以2007年年报数据，江南化工（002226）硝酸铵、乳化剂、煤、水电业务成本分别占公司总营业成本的比例为：47.11%、11.54%、1%与1.27%，其余人工、折旧、辅料等合计占比39.08%。显然，硝酸铵是公司的最主要生产成本构成，硝酸铵的价格变动直接关系公司的盈利状况。

图3 民爆炸药业务成本构成 单位：%

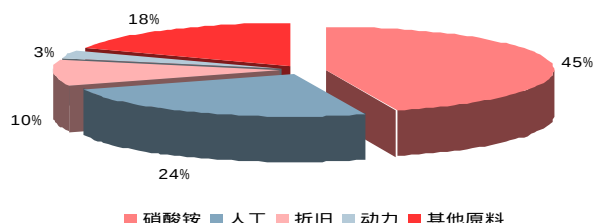
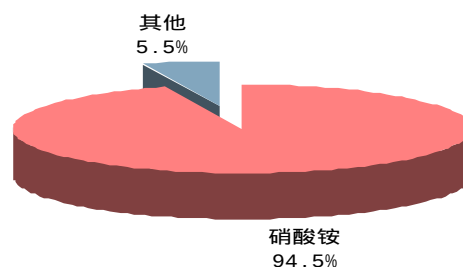


图4 民爆炸药组份含量（铵油炸药） 单位：%



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

盈利：原料价跌与炸药价挺助推毛利有望大升。硝酸铵是炸药产品的最主要生产原料，我国硝酸铵行业集中度较高，前十名硝酸铵生产企业占据行业 50% 以上的份额，国内主要的硝酸铵生产企业规模都在 10 万吨以上。硝酸铵属于大宗化学原料，产品市场供应充足，产品价格呈现典型的周期性波动。值得注意的是，近期在全球原油价格大幅下跌的产业链传导下国内硝酸铵价格出现大幅下跌现象。来自“中国石油和化工协会”的数据显示，全国硝酸铵 2008 年 8 月、9 月、10 月与 11 月的月均价格分别为 2950 元/吨、2880 元/吨、2800 元/吨与 2000 元/吨。显然，自 8 月至 11 月短期跌幅已超 30%。

图 5 我国硝酸铵月均价格 单位：元/吨

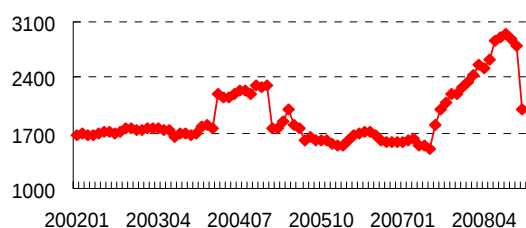
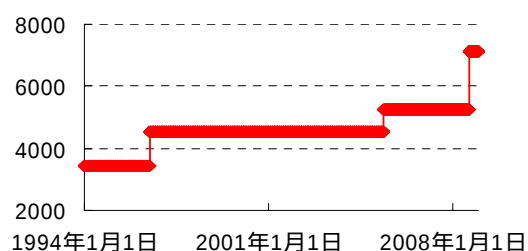


图 6 我国乳化炸药基准价/19940101 至今单位：元/吨



资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

在原料价格大幅下跌背景下，民爆产品炸药价格却在政府指导价下保持高位坚挺。民爆属于特殊危险品化工产业，根据《民用爆炸物品安全管理条例》有关规定，国防科技工业主管部门负责民用爆炸物品生产、销售的安全监督管理，公安机关负责民用爆炸物品公共安全管理和民用爆炸物品购买、运输、爆破作业的安全监督管理，监控民用爆炸物品流向。国防科工委民爆局是全国民用爆破器材行业具体行政主管部门，统一负责全国民用爆破器材科研、生产、销售、储运，工程设计、质量检测、进出口的管理工作。相应地，民爆产品价格也有国家相关部门实施指导价管理。资料显示，1994 年以来全国炸药等民爆产品价格一直呈现不断上调价格的整体趋势。

表 1 主要民爆产品基准价调整情况

产品名称	型号规格	单位	05 年基准价	现行基准价	涨价幅度
多孔粒状铵油炸药	40 公斤	吨	2940	4140	40.82%
	每卷 150-250 克	吨	4540	5870	29.30%
岩石乳化炸药（一级）	每包 1-9 公斤	吨	4070	5260	29.24%
	每包 10-40 公斤	吨	3840	4960	29.17%
	每卷 150-250 克	吨	4450	5750	29.21%
岩石乳化炸药（二级）	每包 1-9 公斤	吨	3990	5160	29.32%
	每包 10-40 公斤	吨	3770	4870	29.18%
煤矿乳化炸药	每卷 150-250 克	吨	4830	6610	36.85%
	每卷 100-200 克	吨	4580	5670	23.80%
岩石膨化硝铵炸药	每包 1-9 公斤	吨	4290	5550	29.37%
	每包 10-40 公斤	吨	4150	5370	29.40%
一级煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100-200 克	吨	4420	5600	26.70%
一级抗水煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100-200 克	吨	4470	5770	29.08%
二级煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100-200 克	吨	4500	5760	28.00%
二级抗水煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100-200 克	吨	4550	5750	26.37%

上市公司动态报告

改性铵油炸药	40 公斤	吨	—	5440	—
现场混装多孔粒状铵油炸药		吨	3410	4800	40.76%
乳化铵油炸药		吨	3330	4300	29.13%
	每卷 100-200 克	吨	3810	4920	29.13%
1 号-3 号铵油炸药	每包 1-9 公斤	吨	3340	4320	29.34%
	每包 10-40 公斤	吨	3100	4000	29.03%

资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

值得一提的是，2008 年 8 月国家发展和改革委员会发布《国家发展改革委关于调整民用爆破器材出厂价格的通知》（发改价格[2008]2079 号），指出：考虑到今年以来民用爆破器材生产所需能源、原材料价格持续大幅度上涨，企业生产出现全面亏损的情况，为促进民用爆破器材行业稳定发展，决定适当调整民用爆破器材出厂价格；适当提高民用爆破器材出厂基准价格，并规定民用爆破器材出厂指导价格允许由现行的下浮 5%、上浮 10%，扩大为上下 15%。企业可根据国家规定的出厂基准价格，在允许的浮动幅度内自主定价；该政策自 2008 年 8 月 20 日起执行。此次民爆器材产品出厂价格的调整，涉及江南化工（002226）产品的基准价格平均上调比例约为 30%。

图 7 民爆上市公司（4 家企业加权）毛利率 单位：%

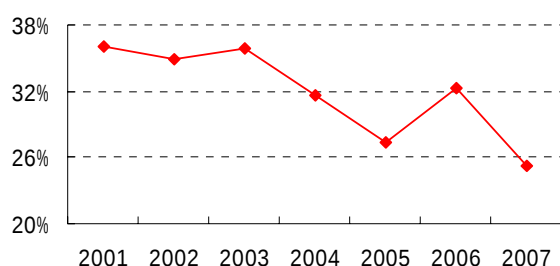
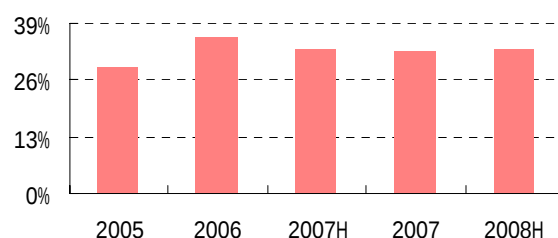


图 8 江南化工（002226）毛利率 单位：%



资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

展望未来，预测全球原油价格仍将维持低位状态（见《油气石化：油价跌幅达 30%，化工投资应转变思路》20080925），由此国内硝酸铵价格未来难以明显上升。与此同时，由于炸药在下游企业的成本构成占比极其小以历史经验则国家对民爆指导价格未来仍将处于高位。原料价跌与炸药价挺将有望共同推动江南化工（002226）盈利大幅提升。

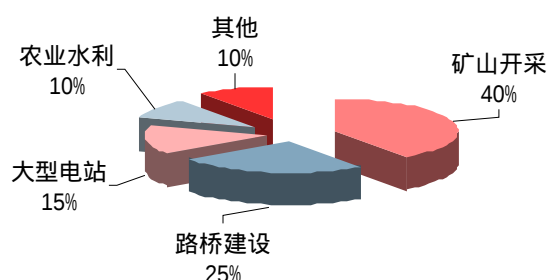
政府投资：下游需求拉动公司新增产能

“政府投资”拉动炸药下游。民爆行业被称为“能源工业的能源,基础工业的基础”，民爆器材广泛应用于矿山开采及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域，民爆行业与基础工业、基础设施建设等行业的关联性较强，与固定资产投资规模密切相关。数据显示，民爆产品在矿山开采、路桥建设、大型电站与农业水利的消费占比分别为 40%、25%、15%与 10%。可以看出，矿石开采是民爆炸药品的最大消费领域。

“十五”期间，我国固定资产投资增长迅速，而基础设施建设的投资额也保持两位数的增长。在固定资产投资增长的拉动下，“十五”期间民爆行业发展态势良好，保持年均15%的增长速度。“十五”期间，民爆行业的主要产品工业炸药年产量由128万吨增长到240万吨，年复合增长率达到17.02%；工业雷管年产量由21亿发增长到32亿发，年复合增长率达到11.10%。“十一五”期间，我国仍将处于经济平稳较快发展的时期。根据国家“十一五”规划，基础设施建设仍为重点投资领域，主要包括铁路、高速公路、重要支线机场等交通设施建设以及大型水利工程等。大型基础设施的兴建将极大地带动民爆器材需求量的持续增长，同时对爆破施工业务的需求也随之增加，为民爆行业提供广阔的发展空间。

图9 民爆下游消费结构

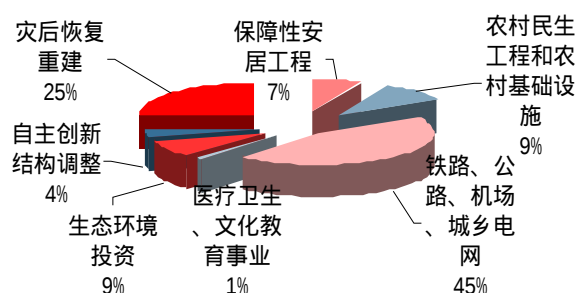
单位：%



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

图10 中国“4万亿元投资”行业结构

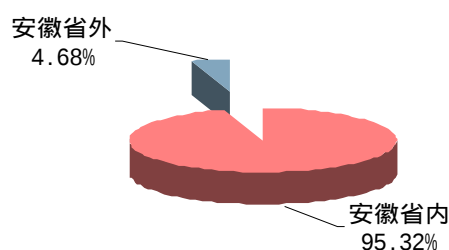
单位：%



不过，当前面对全球宏观经济下滑的国际冲击，我国政府及时提出了“4万亿元投资”的经济刺激方案。“4万亿元投资”的投资行业结构表明：铁路、公路、机场、城乡电网的投资比重高达45%，其余农村民生工程和农村基础设施、保障性安居工程的投资比重分别为9%与7%。可以说，与民爆行业直接关联的投资行业比重达到61%。从这个角度，“4万亿元投资”有利于民爆产业下游的进一步拓展。

图11 公司市场结构/2008H

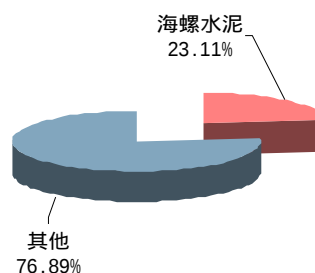
单位：%



资料来源：中信建投证券 P.Chem.研究组

图12 公司消费企业结构/2007A

单位：%



民爆的主要品种，危险品特征的炸药存在明显的市场运输半径问题。江南化工（002226）地处安徽省，相应地安徽省成为公司的最主要下游消费区域。2008年中报数据，江南化工的安徽省内销售额占比高达95%，其中仅对海螺水泥（600585）一家企业的销售额占比就达到23%。

随着安徽省“十一五”规划能源战略的实施以及“861”计划的推进，安徽省将加大资源的勘探和整合，优化铁矿、铜矿等矿山资源配置，积极开发方解石、石英砂、煤系高岭土、凹凸棒等非金属矿资源，数量众多的大型矿山即将投产，同时，包括沿江电站建设、省内高速公路网建设、高速铁路建设等大型施工项目以及马钢集团、海螺水泥、铜陵铜矿、霍邱铁矿、庐南铁矿等大型工矿企业等对工业炸药的需求稳定增长。保守估计，

2008年工业炸药需求量将达12万吨。同时，根据安徽省民爆行业的发展规划，到2008年末基本淘汰铵梯炸药，产品结构的调整也为公司系列乳化炸药产品提供了可观的市场空间。

表2 安徽省矿石资源在全国排名

矿石品种	水泥石灰石矿	硫铁矿	铁矿	铜矿	煤矿
排名	第3位	第3位	第5位	第5位	第7位

资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

公司扩产顺应下游需求。民爆产业实施严格的准入制度，相关企业的炸药装置产能/产量也实施相应的许可管理。数据显示，江南化工（002226）2005年、2006年与2007年炸药实际产量分别19968吨、29503吨与33978吨。根据2007年6月15日新获得的民用爆炸物品许可证（编号为MB生许证字[066]号），公司获得许可生产能力为6万吨。2007年，根据国防科工委《关于调整安徽江南化工股份有限公司2007年度工业炸药生产计划的通知》（委爆函[2007]111号），同意公司宁国生产点调整2007年工业炸药生产计划，具体为：胶状乳化炸药生产计划由12000吨调整至15000吨，粉状乳化炸药生产计划由12000吨调整至15000吨。随即，公司于2007年10月9日换发新的民用爆炸物品许可证（编号为MB生许证字[066]号），获得炸药许可生产能力调升为6.6万吨。

表3 公司炸药品种产能/产量许可状况

许可品种	许可生产能力	2007 年实际产量	备注
乳化炸药（胶状）	15000 吨	14989 吨	宁国生产点
粉状乳化炸药	15000 吨	14993 吨	
多孔粒状铵油炸药（现场混装车 1 台）	2000 吨	3996 吨	募集资金投向
乳化炸药（胶状）(现场混装车 3 台)	6000 吨		
粉状乳化炸药	12000 吨	——	
乳化炸药（胶状）	10000 吨		
多孔粒状铵油炸药（现场混装车 2 台）	4000 吨	665 吨	马鞍山点 11—12 月量
乳化铵油炸药	2000 吨		
合计	66000 吨	34643 吨	

资料来源：中信建投证券 P.Chem. 研究组

江南化工（002226）2007年的炸药实际产量为34643吨，而目前公司获得的许可生产能力已达到6.6万吨。与此同时，公司募集资金项目（多孔粒状铵油炸药（现场混装车1台）、乳化炸药（胶状）（现场混装车3台）、粉状乳化炸药及安徽江南爆破工程有限公司增资）与自筹资金项目（控股51%的马鞍山江南化工有限责任公司）已经或即将陆续完成见效。从这个角度，公司2009年、2010年的炸药产量1实现明显增长。可以认为，江南化工（002226）正扩产迎接“政府投资”性需求。

业绩与估值：预测09EPS1.73元,09PE8倍,低于同业约12倍的水平

2008年前三季度，江南化工（002226）实现营业收入15464万元，第三季度单季实现营业收入为6475万

元。展望第四季度，假定公司实际产销量与第三季度持平，而根据炸药的政府定价指导基准价（8月20日国家指导价提价约30%，保守估计公司实际提价幅度约20%）的变动时间，则第四季度公司产品售价有望较第三季度上涨4.35%。与此同时，根据“中国石油和化工协会”的硝酸铵价格统计数据，第三季度硝酸铵均价为2910元/吨，第10、11月的月均价格分别为2800元/吨与2000元/吨，判断第四季度较第三季度硝酸铵价格下跌幅度为25%。由此，测算公司第四季度营业收入6757万元。以硝酸铵成本占公司成本比重45%测算，预测公司销售毛利率有望由第三季度（单季）的23.52%上升至第四季度（单季）的34.95%。从而，第四季度公司主营利润可望达到2362万元，假定第四季度期间费用约500万元，则相应利润总额预测为1862万元，25%所得税后的净利润预测为1397万元。

经测算，2008年公司营业收入22221万元，主营利润6804万元，净利润2932万元，同比分别增长53.3%、45.85%、9.53%。

考察2009年，依当前产品价格，测算2009年公司产品销售价可同比上涨10.34%，再依公司许可产能及募集资金项目与自筹资金项目进度保守估计2009年实际产销量同比增长20%，则公司2009年营业收入可望达到29422万元。与此同时，假定2009年硝酸铵价格由2008年年均2554元/吨回落至2007年年均1832元/吨的水平（跌幅28.27%），销售毛利率由2008年全年的30.62%上升至46.15%。由此，预测公司2009年主营利润13578万元，以2009年期间费用约2600万元为假定基础预测公司2009年利润总额10978万元，以公司有望获得15%优惠税率为基础则税后净利润9331万元。

经测算，经测算，2009年公司营业收入29422万元，主营利润13578万元，净利润9331万元，同比分别增长32.41%、99.56%、218.25%。

由此，2009年江南化工（002226）股票动态市盈率约8倍，明显低于同行上市公司股票2009年约12倍的市盈率水平，首次给予江南化工（002226）股票“买入”评级。

不过，尽管从历史角度，国家从未有过下调民爆产品价格的现象，但如果未来民爆炸药国家指导价政策下调则会影响公司业绩。另一角度，如果炸药主要原料硝酸铵价格出现明显上涨同样会影响公司业绩。总之，如果公司产品及原料未来价格若出现波动必将影响公司业绩，进而会影响公司二级市场股票表现。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求
珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

赵献兵 经济学硕士 高级经济师 P.Chem. 研究组负责人
曾就职六国化工（600470）8 年，现供职中信建投证券研发部 8 年
2007 年“获奖”《21 世纪金牌分析师》基础化工第二名
2005 年“入围”《新财富》基础化工最佳分析师
2004 年“入选”《上海证券报》行业研究之星

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010