



新增产能释放 下游市场激增

——江南高纤（600527）调研快报

2010年3月7日

强烈推荐/首次

纺织服装行业

调研快报

程远

纺织服装行业分析师

010-6650 7313

13811494338

MSN:chengyuan0716@hotmail.com

事件：

2010年3月6日，我们赴苏州江南高纤进行调研，就公司目前经营状况及未来发展战略与公司相关领导进行了沟通与讨论。

问题 1：公司的产能情况如何？

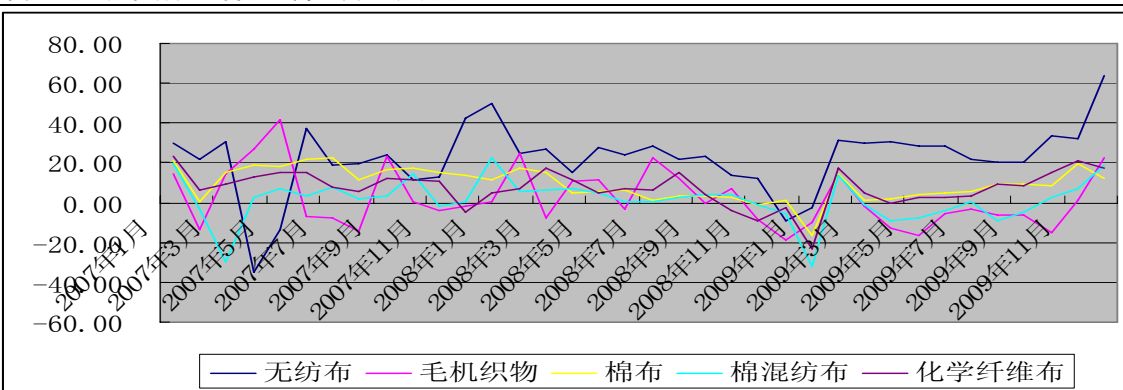
公司主营产品主要有涤纶毛条和复合纤维两部分，其中涤纶毛条 09 年产量可达 2.2 万吨左右，10 年产能有所扩大，预计全年可实现产量 2.5 万吨。复合纤维分为 ES 纤维和高强度纤维两种，09、10 年产能均大幅扩张，09 年两种产品产量各为 3.5 万吨左右，预计 10 年产量各为 5 万吨左右。

问题 2：公司产品未来市场的预期如何？

涤纶毛条主要用于毛纺产品中的添加材料，添加涤纶毛条后可使毛纺面料更具挺感，不易折皱，另外还可提高面料的支纱度，该产品的毛利率约在 30% 左右。公司目前涤纶毛条市场占有率约为 60%，对下游拥有较强的议价能力。我们预计，涤纶毛条的产量在未来将保持较为平稳的增长速度。

复合纤维中的 ES 纤维主要用作无纺布中卫生材料的生产，如纸尿裤、卫生巾、医用卫生材料等，该产品的毛利率约在 13% 左右。ES 纤维的下游产品多为即用即弃产品，随着城市化进程的推进，人们生活水平的不断提高，对卫生方面的要求也将会有较快速的提高，卫生用品的人群和平均每人消耗量以及消耗产品的质量都将有所提高，因此医疗卫生用品的需求总量将快速增加。高强度纤维的下游产品以无纺布中的 PU 革的基布为主，与 ES 相比，高强纤维的下游市场增速相对缓慢。数据显示，无纺布是近年来纺织业中增长速度最快的产品。

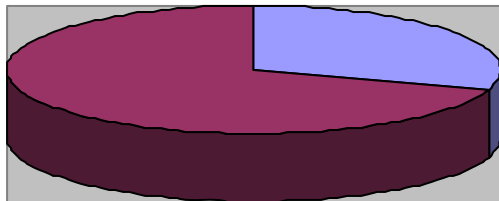
图 1：无纺布增长速度明显高于其他纺织品



资料来源：WIND、东兴证券研究所

据了解，发达国家无纺布产量占面料总产量的 30-35%，而目前在我国只占 8% 左右。我们预计，随着我国居民生活质量不断提升，无纺布在未来将保持 30-40% 的增长速度。

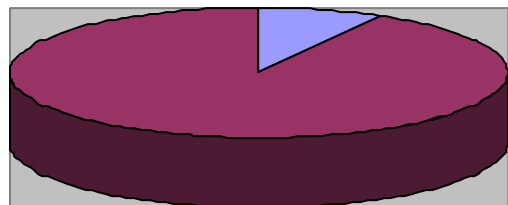
图 2：发达国家无纺布占比



■ 无纺布 ■ 其他

资料来源：东兴证券研究所

图 3：我国无纺布占比



■ 无纺布 ■ 其他

资料来源：东兴证券研究所

公司目前已把目光投向了 4080 产品的开发上，4080 产品下游主要是高档床上用品。据了解，国内对该产品的需求约在 5-6 万吨每年，目前全部依靠进口，如果 4080 产品开发成功则将填补国内这一空白，预计毛利率将在 50% 左右。公司对 4080 产品的开发尚处于萌芽阶段，未来是否能有实质进展我们仍需继续跟踪。

另外公司还从事化纤贸易业务，该业务有助于公司了解行业的发展状态变化以及国际形势，但非公司盈利的重点。

问题 3：公司产品的成本构成情况如何？

涤纶毛条产品的原材料主要是聚酯(PET)，复合纤维的原材料主要是聚乙烯(PE)和聚丙烯(PT)，原材料约占成本的 80% 左右，其价格主要受国际原油价格的波动及供求关系影响。我们认为，虽然未来国际原油价格仍有一定上涨空间，但考虑到下游旺盛的需求以及公司行业龙头的地位，预计未来的毛利率将有所保障。

问题 4：公司在行业内的地位如何？

公司的涤纶毛条产品市场占有率约为 60%，是市场中的绝对龙头，拥有产品的定价权。复合纤维的市场占有率约为 30% 左右，其主要竞争对手是台湾远东。从经营策略上看，公司的策略是瞄准几种特定产品进行开发，而台湾远东则是开发所有产品。另外，生产复合纤维的国内小企业较多，公司与之相比管理较为规范，使用的原料档次较高，因此在价格上高于小企业，但质量更加优于小企业。

结论：

1. 无纺布行业的快速增长将为公司带来旺盛的需求。公司未来的发展重点是 ES 纤维，其下游面对的无纺布近年来增速迅猛，我们认为，随着未来人们生活水平不断提高，对卫生用无纺布的需求还将保持快速增长。目前生产 ES 纤维的企业在国内数量极少，据了解约有 4-5 家左右，并且产能规模及技术水平都远逊于公司。我们认为，公司将未来重点发展 ES 纤维的方向前景明朗，旺盛的需求和过硬的品质将保障公司未来快速的发展。

2. **盈利预测与投资评级：**强烈推荐基于公司产能提升，产品单价回升，下有市场激增以及行业龙头地位等因素，我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.26、0.42、0.55 元，目前股价对应的市盈率分别为 31.07、19.29、14.69 倍，我们认为以公司未来的成长性以及目前经营状况来看，10 给予 25 倍的市盈率较为保守，对应的股价为 10.5 元，故给予“强烈推荐”的评级。

表 1：江南高纤主要财务指标预测

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,168	1,838	2,336	3,009
(+/-)%	23.99%	27.86%	57.32%	27.12%
经营利润（EBIT）	107	137	229	295
(+/-)%		28.41%	66.67%	28.87%
净利润	71	92	148	194
(+/-)%	-12.69%	29.87%	61.03%	31.35%
每股净收益（元）	0.20	0.26	0.42	0.55

资料来源：东兴证券研究所

表 2：江南高纤利润表预测

会计年度截止日：12/31	2008-12-31	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	913.52	1,168	1,838	2,336	3,009	3,927
	24.0%	27.9%	57.3%	27.1%	28.8%	30.5%
减：业务成本	792.91	1,007	1,571	1,993	2,572	3,363
营业税费营业税金及附加	1.90	3	4	5	7	9
	13.2%	13.8%	14.5%	14.7%	14.5%	14.4%
营业费用	3.78	5.84	9.19	11.68	15.04	19.64
管理费用	9.91	15.18	23.89	30.37	39.11	51.05
财务费用	11.88	24.39	47.04	56.09	63.41	73.57
其中：利息支出	0.00	27.36	51.54	62.35	71.42	83.97
利息收入	0.00	2.97	4.51	6.26	8.02	10.40
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.02	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	93.35	113.10	182.13	239.23	312.49	410.97
加：营业外收入	3.34	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

减：营业外支出	1.49	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	95.19	113.10	182.13	239.23	312.49	410.97
减：所得税	19.39	16.96	27.32	35.88	46.87	61.65
	20.37%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	75.80	96.13	154.81	203.34	265.62	349.32
归属于母公司所有者的净利润	70.69	91.81	147.84	194.19	253.67	333.61
少数股东损益	5.11	4.33	6.97	9.15	11.95	15.72
	7.7%	7.9%	8.0%	8.3%	8.4%	8.5%
	-12.7%	29.9%	61.0%	31.4%	30.6%	31.5%
发行在外股份数量(百万股)	351.28	351.28	351.28	351.28	351.28	351.28
基本每股收益	0.20	0.261	0.421	0.553	0.722	0.950
稀释每股收益	0.20					
	-44.4%	30.7%	61.0%	31.4%	30.6%	31.5%
股利	39.40	27.54	44.35	58.26	76.10	100.08
期初未分配利润	116.86	157.18	212.26	300.97	417.48	569.68
提取盈余公积	31.26	9.18	14.78	19.42	25.37	33.36
期末未分配利润	157.18	212.26	300.97	417.48	569.68	769.84

资料来源：东兴证券研究所

表 3：江南高纤资产负债表预测

会计年度截止日：12/31	2008-12-31	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
资产						
流动资产						
货币资金	243.36	350.40	551.25	700.76	902.58	1,178.13
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	74.28	64.00	100.68	127.99	164.85	215.18
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	20.58	32.00	50.34	64.00	82.43	107.59
其他应收款	0.18	0.23	0.37	0.47	0.60	0.79
预付款项	24.30	28.33	34.61	42.59	52.87	66.33

存货	131.71	220.71	344.39	436.92	563.72	737.16
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	494.42	695.67	1,081.65	1,372.72	1,767.06	2,305.18
非流动资产						
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	204.87	714.44	733.40	761.62	794.72	833.44
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	250.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	41.87	37.68	33.50	29.31	25.12	20.93
开发支出	0.00	0.00				
商誉	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	500.56	754.92	769.70	793.73	822.64	857.18
资产总计	994.98	1,450.60	1,851.36	2,166.45	2,589.70	3,162.36
流动负债						
短期借款	169.50	742.53	975.63	1,102.85	1,277.93	1,521.14
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	50.00	68.97	107.62	136.54	176.16	230.36
应付账款	22.40	33.11	51.66	65.54	84.56	110.57
预收款项	7.22	7.22	7.22	7.22	7.22	7.22
应付职工薪酬	6.12	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	6.06	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
应付利息	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	0.04	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	261.71	864.83	1,155.13	1,325.14	1,558.88	1,882.30
非流动负债						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	261.71	864.83	1,155.13	1,325.14	1,558.88	1,882.30
所有者权益（或股东权益）						
实收资本（或股本）	351.28	135.18	135.18	135.18	135.18	135.18
资本公积	163.29	163.29	163.29	163.29	163.29	163.29
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	31.26	40.44	55.23	74.65	100.01	133.37
未分配利润	157.18	212.26	300.97	417.48	569.68	769.84
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	703.01	551.18	654.67	790.60	968.17	1,201.69
少数股东权益	30.26	34.59	41.56	50.71	62.66	78.38
所有者权益（或股东权益）合计	733.27	585.77	696.22	841.31	1,030.83	1,280.07
负债和所有者权益（或股东权益）总计	994.98	1,450.60	1,851.36	2,166.45	2,589.70	3,162.36

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，08年开始从事证券行业，09年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。