

化学原料

2009 年 12 月 10 日

江南化工(002226) 当前股价: 43.63 目标价: 51.3

资产注入增厚公司明年业绩

投资要点:

- ◆ 江南化工属于民爆行业, 主营业务包括民爆器材的生产销售以及民爆工程的承包施工等, 其中民爆器材包括粉状炸药、胶状乳化炸药、铵油炸药等工业炸药品种, 民爆工程在主营收入的比重较小, 但收入增速较快, 是公司大力培育的利润增长点。
- ◆ 公司 IPO 募集资金项目近两年陆续投产, 对公司业绩增长贡献较大。其中, 炸药现场混装车及地面制备站项目于去年投产, 年产 1.2 万吨连续化自动化粉状乳化炸药生产线项目今年下半年投产, 明年可以逐渐发挥效益, 是公司明后年业绩增长的主要驱动因素。
- ◆ 2008 年 8 月, 国家发改委上调了民爆产品的出厂价, 并扩大了浮动幅度。调整前后工业炸药的出厂价格上涨幅度为 29%。在炸药价格上调之后, 其占成本较大比重的硝酸铵价格却一路下滑, 我们认为, 明年硝酸铵的价格有可能在成本的推动下有所上涨, 全年均价有可能在 1900 元/吨左右, 对应民爆产品的毛利率水平在 39%左右。
- ◆ 拟注入资产 2008 年实际销量 9.4 万吨, 距离许可的 17.85 万吨产能尚有较大的空间。重组成功后, 公司将对这些资产进行整合, 生产线改造, 扩大实际产能以满足市场需求。同时盾安控股和盾安化工承诺, 拟注入资产 2010、2011、2012 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 1.35、1.5、1.69 亿元。
- ◆ 预计 2009、2010、2011 年公司每股收益分别为 1.21、1.32、1.49 元。假设公司资产重组明年成功实施, 定向发行 6300 万股, 按照承诺业绩进行计算, 摊薄后公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.71、1.91 元, 相比未实施前业绩有所增厚。
- ◆ 目前股价基本处于合理水平。如果按照资产重组后的盈利水平来看, 2010 年市盈率为 25.5 倍, 相比其它三家民爆企业估值偏低。我们认为, 给予重组后 30 倍市盈率较为合理, 对应公司股价为 51.3 元。

研究员: 吴剑平

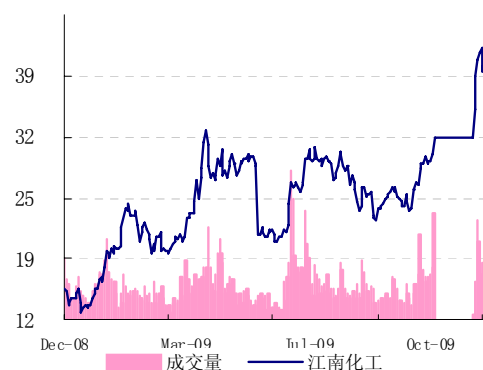
电 话: 025-84457777-474

E-mail: wujianping@mail.htsc.com.cn

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



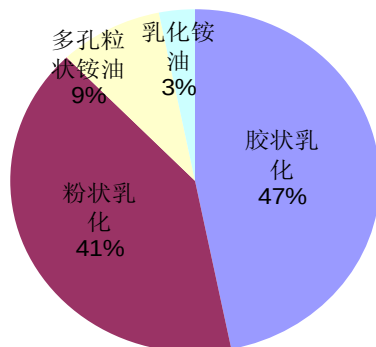
相关研究

1、募集资金项目投产，产能将在未来三年逐渐释放

江南化工 2008 年上市后，募集资金主要投向三个项目：一是炸药现场混装车及地面制备站项目，该项目将增加 8000 吨炸药产能；二是 1.2 万吨连续自动化粉状乳化炸药生产线项目，该项目将增加 1.2 万吨乳化炸药产能；三是增资民爆工程子公司 3000 万元，用于扩大民爆工程量。目前三个项目已经基本完成，预计 2010 年起将逐渐发挥效益。公司目前具有 6.6 万吨的工业炸药许可生产能力，实际生产能力也将在未来的三年内逐渐达产。

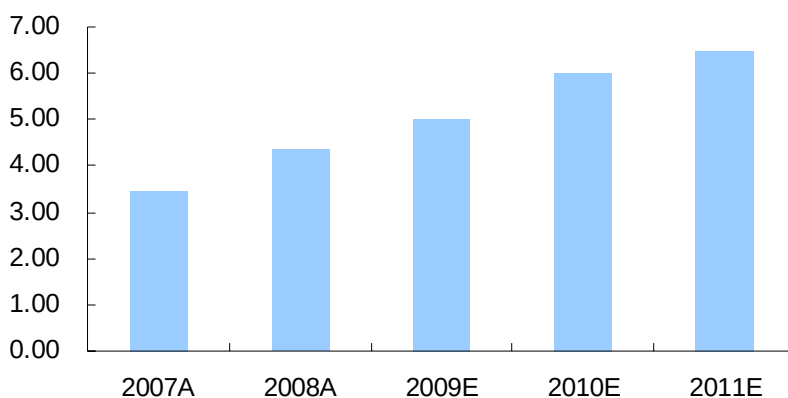
公司 6.6 万吨炸药产能按照品种来分类如下图所示，其中胶状乳化炸药占比最大，产能为 3.1 万吨，粉状乳化炸药 2.7 万吨。按照生产地点分类，现场混装产能 1 万吨，其余为定点生产。公司本部产能 5 万吨，马鞍山 1.6 万吨。

图表 1 江南化工 6.6 万吨炸药产能按照品种分类



数据来源：公司调研

图表 2 江南化工炸药预计销量



数据来源：公司调研 华泰证券研究所

工业炸药的生产除了要取得生产许可证，还需要取得安全生产许可证，而且每年是严格按照订单来执行的。因此，公司实际生产能力虽然达到了 6.6 万吨的许可产能，但销量还要看市场需求而定。我们预计公司新增的 2 万吨产能将在未来三年内逐渐释放。

2、工业炸药价格下跌的可能性不大，原料硝酸铵明年会有所上涨

工业炸药自 2005 年以来经历了两次调价，2005 年 5 月，国防科工委上调了民爆产品的价格，当时以铵梯炸药为主，与目前的炸药品种不具有可比性。2008 年 8 月，工信

部再次上调炸药的价格，平均上涨幅度 30%，其中江南化工的炸药品种价格变化情况如下表所示。

图表 3 工业炸药价格调整幅度

	2005A	2008A
粉状乳化炸药 元/吨	5040	6510
涨价幅度%		29%
多孔粒状铵油 元/吨	2940	4140
涨价幅度%		41%
乳化铵油 元/吨	3330	4300
涨价幅度%		29%

数据来源：工信部

从工业炸药两次调价的情况来看，主要原因是由于原料的价格上涨，导致炸药企业面临亏损的边缘。炸药企业由于其产品的特殊性，对生产的安全要求极高，应该享有不同于一般行业的高利润水平。目前行业平均 40%以上的毛利率水平具有一定的合理性，炸药的价格下调的可能性不大。

工业炸药的主要原料是硝酸铵，以乳化炸药为例，生产 1 吨炸药需要消耗 937 公斤的硝酸铵，硝酸铵占炸药成本的 45%左右，硝酸铵价格是影响炸药盈利能力的最重要因素。2008 年至今的两年时间内，硝酸铵价格经历了大涨大跌，今年上半年基本维持在 1600 元左右的低位，11 月份以来略有上涨至 1850 元/吨的水平。我们认为，明年硝酸铵的价格有可能在成本的推动下有所上涨，全年均价有可能在 1900 元/吨左右，对应民爆产品的毛利率水平在 39%左右。

图表 4 江南化工粉状乳化炸药相对硝酸铵的毛利率变化

硝酸铵价格 元/吨	1600	1700	1800	1900	2000	2100
粉状乳化炸药毛利率%	49%	46%	42%	39%	36%	33%

数据来源：华泰证券研究所

3、注入资产增厚公司每股收益

公司近日公布重大资产重组方案，拟对浙江盾安集团和盾安化工定向发行不超过 6300 万股，用于收购其持有的 8 家民爆企业的股权，民爆资产具体情况如下表所示。

图表 5 拟注入资产详细情况

	股权比例	注册资本	许可产能 万吨	销售区域
新疆天河	84.27%	5000	3.85	南疆、宁夏西北地区
四川绵竹兴远	82.32%	2545.45	2.8	四川省内
福建漳州久依久	77.50%	2000	1.8	福建
河南华通化工	75.50%	1800	1.8	河南 山东和江苏
四川南部永生	55%	5000	2.4	重庆和四川
安徽恒源	49%	1480	1.2	安徽山东江苏
安徽盾安	90.36%	1953.4	3.2	安徽浙江江苏
湖北帅力化工	81%	1000	0.8	湖北重庆安徽海南
合计			17.85	

数据来源：公司公告

从重组预案披露的情况来看，8 家公司具有 17.85 万吨的民爆产品许可生产能力，其销售区域分布于南疆、宁夏、四川、重庆等西部地区，湖北、河南等中部地区，江苏、浙

江、福建等东部地区。如果资产重组成功，公司的销售区域将从安徽扩展至包括中西部地区的 7 个省份。去年年底开始的 4 万亿基础设施投资大部分投向西部地区，西部地区是国内民爆产品需求最为旺盛的地区，公司借助收购进入西部市场，为公司的快速发展提供了一条捷径。

2008 年拟注入资产实际销量 9.4 万吨，距离许可的 17.85 万吨产能尚有较大的空间。重组成功后，公司将对这些资产进行整合，生产线改造，扩大实际产能以满足市场需求。同时盾安控股和盾安化工承诺，拟注入资产 2010、2011、2012 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 1.35、1.5、1.69 亿元。

4、盈利预测及投资评级

根据公司未来产能释放的速度以及硝酸铵价格的变化，我们假设 2009、2010、2011 年炸药分别实现 5、6、6.5 万吨的销售，硝酸铵价格分别为 1600、1900、2000 元/吨。盈利预测结果如下表所示。预测 2009、2010、2011 年每股收益分别为 1.21、1.32、1.49 元。假设公司资产重组明年成功实施，定向发行 6300 万股，按照承诺业绩进行计算，摊薄后公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.71、1.91 元，相比未实施前业绩有所增厚。

图表 6 江南化工盈利预测简表

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	244	305	380	438
营业成本	168	168	231	275
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	15	15	15	16
管理费用	18	19	20	20
财务费用	-0	-2	-2	-3
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	40	104	115	129
营业外收入	1	0	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	39	103	114	128
所得税	7	18	21	23
净利润	32	86	94	105
少数股东损益	2	1	1	1
归属母公司净利润	31	85	93	104
EBITDA	44	107	119	133
EPS (元)	0.57	1.21	1.32	1.49

目前民爆行业有四家上市公司，下表是公司盈利预测及估值情况，江南化工在四家民爆企业的平均估值水平基本相当，目前股价基本处于合理水平。如果按照资产重组后的盈利水平来看，2010 年市盈率为 25.5 倍，相比其它三家民爆企业估值偏低。我们认为，给予重组后 30 倍市盈率较为合理，对应公司股价为 51.3 元。

图表 7 民爆行业上市公司估值分析

证券 代码	证券 简称	EPS			PE		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
002096.SZ	南岭民爆	0.65	0.73	0.78	45.5	40.5	37.9
600985.SH	雷鸣科化	0.64	0.7	0.75	32.3	29.6	27.6
002037.SZ	久联发展	0.68	0.92	0.95	27.7	20.5	19.8
002226.SZ	江南化工	1.21	1.32	1.49	36.1	33.1	29.3

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	243	299	357	446	营业收入	244	305	380	438
现金	162	229	276	358	营业成本	168	168	231	275
应收账款	49	31	34	35	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	3	4	5	6	营业费用	15	15	15	16
预付账款	14	18	24	28	管理费用	18	19	20	20
存货	14	13	13	13	财务费用	-0	-2	-2	-3
其他流动资产	2	5	5	6	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	81	113	141	148	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	70	82	99	108	营业利润	40	104	115	129
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	1	0	1	1
其他非流动资产	3	24	36	34	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	324	412	499	594	利润总额	39	103	114	128
流动负债	27	35	35	35	所得税	7	18	21	23
短期借款	0	10	10	10	净利润	32	86	94	105
应付账款	18	13	14	14	少数股东损益	2	1	1	1
其他流动负债	8	12	11	11	归属母公司净利润	31	85	93	104
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	44	107	119	133
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.57	1.21	1.32	1.49
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	27	35	35	35	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	16	17	18	19	成长能力				
股本	54	70	70	70	营业收入	68.1%	25.2%	24.6%	15.1%
资本公积	137	121	121	121	营业利润	24.1%	160.0%	10.5%	12.2%
留存收益	90	169	255	350	归属于母公司净利润	20.2%	178.1%	9.1%	12.7%
归属母公司股东权益	281	360	446	540	获利能力				
负债和股东权益	324	412	499	594	毛利率(%)	31.2%	44.9%	39.1%	37.3%
现金流量表					净利率(%)	12.5%	27.8%	24.4%	23.9%
单位: 百万元					ROE(%)	10.9%	23.6%	20.8%	19.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	23.9%	54.7%	47.5%	49.7%
经营活动现金流	-1	96	87	104	偿债能力				
净利润	32	86	94	105	资产负债率(%)	8.3%	8.5%	7.0%	5.9%
折旧摊销	5	5	6	7	净负债比率(%)	0.00%	28.60%	28.50%	28.54%
财务费用	-0	-2	-2	-3	流动比率	9.16	8.56	10.19	12.72
投资损失	0	0	0	0	速动比率	8.62	8.20	9.81	12.35
营运资金变动	-43	10	-11	-7	营运能力				
其他经营现金流	6	-4	1	0	总资产周转率	1.02	0.83	0.83	0.80
投资活动现金流	-23	-34	-35	-15	应收账款周转率	7	7	11	12
资本支出	15	35	35	15	应付账款周转率	12.51	10.75	17.14	19.34
长期投资	-8	-0	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.44	1.21	1.32	1.49
筹资活动现金流	136	6	-5	-7	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	1.37	1.25	1.48
短期借款	-16	10	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.01	5.15	6.37	7.72
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	14	16	0	0	P/E	101.49	36.49	33.44	29.67
资本公积增加	137	-16	0	0	P/B	11.03	8.60	6.95	5.73
其他筹资现金流	2	-4	-5	-7	EV/EBITDA	67	28	25	22
现金净增加额	112	68	47	82					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

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

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。