

# 原材料价格波动是主要风险

## ——江山化工（002061）调研简报

### 要点：

- 公司的主要产品是二甲基甲酰胺 DMF 和二甲基乙酰胺 DMAC。是全球最大的 DMF 企业和中国最大的 DMAC 企业。目前 DMF 产能约 18 万吨，DMAC 产能约 4 万吨。公司与内蒙远兴能源合资建立内蒙远兴江山化工有限公司，控股 51%，该公司拥有 10 万吨 DMF 产能和 1 万吨环氧树脂产能，目前建设已经完成，正在准备试车。
- 公司的 DMF 和 DMAC 生产工艺分别是二甲胺/一氧化碳一步法合成，和无催化剂一步法合成。这两条合成路线里面，原料是煤炭、甲醇、冰醋酸全部外购，产品是 DMF 和 DMAC。
- DMF 价格相对比较稳定，近一年来，价格也一直在 5100 到 5700 之间波动，目前市场价 5400 左右。而甲醇、醋酸的价格波动就大得多，甲醇一年多来的高点在 2900，低点在 1700，醋酸的高点在 4000，低点在 2500。远兴能源在原料需要外购的情况下，业绩受上游波动影响很大，这也成为公司的主要风险。
- 我们的预测，江山化工的每股收益今明两年分别达到 0.54 元和 0.59 元，给予 2010 年 20-25 倍 PE，合理股价区间在 10.8 元至 13.5 元。给予推荐投资评级。

### 分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ [wanggang@cgws.com](mailto:wanggang@cgws.com)

执业证书编号：S1070210020006

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

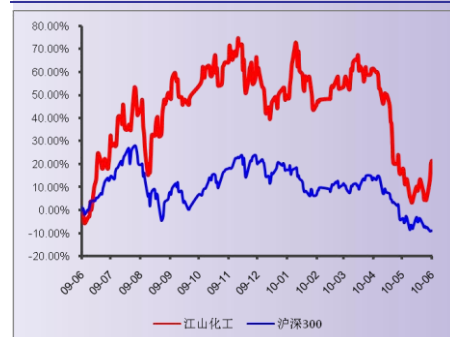
✉ [lxl@cgws.com](mailto:lxl@cgws.com)

投资评级：推荐

### 盈利预测

| 万元   | 10E    | 11E    | 12E    |
|------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 164014 | 182238 | 207144 |
| 营业成本 | 134623 | 148998 | 169617 |
| 营业利润 | 10656  | 11623  | 12482  |
| 利润总额 | 10656  | 11623  | 12482  |
| 所得税  | 2664   | 2906   | 3121   |
| 净利润  | 7592   | 8282   | 8894   |
| EPS  | 0.542  | 0.592  | 0.635  |

### 近日走势



### 相关报告

### 独立声明

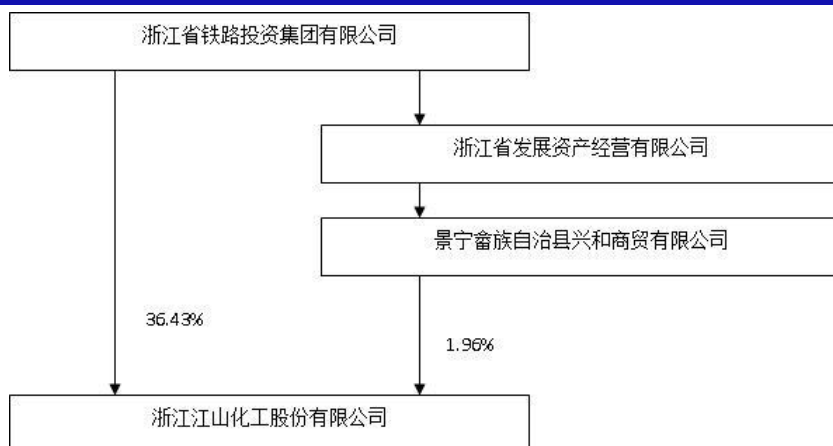
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 江山化工的基本情况

2009 年，江山化工原股东浙江省经济建设投资有限公司将持有的江山化工 5100 万股股权无偿划转给了浙江省铁路投资集团有限公司，实现了实际控制人的变化。

公司的主要产品是二甲基甲酰胺 DMF 和二甲基乙酰胺 DMAC。是全球最大的 DMF 企业和中国最大的 DMAC 企业。目前 DMF 产能约 18 万吨，DMAC 产能约 4 万吨。公司与内蒙远兴能源合资建立内蒙远兴江山化工有限公司，控股 51%，该公司拥有 10 万吨 DMF 产能和 1 万吨环氧树脂产能，目前建设已经完成，正在准备试车。（华鲁恒升的 DMF 装置建成后，产能达到了 23 万吨，超越了江山化工，但是江山内蒙装置建成后，实际控制产能将再次超越华鲁恒升）

江山化工股权结构



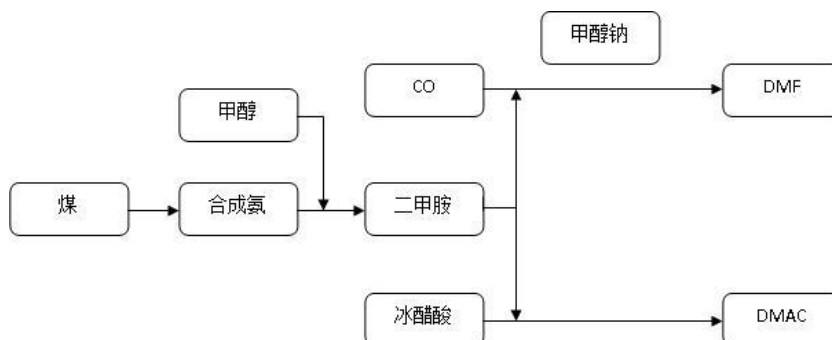
资料来源：公司公告、长城研究所

## DMF 与 DMAC

公司的 DMF 和 DMAC 生产工艺分别是二甲胺/一氧化碳一步法合成，和无催化剂一步法合成。合成路线如下图：

这条合成路线里面，原料是煤炭、甲醇、冰醋酸全部外购，产品是 DMF 和 DMAC。

### DMF 和 DMAC 合成路线



资料来源：公司公告、长城研究所

二甲基甲酰胺 (DMF) 既是一种用途极广的化工原料, 也是一种用途很广的优良的溶剂。二甲基甲酰胺对多种高聚物如聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯腈、聚酰胺等均为良好的溶剂, 可用于聚丙烯腈纤维等合成纤维的湿纺丝、聚氨酯的合成; 用于塑料制膜; 也可作去除油漆的脱漆剂; 它还能溶解某些低溶解度的颜料, 使颜料带有染料的特点。二甲基甲酰胺在加氢、脱氢、脱水和脱卤化氢的反应中具有催化作用, 使反应温度降低, 产品纯度提高。

国内 DMF 主要用于湿法 PU 浆料的生产。全球 DMF 产能约 100 万吨, 国内约 60 万吨, 华鲁恒升目前产能 23 万吨, 和江山化工并列两大巨头, 市场占有率各 30% 左右。但是华鲁恒升的优势在于它的煤化工产业链比较完整, 自己生产甲醇, 而江山化工的甲醇需要外购。江山与远兴合资建设 DMF 产能, 也正是出于对上游原料保障的考虑。

二甲基乙酰胺 (DMAC) 能与水、醚、酮、酯等完全互溶, 具有热稳定性高、不易水解、腐蚀性低、毒性小等特点, 用途广泛。二甲基乙酰胺对多种树脂, 尤其是聚氨酯树脂、聚酰亚胺树脂具有良好的溶解能力, 主要用作耐热合成纤维、塑料薄膜、涂料、医药、丙烯腈纺丝的溶剂。目前国外多用于生产聚酰亚胺薄膜、可溶性聚酰亚胺、聚酰亚胺-聚全氟乙丙烯复合薄膜、聚酰亚胺 (铝) 薄膜、可溶性聚酰亚胺模塑粉等; 国内主要用于高分子合成纤维纺丝和其他有机合成的优良极性溶剂。有机合成中, 二甲基乙酰胺是极好的催化剂, 可使环化、卤化、氰化、烷基化和脱氢等反应加速, 且能提高主要产物收率。在部分医药和农药生产中, 也可采用二甲基乙酰胺作为溶剂或助催化剂, 与传统有机溶剂相比, 对产品质量和收率均有提高作用。

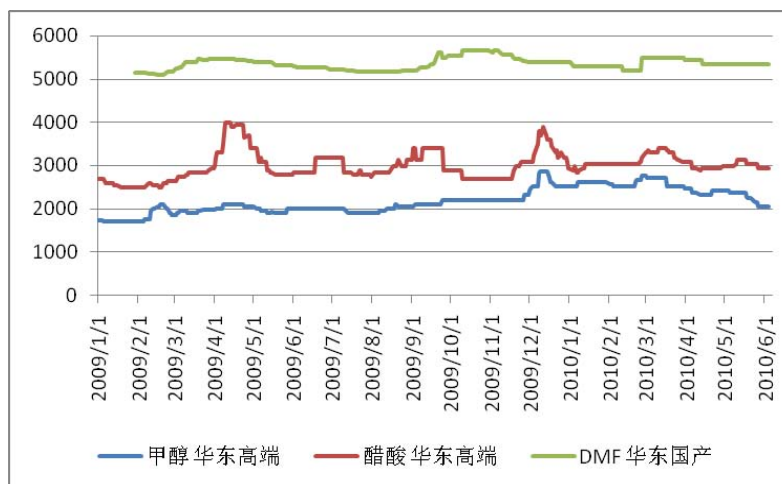
目前国内的 DMAC 主要用于氨纶和医药行业。浙江的氨纶企业众多, 江山化工占有

得天独厚的地域优势，特别是华峰氨纶就在江山市毗邻的温州市。目前江山化工是国内大型氨纶企业的主要供货商。

DMF 价格相对比较稳定，近一年来，价格也一直在 5100 到 5700 之间波动，目前市场价 5400 左右。而甲醇、醋酸的价格波动就大得多，甲醇一年多来的高点在 2900，低点在 1700，醋酸的高点在 4000，低点在 2500。远兴能源在原料需要外购的情况下，业绩受上游波动影响很大。

每年的二、三季度是公司产品的主要销售季节，目前 DMAC 的价格在 12000 左右，销售较为顺畅。

2009 年以来华东地区甲醇、醋酸、DMF 市场价格走势



资料来源：公司公告、长城研究所

## 业绩预测

根据我们的预测，江山化工的每股收益今明两年分别达到 0.54 元和 0.59 元，给予 2010 年 20-25 倍 PE，合理股价区间在 10.8 元至 13.5 元。给予推荐投资评级。

|      | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 118387 | 164014 | 182238 | 207144 |
| 营业成本 | 100051 | 134623 | 148998 | 169617 |
| 销售费用 | 3033   | 4920   | 5467   | 6214   |
| 管理费用 | 5461   | 8201   | 9112   | 10357  |
| 营业利润 | 6938   | 10656  | 11623  | 12482  |
| 利润总额 | 7013   | 10656  | 11623  | 12482  |
| 所得税  | 474    | 2664   | 2906   | 3121   |
| 净利润  | 6964   | 7592   | 8282   | 8894   |
| EPS  | 0.498  | 0.542  | 0.592  | 0.635  |

### 三张表预测

| 利润表（万元）   | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 主要财务指标     | 2009A   | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 118387 | 164014 | 182238 | 207144 | 成长性        |         |       |       |       |
| 营业成本      | 100051 | 134623 | 148998 | 169617 | 营业收入增长     | 2.0%    | 38.5% | 11.1% | 13.7% |
| 销售费用      | 3033   | 4920   | 5467   | 6214   | 营业成本增长     | -10.3%  | 34.6% | 10.7% | 13.8% |
| 管理费用      | 5461   | 8201   | 9112   | 10357  | 营业利润增长     | -195.3% | 53.6% | 9.1%  | 7.4%  |
| 财务费用      | 2585   | 4794   | 6127   | 7437   | 利润总额增长     | -215.3% | 51.9% | 9.1%  | 7.4%  |
| 投资净收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 净利润增长      | -229.3% | 9.0%  | 9.1%  | 7.4%  |
| 营业利润      | 6938   | 10656  | 11623  | 12482  | 盈利能力       |         |       |       |       |
| 营业外收支     | 76     | 0      | 0      | 0      | 毛利率        | 15.5%   | 17.9% | 18.2% | 18.1% |
| 利润总额      | 7013   | 10656  | 11623  | 12482  | 销售净利率      | 5.9%    | 4.6%  | 4.5%  | 4.3%  |
| 所得税       | 474    | 2664   | 2906   | 3121   | ROE        | 12.3%   | 11.7% | 11.3% | 10.7% |
| 少数股东损益    | -425   | 400    | 436    | 468    | ROIC       | 6.9%    | 9.4%  | 10.5% | 10.7% |
| 净利润       | 6964   | 7592   | 8282   | 8894   | 营运效率       |         |       |       |       |
| 资产负债表（万元） |        |        |        |        | 销售费用/营业收入  | 2.6%    | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  |
| 流动资产      | 62405  | 84380  | 123791 | 147823 | 管理费用/营业收入  | 4.6%    | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 货币资金      | 29039  | 39420  | 73923  | 91102  | 财务费用/营业收入  | 2.2%    | 2.9%  | 3.4%  | 3.6%  |
| 应收帐款      | 6498   | 8201   | 9112   | 10357  | 投资收益/营业利润  | 0.0%    | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 应收票据      | 13773  | 16401  | 18224  | 20714  | 所得税/利润总额   | 6.8%    | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 存货        | 7743   | 13462  | 14900  | 16962  | 应收帐款周转率    | 16.11   | 18.95 | 18.72 | 19.61 |
| 非流动资产     | 102390 | 99368  | 99326  | 117087 | 存货周转率      | 9.44    | 9.49  | 9.35  | 8.81  |
| 固定资产      | 93962  | 91473  | 91964  | 110257 | 流动资产周转率    | 1.61    | 1.58  | 1.34  | 1.41  |
| 资产总计      | 164795 | 183748 | 223117 | 264910 | 总资产周转率     | 0.68    | 0.81  | 0.75  | 0.76  |
| 流动负债      | 65841  | 76802  | 80955  | 86886  | 偿债能力       |         |       |       |       |
| 短期借款      | 38051  | 38051  | 38051  | 38051  | 资产负债率      | 65.6%   | 64.8% | 67.1% | 68.8% |
| 应付款项      | 14934  | 20094  | 22240  | 25317  | 流动比率       | 0.95    | 1.10  | 1.53  | 1.70  |
| 非流动负债     | 42270  | 42270  | 68770  | 95270  | 速动比率       | 0.83    | 0.92  | 1.35  | 1.51  |
| 长期借款      | 42000  | 42000  | 68500  | 95000  | 每股指标（元）    |         |       |       |       |
| 负债合计      | 108111 | 119072 | 149725 | 182156 | EPS        | 0.498   | 0.542 | 0.592 | 0.635 |
| 股东权益      | 56684  | 64675  | 73393  | 82755  | 每股净资产      | 4.05    | 4.62  | 5.24  | 5.91  |
| 股本        | 13998  | 13998  | 13998  | 13998  | 每股经营现金流    | 0.33    | 1.08  | 1.16  | 1.29  |
| 留存收益      | 33242  | 40834  | 49116  | 58009  | 每股经营现金/EPS | 0.7     | 2.0   | 2.0   | 2.0   |
| 少数股东权益    | 9444   | 9843   | 10279  | 10747  | 估值         |         |       |       |       |
| 负债和权益总计   | 164795 | 183748 | 223117 | 264910 | PE         | 22.8    | 20.9  | 19.2  | 17.9  |
| 现金流量表（万元） |        |        |        |        | PEG        | 2.53    | 2.30  | 2.60  | -     |
| 经营活动现金流   | 4560   | 15117  | 16204  | 18014  | PB         | 2.8     | 2.5   | 2.2   | 1.9   |
| 其中营运资本减少  | 111    | -632   | -756   | -923   | EV/EBITDA  | 15.52   | 10.31 | 10.22 | 9.91  |
| 投资活动现金流   | -28152 | -4735  | -8201  | -27336 | EV/SALES   | 2.02    | 1.46  | 1.46  | 1.41  |
| 其中资本支出    | -29508 | -4735  | -8201  | -27336 | EV/IC      | 1.96    | 1.91  | 2.07  | 1.95  |
| 融资活动现金流   | 34801  | 0      | 26500  | 26500  | ROIC/WACC  | 0.75    | 1.02  | 1.14  | 1.17  |
| 净现金总变化    | 11075  | 10381  | 34503  | 17178  | REP        | 2.60    | 1.88  | 1.82  | 1.67  |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

### 研究员介绍及承诺:

**王 刚:** 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**凌学良:** 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券  
**免责声明**

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 投资评级标准:

#### 公司评级

**强烈推荐**——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

**推荐**——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

**中性**——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

**回避**——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

#### 行业评级

**推荐**——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

**中性**——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

**回避**——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>