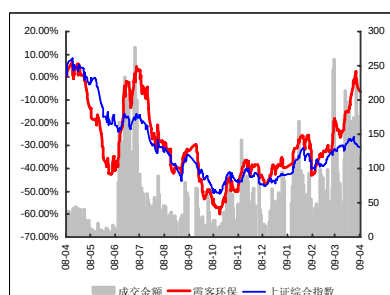


2009 年 4 月 28 日

首次评级：谨慎推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

主营逐渐恢复，增资降低财务费用

投资要点：

- 公司是色纺行业内的龙头企业，主营有色纱线、有色聚酯纤维等产品。与一般化纤企业不同，公司通过“原液着色”技术，直接在涤纶纤维中加入色母粒，生产出有色涤纶纤维，能削减后续纺纱和服装工艺的染色工序，节省 15% 左右的成本，实现着色零排放。
- 08 年公司收购滁州安兴公司，扩大了高质大化纤产能。但受经济危机和油价起伏影响，大化纤原料 PTA 和 MEG 价格大幅上升，而产品价格受需求影响，增幅缓慢，导致安兴公司在 08 年出现亏损。此外，母公司及其它子公司的纱线产品，在 08 年毛利水平也大幅下降，这些均是导致公司业绩不理想的重要原因。
- 由于需为安兴公司提供流动资金，公司 08 年短期借款大幅增加，导致财务费用支出比上年增加 1003 万元，同比增长 50.55%，严重影响到公司的盈利能力，是 08 年公司经营未能

一、公司概况及股权结构变化

霞客环保始建于 20 世纪 80 年代，2000 年 12 月经江苏省人民政府批准，变更成立江苏霞客环保色纺股份有限公司，2004 年 7 月在深交所挂牌上市。公司利用高新技术对废弃聚酯进行专业处理，解决了白色污染，并以再生聚酯为原料，开发生产有色纤维、色纺纱线，利用原液着色，从源头解决了纺织印染污染问题，是具有完整产业链的绿色环保型企业，符合国家循环经济政策。

公司从 2004 年上市以来，股东股权结构历经变动。3 月公司宣布拟定向增发 3000 万股，其中中基公司、公司原董事长赵方平和现第一大股东陈建忠分别认购 2100 万股、700 万股和 200 万股。如果增发成功，中基公司和赵方平将成为公司第二和第三大股东。

时间	年报主要持股股东	上市公司及主要股东股权结构变动原因
2004 年上市	陈建忠（18.34%），伊马机电（17.14%），赵方平（6.97%），马镇投资（5.92%）	陈建忠先生持有伊马机电 59.89% 的股权，其直接和间接控制霞客环保的股权达到 58.87%，为本公司实际控制人。
2005 年 9 月	陈建忠（18.34%）伊马机电（17.14%）赵方平（14.62%）马镇投资（5.92%）	赵方平：自有资金受让 373.07 万股，平均股价 3.71 元。伊马机电：控股股东陈建忠先增资 200 万股，事隔一日股权转让给上海前智投资有限公司，其共持有伊马 94% 股权，陈建忠退出伊马机电。3 个月
2005 年 11 月	陈建忠（14.71%）伊马机电（13.75%）赵方平（11.73%）马镇投资（4.75%）	后，刘邦成接手伊马 60% 股权，倪文华持有 40% 股权，前智投资退出。
2006 年年报	陈建忠（14.71%）伊马机电	支付对价，伊马机电：出售股份。赵方平：出售股份。
		伊马机电：出售股份。赵方平：出售股份。

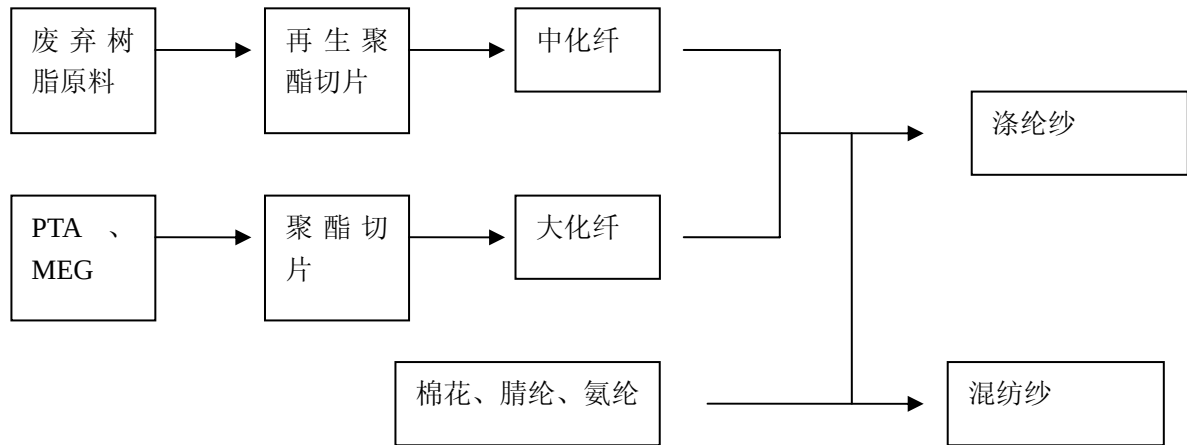
	(12.76%) 赵方平 (10.03%)	
2007 年年报	陈建忠 (14.71%), 伊马机电 (10.86%), 赵方平 (6.73%), 长江 投资 (4.52%), 中国宝安集团 (2.82%)	伊马机电:出售股份。赵方平:出售股份。长江投资和宝安集团:二级市场购入
2008 年中报	陈建忠 (14.71%), 伊马机电 (7.74%), 赵方平 (5.8%), 长江投资 (4.54%), 中国宝安集团 (4.49%)	伊马机电:出售股份。赵方平:出售股份。长江投资和宝安集团:二级市场购入
2008 年年报	陈建忠 (14.71%), 伊马机电 (5.26%), 赵方平 (3.11%), 中银开放式基金 (1.14%), 潘勤 (0.42%)	伊马机电:出售股份。赵方平:出售股份。由于长江投资和宝安集团在二级市场出售股票退出, 使中银和潘勤成为五大股东之一
增发成功后	陈建忠 (13.51%), 中基公司 (10.44%), 赵方平 (4.00%)	中基公司和赵方平通过增发后成为公司主要股东, 两者持股比例共占公司 14.44%

二、公司主营业务

1. 主营产品及工艺流程

公司是色纺行业内的龙头企业, 主营有色纱线、有色聚酯纤维等产品, 其中有色聚酯纤维 (涤纶纤维) 根据产品质量和原料的不同分为大化纤和中化纤两类。

公司主要产品工艺路线图



“中化纤”是公司直接进口废弃树脂原料生产再生聚酯切片后，以此为原料生产出的低档有色纤维。与大化纤相比具有明显的成本优势，但由此生产出的纱线质量较差。大化纤是直接以 PTA 和 MEG 为原料，用高质量的聚酯切片生产出的涤纶纤维。

公司目前拥有中化纤产能 1.5 万吨。截止到去年，这部分产能生产出的大部分涤纶纤维主要用做公司纱线产品的原料，只有少部分出口。但随着公司大化纤产能的扩张，纱线产品中大化纤使用越来越多，预计中化纤产品的多外销售会增加。公司大化纤产能，是在去年所收购安兴公司 3 万吨产能的基础上扩建而成。目前，已建成 5 条生产线，产能在 7.5 吨左右。原本公司规划建设 10 条生产线，产能达到 12.5 万吨，但受经济危机以及下游需求影响，剩余 5 条生产线建设已经停止。

除纤维产品外，公司纱线产能达到 4 万吨左右，现有不同颜色 300 多个品种。一般 1 吨涤纶纤维生产纱线约 0.94 吨左右，这意味着公司今年公司自有纱线产能无法完全消化大化纤产能的扩张，公司大化纤产品在明年将有大量对外销售。

2. 2008 年公司经营惨淡

去年是公司经营最为惨淡的一年。受经济危机和油价大幅波动的

影响，公司在四季度产品价格和高价原料成本倒挂，并大量计提存货减值准备，使得当季业务大幅亏损。

(百万元)		2008 年报	2008 三季报	2007 年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业总收入	1,104	754	759	
营业收入	1,104	754	759	
二、营业总成本	1,093	712	707	
营业成本	1,009	667	651	
营业税金及附加	3	2	4	
销售费用	24	7	19	
管理费用	22	16	12	
财务费用	30	20	20	
资产减值损失	3	0.5	0.5	
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益	0.5			
四、营业利润	12	41	52	
加：营业外收入	9	7	13	
减：营业外支出	0.2	0.2	0.3	
五、利润总额	21	49	65	
减：所得税	6	8	19	
六、净利润	15	40	45	
减：少数股东损益	1	4	1	
归属于母公司所有者的净利润	14	36	44	
七、每股收益：				
销(一) 基本每股收益(元)	0.08	0.21	0.43	

我

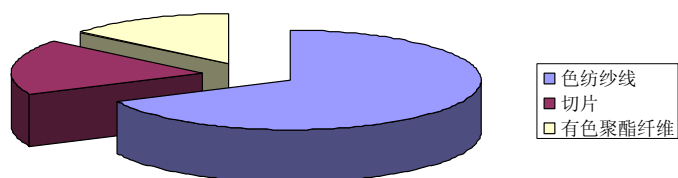
我们认为公司 08 年盈利能力大幅下降的主要原因有以下几点：

1) 08 年公司大化纤产品原料成本升幅大于价格升幅，导致子公司安兴公司亏损。

公司在 2008 年收购安兴公司后，获得 3 万吨大化纤产能，经扩建后目前产能达到 7.5 万吨。大化纤以 PTA 和 MEG 为原料，受经济危机影响，PTA 和 MEG 原料价格和化纤产品价格随油价大起大落。公司前期订购的高价库存无法及时消化，从而导致后期产品原料成本与产品价格倒置，使安兴未能达到预期的收益水平。为缩短原料在公司的周转期，公司一度将涤纶前道工序原料聚酯切片直接售卖，但这

一情况不会延续。

图 2: 公司 08 年销售收入分产品分布图



数据来源: wind 国联证券研究所

2) 除安兴公司外, 母公司和其它主要子公司, 受经济危机影响, 盈利能力也大幅下降。08 年母公司营业收入达到 7.84 亿元高于上年的 5.88 亿元, 但是净利润仅 311 万元远低于 07 年的 2526 万元。同样, 主要子公司滁州霞客环保色纺和淮安霞客环保色纺在营业收入增长的情况下, 利润也大幅下降, 其中滁州霞客环保净利润仅为上年的一半, 而淮安霞客环保则出现亏损。唯一利润的获得增长的是黄冈霞客环保, 但其净利率水平也有较大幅度下降。

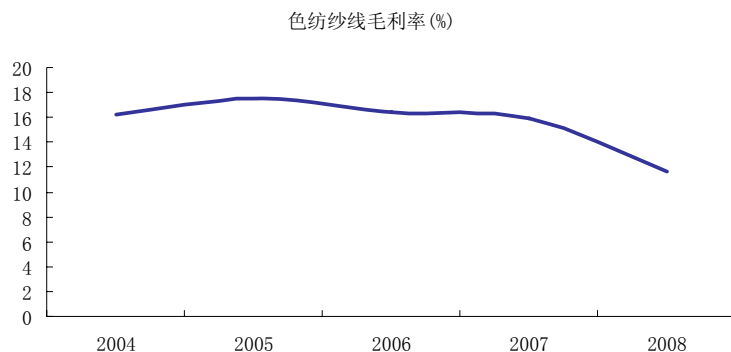
母公司及主要子公司 07、08 年收入和利润对比 (万元)

	2008		2007	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
母公司	78,413.78	284.45	58,884.85	1,654.12
滁州霞客环保	23704.05	1201.26	24134.05	2125.61
淮安霞客环保	5427.1	-12.45	5011.27	107.09
黄冈霞客环保	12202.86	583.58	8907.01	441.16

资料来源: 公司年报 国联证券研究所

公司盈利能力大幅下降的主要原因是色纺纱线成本的大幅上升。公司纱线产品主要为涤纶纯纺纱线和混纺纱线，08 年产品的主要原料为中化纤和棉花。虽然中化纤产品原料废弃塑料价格波动滞后，但是多年来原料价格仍稳步增长。从而导致毛利率大幅下降。

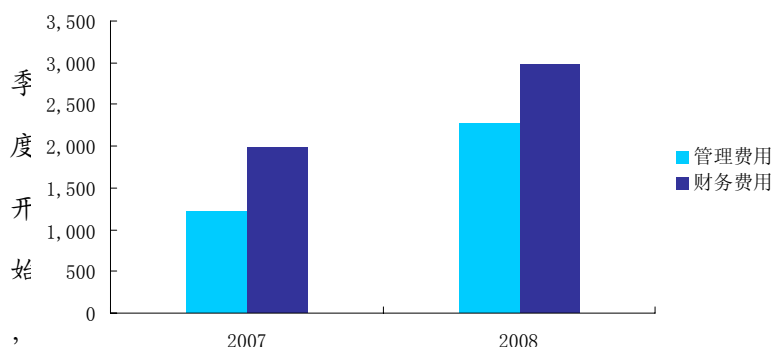
图 3: 公司色纺纱线毛利率在 08 年大幅下降



数据来源: wind 国联证券研究所
年

3) 公司管理费用和财务费用大幅增加。2008 年公司财务费用较上年增加 1003 万元，增长 50.55%，其中短期借款、应付票据同比分别增长 28.02%、26.33%。主要因为公司收购安兴公司后，为其提供流动资金所致。而在 08 年为抑制经济过热，国家在年初又多次提高基本利率，公司债务结构又以短期借款为主，共同导致了公司 08 年财务费用的大幅增长。公司管理费用的增加也是因为公司合并安兴公司后业务规模扩大所致。

图 4: 公司管理费用和财务费用大幅增长

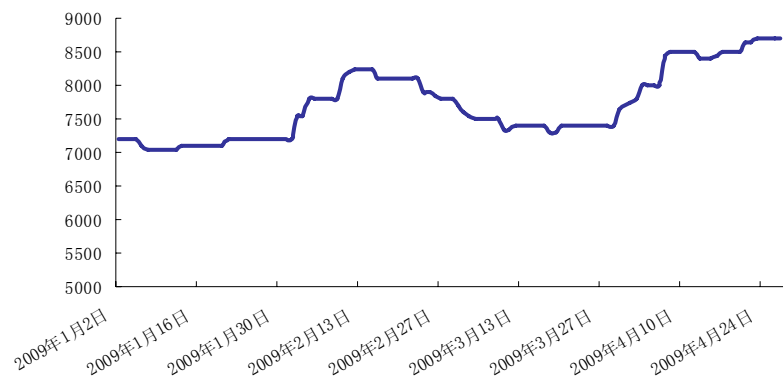


数据来源: 公司年报 国联证券研究所
着

3、下游行业回暖，推动公司盈利能力增强

由于国际纺织品零售商一季度消耗大量库存，出于补库的需要，开始大量购买纺织服装。导致3月份我国纺织品服装出口的整体回升，出口额达121.6亿美元，同比增长2.8%，环比增长82.2%。受益于下游需求的拉动，涤纶价格不断走高，行业整体回暖。

图 5：涤纶短纤价格一季度以来走高

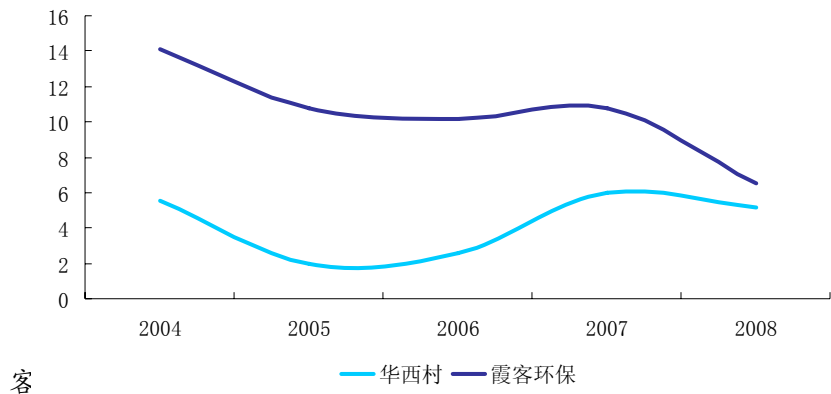


数据来源：化工易贸 国联证券研究所

此外，国家近期又发布纺织工业调整与振兴规划，再给行业加油。双重影响下，我们认为纺织及上游化纤类行业基本面向好。

公司所处色纺行业是国内纺织行业中兴起较晚的新兴子行业，具有一定的技术壁垒。公司利用“原液着色”技术生产彩色化纤，优势有三点：一是从源头上减少污染排放，本身工艺过程污染排放量就少，而后续的纺纱和服装工艺也不再需要染色工序，同样实现节能减排；二是采用无染彩棉的纺织，减少了印染工序，将能缩短工艺流程，减少设备、能源和用工投入，节省成本15%以上；三是公司可以通过配纤配色使色彩更加丰富，能够更好满足下游对时尚的追求。与同样生产涤纶纤维的华西村相比，公司有色纤维的盈利能力一直高于华西村的原色纤维。

图 6: 霞客环保与华西村涤纶纤维毛利率比较



数据来源: 化工易贸 国联证券研究所

由于公司有色纤维品种很多, 价格不一。但是在价格上要高于未染色的涤纶纤维, 价格趋势也基本一致。据此判断, 我们认为公司的盈利能力随着行业整体的好转正在恢复之中。

与 08 年相比, 公司业务的增长在于安兴公司大化纤产能的扩大。受原料成本和经济危机影响, 安兴公司在 08 年的经营并未达到原本预期。但是随着行业的转暖, 我们倾向于认为安兴公司的盈利能力比去年将有较大回复。这意味着, 随着安兴产能的扩大, 公司整体的盈利能力将有较大增长。

4) 公司通过增发偿还贷款, 有利于公司降低财务费用和资产负债水平。公司高居不下的财务费用已经成为公司经营的严重负担, 而高达 71.1% 的资产负债率也是市场对公司的偿债能力产生担忧。为此, 公司公告将通过定向增发 3000 万股, 筹集 15450 万元资金用于偿还银行贷款, 降低资产负债率。募集资金到位后, 公司资产负债率将降低到 59%, 节省利息费用 823.05 万元。此外, 中基公司作为一个专业的投资公司进入霞客环保, 引发市场对公司未来发展的一些遐想, 对公司股价也有一定驱动作用。

公司名称	2008 年 9 月 30 日	2007 年 12 月 31 日	2006 年 12 月 31 日
华茂股份	46.19%	41.57%	42.13%
新野纺织	53.56%	51.10%	48.66%
华芳纺织	31.04%	28.59%	30.86%
凤竹纺织	44.72%	39.66%	32.53%
霞客环保	65.00%	61.12%	59.17%
行业平均水平	48.10%	44.41%	42.67%

三、盈利预测及评级

假设条件：

1. 子公司安兴公司大化纤产品今年在消化万高价库存后，盈利能力开始回复，除部分产品提供给公司作为生产纱线原料外，并且有4万吨产品外售。
2. 而公司纱线产品生产销售情况不变，盈利能力有所恢复。
3. 中化纤产品由于大化纤产品自用量的增多，对外出售数量增大。

公司盈利预测表

单位（万）	2007	2008	2009	2010
主营业务收入	75927	110458	110662	170250
增长率	24.98%	45.48%	0.18%	53.84%
净利润	4376	1406	3695	4218
基本每股收益	0.43	0.08	0.21	0.25
PE	18.4	97.21	38.10	32

评级:不考虑其它因素，以当前业务衡量，公司未来两年的 EPS 分别为 0.21 元和 0.25 元，估值相对偏高。但考虑纺织和化纤行业正

处于行业整体回暖时期，在行业带动下，公司股价也会有一定上升空间，给予“谨慎推荐”的投资评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。