



2016年07月01日

增持(首次评级)

当前价: 6.82 元
目标价: 7.65 - 7.7 元

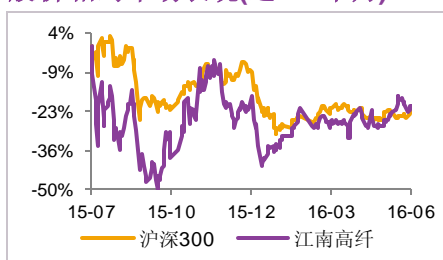
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001
电话: 010-64814022
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 陈博

电话: 010-64408516
邮箱: chenbo@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 联讯证券研究所

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1490.2	1551.1	1719.8	1911.1
(+/-)	-9.35	4.08	10.88	11.12
净利润	-18.70	74.50	85.16	111.03
(+/-)	-162.0	498.4	14.31	30.38
EPS(元)	-0.02	0.09	0.11	0.14
P/E	-290	85	70	55

资料来源: 联讯证券研究所

江南高纤(600527.SH)

老龄化和二孩间接带动 ES 纤维消费，业绩趋稳增长

投资要点

◇ 复合短纤产能居前，营收占比 60%以上

公司复合短纤产能 19 万吨/年，其中 ES 纤维 14 万吨/年。此外，现有涤纶毛条产能 3.6 万吨/年，在建年产 6000 吨/年，投产后年产能达 4.2 万吨/年。公司主要产品产能规模较大，均居行业前列。2015 年公司复合短纤维营业收入 9.13 亿元，占主营产品营业收入的 61.26%。

◇ “十三五”化纤行业仍有增长空间，差别化产品份额将提高

从我国化纤产量看，2010 年产量为 3099.98 万吨，到 2015 年产量为 4192.11 万吨，年均复合增长率为 6.22%。“十三五”规划的目标是产品差别化率提高到 65%，高性能纤维有效产能达到 26 万吨，全行业新产品产值比重从目前的 20% 提高到 28% 以上，生物基有效产能达到 106 万吨，行业发展仍有空间。

◇ 一次性卫生材料快速稳定增长，拉动 ES 纤维消费

我国 65 岁以上人口占比逐年提供，到 2015 年该比例达到 10.5%，并且仍然呈现上升趋势。另外，随着“二孩”政策放开，未来将出现一段生育高峰。这两类人群是一次性卫生材料用量最多的人群，市场空间巨大。ES 纤维作为优异的无纺布原料，是非常理想的卫生用品材料，其消费量也将随“老龄化”和“二孩”稳定增长。

根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的数据，2014 年，我国一次性卫生用品的市场规模(市场总销售额)达到约 683.2 亿元，比 2013 年增长 10.0%。按照复合年均增长率 8% 计算，到 2020 年我国一次性卫生用品的市场规模可达到约亿元 1084.2 亿元，极大带动 ES 纤维消费量增长。

◇ 盈利预测与估值

根据假设条件，公司 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 15.51 亿元、17.20 亿元和 19.11 亿元，归属母公司净利润分别为 0.74 亿元、0.85 亿元和 1.11 亿元，每股收益分别为 0.09 元、0.11 元和 0.14 元。wind 化纤板块 PE 倍数(TTM, 中值, 剔除负值)为 79 倍，考虑到公司 ES 纤维增长潜力和投资的止损，给予公司 2016 年 PE 倍数 85 倍，对应 2016 年目标股价为 7.65 元。

◇ 风险提示

1) 原材料价格波动; 2) 下游消费不及预期; 3) 行业竞争加剧



目 录

一、复合短纤产能居前，营收占比 60%以上.....	3
二、“十三五” 化纤行业仍有增长空间，差别化产品份额将提高.....	4
三、一次性卫生材料快速稳定增长，拉动 ES 纤维消费.....	5
四、盈利预测与估值.....	5
五、风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 公司营业收入和归属母公司净利润情况（万元）.....	3
图表 2： 公司主营收入构成（万元）.....	3
图表 3： 公司主营业务毛利率.....	4
图表 4： 我国化纤产量及短纤进出口量情况（万吨）.....	4
图表 5： 我国 65 岁以上人口占比（%）.....	5
图表 6： 我国新生儿数量（万）.....	5
图表 7： 盈利预测假设条件.....	5
图表 8： 公司盈利预测表（万元）.....	6

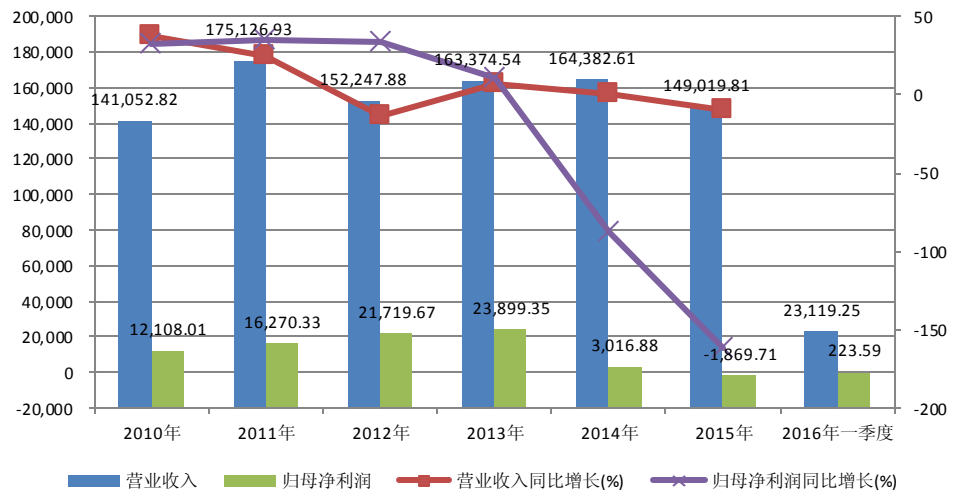


一、复合短纤产能居前，营收占比 60%以上

公司复合短纤产能 19 万吨/年，其中 ES 纤维 14 万吨/年。此外，现有涤纶毛条产能 3.6 万吨/年，在建年产 6000 吨/年，投产后年产能达 4.2 万吨/年。公司主要产品产能规模较大，均居行业前列。

受行业产能扩张和经济放缓影响，公司营业收入稳中略降。2015 年公司投资苏州市相城区永大农村小额贷款有限公司和苏州市相城区永隆农村小额贷款有限公司出现风险，对公司业绩影响较大，导致归母净利润出现亏损。

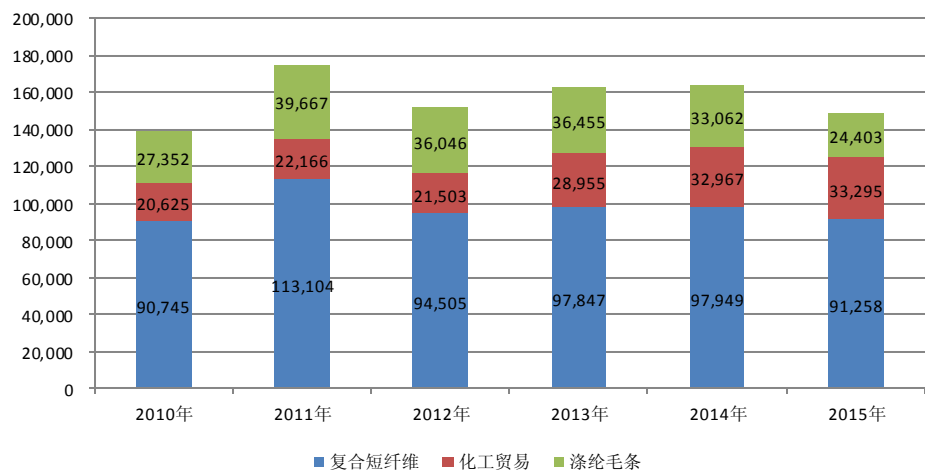
图表1： 公司营业收入和归属母公司净利润情况（万元）



资料来源: wind, 联讯证券

从公司主营业务收入构成来看，2010 年公司复合短纤维、涤纶毛条和化工贸易分别占主营产品营业总收入的 65.42%、19.72%和 14.87%。2015 年公司复合短纤维、涤纶毛条和化工贸易营业收入分别为 9.13 亿元、2.44 亿元和 3.33 亿元，分别占主营产品营业总收入的 61.26%、16.38%和 22.35%。此外，可以看出，公司在化工贸易业务的比重呈现增长趋势。

图表2： 公司主营收入构成（万元）

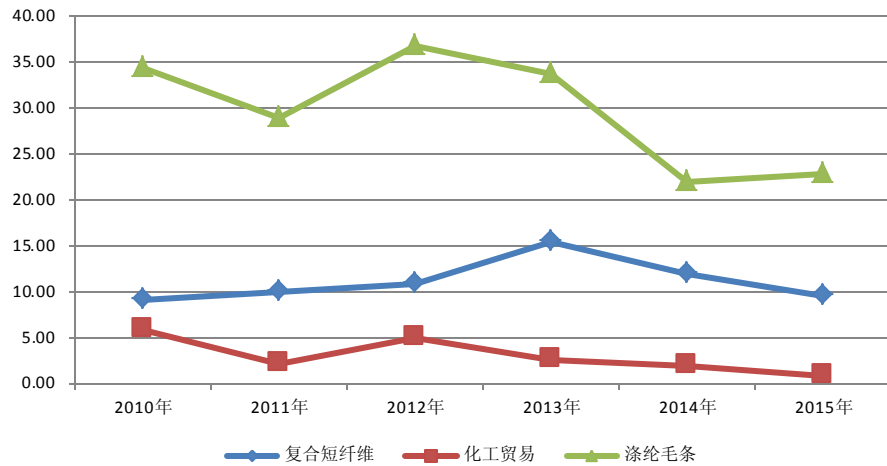


资料来源: wind, 联讯证券



从公司主营业务毛利率看，涤纶毛条毛利率有下降趋势，但保持 20%以上，高于复合短纤维和化工贸易业务。

图表3： 公司主营业务毛利率

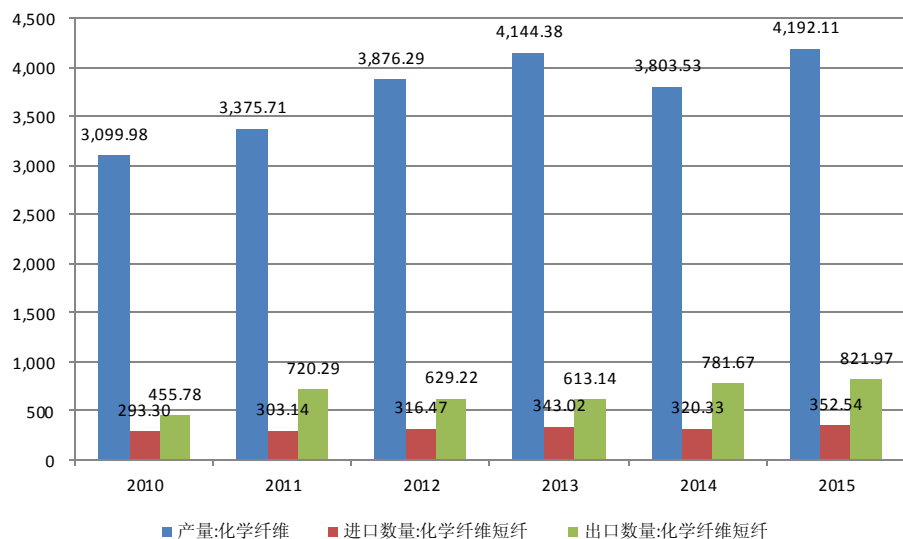


资料来源: wind, 联讯证券

二、“十三五”化纤行业仍有增长空间，差别化产品份额将提高

从我国化纤产量看,2010年产量为 3099.98 万吨,到 2015 年产量为 4192.11 万吨,年均复合增长率为 6.22%。从化纤短纤进出口来看,2010 年进口量为 293.30 万吨,到 2015 年进口量为 352.54 万吨,年均复合增长率为 3.74%; 2015 年出口量为 455.78 万吨,2015 年为 821.97 万吨,年均复合增长率为 12.52%。化纤短纤属于净出口产品,且出口量增幅较大。

图表4： 我国化纤产量及短纤进出口量情况（万吨）



资料来源: wind, 联讯证券

我国化纤行业“十二五”规划目标已经提前完成，尤其是在量的增长上的各项指标超额完成。“十三五”规划的目标是产品差别化率提高到 65%，高性能纤维有效产能达



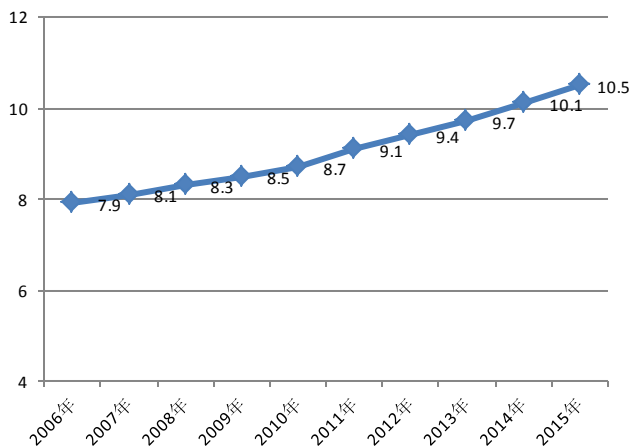
到 26 万吨，全行业新产品产值比重从目前的 20% 提高到 28% 以上，生物基有效产能达到 106 万吨，行业发展方向是绿色、高性能、差别化，这些方向仍然有一定空间。

三、一次性卫生材料快速稳定增长，拉动 ES 纤维消费

我国 65 岁以上人口占比逐年提供，到 2015 年该比例达到 10.5%，并且仍然呈现上升趋势。另外，随着“二孩”政策放开，未来将出现一段生育高峰。这两类人群是一次性卫生材料用量最多的人群，市场空间巨大。ES 纤维作为优异的无纺布原料，是非常理想的卫生用品材料，其消费量也将随“老龄化”和“二孩”稳定增长。

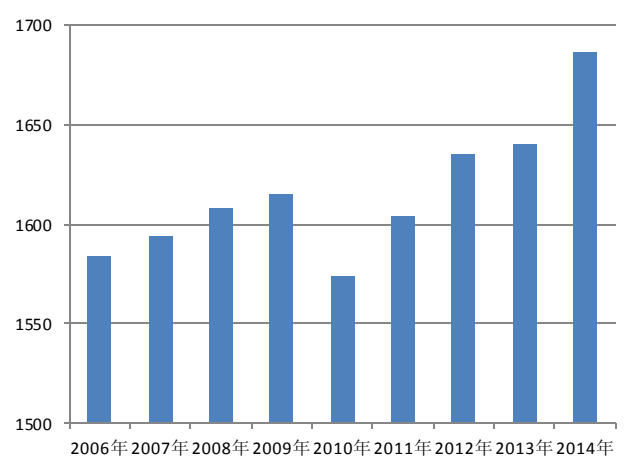
根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的数据，2014 年，我国一次性卫生用品的市场规模（市场总销售额）达到约 683.2 亿元，比 2013 年增长 10.0%。按照复合年均增长率 8% 计算，到 2020 年我国一次性卫生用品的市场规模可达到约亿元 1084.2 亿元，极大带动 ES 纤维消费量增长。

图表5： 我国 65 岁以上人口占比 (%)



资料来源：国家统计局，联讯证券

图表6： 我国新生儿数量 (万)



资料来源：智研咨询，联讯证券

四、盈利预测与估值

核心假设条件：

- 1) 根据当前短纤价格预测 2016 年、2017 年和 2018 年价格；
- 2) 贸易收入增长率为 5%；

图表7： 盈利预测假设条件

年份	类别	均价	比率	假设值	营业收入
2016	短纤价格 (元/吨)	7000	开工率	70%	93100.00
	毛条价格 (元/吨)	9200	开工率	70%	27048.00
	贸易 (万元)		增长率	5%	34958.70
2017	短纤价格 (元/吨)	7300	开工率	75%	104025.00
	毛条价格 (元/吨)	9300	开工率	80%	31248.00
	贸易 (万元)		增长率	5%	36706.64
2018	短纤价格 (元/吨)	7600	开工率	80%	115520.00
	毛条价格 (元/吨)	9800	开工率	90%	37044.00



年份	类别	均价	比率	假设值	营业收入
	贸易 (万元)		增长率	5%	38541.97

资料来源: wind, 联讯证券

根据假设条件,公司 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 15.51 亿元、17.20 亿元和 19.11 亿元,归属母公司净利润分别为 0.74 亿元、0.85 亿元和 1.11 亿元,每股收益分别为 0.09 元、0.11 元和 0.14 元。wind 化纤板块 PE 倍数 (TTM, 中值, 剔除负值) 为 79 倍,考虑到公司 ES 纤维增长潜力和投资的止损,给予公司 2016 年 PE 倍数 85 倍,对应 2016 年目标股价为 7.65 元。

图表8: 公司盈利预测表 (万元)

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	149,019.81	155,106.70	171,979.64	191,105.97
增长率%	(9.35)	4.08	10.88	11.12
营业成本	134,588.46	140,371.56	155,125.63	170,084.31
销售费用	794.28	701.86	806.65	935.46
管理费用	6,349.58	6,316.72	6,980.65	7,653.79
财务费用	(541.98)	(975.56)	(878.01)	(746.31)
资产减值损失	(30.12)	80.00	100.00	100.00
营业利润	(1,651.29)	8,612.12	9,844.71	13,078.71
利润总额	(1,419.26)	9,312.12	10,644.71	13,878.71
归属于母公司所有者的净利润	(1,869.71)	7,449.70	8,515.76	11,102.96
增长率%	(161.98)	498.44	14.31	30.38
每股收益 (摊薄) (元)	(0.02)	0.09	0.11	0.14

资料来源: wind, 联讯证券

五、风险提示

- 1) 原材料价格波动;
- 2) 下游消费不及预期;
- 3) 行业竞争加剧。



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。