

江山化工 (002061.SZ) 有机化学品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

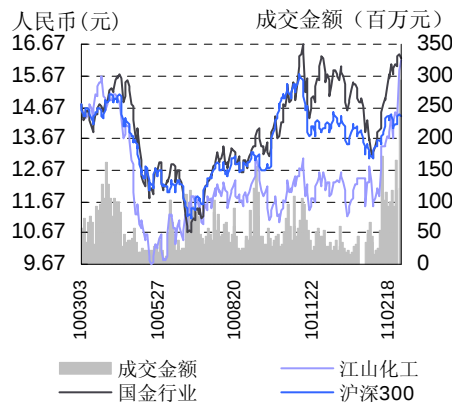
市价(人民币): 16.19 元

目标(人民币): 21.24 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	139.98
总市值(百万元)	2,266.28
年内股价最高最低(元)	16.19/9.67
沪深 300 指数	3243.30
中小板指数	7369.74



聚氨酯需求转旺, DMF 景气持续

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.498	0.362	0.965	1.209	1.471
每股净资产(元)	3.37	3.74	4.57	4.93	6.28
每股经营性现金流(元)	0.33	-0.19	1.35	1.84	1.98
市盈率(倍)	28.22	32.36	16.77	13.39	11.00
行业优化市盈率(倍)	29.57	29.57	29.57	29.57	29.57
净利润增长率(%)	N/A	-27.20%	166.53%	25.21%	21.72%
净资产收益率(%)	14.74%	9.69%	21.11%	24.50%	23.45%
总股本(百万股)	139.98	139.98	139.98	139.98	139.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **聚氨酯 PU 浆料需求转旺:** 聚氨酯 PU 浆主要原料是 DMF、己二酸、MDI, 单耗分别为 0.69、0.14、0.09t/t。2010 年国内 PU 浆料需求 126.5 万吨, 增长 10%, 由于纺织、皮鞋业的产能及出口恢复, 2011-2012 年 PU 浆料需求有望实现 15-20% 的连续增长, 分别至少增加 DMF 需求 13、15 万吨, 可消化 DMF 产能新增的负面影响。
- **2011-2012 年 DMF 景气维持:** 供需面上, 国内 DMF 产能 120 万吨, 2010 年产量 71 万吨。预计上半年云维 10 万吨、鲁西 10 万吨 DMF 难以实现开车, 原料供应、成本及危险品运输限制, 是开工不足的主要原因, 而国外企业由于环保因素可能进一步停产(日本 9 万吨已停、韩国也将关停), 总体而言, 2011-2012 年行业供需略低于需求的局面可能维持。
- **DMF 权益增加, DMAC 盈利维持:** 公司目前有 DMF 产能 18 万吨, 一季度内蒙古远兴江山化工投产, 增加权益 5 万吨; DMAC 产能 4 万吨, 全球仅 8-9 万吨产能, 且未来两年无新增产能, 而其下游氨纶在 2011 年增长 6 万吨, 幅度约 20%, 2012 年预计再增长 20%, DMAC 将供给偏紧。
- **募投两大项目(正丁烷顺酐、顺酐法 BDO)具有良好的应用前景。**其一, 目前国内顺酐产能 100 万吨左右, 其中苯法 87 万吨, 正丁烷法 13 万吨, 2010 年正丁烷法比苯法顺酐吨毛利低约 1000 吨左右, 具有明显成本优势; 其二, 顺酐法 BDO 具有比同行低约 10% 的顺酐单耗, 如进一步发展 PBT 等高性能树脂, 则增厚盈利。

投资建议

- 预计 3-4 月 DMF 提价一次, 幅度约 300 元/吨。公司作为国内第二大 DMF 企业, 具有明显的区域营销优势, 在目前 DMF 景气度上升情况下, 国外厂商又开始关停产能, 给予公司良好的发展良机。评级“买入”。

估值

- 从 PB 角度, 如公司搬迁土地等值收益 15 亿, 增发融资 9 亿, 现有净资产 5.23 亿, 则增发完成后 2.22 亿股, 净资产约 29 亿, 对应 1.24 倍 PB;
- 给予公司未来 6-12 个月 21.24 元目标价位, 相当于 22x11PE (增发摊薄前) 和 34.89xPE (增发摊薄后)。

风险

- 全球经济下滑, PU 浆料需求下降; 内蒙 DMF 装置开工不顺; 搬迁收益大幅减少。

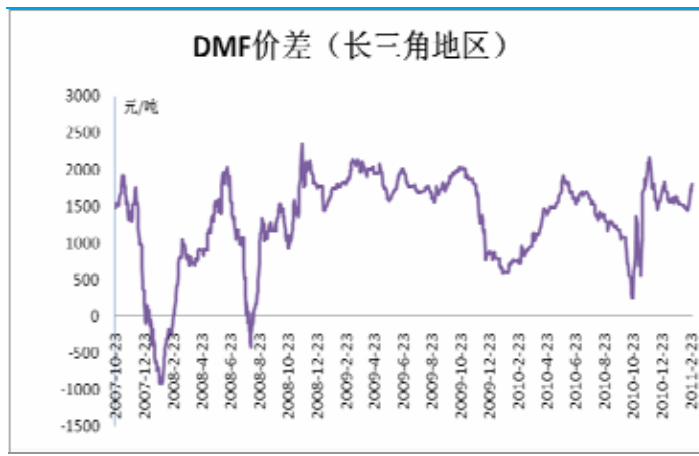
刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130206110211
 (8621)61038283
 liubo@gjzq.com.cn

图表1: DMF 价格走势

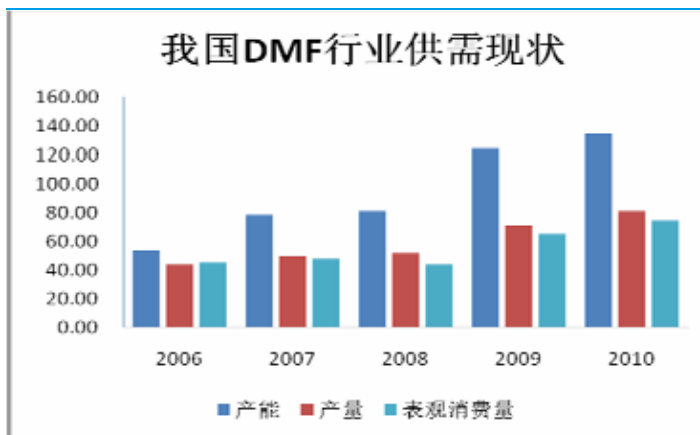


来源: 国金证券研究所

图表2: DMF 与原料甲醇、液氨价差走势

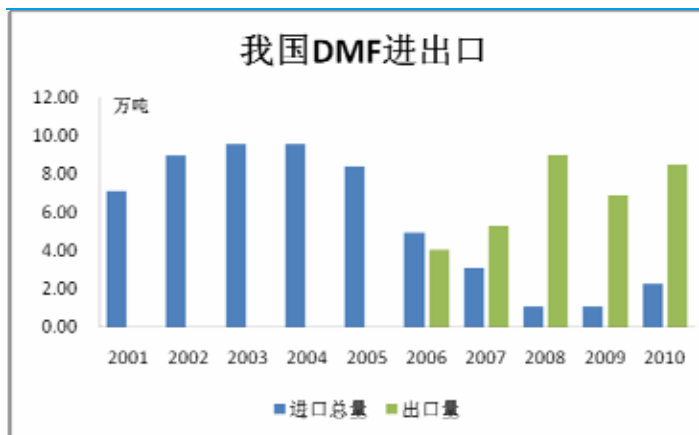


图表3: 国内 DMF 供需现状

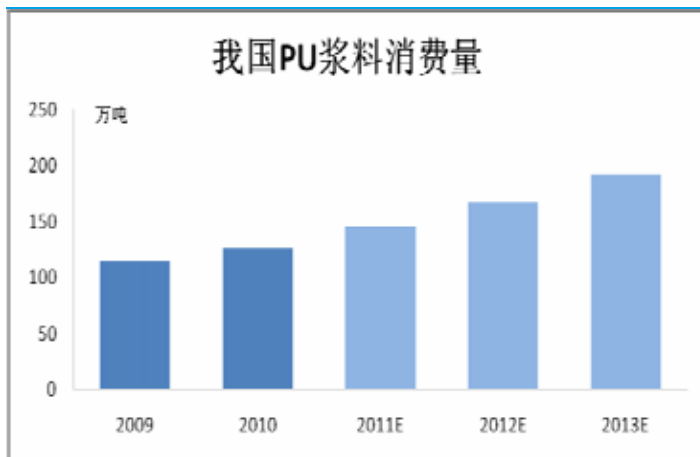


来源: 国金证券研究所

图表4: 国内 DMF 进出口情况

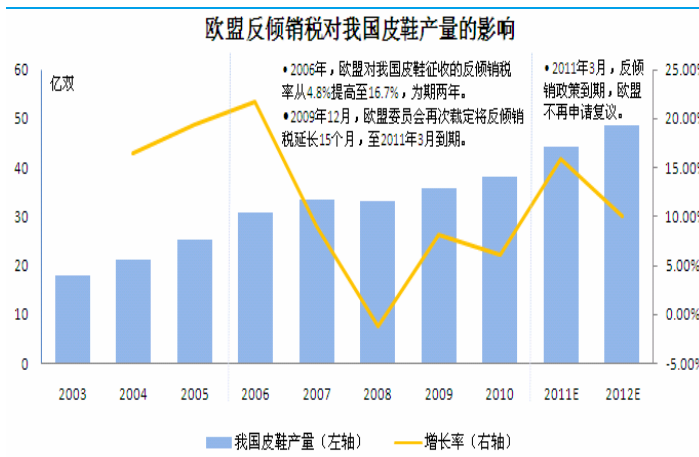


图表5: 国内 PU 浆料消费量



来源: 国金证券研究所

图表6: 键入图表的标题 XXXX



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,161	1,184	1,362	1,657	1,961	2,398
增长率		2.0%	15.1%	21.6%	18.3%	22.3%
主营业务成本	-1,115	-1,001	-1,187	-1,328	-1,567	-1,926
% 销售收入	96.0%	84.5%	87.1%	80.2%	79.9%	80.3%
毛利	46	183	176	329	393	472
% 销售收入	4.0%	15.5%	12.9%	19.8%	20.1%	19.7%
营业税金及附加	-4	-8	-6	-7	-9	-11
% 销售收入	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-26	-30	-44	-51	-55	-67
% 销售收入	2.2%	2.6%	3.2%	3.1%	2.8%	2.8%
管理费用	-46	-55	-66	-73	-80	-96
% 销售收入	3.9%	4.6%	4.9%	4.4%	4.1%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	-30	91	59	197	249	298
% 销售收入	n.a	7.7%	4.4%	11.9%	12.7%	12.4%
财务费用	-31	-26	-23	-55	-65	-68
% 销售收入	2.7%	2.2%	1.7%	3.3%	3.3%	2.8%
资产减值损失	-11	4	-5	-1	0	0
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-73	69	31	141	184	230
营业利润率	n.a	5.9%	2.3%	8.5%	9.4%	9.6%
营业外收支	12	1	18	20	20	20
税前利润	-61	70	49	161	204	250
利润率	n.a	5.9%	3.6%	9.7%	10.4%	10.4%
所得税	-2	-5	-10	-32	-41	-50
所得税率	n.a	6.8%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	-62	65	39	129	163	200
少数股东损益	-9	-4	-12	-6	-6	-6
归属于母公司的净利润	-54	70	51	135	169	206
净利率	n.a	5.9%	3.7%	8.2%	8.6%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	-62	65	39	129	163	200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	73	60	71	78	79	98
非经营收益	33	30	22	42	49	52
营运资金变动	-2	-109	-158	-59	-35	-73
经营活动现金净流	42	46	-26	190	257	277
资本开支	-213	-295	-99	-209	-219	-140
投资	2	0	0	-1	0	0
其他	17	13	-13	0	0	0
投资活动现金净流	-194	-282	-112	-210	-219	-140
股权募资	59	10	25	0	-100	0
债权募资	117	424	-2	150	150	-47
其他	-90	-87	-36	-58	-87	-91
筹资活动现金净流	85	347	-14	92	-38	-137
现金净流量	-67	111	-152	72	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	131	290	128	200	200	200
应收款项	102	203	265	342	386	472
存货	138	77	186	146	172	211
其他流动资产	97	53	33	42	49	60
流动资产	468	624	612	730	806	943
% 总资产	39.9%	37.9%	34.7%	36.0%	35.6%	38.2%
长期投资	6	5	5	6	5	5
固定资产	613	940	1,052	1,195	1,349	1,405
% 总资产	52.3%	57.0%	59.6%	58.9%	59.5%	57.0%
无形资产	83	76	90	97	104	110
非流动资产	705	1,024	1,152	1,300	1,460	1,522
% 总资产	60.1%	62.1%	65.3%	64.0%	64.4%	61.8%
资产总计	1,173	1,648	1,763	2,030	2,266	2,464
短期借款	307	466	358	511	661	613
应付款项	209	196	257	216	254	313
其他流动负债	11	-3	-10	37	40	45
流动负债	527	658	606	764	956	971
长期贷款	155	420	525	525	525	526
其他长期负债	0	3	2	0	0	0
负债	682	1,081	1,133	1,289	1,481	1,497
普通股股东权益	403	472	523	640	691	878
少数股东权益	89	94	107	101	95	89
负债股东权益合计	1,173	1,648	1,763	2,030	2,266	2,464

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	-0.385	0.498	0.362	0.965	1.209	1.471
每股净资产	2.877	3.375	3.737	4.572	4.934	6.275
每股经营现金净流	0.298	0.326	-0.189	1.354	1.838	1.981
每股股利	0.400	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	-13.37%	14.74%	9.69%	21.11%	24.50%	23.45%
总资产收益率	-4.59%	4.23%	2.88%	6.66%	7.47%	8.36%
投入资本收益率	-3.20%	5.82%	3.08%	8.86%	10.12%	11.33%
增长率						
主营业务收入增长率	5.71%	1.98%	15.06%	21.62%	18.35%	22.33%
EBIT增长率	N/A	-404.42%	-34.66%	232.28%	26.61%	19.69%
净利润增长率	N/A	N/A	-27.20%	166.53%	25.21%	21.72%
总资产增长率	6.45%	40.48%	7.00%	15.11%	11.64%	8.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.3	17.3	17.3	17.0	17.0	17.0
存货周转天数	37.9	39.3	40.5	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	33.9	45.5	56.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	125.8	110.6	278.0	219.0	176.5	206.0
偿债能力						
净负债/股东权益	67.34%	104.99%	119.90%	112.90%	125.54%	97.12%
EBIT利息保障倍数	-1.0	3.5	2.5	3.6	3.8	4.4
资产负债率	58.12%	65.60%	64.28%	63.50%	65.34%	60.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室