

增 持 维持
江南高纤（600527）
2009 年 4 月 28 日

产品价格下跌使公司盈利下降

石化与基础化工行业分析师：邓勇
dengyong@htsec.com
021-23219404

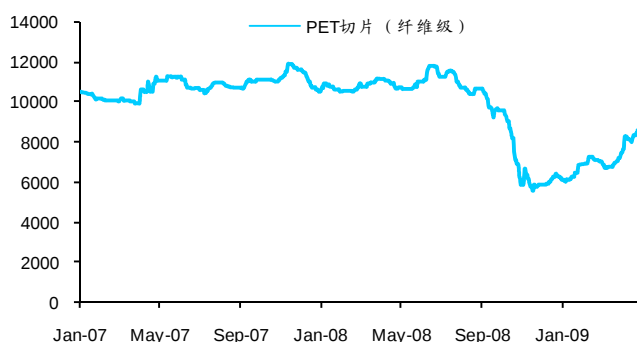
化工小组助理分析师：曹小飞
caoxf@htsec.com
021-23219267

江南高纤披露了 2009 年一季报，公司 2009 年一季度实现营业收入 1.43 亿元，同比减少 31.81%；营业成本 1.21 亿元，同比减少 33.14%；实现归属于上市公司股东的净利润 1190.89 万元，同比减少 33.57%，折合每股收益 0.03 元。

点评：

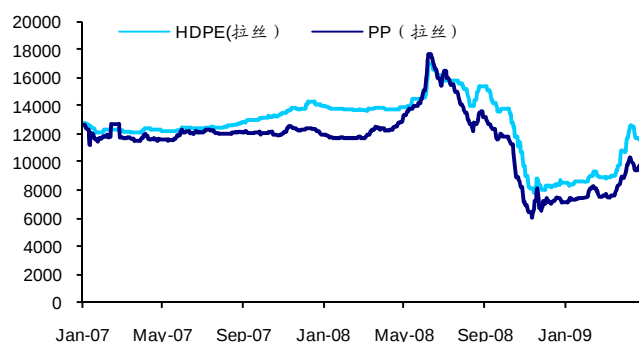
一季度营业收入及营业成本均出现下滑，盈利略低于预期。江南高纤产品主要原料是 PET、PE、PP 等石化产品，以上产品价格 2008 年中期随油价出现了暴跌，原材料价格的暴跌虽然降低了公司涤纶毛条、复合纤维的生产成本，但产品的价格也随原材料价格的下跌而出现较大幅度的下跌，公司 2009 年一季度营业收入、营业成本下滑均在 30% 以上，营业成本减少幅度略大于营业收入减少幅度。公司归属于上市公司股东的净利润也出现了相应下滑，减少 33.57%，略低于我们的预期。截至到 2009 年 4 月底，上述原材料价格从底部已经有了较大幅度的反弹，我们预计 2009 年原材料及产品价格将在一季度的基础上稳重有升，公司营业收入及营业成本在 2009 年后三季度也将出现一定回升。

图 1 涤纶毛条产品主要原料 PET 切片价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线

图 2 复合短纤维产品主要原料 PE 及 PP 价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线

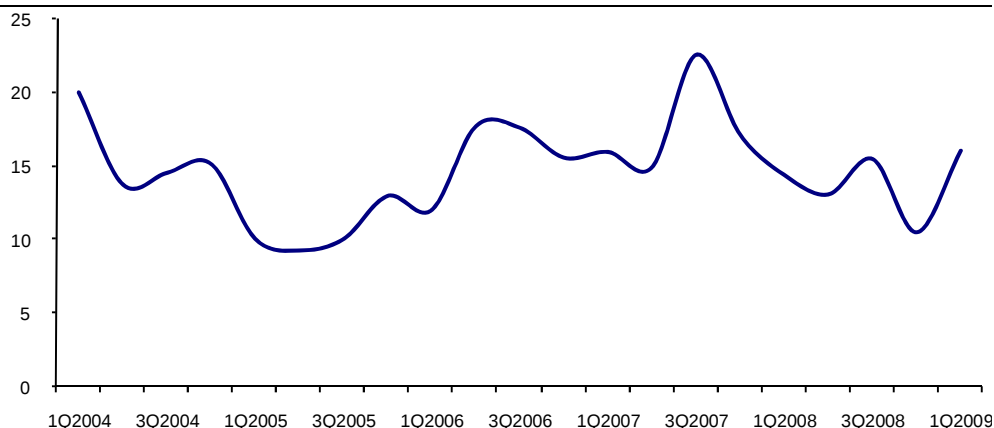
营业成本下降幅度大于收入下降幅度，毛利率提升，管理费用大幅增加。营业成本下降幅度大于收入下降的幅度使公司综合毛利率出现了显著回升，2009 年一季度公司综合毛利率达到了 16.02%，是 2008 年以来单季度综合毛利率最高水平。另外，公司管理费用在一季度出现了大幅增加，幅度达到 114.59%，主要原因是公司劳动力成本及福利待遇均有一定提高。

主要产品产能将在 2009 年大幅扩张。2009 年公司涤纶毛条的产能在 20000 吨/年的基础上增加两条线共 4000 吨产能，分别在 2009 年 1 月、3 月投产，复合短纤维将在 30000 吨/年的基础上增加 80000 吨，其中一条线 20000 吨产能已经成功投产，销售情况良好。新增产能释放将是公司 2009 年业绩增长的重要基础，但其销售能力将经受考验。

维持“增持”投资评级。江南高纤所处的化纤行业虽然属于强周期性行业，但是鉴于公司涤纶毛条、复合短纤维等产品

下游是呢绒、卫生用无纺布产品等具有一定消费刚性的领域，我们认为公司在宏观经济尚不明朗的时期依然能够正常盈利。我们小幅下调未来两年公司每股收益分别为 0.28 元、0.39 元（原为 0.32 元、0.43 元），2009 年 4 月 24 日江南高纤收于 6.12 元，对应 09、10 年动态市盈率 22、16 倍，维持其“增持”投资评级。

图 3 江南高纤综合毛利率变化情况（%）



资料来源：聚源数据，公司公告，海通证券研究所

表 1 1Q2007 年 - 1Q2009 年江南高纤单季度财务数据

	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009
营业收入(万元)	14112	18824	16497	24243	21089	27267	19862	23134	14380
营业成本(万元)	11863	16019	12774	20101	18063	23715	16794	20719	12076
毛利率(%)	15.93	14.90	22.57	17.09	14.35	13.03	15.45	10.44	16.02
营业税金及附加(万元)	11	1	14	135	37	65	28	60	31
销售费用(万元)	66	89	93	74	87	87	95	110	81
销售费用率(%)	0.47	0.47	0.56	0.31	0.41	0.32	0.48	0.48	0.56
管理费用(万元)	223	192	172	-8	161	497	203	130	345
管理费用率(%)	1.58	1.02	1.04	-0.03	0.76	1.82	1.02	0.56	2.40
财务费用(万元)	159	173	325	90	286	118	338	446	216
财务费用率(%)	1.13	0.92	1.97	0.37	1.35	0.43	1.70	1.93	1.51
资产减值损失(万元)	12	-8	0	-9	0	0	0	-66	0
投资净收益(万元)	17	0	0	11	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	1796	2359	3120	3870	2455	2739	2404	1736	1630
营业利润率(%)	12.72	12.53	18.91	15.96	11.64	10.05	12.11	7.50	11.34
营业外收入(万元)	150	4	0	81	0	0	0	333	0
营业外支出(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
利润总额(万元)	1946	2363	3120	3951	2455	2739	2404	1920	1630
所得税(万元)	639	763	1004	450	552	576	452	359	391
有效所得税率(%)	32.82	32.27	32.18	11.39	22.48	21.01	18.81	18.71	23.98
少数股东损益(万元)	42	70	97	220	110	150	175	75	48
归属于母公司所有者的净利润(万元)	1265	1531	2019	3281	1793	2014	1777	1486	1191
净利率(%)	8.97	8.13	12.24	13.54	8.50	7.39	8.95	6.42	8.28
每股收益(元, 全面摊薄后)	0.04	0.04	0.06	0.09	0.05	0.06	0.05	0.04	0.03

资料来源：聚源数据，公司公告，海通证券研究所

表 2 江南高纤预测利润表

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	61090	73675	91352	115221	151842
营业成本(万元)	51481	60757	79291	99078	129244
毛利率(%)	15.73	17.53	13.20	14.01	14.88
营业税金及附加(万元)	127	161	190	230	304
销售费用(万元)	309	322	378	576	684
销售费用率(%)	0.51	0.44	0.41	0.50	0.45
管理费用(万元)	624	578	991	1267	1503
管理费用率(%)	1.02	0.78	1.08	1.10	0.99
财务费用(万元)	572	747	1188	1152	1746
财务费用率(%)	0.94	1.01	1.30	1.00	1.15
资产减值损失(万元)	-45	-5	-19	0	0
投资净收益(万元)	10	28	2	0	0
营业利润(万元)	8033	11144	9335	12917	18361
营业利润率(%)	13.15	15.13	10.22	11.21	12.09
营业外收入(万元)	30	235	334	0	0
营业外支出(万元)	0	0	149	0	0
利润总额(万元)	8063	11379	9519	12917	18361
所得税(万元)	2579	2855	1939	2583	3672
所得税率(%)	31.98	25.09	20.37	20.00	20.00
少数股东损益(万元)	305	428	511	610	860
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5179	8096	7069	9723	13829
净利率(%)	8.48	10.99	7.74	8.44	9.11
基本每股收益(元, 全面摊薄后)	0.15	0.23	0.20	0.28	0.39

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关研究报告：

江南高纤 2008 年报点评：产能持续扩张，下游需求稳定（增持） 2008.3.30

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份

曹小飞：基础化工行业

重点研究上市公司：中泰化学、新疆天业、烟台氨纶、华峰氨纶、海利得、江南高纤、山东海化

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。