

江山化工(002061) 2009-7-21



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

龙头地位稳固，业绩增长可期

——江山化工研究报告

投资要点：

- **公司质地优异，市场口碑良好。**是国家重点高新技术企业，浙江省高新技术企业，及“十五”期间浙江省培育发展的 100 个市场占有率居全国第一、有竞争力的拳头产品及骨干企业之一。先后荣获全国化工安全卫生先进单位、浙江省省级文明单位、浙江省环境保护“六个一工程”先进集体、2002 年度浙江省管理信息化先进企业、2002 年浙江省质量管理奖等荣誉称号。
- **公司是全球最大的 DMF 生产企业、中国最大的 DMAC 生产企业。**公司主要从事化工产品的开发、生产和销售，现有二甲基甲酰胺（DMF）、二甲基乙酰胺（DMAC）、甲胺（MA）、合成氨、甲醇、甲醇钠、环氧树脂等生产装置和自备热电站。DMF、混甲胺产能规模居世界第一，DMAC 产能规模居国内首位，技术水平、产品质量在国内均处于领先水平，产品广泛应用于腈纶、聚氨酯、医药、染料、农药、氨纶等行业。公司是目前国内主要的有机胺生产基地之一。
- **公司区位优势明显。**公司位于浙、闽、赣三省交界处的浙江省江山市，而国内 DMF 和 DMAC 市场主要集中在东南沿海地区，地理位置上的优势使公司拥有较短的销售半径，对市场变化有快速的反应能力。
- **盈利预测及评级。**考虑到公司在行业内的优势地位，同时整个行业将在 09 年下半年走出底部，出现复苏迹象，我们预计公司 09 年 EPS 为 0.15 元，暂时给与“中性”评级

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	974.15	1098.25	1160.92	1218.97	1462.76
净利润	81.09	72.09	-53.85	12.39	32.21
每股收益 (EPS)	0.579	0.515	-0.385	0.153	0.230
净资产收益率 (ROE)	16.33%	14.06%	-13.37%	5.1%	7.22%
市盈率 (P/E)	15.76	17.73	-23.73	85.94	57.11

评级：中性（首次）

当前价格：13.14 元

2009.7.20

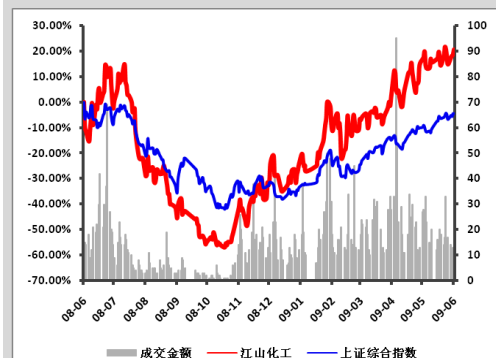
基础数据

总市值 (亿元)	18.17
每股净资产 (元)	2.88
总股本/流通 A 股 (百万股)	139/46.96
净资产收益率 (%)	-13.37
流通市值 (亿元)	6.10

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.21-13.5
市净率 (倍)	4.52

52 周内股价走势图



行业研究员

杜志强

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

相关研究报告：

《华昌化工：主营稳定提升业绩，区位优势保证销量》；

《澳洋科技：产品价格上涨利好有限，业绩增长还看下游需求》；

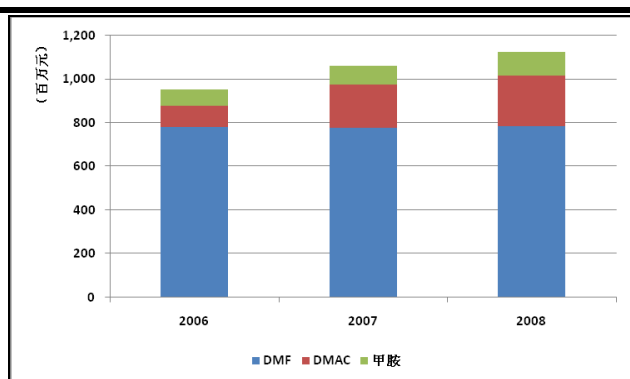
一、公司背景

江山化工是经浙江省人民政府证券委员会浙证委[1998]119号文批复同意,在国有企业江山化工总厂整体改组的基础上,由浙江省经济建设投资公司、江山化工总厂等六家法人发起设立的股份有限公司,公司注册资本10,198万元。公司主要从事化工产品的开发、生产和销售,现有N,N-二甲基甲酰胺(DMF)、二甲基乙酰胺(DMAC)、甲胺(MA)、合成氨、甲醇等生产装置和自备热电站。生产过程全部采用DCS集散控制系统,DMF、混甲胺产能规模居世界第一,DMAC产能规模居国内首位,DMF、DMAC、混甲胺装置规模、技术水平、产品质量与国际接轨,在国内均处于领先水平,广泛应用于腈纶、聚氨酯、医药、染料、农药等行业,能满足不同用户的特殊要求,具有良好的市场信誉,是目前国内主要的有机胺生产基地之一。

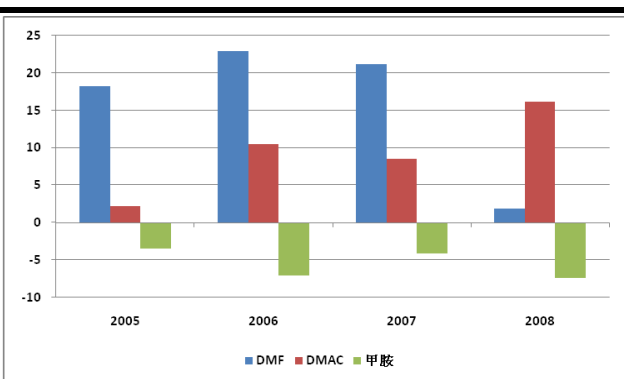
二、主营业务构成

江山化工的主要产品是DMF、MA、DMAC、环氧树脂和合成氨等系列产品,从2008年的主要产品销售来看,公司的销售收入主要来源是DMF的生产销售,而对毛利率贡献最大的是DMAC,其毛利率为16.17%。

各产品销售收入变化



各产品毛利率变化



数据来源: 公司年报, 爱建证券研究部

三、产品简述

公司属精细化工行业,主要产品为DMF、MA、DMAC、环氧树脂、合成氨和对外供热。现有的DMF、MA、DMAC的生产规模、技术水平和产品质量均处于国内领先水平,是目前国内主要的有机胺生产基地。2008年DMF和甲胺毛利率下降,主要原因是前三季度公司主要原材料煤炭、甲醇价格大幅上涨,成本上升较快,影响了公司的盈利能力;进入四季度,主导产品DMF 市场需求下降,销售价格和数量均有所下滑,导致2008年毛利率下降幅度较大。08年DMAC毛利率上升是因为产品价格上升,主要原材料醋酸平均采购价格下降,所以毛利率有所上升。2008 年DMF市场占有率为30%,DMAC市场占有率为50%。

(1) DMF产能全球第一

DMF是一种化学性质稳定、沸点和闪点高的优良极性溶剂和重要的化工原料。

可广泛地应用于制革、电子、人造纤维、制药、石油化工、橡胶等行业。1994年以后随着聚氨酯行业的发展,为DMF提供了一个良好的发展机会,公司的业务得以较快发展。DMF国内消费主要在湿法PU浆料工业上,PU浆料占到总需求量的80%左右。我国PU合成革生产国际比较优势明显,已经发展成为世界上最大的皮鞋、箱包生产国,年产量占全世界约50%,并且规模还在不断扩大,与之相应的DMF的用量也大幅增加。从发展趋势看,未来几年内PU浆料对DMF的需求仍将保持在20%左右的增长态势。

全球DMF消费市场主要集中在亚太地区。亚太地区是近几年来DMF消费增长较快的地区,尤其是中国市场,由于总体经济呈快速、稳定、持续的发展态势,对DMF的需求增长迅速。目前我国已成为世界最大的DMF消费国和进口国,而这其中约50%的消费量集中在浙江省内。

近年来国内一些厂家都在不断扩大生产能力,2006年中国DMF年产能已达到49.4万吨,约占全球产能的

48%，成为全球最大的DMF生产国。与此同时，国外公司如巴斯夫、三星也将产品打进中国市场。今后，国内DMF的市场竞争焦点将主要集中在技术、价格、规模和服务上。

（2）DMAC生产地处消费主市场

DMAC是一种优良的极性溶剂和重要的化工原料，符合环保方向，市场需求潜力大。DMAC和DMF共同应用领域较少，国内应用于氨纶、干丝法腈纶和聚酰亚胺树脂的生产，也常作为涂料、医药、催化剂生产中的助剂，作为分离苯乙烯的萃取蒸馏溶剂，合成抗菌素和杀虫剂的原料。国内氨纶行业产能大幅扩张后，在2005年进入平稳增长期。目前氨纶生产对DMAC需求将随氨纶产量稳步增长而提高。我国DMAC主要的应用领域是氨纶行业，浙江是我国第一大氨纶生产省，产能占全国的51%。近几年我国氨纶表观需求量持续增长。

三、行业及公司现状分析

1、行业竞争状况

DMF消费市场主要集中在亚太地区。亚太地区是近几年来DMF消费增长较快的地区，尤其是中国市场，由于总体经济呈快速、稳定、持续的发展态势，对DMF的需求增长迅速。我国DMF需求量2005年约为38万吨，其中进口量约5.3万吨，成为世界最大的DMF消费国和进口国，而这其中约50%的消费量集中在浙江省内。

近年来国内一些厂家都在不断扩大生产能力，2006年中国DMF年产能已达到49.4万吨，约占全球产能的48%，成为全球最大的DMF生产国。与此同时，国外公司如巴斯夫、三星也将产品打进中国市场。今后，国内DMF的市场竞争焦点将主要集中在技术、价格、规模和服务上。

公司DMF产品质量、物料单耗、能耗水平居国内第一，MA产品质量、物料单耗、能耗水平居国内领先水平。在十余年发展过程中，公司注重技术创新，目前不仅单套装置产能、产品总规模居国内第一，而且在过程控制、分析技术、设备结构设计等方面形成了技术优势。

我国原有DMAC生产企业规模小，技术落后，产品档次低，因此国内DMAC缺口50%左右，高端市场基本被进口产品占据。公司引进杜邦先进技术建设的2万吨/年装置于2005年12月投产，标志中国DMAC行业步入国际先进水平。氨纶和干法腈纶对DMAC产品质量和稳定性要求较高，市场主要为国外企业占据，国内企业只能面向低端市场。江山化工DMAC借助杜邦技术优势，产品定位高端市场，投产后迅速覆盖到国内主要氨纶和干丝法腈纶生产企业。

目前，我国主要环氧树脂产品多为普通型环氧树脂。针对我国环氧树脂的市场状况，江环公司选择主要依赖进口的电子电气用环氧树脂作为切入点，建设1万吨/年的高纯度特种环氧树脂项目，项目采用国际领先技术，已经具有规模生产替代进口产品的竞争能力。项目建成后能为市场提供高品质环氧树脂产品，部分产品将填补国内空白，替代进口。而且借助公司在覆铜板行业中的客户积累，将更有利于环氧树脂的销售。

2、江山化工的竞争优势

江山化工是国内最大的DMF生产企业，DMF国内市场占有率达到30%，具有明显规模优势。同时由于国内DMF消费50%在浙江，因此公司还具有明显地域优势，加上多年在技术、管理上的经验，江山化工将是国内DMF竞争力最强的企业。公司募集资金投入项目已经投产，因此不能在量上给公司带来增长，DMF主要用于聚氨酯（80%）和电子覆铜板行业，得益于这2个行业在我国的快速发展，DMF需求快速增长，并且未来还有很大的发展空间。

（1）产能优势

江山化工的主要产品是DMF、MA、DMAC、环氧树脂和合成氨等系列产品，现有DMF、MA、DMAC的生产规模、技术水平和产品质量均处于国内领先水平，是目前国内主要的有机胺生产基地。从2008年的主要产品销售来看，公司的销售主要来源是DMF的生产销售，DMF占公司销售总收入的67.52%。近几年我国DMF的需求增长迅速，从1999年的9万吨增长至2005年的38万吨，年需求增长率在20%以上。同时，近年来，全球DMF的产能也迅速增加。2004年全球总产能76万吨，2005年我国产能从2004年的32.5万吨提高到45.5万吨。2006年中国DMF年产能已达到49.4万吨，约占全球总产能的48%，成为全球最大的DMF生产国，中国更是成为DMF第一大生产国和第一大消费国。江山化工在DMF的产能占全国产能的30%以上。

公司也是全国最大的DMAC生产企业，相继投产了2套年产2万吨DMAC装置，投产后产品已迅速成功占领

国内大部分市场。该产品08年的毛利率达到16.17%，是公司利润的主要来源。

（2）地域优势

从近两年看，国内约50%的DMF消费市场集中在浙江省内。与同行业的华鲁恒升相比，江山化工拥有极大的地域优势。公司靠近我国浆料和制鞋业中心温州一带，运输成本低，客户服务方便。而华鲁恒升地处山东，产品的主要销售地在我国华北、东北一带，虽然近几年在南方的销售占比也在上升，但北方依然占据大头，从华鲁恒升2008年年报显示，其在北方的销售收入达到17亿元，占总收入的51%以上；

（3）品牌优势

作为国内最早规模化生产DMF的企业，拥有极其丰富的生产经验，牵头制定DMF 行业标准，品牌优势突出，优质客户群稳定。公司毛利率一直处于行业前列，只是08年公司主要原材料煤炭、甲醇价格大幅上涨，成本上升较快，影响了公司的盈利能力，随着甲醇价格深度下跌以及煤炭价格逐步回落，公司的盈利情况得到改善。

（4）布局优势

公司控股的内蒙古远兴江山化工有限公司10万吨/年DMF装置将建成投产，届时将形成南北呼应的生产布局，有利于公司进一步降低生产成本。

3、公司面临的困难

（1）经济危机使得全球消费需求持续缩减，同时人民币汇率的坚挺，使得以外贸为主的中国纺织业出口日趋紧张，从而间接影响到本公司主要产品DMF 和DMAC 的消费增长。

（2）国内大量新增的DMF 产能，供大于求的市场格局已经形成，公司未来将面对严峻的市场竞争。

四、未来的利润增长点

（1）甲醇价格看跌，DMF价格上涨，有利于公司盈利能力提升

公司的主要原材料为甲醇、CO、氨，其中甲醇占总成本约52%，CO占12%，氨占5.5%。近几年随着我国煤化工产业的不断发展，国内甲醇装置投产速度加快，预计未来几年内，我国甲醇产能年均增长率约在20%上下。国内甲醇产能的快速增长将可能导致其价格的逐步走低，从而可能降低公司的原材料成本，有利于公司盈利能力提升。

（2）DMAC项目是公司持续亮点

公司目前有4万吨/年的DMAC产能，在国内首屈一指，08年DMAC是公司主要的利润增长点。预计09年下半年经济基本面好转，下游产业恢复，将会进一步拉动DMAC的需求，未来盈利增长空间巨大。

（3）受益政策拉动

在“节能减排”、“家电下乡”、“节能产品惠民补贴”等政策的深入，聚氨酯相关材料作为建筑节能以及高效能冰箱保温层的原料，其需求将大大提高，而作为聚氨酯上游原料的DMF也将从中受益。

五、公司可能存在的风险及对策

1、政策性风险

目前国内的经济政策已相对宽松，但国际经济形势依然严峻，整个行业的复苏仍然存在较大不确定性，公司将密切关注宏观经济发展趋势，及时调整公司经营计划。

2、市场风险

国内 DMF 产品供大于求局面已经形成，竞争非常激烈，为此公司一方面大力开拓新的消费市场，另一方面加强自营出口业务，确保公司产品的市场占有率稳定。

3、原材料风险

甲醇、煤炭、醋酸价格上涨直接导致公司 2008 年度成本上升，出现亏损，虽然目前原材料价格已经大幅下降，但根据市场波动规律不可能长期处于低位，因此仍然面临着成本上升的风险。对此，公司积极开拓供应渠道，探索实施自营和直接采购模式，进一步降低采购成本。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。