

评级

增持

金融危机对公司影响有限

市场数据

2009 年 02 月 20 日

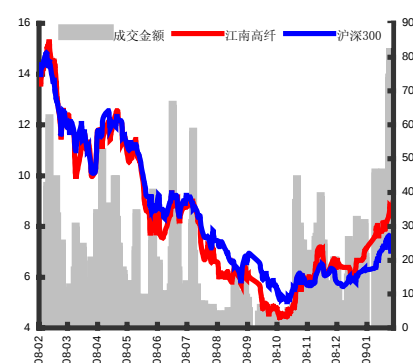
总股本 (万股)	35127.83
流通 A 股 (万股)	29612.66
收盘价 (元)	5.90
6 个月换手率	132.61%

财务数据

2008 年三季报

主营收入 (万元)	68217.88
同比增长	7.26%
净利润 (万元)	5583.32
同比增长	85.25%
毛利率	14.14%
摊薄每股收益 (元)	0.16
每股净资产 (元)	1.96

江南高纤走势图



数据来源: Wind 资讯

洪源

0512-87668735

hongy@gs.jq.com.cn

2009 年 02 月 20 日

—江南高纤 (600527) 调研报告

近日,我们对江南高纤股份有限公司(600527)进行了走访,与公司证券事务代表进行了交流和沟通,认为金融危机和行业调整对公司影响不大。

投资要点:

- **公司主要产品销售状况稳定。**08 年前三季度公司实现营业收入 68217.88 万元,较上年同期增长 38%,目前公司的主导产品主要有涤纶毛条和复合纤维,08 年中报显示两类主导产品分别实现营业收入 13785.51 万元和 15096.45 万元,占公司的主营收入比重分别为 28.51%和 31.22%,另外化工贸易实现营业收入 19473.81 万元。
- **成本加成定价,受原材料价格波动影响较小。**原料成本约占公司总成本的 80%左右,公司原料主要来自中石化和中石油,采购价格采用市场的结算价,08 年公司产品原料价格波动剧烈,由于公司主要生产小品种化纤产品,在细分市场中地位突出,规模和品质都名列前茅,拥有一定的定价权。公司产品主要依据成本加成进行定价,因此,公司毛利率保持基本稳定,08 年前三季度公司毛利率一直维持在 14%左右的水平,没有出现大幅波动。
- **库存压力不大,募集资金产能 09 年释放。**由于公司产品销售情况良好以及采用成本加成定价,库存压力较小。公司 8 万吨复合纤维项目将在 09 年逐步投产,预计 09 年 ES 复合纤维产量将增加 3.5 万吨左右。
- **盈利预测。**预计公司 08 年每股收益为 0.24 元,09 年公司可实现每股收益 0.32 元,对应目前股价的市盈率为 24.58 倍和 18.44 倍,估值基本合理,给予增持的投资评级。

公司主要产品销售状况稳定。08 年前三季度公司实现营业收入 68217.88 万元，较上年同期增长 38%，目前公司的主导产品主要有涤纶毛条和复合纤维，08 年中报显示两类主导产品分别实现营业收入 13785.51 万元和 15096.45 万元，占公司的主营收入比重分别为 28.51%和 31.22%，另外化工贸易实现营业收入 19473.81 万元。公司目前拥有涤纶毛条生产线 12 条，年产能为 2.4 万吨，为全国最大的涤纶毛条生产企业。由于公司地处全国毛纺业最为发达的地区，加之公司产品质量稳定，各项指标参数都满足下游生产要求，公司下游客户广泛，进而能够保证常年开工，而其他小厂则往往只在旺季开工，造成产品质量不稳定。从每年销售情况来看，在传统的 1-6 月销售淡季，公司仅依靠下游毛纺业的需求即可完成正常生产销售，而在每年四季度销售旺季，由于下游小厂陆续开工，公司涤纶毛条基本供不应求，08 年涤纶毛条基本保持满负荷运行。复合纤维方面，公司主要生产 ES 复合纤维，拥有两条生产线共计 2.1 万吨的年生产能力，主要用于下游无纺布和卫生用品的生产。ES 复合纤维熔点低，在下游产品的生产中不需要使用胶水等，具有环保和对人体无伤害的优点，公司已向众多下游厂商进行了推广并得到充分认可。

成本加成定价，受原材料价格波动影响较小。目前公司原料成本约占总成本的 80%左右，公司原料主要来自中石化和中石油，采购价格采用市场的结算价，08 年公司产品原料价格波动剧烈，但由于公司主要生产小品种化纤产品，在细分市场中地位突出，规模和品质都名列前茅，拥有一定的定价权。公司产品主要依据成本加成进行定价，因此，公司毛利率保持基本稳定，08 年前三季度公司毛利率一直维持在 14%左右的水平，没有出现大幅波动。08 年中报显示，公司涤纶毛条和复合纤维毛利率分别为 31.03%和 9.48%，比 07 年行业高度景气时分别下降了 3 个和 5 个百分点百分点，但仍表现出较强的盈利能力。对于复合纤维毛利较低主要是因为公司产品还处于推广期，采用了低价策略，随着下游逐渐认可，毛利有望回复到 10%左右。

库存压力不大。与 08 年四季度开始国内众多化工生产企业库存压力剧增情况

不同，由于公司产品销售情况良好以及采用成本加成定价，公司库存压力较小。一方面，公司销售情况良好，产品供不应求，使得公司的产成品库存不大。另一方面，公司原材料采购采用市场结算价，公司产品有一定的定价权，没有必要囤积大量库存，能够满足日常生产经营即可，因此，公司原材料库存压力也没有较往年明显增加。

募集资金产能 09 年释放。公司 07 年完成的公开增发募集资金用于 8 万吨复合纤维项目。增发项目原计划于 08 年 9 月底开始逐步投产，因上海太平洋纺织机械成套设备有限公司部份前纺设备延期交货，导致项目未能按原计划投产。公司与太平洋公司就设备交货事宜进行了磋商，双方约定全部设备将于 2008 年 11 月底交清，项目将在 09 年逐步投产，预计公司 09 年 ES 复合纤维产量将增加 3.5 万吨左右。

高新技术企业资格正在申报中。公司目前正在积极申报高新技术企业资格，乐观估计 09 年底即可获得高新技术企业资格认证，这将使公司所得税率由目前的 25%降低至 15%，对公司业绩提升产生较大影响。

盈利预测。预计公司 08 年每股收益为 0.24 元，09 年公司可实现每股收益 0.32 元，对应目前股价的市盈率为 24.58 倍和 18.44 倍，估值基本合理。与同行业上市公司相比，公司近年来业绩表现平稳，没有出现行业内较为常见的大起大落现象，可见公司管理水平与同行业相比处于领先地位，给予公司中性评级。

表 1：主营业务预测

	营业收入(万元)			毛利率		
	07A	08E	09E	07A	08E	09E
化工贸易	27970.57	24057.36	26831	4.66%	4.32%	4.5%
涤纶短纤	5253.93			16.21%		
涤纶毛条	24036.79	31894.65	33456	34.83%	32%	31.6%
复合纤维	16317.63	32682.31	82152	14.66%	9.2%	9.6%
合计	73578.92	88634.32	142439			

数据来源：东吴证券研究所

表 2：利润预测表

	2007A	2008E	2009E
利润表 (单位: 万元)			
一、营业总收入	73675.46	88634.32	142439
二、营业总成本	62559.90	76515.61	126158.91
营业成本	60757.20	73762.53	122772.91
营业税金及附加	160.89	205.80	276
销售费用	321.51	382	561
管理费用	578.17	1184	1362
财务费用	746.81	981.28	1187
资产减值损失	-4.67	0.00	0.00
三、其他经营收益			
投资净收益	28.43	0.00	0.00
四、营业利润	11143.99	12118.71	16280.09
加：营业外收入	235	0.00	0.00
减：营业外支出		0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	19.55	0.00	0.00
五、利润总额	11378.99	12118.71	16280.09
减：所得税	2854.98	3029.68	4070.02
六、净利润	8524	9089.03	12210.07
减：少数股东损益	427.69	658.35	884
归属于母公司所有者的净利润	8096.33	8430.68	11326.07
七、每股收益：			
每股收益(元)	0.36	0.24	0.32

数据来源：东吴证券研究所

表 3：同行业部分上市公司估值数据

		收盘价	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE
600667	太极实业	4.65	0.055	0.04	0.035	84.55	116.25	132.86
600699	ST 得亨	3.87	0.09	-0.61	0.04	43		96.75
600527	江南高纤	5.90	0.36	0.24	0.32	16.39	24.58	18.44
002015	霞客环保	6.15	0.43	0.13	0.31	14.30	47.31	19.84
000936	华西村	4.61	0.16	0.18	0.24	28.81	25.61	19.21
002206	海利得	16.61	0.89	0.61	0.72	18.66	27.23	23.07
002080	中材科技	27.20	0.50	0.61	0.72	54.4	44.59	37.78

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

本报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该类信息的准确性或完整性。本公司<http://www.gs jq.com.cn>网站刊载的完整报告为准。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

强于大市：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-10% ~+10%之间；

弱于大市：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 10%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州

苏州市阊胥路 257 号

邮政编码：215008

传真：(0512) 87668390

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>