

未来发展还看产能释放

——江南高纤（600527）调研报告

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060 – 8867

✉ wanggang@cgws.com

要点:

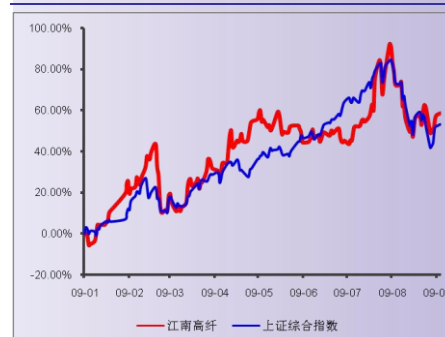
- 江南高纤目前主要产品包括涤纶毛条和复合短纤维两大类。目前涤纶毛条的营业收入约占 40%，复合短纤维占 60%。
- 公司涤纶毛条竞争优势包括：1，公司市场占有率达 70%，积累了大量客户，针对不同的客户公司提供差异化的产品。新进入者开拓市场比较困难。2，公司定价能力强，涤纶毛条产品毛利超 30%。即使在原油价格大起大落以及受经济危机严重打击的 08 年，涤纶毛条的毛利仍然在 30%以上。
- 公司另一主要产品复合短纤维主要应用于卫生用品和医用品领域。卫生巾经过多年发展在我国城市已经相当普及，但 60%的渗透率和发达国家 90%相比仍有很大差距。纸尿裤则是近年发展起来的，成长空间巨大，造纸协会预计 09 年卫生巾和纸尿裤的增长率将分别为 6%和 20%-30%。
- 公司未来业绩的增长主要来源于产能的扩张。09 年公司的涤纶毛条产能从 2 万吨提高到 2.4 万吨，而复合短纤维的产能则从 2 万吨扩大到 10 万吨。我们预计涤纶毛条的产能今年能够充分释放，但是复合短纤维的释放则需要时间来消化。目前新增 8 万吨产能的 4 条生产线已经投产两条，另两条已经完成安装，等待投产。
- 产能扩张带来的市场和销售风险是公司面临的主要风险。
- 我们预测公司 09、10 年业绩分别为 0.293、0.374 元，对应 22、17 倍市盈率，给予谨慎推荐投资评级。

投资评级：谨慎推荐

盈利预测

万元	08A	09E	10E
营业收入	91352	126465	176379
营业成本	79291	109901	154936
营业利润	9335	13792	17591
利润总额	9519	13792	17591
所得税	1939	2758	3518
净利润	7069	10290	13124
EPS	0.201	0.293	0.374

近日走势



相关报告

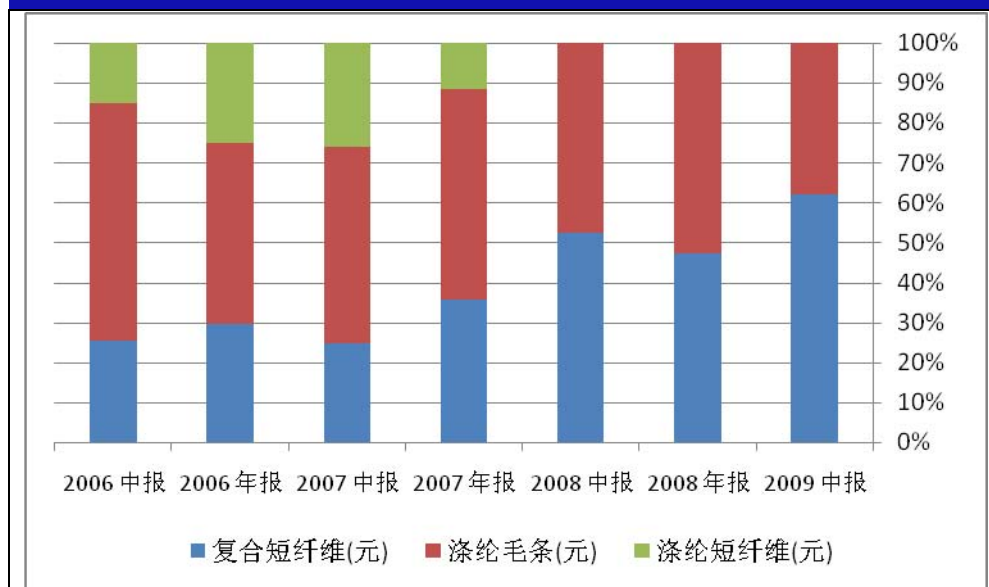
独立声明

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。

江南高纤的主要业务

江南高纤原来的主要产品包括涤纶短纤维、涤纶毛条、复合短纤维。由于涤纶毛条利润水平更高，因此公司将涤纶短纤维生产线全部改生产涤纶毛条。目前只有两大类主要商品，其中复合短纤维约占营业收入的 60%，涤纶毛条占 40%。

江南各主要产品在营业收入中占的比例



资料来源：公司公告、长城研究所

涤纶毛条的主要用途是和羊毛混纺生产呢绒面料，主要用于生产套装、制服等。由于每年的公务员、军队换装等因素，涤纶毛条的需求稳定。

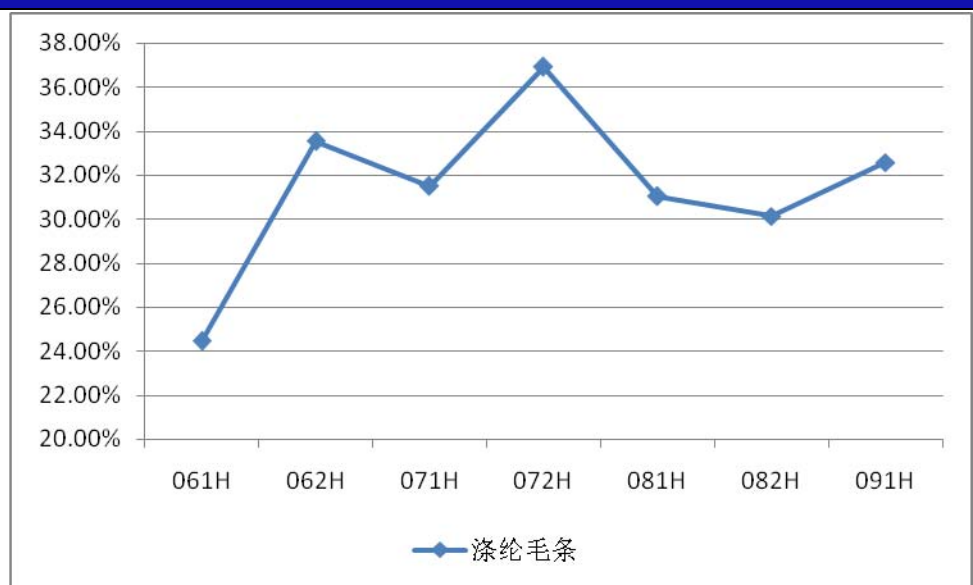
公司在涤纶毛条方面的优势包括：

1，公司市场占有率达到了 70%，积累了大量的长期客户，针对不同的客户产品都有着不同的细微差别，新进入者争夺市场比较困难。

2，公司定价能力强，涤纶毛条的毛利水平始终保持在 30%以上，即使在原油价格大起大落的 08 年，最低也仅降到了 30.13%，目前公司毛利 32.58%，最高曾达到 36.98%

公司 09 年的涤纶毛条产能从 2 万吨扩张到了 2.4 万吨，将进一步扩大在涤纶毛条领域的优势。

江南高纤涤纶毛条毛利率变化趋势



资料来源：公司公告、长城研究所

江南高纤另一主要产品是复合短纤维。主要原料是 PP 和 PE。产品包括 ES 纤维，差别化纤维等等。公司原有产能 2 万吨，新建了 4 条 2 万吨计 8 万吨的产能。目前已经有 2 条投产，一条生产 ES 纤维，一条生产差别化纤维。另外两条生产线将视市场情况而定何时投产。

复合短纤维主要的用途是生产无纺布。无纺布除了我们所熟知的生产购物袋之外，更大的领域是应用在个人卫生用品和医用品上，纸尿裤、卫生巾、医用口罩等都是用无纺布生产。卫生巾在我国发展已经有近 20 年历史，目前在城市中市场已经比较成熟，普及率很高，正向农村等更多地区渗透，目前我国 60% 的渗透率和发达国家 90% 的渗透率相比仍有很大提升空间。纸尿裤则是近年发展起来的事物，成长空间巨大。根据造纸协会的估计，09 年卫生巾的市场增长率约为 6%，纸尿裤的增长率将能达到 20%-30%。

国内主要复合短纤维生产商

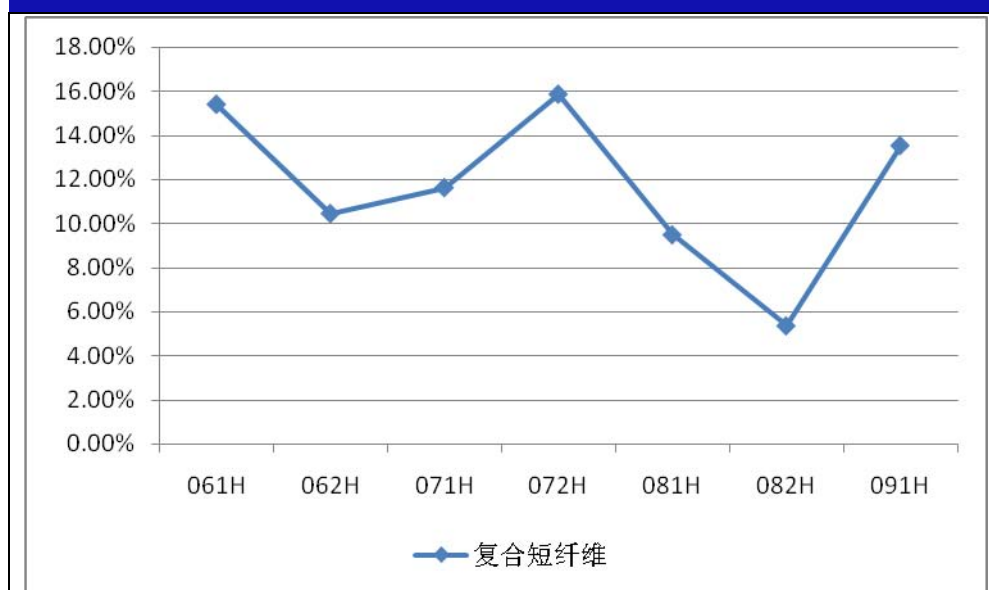
公司	产能（万吨）
江南高纤	10
浙江嘉兴特种纤维	2.5
仪征楚源	1.2
广州艺爱丝	1

数据来源：长城研究所

公司的复合短纤维毛利一般在 14% 左右，但是 08 年受经济危机打击巨大，年平均

毛利仅有 7.79%，目前 13.54%，基本恢复到正常水平。

江南高纤涤纶毛条毛利率变化趋势



资料来源：公司公告、长城研究所

从 2 万吨到 10 万吨，公司的产能扩张了 5 倍，市场能否消化这么大的新增产能，是公司面临的主要风险，也是投产后所面临的销售问题，同时，这也是公司未来成长空间所在。

盈利预测

- 1， 假设今年涤纶毛条的产量达到 2.4 万吨
- 2， 假设今明两年复合短纤维的产量分别达到 5、8 万吨。

经过我们的测算，公司 09、10 年业绩将分别达到 0.293 元和 0.374 元，给予谨慎推荐的投资评级，6-12 个月目标价 7.5 元。



浙江龙盛盈利预测				
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	91352	126465	176379	217116
营业成本	79291	109901	154936	191823
销售费用	378	524	731	899
管理费用	991	1265	1764	2171
营业利润	9335	13792	17591	20148
利润总额	9519	13792	17591	20148
所得税	1939	2758	3518	4030
少数股东损益	511	744	948	1086
净利润	7069	10290	13124	15032
EPS	0. 201	0. 293	0. 374	0. 428

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	91352	126465	176379	217116	成长性				
营业成本	79291	109901	154936	191823	营业收入增长	24.0%	38.4%	39.5%	23.1%
销售费用	378	524	731	899	营业成本增长	30.5%	38.6%	41.0%	23.8%
管理费用	991	1265	1764	2171	营业利润增长	-16.2%	47.8%	27.5%	14.5%
财务费用	1188	719	991	1622	利润总额增长	-16.3%	44.9%	27.5%	14.5%
投资净收益	2	0	0	0	净利润增长	-12.7%	45.6%	27.5%	14.5%
营业利润	9335	13792	17591	20148	盈利能力				
营业外收支	184	0	0	0	毛利率	13.2%	13.1%	12.2%	11.6%
利润总额	9519	13792	17591	20148	销售净利率	7.7%	8.1%	7.4%	6.9%
所得税	1939	2758	3518	4030	ROE	9.6%	12.2%	13.3%	13.1%
少数股东损益	511	744	948	1086	ROIC	12.2%	13.4%	13.4%	12.3%
净利润	7069	10290	13124	15032	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
流动资产	49442	54829	70988	87600	管理费用/营业收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
货币资金	24336	19340	21165	26054	财务费用/营业收入	1.3%	0.6%	0.6%	0.7%
应收帐款	2058	3794	5291	6513	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	7428	10117	14110	17369	所得税/利润总额	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
存货	13171	18256	25737	31865	应收帐款周转率	31.22	27.84	29.88	32.68
非流动资产	50056	59526	73037	92331	存货周转率	5.05	5.00	5.38	5.90
固定资产	45547	55320	69135	88733	流动资产周转率	1.75	2.01	2.22	2.43
资产总计	99498	114355	144024	179931	总资产周转率	0.85	0.98	1.09	1.19
流动负债	26171	29994	45591	65378	偿债能力				
短期借款	16950	16950	16950	16950	资产负债率	26.3%	26.2%	31.7%	36.3%
应付款项	7240	10035	14147	17515	流动比率	1.89	1.83	1.56	1.34
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.39	1.22	0.99	0.85
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	26171	29994	45591	65378	EPS	0.201	0.293	0.374	0.428
股东权益	73327	84361	98434	114553	每股净资产	2.09	2.40	2.80	3.26
股本	35128	35128	35128	35128	每股经营现金流	0.46	0.25	0.30	0.45
留存收益	35173	45464	58588	73620	每股经营现金/EPS	2.3	0.8	0.8	1.1
少数股东权益	3026	3770	4718	5804	估值				
负债和权益总计	99498	114355	144024	179931	PE	33.0	22.1	17.3	15.1
现金流量表（万元）					PEG	1.13	1.06	1.19	-
经营活动现金流	16268	8707	10525	15918	PB	3.2	2.7	2.3	2.0
其中营运资本减少	-1637	-6561	-9007	-7363	EV/EBITDA	19.39	13.05	10.60	9.34
投资活动现金流	-11762	-13703	-18970	-26457	EV/SALES	2.74	1.93	1.44	1.24
其中资本支出	-11763	-13703	-18970	-26457	EV/IC	3.26	2.52	2.03	1.72
融资活动现金流	-1490	0	0	0	ROIC/WACC	1.11	1.22	1.22	1.13
净现金总变化	2999	-4996	-8445	-10538	REP	2.93	2.06	1.66	1.53

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。

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。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		