

诺邦股份 (603238.SH)

水刺非织造布行业龙头

核心观点:

● 水刺非织造布应用领域广泛，市场规模快速增长

非织造布广泛应用于民用清洁、美容护理、医用材料等领域。近年来受下游需求拉动，我国非织造布产量快速增长，在 09-16 年的复合增速达到 12.1%。而水刺非织造布因为技术含量高、产品规格丰富等原因已成行业中增长最快的工艺。在 11-15 年间产量年复合增速达到 17%。随着生活水平的提高，我国水刺非织造布行业有望继续快速增长。而随着 IPO 募集资金建设项目的推进，公司将新增 1.9 万吨的非织造布材料设计产能。

● 原料价格上涨使得 17 年上半年利润下滑，短期业绩仍有可能承压

17 年上半年公司营收下滑 3.2%，归母净利润下降 28.4%。业绩下滑的主要原因是原材料粘胶纤维和涤纶纤维的价格从 2016 年开始出现快速上涨使得公司毛利率下滑。考虑到粘胶纤维和涤纶纤维的价格仍有可能继续大幅波动，我们认为短期内公司的毛利率仍可能面临较大压力。

● 拟收购杭州国光，抓住湿巾行业发展机遇

公司拟以 2.2 亿现金收购杭州国光 51% 股权。杭州国光是业内领先的湿巾生产厂商，2015/16 年全国湿巾出口量排名第一。我们认为如果本次收购能够顺利完成，公司将进一步实现产业链衍生，抓住湿巾行业的发展机遇。

● 预计 17-19 年 EPS 为 0.43 元/股、0.51 元/股、0.56 元/股(不含交易影响)

当前股价对应 17/18 年 P/E 为 68.4x 和 57.8x。公司作为水刺无纺布行业龙头，市场空间较大。但是近期粘胶纤维和涤纶纤维等原材料价格波动较大，因此公司短期业绩不确定性较大。首次覆盖，暂未评级。

● 风险提示

原材料价格波动风险，汇率风险，收购未能完成的风险；

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	516.27	525.81	565.38	630.67	705.75
增长率(%)	4.22%	1.85%	7.53%	11.55%	11.91%
EBITDA(百万元)	105.97	91.36	85.49	102.26	119.70
净利润(百万元)	74.00	59.42	52.05	61.56	67.77
增长率(%)	27.80%	-19.70%	-12.40%	18.27%	10.10%
EPS(元/股)	0.822	0.660	0.434	0.513	0.565
市盈率(P/E)	-	-	68.38	57.82	52.52
市净率(P/B)	-	-	4.49	4.17	3.86
EV/EBITDA	0.63	0.10	38.38	32.67	28.25

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

无

当前价格

29.66 元

报告日期

2017-09-04

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	120/30
流通 A 股市值(百万元)	3,682
每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	22.64

相对市场表现



分析师: 糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师: 胡翔宇 S0260517080001



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 张萌 021-60750604

zmeng@gf.com.cn

目录索引

1. 诺邦股份：水刺无纺布行业龙头	4
1.1 公司主营业务介绍	4
1.2 主要销售模式及营收构成	4
1.3 水刺非织造布的上下游产业	5
1.4 公司产能情况	6
1.5 公司大股东为杭州老板实业集团	7
2. 水刺非织造布市场快速增长，空间广阔	8
2.1 我国非织造布市场规模快速增长	8
2.2 水刺非织造布是行业中增速最快的品类	9
3. 募集资金到位，公司产能及研发能力将进一步提升	11
3.1 募集资金所投项目概况	11
3.2 新增产能逐步投放将推动公司业绩增长	12
4. 拟收购杭州国光，向产业链下游延伸	13
4.1 本次交易方案概述	13
4.2 杭州国光主营业务为一次性卫生用品的研发、生产与销售	13
4.3 全球湿巾市场稳健增长，国内市场起步较晚但快速增长	15
4.4 诺邦股份通过本次收购将实现产业链延伸，抓住行业发展机遇	16
5. 原材料价格上涨对公司业绩形成负面影响	17
5.1 16年年初至今，公司业绩受到原材料价格上涨的冲击而下滑	17
5.2 公司毛利率受原材料价格波动影响较大	18
6. 盈利预测与投资评级	19
6.1 盈利预测	19
6.2 敏感性分析	20
6.3 投资评级	21
7. 风险提示	21
7.1 原材料价格波动风险	21
7.2 汇率风险	21
7.3 收购未能完成或标的公司承诺业绩无法实现的风险	21

图表索引

图 1: 公司 2016 年营业收入分类	5
图 2: 2016 年水刺非织造材料营收分类占比	5
图 3: 2016 年水刺非织造材料制品营收分类占比	5
图 4: 2016 年公司分地区营收占比	5
图 5: 产业链示意图	6
图 6: 诺邦股份营业成本中涤纶和粘胶成本占比	6
图 7: 涤纶短纤和粘胶短纤市场价格情况	6
图 8: 公司实际控制人为任建华	7
图 9: 我国产业用纺织品纤维加工量快速增长	8
图 10: 我国非织造布产量快速增长	9
图 11: 2015 年中国非织造布产业结构	10
图 12: 我国水刺非织造布产量及增速	10
图 13: 水刺非织造布产量增速更快	10
图 14: 公司各生产线设计产能情况	13
图 15: 公司现有设计产能及产能利用率	13
图 16: 杭州国光销售收入	14
图 17: 公司以外贸为主, 但内贸占比有所提升	14
图 18: 杭州国光毛利率	14
图 19: 杭州国光归母净利润	14
图 20: 我国国内湿巾销量快速增长	16
图 21: 我国湿巾行业市场产量预测 (亿片)	16
图 22: 公司营业收入以及同比变化	18
图 23: 公司毛利率受原材料价格波动影响较大	18
图 24: 粘胶纤维和涤纶纤维价格	18
图 25: 公司归母净利润及同比变化	18
图 26: 粘胶纤维和涤纶纤维占公司营收比例	19
图 27: 公司毛利率与原材料价格波动关系	19
图 28: 在 2016 年原料价格上涨时期的公司毛利率情况	19
表 1: 公司主要产品及其制品用途	4
表 2: 公司八条生产线产能及产出情况	7
表 3: 募集资金项目概况	11
表 4: 公司 2018 年归母净利润的敏感性分析 (万元)	20
表 5: 非织造布行业可比公司估值表	21

1. 诺邦股份：水刺无纺布行业龙头

1.1 公司主营业务介绍

诺邦股份全称为杭州诺邦无纺股份有限公司，其前身为2002年成立的杭州诺邦无纺有限公司。诺邦股份是一家专业从事差异化、个性化水刺非织造材料及其制品研发、生产和销售的企业。公司主要产品为水刺非织造材料。水刺非织造材料根据应用领域和客户需求端的不同，采用不同原材料经过干、湿法成型，再经过水刺固结加工形成结构各异、功能各异的特性化中间产品，最终再由下游加工企业根据终端用户的需求进行深加工以制成各类制品。公司生产的水刺非织造材料主要应用于四大产品领域，即美容护理类、工业用材类、民用清洁类及医用材料类等四大领域。

诺邦股份在2006年设立全资子公司邦怡科技，主要从事非织造材料制品的研发和生产加工业务，将公司的产业链向下游延伸。邦怡科技的主要产品包括湿巾、干巾、功能性擦拭材料等产品，并且通过OEM以及自由品牌等模式进行销售，产品直接面向消费者。

表 1：公司主要产品及其制品用途

产品	种类	主要产品及用途
水刺非织造材料	美容护理类	面膜系列、干巾等的基材
	民用清洁类	卫用抹布、除尘材料、普通湿巾材料及散立冲等湿巾材料
	工业用材类	工业清洁、装饰材料、汽车用材、环保过滤材料、合成革基布等
	医用材料类	医用防护材料、医用辅料等
水刺非织造材料制品		工业用擦拭材料；个人卫生护理产品，包括：婴儿湿巾、成人洁肤湿巾、干巾、化妆棉等

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司是国内水刺非织造布行业内产品品类最为齐全、工艺最为完善的生产企业之一。公司现有的非织造材料的生产工艺涵盖了干法成网和湿法成网两大体系。公司主要根据销售订单安排产品生产，实行柔性生产管理，满足客户个性化的需求。

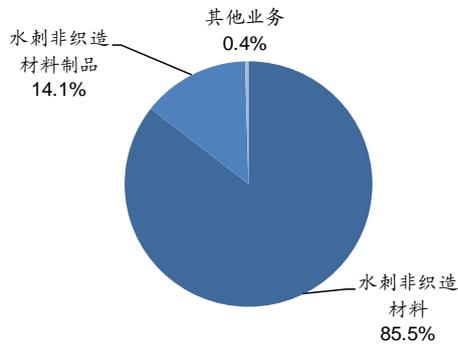
1.2 主要销售模式及营收构成

公司的主要产品分为水刺非织造材料以及水刺非织造材料制品。其中水刺非织造材料采取直销模式，以自有品牌销售。而水刺非织造材料制品的销售通过子公司邦怡科技来完成。邦怡科技通过OEM和自有品牌两种销售模式进行销售。其中自有品牌由于尚处于初创阶段，市场影响力相对有限，故以OEM模式销售为主。

目前，公司主要营业收入来源为水刺非织造材料的销售，其在公司2016年营业收入中的占比达到85.5%。而按照水刺非织造材料的最终用途分类，民用清洁类的占比最高，其次为美容护理类。此外，在公司所销售的水刺非织造材料制品中，擦布及湿巾的占比达到89.8%。若分地区来看，公司营业收入中内销与出口的比例较为均衡，2016年内销的比例为50%。其中公司的非织造材料的销售额中，内销的占比略

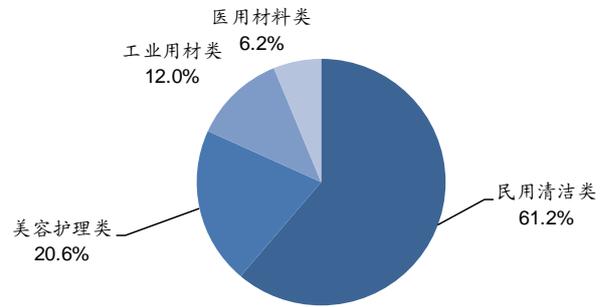
大于外贸的占比。而在公司非织造材料制品的销售则以外贸为主。

图1: 公司2016年营业收入分类



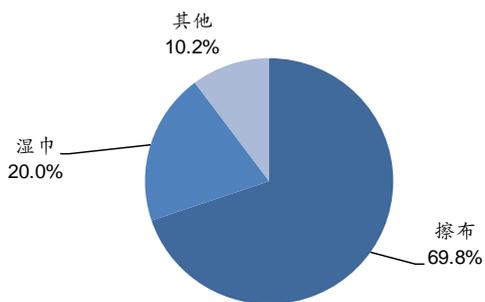
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 2016年水刺非织造材料营收分类占比



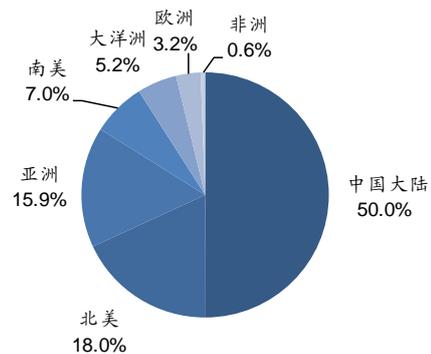
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 2016年水刺非织造材料制品营收分类占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 2016年公司分地区营收占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

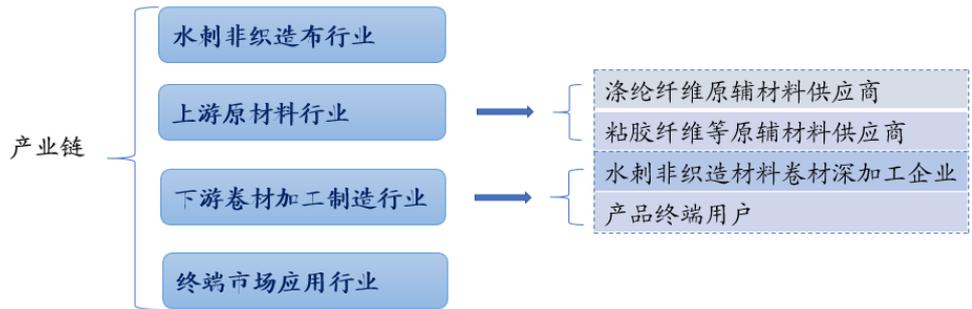
1.3 水刺非织造布的上下游产业

水刺非织造布行业的上下游产业分别是上游原材料行业和下游卷材加工制造行业。

上游行业: 水刺非织造布的上游原材料行业主要为涤纶纤维和粘胶纤维等原料供应商。国内水刺非织造材料的原材料以涤纶短纤、粘胶短纤为主。涤纶短纤和粘胶短纤的价格主要受国际原油等价格因素影响。在水刺无纺布的生产成本中, 涤纶短纤和粘胶短纤的成本占比较高, 在原材料价格大幅波动的情况下, 会对水刺非织造布行业的毛利率造成影响。

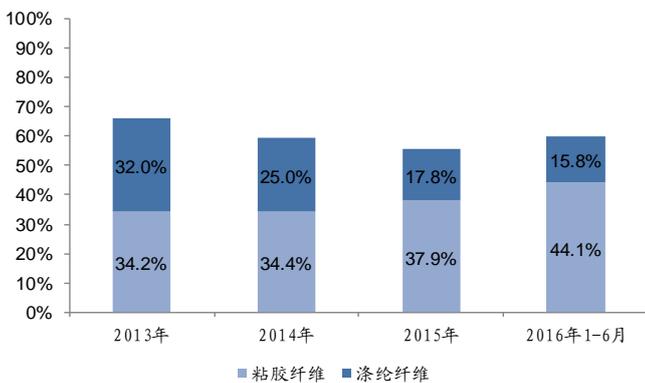
下游行业: 水刺非织造布的下游行业主要是卷材加工制造行业。制造企业主要为水刺非织造材料卷材进行深加工, 并销往产品终端用户。下游水刺非织造布制品的主要用途可分为美容护理类、工业用材类、民用清洁类以及医用材料类。影响该产业链下游的主要因素为客户对水刺非织造布制品的需求。

图5：产业链示意图



数据来源：招股书，广发证券发展研究中心

图6：诺邦股份营业成本中涤纶和粘胶成本占比



数据来源：招股书，广发证券发展研究中心

图7：涤纶短纤和粘胶短纤市场价格情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.4 公司产能情况

公司目前拥有8条水刺生产线，覆盖干法梳理和湿法成形两大生产工艺，年设计产能达到32300吨，在国内同行业内属于领先水平。在2015年9月公司8号线投产之前，公司原有七条生产线产能利用率总体超过100%，但是在8号线投产后，公司的产能利用率有所下降。这主要是因为公司第一条可生产可冲散水刺材料的生产线7号线在2013年投产后，所生产的“散立冲”产品供不应求，下游主要客户的需求缺口较大。因此公司决定于2015年引入设计产能较大的8号线。由于8号线设计产能较大，生产线有一定的投资和建设周期，因此距离达到设计产能所需时间较长。此外公司“散立冲”产品自推出市场以来，销售量总体保持增长。但是在2016年，“散立冲”的第一大客户美国Nice-pak products, Inc基于价格和成本考虑，部分转向其他供应商采购，造成“散立冲”销售额有所下降。因此公司的产销利用率在2016年下滑幅度较大。但是公司为填补8号线的产能空余，已在积极开发和推广“散立冲”外的其他湿法产品，因此我们预计随着市场需求的逐步开发，8号线的产能利用率将有望提升。

表 2: 公司八条生产线产能及产出情况

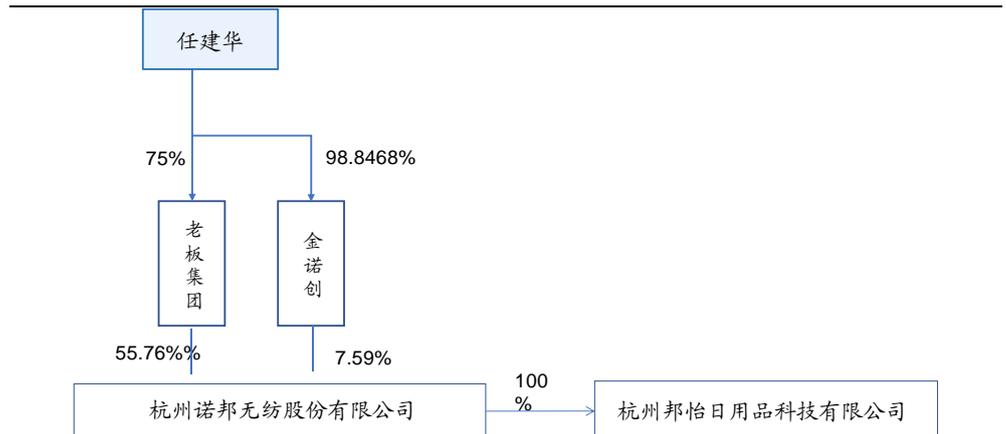
生产线	主要产品	年设计产量 (吨/年)	2016 年 1-6 月实际产量 (吨)	2015 年实际产量 (吨)	2014 年实际产量 (吨)	2013 年实际产量 (吨)
1	卫用抹布、合成革基布、美容护理材料等	1,000	581.89	1,178.93	1,261.67	1,178.98
2	工业清洁布、医用防护材料、医用辅料等	1,800	1,080.23	2,163.44	1,957.96	1,938.40
3	过滤环保材料、美容护理材料、医用防护材料等	2,000	1,065.51	2,195.78	2,374.74	2,245.18
4	湿巾材料、美容护理材料、汽车内饰材料等	3,500	1,703.99	3,434.45	3,861.73	3,468.34
5	湿巾材料、工业清洁布、医用材料等	5,000	2,511.60	4,670.39	4,629.87	4,382.30
6	湿巾材料、卫用抹布、汽车内饰、窗帘装饰材料	4,000	2,027.74	4,080.51	4,177.23	3,937.20
7	散立冲等湿法产品	3,000	935.77	3,949.44	3,961.73	601.01
8	散立冲等湿法产品	12,000	1,846.41	1,816.50	—	—
合计		32,300.00	11,753.14	23,489.44	22,224.93	17,751.41

数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

1.5 公司大股东为杭州老板实业集团

公司的第一大股东为杭州老板实业集团有限公司, 实际控制人为任建华。任建华先生通过在老板集团75%的股权以及杭州金诺创投资98.85%的股权持有公司63.71%的股份。老板集团成立于1995年, 主要业务为对外投资, 目前除了持有诺邦股份的股份外, 还是A股上市公司老板电器股份有限公司49.68%的股份(截止2017年中报)。此外老板集团的投资还包括杭州安泊厨具有限公司、杭州余杭老板加油站有限公司、东明山森林公园有限公司、浙江杭州余杭农村商业银行股份有限公司和杭州城市花园酒店有限公司、浙江春风动力股份有限公司和杭州福斯达深冷装备股份有限公司的股权等。

图8: 公司实际控制人为任建华



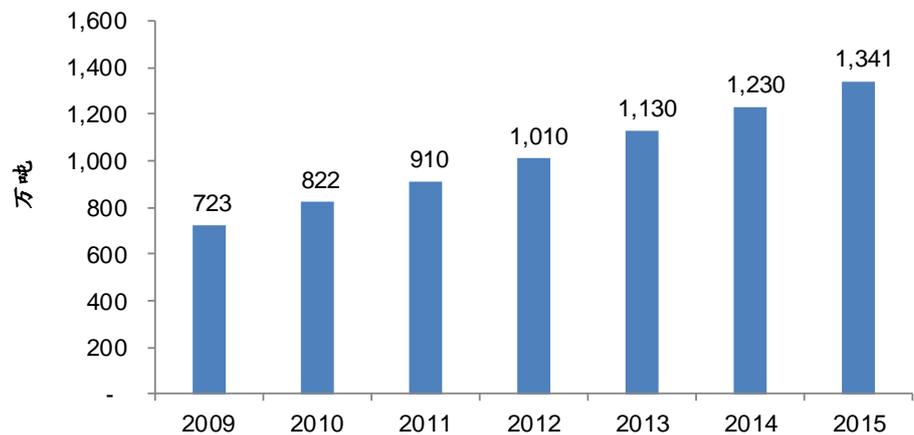
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 水刺非织造布市场快速增长，空间广阔

2.1 我国非织造布市场规模快速增长

我国纺织品产业可大致分为服装用纺织品、家用纺织品以及产业用纺织品这三大类。其中产业用纺织品是近十年来纺织行业新兴的，最具发展潜力的技术性纺织品，而非织造布则属于产业用纺织品的一种。产业纺织品具有资本密集、技术含量高、耗能、市场空间巨大等特点和优势，广泛应用于高温过滤、医卫防护、土木合成材料、特殊装饰、高性能纺织复合骨架材料、交通运输、建筑、农业等领域。我国产业用纺织品行业规模近年来快速增长。根据产业用纺织品行业协会的数据，2015年我国的产业用纺织品行业完成纤维加工总量达到1341万吨，在2009-15年之间的总量复合增速为10.8%。

图9：我国产业用纺织品纤维加工量快速增长



数据来源：产业用纺织品行业协会，广发证券发展研究中心

产业用纺织品根据产品加工方式的不同主要分为非织造、针织、梭织以及多层复合纺织等工艺。而从发达国家纺织品行业的发展历程来看，非织造材料已经成为产业用纺织品高端市场的主流品种。在2013年修正后的《产业结构调整指导目录》中，我国已经将水刺非织造布行业列为国家产业政策鼓励发展的行业之一。

在上世纪70年代后期，非织造布的加工工艺和技术取得了突破性发展，随之而来的是非织造布产品性能的大幅提升，而其应用领域也得到极大推广和衍生，成为产业用纺织行业中发展最快的工艺品种。根据《国际纺织导报》2013年第6期中发表的《非织造业发展趋势》的数据，1940年全球非织造布产量为35万吨、1995年达到220万吨、2011年已经超过600万吨。非织造布的人均消费类与一个地区的发展水平高度相关。例如在2011年，全球非织造布的年人均消费量约为1.0公斤，而欧洲地区则达到2.9公斤。

我国非织造布行业随着我国人均收入和生活水平的提高，有着巨大的发展空间。从90年后后期开始，我国非织造布行业开始迅猛发展。1997年我国非织造布产量达到29万吨，是1978年产量的近100倍。而近年来，受下游客户需求的拉动，我国非

织造布的产量快速增长。据中国产业用纺织行业协会的统计，2016年我国非织造布的产量已经达到535万吨，在2009-16年间的产量复合增速达到12.1%。

图10: 我国非织造布产量快速增长



数据来源: 中国产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

2.2 水刺非织造布是行业中增速最快的品类

非织造布行业按照产品生产工艺类型不同可以分为水刺法, 纺粘法, 针刺法, 化学粘合法和热粘合法。根据生产工艺的不同, 其应用领域也有所不同。

纺粘法: 产品种类相对单一。产品强度高、不起毛, 介于纺织品、纸张、塑料片之间, 主要应用于包装材料、卫生材料、汽材过滤材料。

针刺法: 产品具有工艺路线较短, 克重高、强度大、加工成本低的特点。主要应用于皮革基布、土工布、过滤材料等。

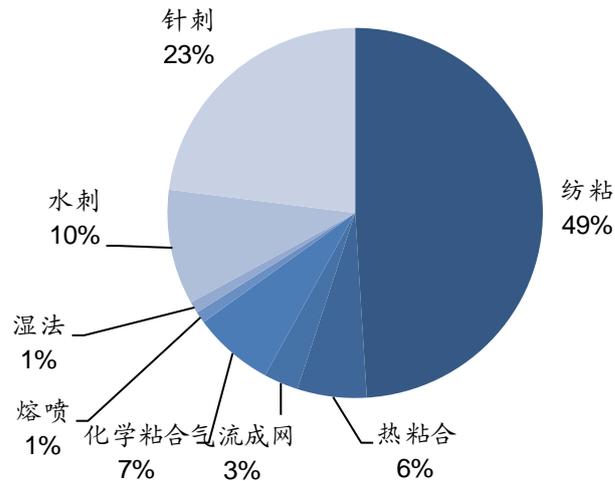
化学粘合法: 工艺相对简单、生产成本相对低、产品蓬松、絮状, 强度相对较低。应用于填充料、复合材料。

热粘合法: 产品卫生性能指标好、能超低克重生产, 产品规格相对较少。主要应用于卫生材料。

水刺法: 应用领域比其他生产工艺更为广泛。水刺工艺非织造材料产品由于透气、柔软、质轻、抗菌等特性, 大量应用于湿巾、家用擦拭材料等需求量巨大的“一次性消费品”市场以及美容护肤品市场。近年来, 杜邦等跨国企业也利用其先进工艺将水刺非织造布材料逐步应用于高端手术衣、医用口罩等医疗卫生领域以及节能环保领域。

据中国产业用纺织品行业协会统计, 纺粘法非织造布目前我国非织造布产量中占比仍然最高, 占2015年非织造布总产量的49%。其次是针织非织造布, 占比为23%。水刺非织造布近年来产量快速增长, 已经占到2015年总产量的10%。

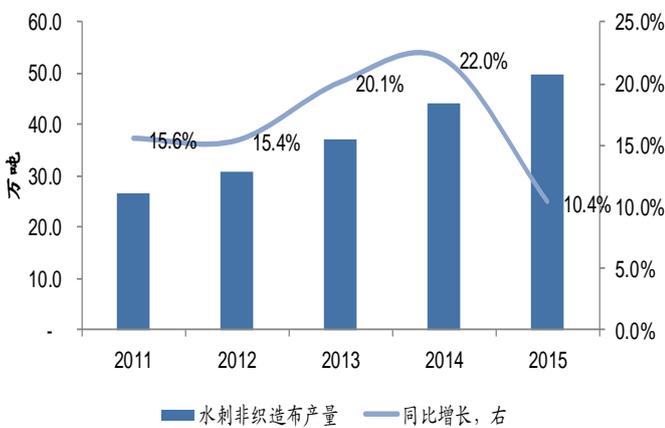
图11: 2015年中国非织造布产业结构



数据来源: 中国产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

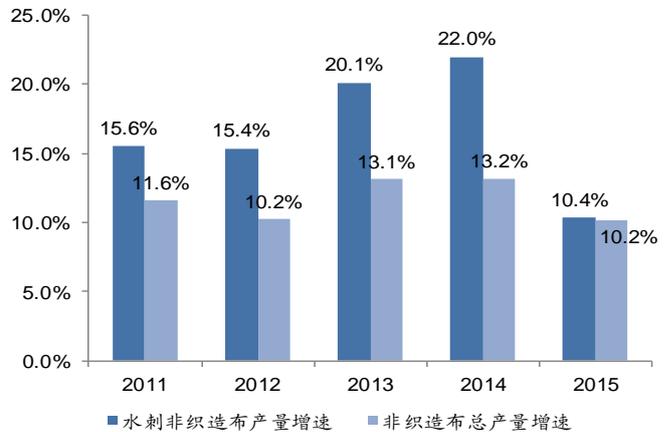
近年来, 水刺非织造布由于工艺先进、技术含量高、产品规格丰富、应用领域广泛, 已经成为非织造布行业中发展最快的工艺。其制品被广泛应用于医疗民生, 民用尾声、工业基布、服装里衬以及电子、过滤、包装、美容等多个领域, 市场潜力巨大。今年来, 我国水刺非织造布行业规模持续高速增长, 是非织造布各加工工艺中增速最快的品种。在2015年, 我国的水刺非织造布的产量已经达到49.8万吨, 在2011-15年间的产量符合增速达到17%。

图12: 我国水刺非织造布产量及增速



数据来源: 产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

图13: 水刺非织造布产量增速更快



数据来源: 产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

我国的水刺无纺布行业经过近年的快速发展, 行业已经初具规模。我们认为水刺非织造布行业仍有有很大的发展空间, 其增量将主要来自于两个方面。首先, 由于水刺非织造布工艺的不断改进和突破, 其性能不断提升, 应用领域也愈加广泛。尤其是在美容护理类、婴幼儿护理、医用材料等方面的新增不断出现。然后, 我国人均水刺无纺布消费类与西方发达国家相比仍然很低。国内水刺无纺布行业的产量中内销的占比不到一半。随着我国人民生活水平的提升, 国内对于水刺无纺布制品的需求也将增长。这也将推动我国水刺无纺布行业的增长。

3. 募集资金到位，公司产能及研发能力将进一步提升

3.1 募集资金所投项目概况

诺邦股份于2017年2月完成首次公开发行股票，共公开发行 新股3000万股，募集资金总额为39,930.00万元，扣除发行费用后净额为35,140.10万元。本次募投资金将用于三个项目及偿还银行借款。三个项目分别为“年产 5000 吨水刺复合环保非织造材料技改项目”、“年产 15000 吨产业用水刺复合非织造材料项目”和“研发中心建设项目”。

表3：募集资金项目概况

项目序号	投资总额（万元）	使用募集资金投入(万元)
年产 5,000 吨水刺复合环保非织造材料技改项目	8,000	8,000
年产 15,000 吨产业用水刺复合非织造材料项目	27,000	18,180
研发中心建设项目	4,960	4,960
偿还银行借款	10,000	4,000
合计	49,960	35,140

数据来源：招股书，广发证券发展研究中心

年产5000吨水刺复合环保非织造材料技改项目

本项目是对公司现有1号生产线进行设备更新、技术改造和节能减排改造。拟淘汰现有1号生产线部分生产设备，通过引进国际先进的梳理机、交叉铺网机、水刺机等设备，应用先进的复合水刺非织造材料生产工艺技术，形成年产5000吨水刺复合环保材料的生产能力。其中拟定的产品方案包括高端美容复合材料1000吨，环保窗帘材料2000吨以及环保墙纸基材1000吨。

根据公司在招股书中披露的经济效益测算，该项目达产后，预计可以增加年销售收入14600万元，增加净利润2427.8万元。

年产 15000 吨产业用水刺复合非织造材料项目

本项目是对公司现有业务的扩张和优化调整，拟新建厂房28822.32平方米，通过引进国际先进的湿法成网机、水刺机等进口设备，应用湿法成网、非织造材料复合技术等先进生产工艺技术，建成年设计生产能力达15000吨的产业用复合水刺非织造材料生产线。本次项目拟定的产品方案包括13000吨的医疗卫生用“散立冲”非织造材料，“隐丝宝”非织造材料以及500吨的精密擦拭、美容纳米系列非织造材料。

根据公司在招股书中披露的经济效益测算，该项目达产后，预计可以增加年销售收入48458万元，新增利润8456.20万元。

研发中心建设项目

本项目拟在公司现有省级企业技术中心基础上,购置现金的研发、检测和试制设备。构建从工艺技术研发、产品与原辅料检测到新品试制一体化的研发体系,提升“材料应用创新能力、工艺创新能力、流程控制能力”三大核心能力。项目完成后,公司拟按照项目需求新增各类研发人员28人。

研发中心的建设将使得公司能够通过新产品、新技术、新工艺的研究开发,不断提升公司产品的质量和技术含量,从而提高市场竞争力。

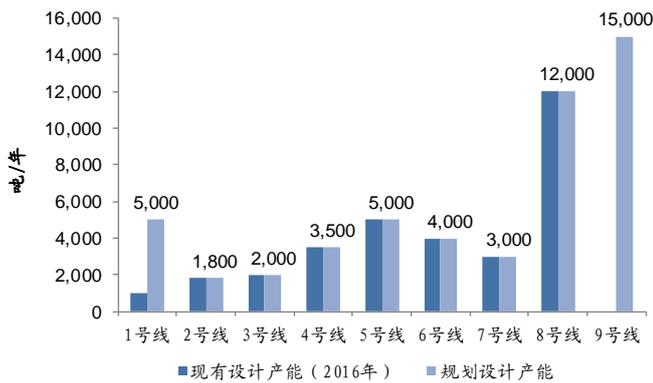
3.2 新增产能逐步投放将推动公司业绩增长

公司募集资金所投项目逐步投产后,将增加1.9万吨的设计产能。其中4000吨来自于现有1号线的改造,15000吨来自于新建生产线即9号线。本次新增的产能均应用国际最领先的技术,规划的产品均为无纺布行业中需求良好的品类。例如1号线改造后所形成的5000吨产能将用于生产高端美容复合材料、环保窗帘材料以及环保墙纸基材。高端美容复合材料将主要应用于新品面膜中。随着消费者对于面膜使用性能要求的不断提高,研发具有功能性的非织造面料材料已经是新品面膜开发的必然趋势。此外项目中的环保窗帘材料以及环保墙纸基材符合消费者对于装修材料节能、环保的要求,市场潜力较大。因此我们认为1号线经改造后的产品的销售前景良好。同时公司利用募集资金所建设的9号线,将生产医疗卫生所用的“散立冲”非织造材料,“隐丝宝”非织造材料以及精密擦拭非织造材料。目前我国医疗卫生用的散立冲型环保水刺材料主要依赖进口。9号线采用国际领先的设备与工艺,在投产后将能够填补国内该领域的空白,并可能逐步代替进口。

此外,公司现有的8条生产线的产能利用率在2015/16年较低。在2015年9月公司8号线投产之前,公司原有七条生产线产能利用率总体超过100%,但是在8号线投产后,公司的产能利用率有所下降。这主要是因为公司第一条可生产可冲散水刺材料的生产线7号线在2013年投产后,所生产的“散立冲”产品供不应求,下游主要客户的需求缺口较大。因此公司决定于2015年引入设计产能较大的8号线。由于8号线设计产能较大,生产线有一定的投资和建设周期,因此距离达到设计产能所需时间较长。此外公司“散立冲”产品自推出市场以来,销售量总体保持增长。但是在2016年,“散立冲”的第一大客户美国Nice-pak products, Inc基于价格和成本考虑,部分转向其他供应商采购,造成“散立冲”销售额有所下降。因此公司的产销利用率在2016年较低。但是公司为填补8号线的产能空余,已在积极开发“散立冲”产品的其它客户,同时推广“散立冲”外的其他湿法产品,因此我们预计随着市场需求的逐步开发,8号线的产能利用率将有望提升。

我们认为随着公司募集资金所建项目的产能逐步释放,以及8号线产能利用率的逐步提升,公司的营业将有望在未来几年稳健增长。

图14: 公司各生产线设计产能情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心;

图15: 公司现有设计产能及产能利用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

4. 拟收购杭州国光, 向产业链下游延伸

4.1 本次交易方案概述

诺邦股份拟使用现金2.2亿元收购杭州国光旅游用品有限公司(“以下简称杭州国光”)51%的股权, 具体包括

- 1) 诺邦股份以现金1.3亿元向杭州国光增资, 认购其本次新增注册资本6,470,396.88元, 占杭州国光增资完成后注册资本的30.14%;
- 2) 诺邦股份以现金9千万元向傅启才、吴红芬购买杭州国光本次增资完成后的20.86%股权, 其中向傅启才购买其持有的杭州国光12.52%股权, 向吴红芬购买其持有的杭州国光8.34%股权。

本次交易后诺邦股份将拥有杭州国光51%的股权, 杭州国光将成为诺邦股份的控股子公司。

业绩承诺: 本次交易对手方傅启才、吴红芬承诺, 自本次交割完成日起, 目标公司2017年度实现税后净利润不低于2700万元, 2018年度实现税后净利润不低于3600万元, 2019年度实现税后净利润不低于4500万元。

4.2 杭州国光主营业务为一次性卫生用品的研发、生产与销售

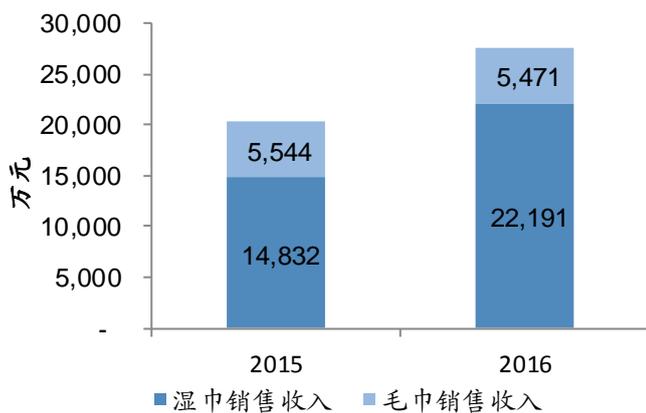
杭州国光主要从事湿巾、毛巾等一次性卫生用品的研发、生产和销售, 是诺邦股份的下游生产厂商。经过近20年的发展, 杭州国光已经成为国内湿巾产品生产规模及出口规模领先的企业。其湿巾产品包括婴儿湿巾、个人护理湿巾、清洁湿巾和功能湿巾, 毛巾包括湿毛巾和干毛巾。杭州国光以外销为主, 2014年-2016年, 境外销售收入占主营业务收入的比例分别为91.74%、91.09%和88.01%。目前, 杭州国光产品主要出口北欧(丹麦、芬兰、挪威、瑞典)、北美(美国、加拿大)、日本等80多个国家和地区。2017年, 杭州国光打开了包括智利、哥伦比亚和秘鲁在内的南美洲出口市场。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计, 在2014-16年湿巾出

口量方面杭州国光在国内的排名分别为第3名、第1名和第1名。杭州国光从生产能力、销售额及出口量排名来看，均位于湿巾行业前列，为湿巾行业第一梯队企业。

随着业务规模的扩大，国外市场的成功开拓，杭州国光逐步确立了在湿巾行业的行业地位，湿巾业务进入快速发展时期。2014年至2016年，杭州国光持续扩大湿巾产能，并加大客户开发力度。一方面，杭州国光对老客户进行二次开发，老客户增加了对杭州国光产品数量和品类的需求；另一方面，杭州国光大力开发新客户尤其是国内客户。产能的提高，新老客户的需求的增长促使杭州国光营业收入持续增长。此外，为了应对竞争日趋激烈的市场环境，杭州国光积极调整产品结构，减少毛巾类业务提高湿巾类业务，同时重点研发并销售具有更高售价及更高附加值的个人护理类和功能类型湿巾。产品结构的调整促使杭州国光报告期内销售毛利率大幅提高，净利润大幅增长。

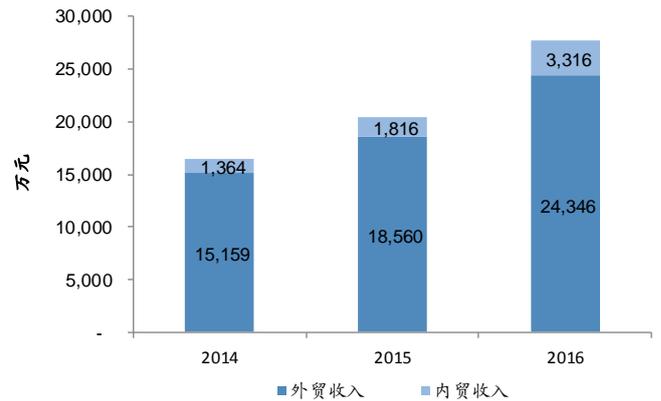
2017年1-6月杭州国光已实现营业收入14945.79万元，已完成2016年全年营业收入的54%；扣除非经常性损益后的净利润为1232.95万元，已完成2016年全年扣除非经常性损益后净利润的86.11%，并已完成本次交易2017年承诺利润数的45.66%。公司目前整体净利润完成情况较好，同时据诺邦股份的重大资产重组预案披露，杭州国光在德清经济开发区新建的产能将于2017年9月投产，公司下半年产量有望进一步增加。

图16: 杭州国光销售收入



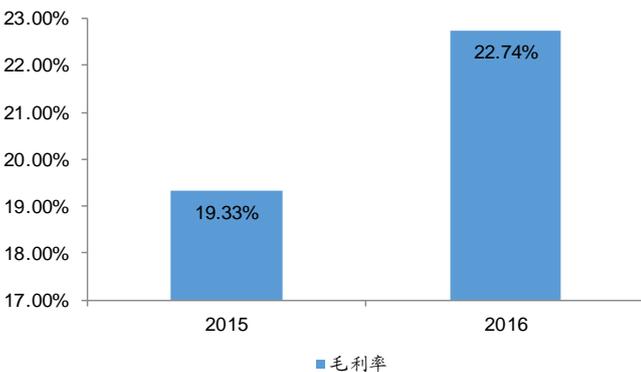
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图17: 公司以外贸为主，但内贸占比有所提升



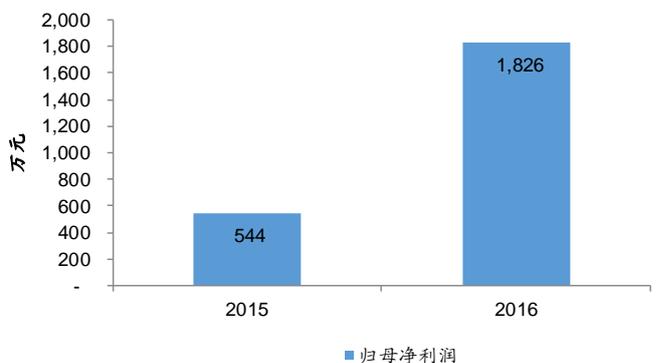
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18: 杭州国光毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图19: 杭州国光归母净利润



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

杭州国光未来的经营布局:

- 1) 建设先进产能: 杭州国光拟投资建设智能化工厂、自动化立体仓库, 全面提升生产水平, 以便将杭州国光产品向化妆品及医疗领域延伸。
- 2) 调整并完善产品结构: 杭州国光将于未来致力于调整产品结构, 发展高毛利的个人护理湿巾与功能湿巾; 且将继续开发卸妆湿巾、面膜、医用湿巾等产品, 丰富产品线。
- 3) 积极开拓国内市场: 杭州国光在稳定国外市场的同时, 将积极开拓国内市场。目前, 杭州国光已经与名创优品、新华都、沃尔玛(中国)、屈臣氏、永辉超市等商铺建立了合作关系。
- 4) 控制成本: 杭州国光还将通过研发进一步改进配方和生产工艺, 提高生产效率, 稳定质量, 降低生产成本。

4.3 全球湿巾市场稳健增长, 国内市场起步较晚但快速增长

近年来湿巾的应用从个人清洁到家具清洁再到特种清洁全面延伸发展。在医疗清洁消毒, 病患护理, 婴幼儿护理、个人日常清洁等领域的湿巾消费类均稳定增长。根据智妍咨询的统计, 在2009年至2015年间全球湿巾消费市场规模由102.9亿美元增长值134.2亿美元, 年复合增速为4.5%。而根据Technavio咨询机构的预测, 全球湿巾和擦拭巾市场2015年至2019年间的市场复合年均增长率将接近6%, 据此测算, 2019年全球湿巾市场规模将达到约170亿美元。

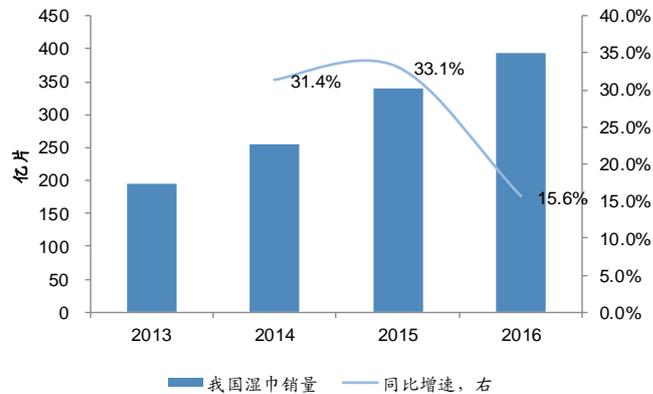
湿巾消费市场的规模与地区间的经济发展水平直接相关。全球湿巾消费市场呈现出显著的区域性、差异化发展机遇。根据诺邦股份此次重大资产重组预案披露, 北美、欧洲 2014年人口分别为3.54亿和7.38亿, 合计占全球总人口的15.6%, 但取得超过75%的全球湿巾市场份额。欧美市场是全球湿巾消费的主力市场, 这一格局在短期内不会发生根本性改变。2014年, 北美市场湿巾消费规模为57.4亿美元, 占比为42.8%, 西欧地区湿巾市场规模为43.5亿美元, 占比为32.4%。两者合计占全球消费市场的比重达 75.2%。从增速水平看, 北美市场增长动力强于西欧地区。2016年我国湿巾出口量排名 前十位的出口目的国和地区是: 美国、日本、澳大利亚、英国、丹麦、智利、菲律宾、中国香港、秘鲁、台澎金马关税区。

国内湿巾市场起步较晚, 但近年来呈加快发展势头: 湿巾进入中国市场的时间较晚, 尽管国内市场湿巾普及率相对较低, 尚处于高速增长前的需求酝酿期, 但近年已经呈现出快速增长的势头。根据生活用纸委员会的统计, 2014年中国湿巾销量约255.4亿片, 同比2013年增长40.87%, 市场销售额约达24.3亿元, 同比2013年增长31.35%; 2015年我国湿巾消费量达到了339.9亿片, 同比2014年增长33.09%, 市场销售额达到了30.6亿元, 同比2014年增长 25.93%。2016年我国湿巾消费量达到393.0亿片, 同比增长15.62%, 市场销售额约38.5亿元, 同比2015年增长25.82%。

目前, 我国湿巾市场中个人护理湿巾、普通/卫生湿巾及婴儿湿巾占绝对主导, 物体擦拭湿巾应用较少。2016年中国推行“全面二胎”政策, 中国今后将迎来新一轮人口生育潮, 婴儿湿巾会逐渐受到越来越多的青睐。此外, 随着我国居民收入逐年提高, 中产阶级和年轻一族、白领一族群体不断壮大, 生活方式实现重大转变, 消费结构由生存型消费向发展型消费、由传统消费向新型消费升级, 健康理念、清洁意识随

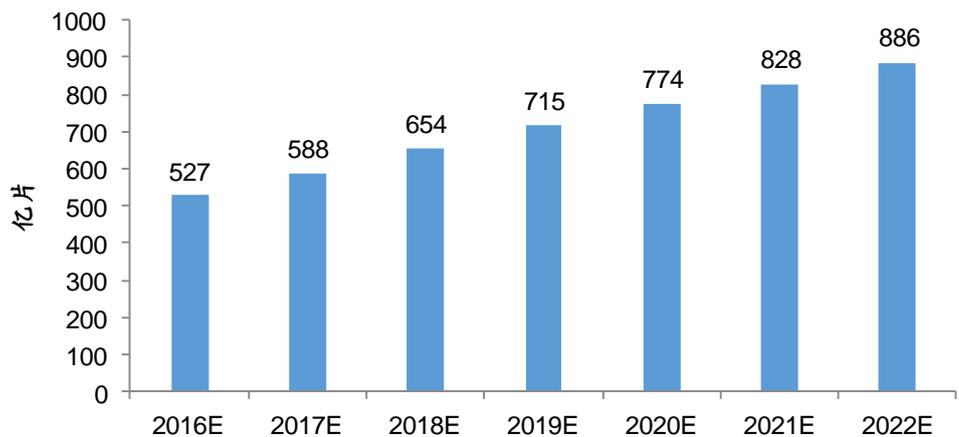
之增强，厨房湿巾、居家清洁湿巾、擦鞋湿巾、屏幕清洁（手机、电脑等）湿巾、宠物湿巾等也将日益普及。伴随着我国湿巾行业的进一步发展，预计未来几年，湿巾行业供给量将呈现出逐年增长态势，到2022年行业产量将达到886亿片。

图20：我国国内湿巾销量快速增长



数据来源：生活用纸委员会，广发证券发展研究中心

图21：我国湿巾行业市场产量预测（亿片）



数据来源：智妍咨询，广发证券发展研究中心；2016-22年均均为预测值

4.4 诺邦股份通过本次收购将实现产业链延伸，抓住行业发展机遇

诺邦股份当前主营业务是差异化、个性化水刺非织造材料的开发。通过本次交易，诺邦股份将在原有业务的基础上，继续拓展下游非织造材料制品领域，从而实现产业链整合。我们认为本次收购对于公司意义主要在于以下几点。

快速布局湿巾行业，抓住行业发展机遇

国内的湿巾市场经过几年的市场培育和消费者卫生习惯的日益建立，湿巾市场呈现高速发展态势。随着2016年“全面二胎”政策的实行，我国有望迎来新一轮人口生育潮，婴儿湿巾将会逐渐受到越来越多的青睐。通过对杭州国光的收购，公司将能

够加速布局湿巾行业，在湿巾市场高速发展的时期获取更大的市场份额。另一方面，通过本次重组杭州国光能够利用上市公司平台获取资金的优势，获取充足的资金支持；杭州国光近年来内贸销售占比有所提升，但是由于此前公司融资渠道有限，因此在国内市场的推广力度较小。获得上市公司资金支持后，杭州国光有望加大对国内市场的开发力度。

提升上市公司业务规模和盈利能力

杭州国光公司2016年实现营业收入2.77元，实现归母净利润1826万元，杭州国光具有较高的营收规模和较好的盈利能力。本次收购杭州国光51%股权的交易完成后，上市公司的资产规模，营业收入和净利润规模均将得到提升。同时杭州国光未来具有良好的发展空间，也将有助于上市公司形成新的盈利增长点。

5. 原材料价格上涨对公司业绩形成负面影响

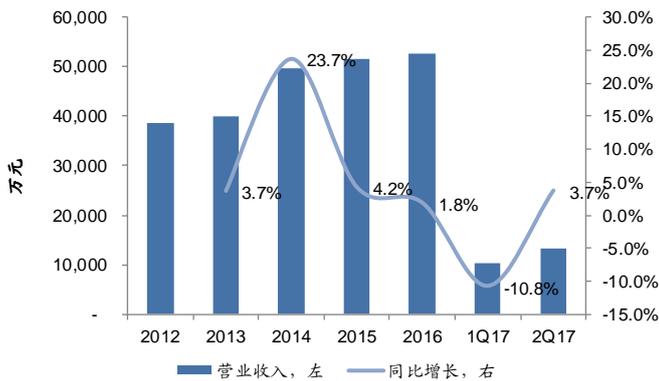
5.1 16年年初至今，公司业绩受到原材料价格上涨的冲击而下滑

营业收入：公司在2012-16年间营业收入稳步增长，其中2014年营业收入同比增幅较大。这主要是因为公司在2013年投产了第一条可生产可冲散水刺材料的生产线7号线，其所生产的“散立冲”产品下游需求良好。但是在2017年上半年，公司的营业收入同比下滑3.2%。这主要是因为2016年至2017年1季度之间公司的主要原材料涤纶纤维和粘胶纤维的价格出现持续上涨，而成本增加向下游传递的速度较慢。这给公司承接订单造成一定困难，从而使得公司营收在2017年上半年下滑。但是上半年营收的下滑主要来自于1季度，在2017年2季度涤纶纤维和粘胶纤维的价格走势较为平稳，公司的营业收入在17年2季度同比增长3.7%。

毛利率：公司的毛利率在2012-15年稳步提升。这是因为受石油等基础化工原料价格下行的影响，粘胶纤维和涤纶纤维的价格也有所下降，从而降低了公司的生产成本，对毛利率形成积极影响。同时公司在2013年推出的新产品“散立冲”毛利率较高，也提高了公司的整体毛利率水平。但是在2016年至2017年1季度之间，粘胶纤维和涤纶纤维的价格快速上涨，造成公司的生产成本增加，因此公司的毛利率在2016年下半年至今出现下滑。涤纶纤维和粘胶纤维的价格在2017年2季度较为平稳，这使得公司的毛利率在2017年2季度有所回升。

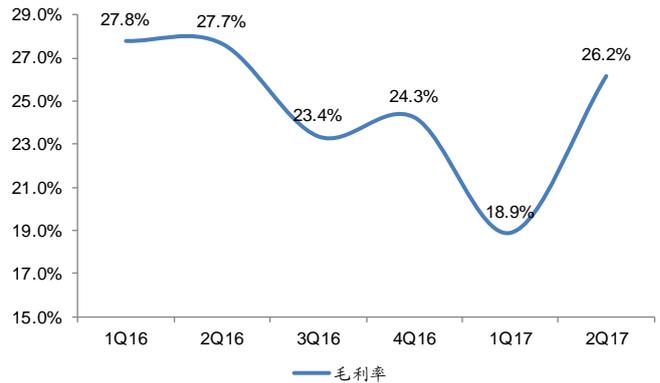
归母净利润：公司归母净利润在2012-15年间的增长主要来自于营收的增长以及毛利率的改善，而其在2016年和2017年上半年的下滑也主要来自于公司毛利率的下降。在17年2季度，随着公司营收重回增长区间以及毛利率的改善，公司归母净利润下滑的幅度有所缩窄。

图22: 公司营业收入以及同比变化



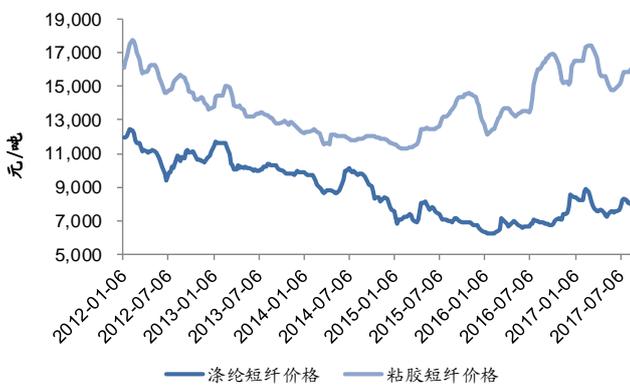
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图23: 公司毛利率受原材料价格波动影响较大



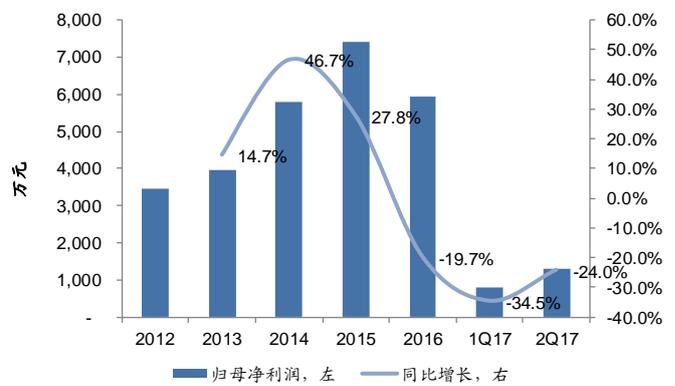
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图24: 粘胶纤维和涤纶纤维价格



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图25: 公司归母净利润及同比变化



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

5.2 公司毛利率受原材料价格波动影响较大

水刺无纺布的主要原材料是涤纶短纤和粘胶短纤, 占公司营业成本的比例超过50%, 对公司的毛利率影响较大。一方面, 在原材料价格快速上涨的过程中, 下游产品的调整较为滞后, 因此会对公司的毛利率形成负面影响。另一方面, 公司以订单式生产为主, 而交货的周期可以长达数月。通常销售价格会在订单签订的时候锁定, 而如果原材料价格在签订订单到交货的这段时间中出现波动, 也会对公司的毛利率造成影响。

在2012-2015年期间, 受石油等基础化工原料价格下行的影响, 粘胶纤维和涤纶纤维的价格持续下降, 对公司的毛利率形成利好。在此期间, 公司的毛利率逐年升高, 由2012年的24.8%上升至2015年的31.9%。

但是从2016年开始, 粘胶纤维和涤纶纤维的价格快速上涨, 从而使公司的毛利率出现下滑。在2016年至2017中的6个季度中, 诺邦股份的毛利率分别为27.2%、27.7%、23.4%、24.3%、18.9%和26.2%。

考虑到粘胶纤维和涤纶纤维从2016年开始至今的价格快速上涨, 并且近期内仍然有

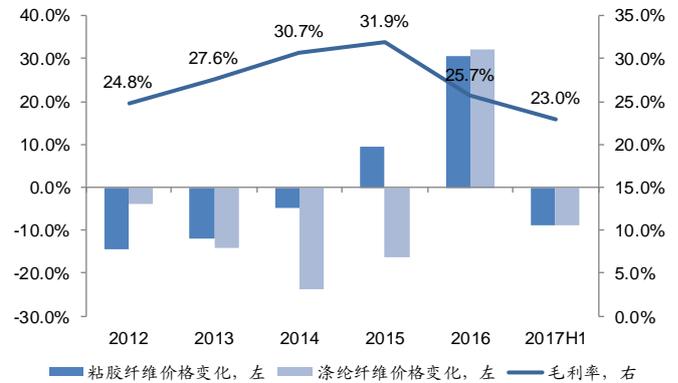
可能继续波动。我们谨慎预计，公司的毛利率水平将有可能继续维持在2016年的水平上。

图26: 粘胶纤维和涤纶纤维占公司营收比例



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图27: 公司毛利率与原材料价格波动关系



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心; 原料价格波动以年末价格与年初价格的变动幅度计算

图28: 在2016年原料价格上涨时期的公司毛利率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

6. 盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设 (不包含收购杭州国光的影响)

营业收入: 公司营业收入的增长将主要来自于现有生产线产能利用率的提升, 以及募集资金项目所建项目的逐步投产。2016年度公司的无纺布产量为24631吨, 而设计产能为32300吨, 故产能利用率仍有较大提升空间。此外募集资金所建项目将新增19000吨的无纺布产能, 使得公司的设计产能达到51300吨。公司2017年上半年营业收入下滑3.2%, 其部分原因是由于原材料价格快速上涨给公司承接订单造成困难。但是在17年2季度原材料价格相对企稳, 这使得公司2季度营收同比增长3.7%。我们假设原材料价格在17年下半年不再出现大幅波动, 公司的营收将随

着 8 号线产能利用率的提升以及定增项目的逐步投产而实现增长。

毛利润：我们认为毛利润的增长将主要来自于营收的增长。此外我们预计公司 2017-19 年的毛利率为 22.5%/22.6%/22.70%。这与公司在 2016 年至 2017 年原材料价格快速上涨时的毛利率低点相当。我们认为粘胶纤维和涤纶纤维的价格近期仍然有可能出现较大幅度的波动，从而对公司的利润率形成负面影响；因此我们预计公司在 2017-19 年的毛利率水平将低于 2016 年的水平。

费用率：我们预计公司的销售费用率将基本与往年持平，而管理费用率将略有下降。这主要是因为随着公司产量的增加，规模效应将开始逐步显现从而带动管理费用率的降低。而公司募集资金的到位也将使得公司的财务费用率略有下降。

所得税率：我们预计公司 17-19 年的所得税率为 15%，与往年持平。公司目前是浙江省高新技术企业，享受 15%的企业所得税税率优惠政策。

归母净利润：公司归母净利润的增长将主要来自于产能增长所推动的营收增长，以及毛利率的逐步回升。

6.2 敏感性分析

我们对公司的业绩的两个重要假设是公司营业收入的增长以及公司毛利率的变化。其中公司的毛利率受到原材料价格波动的影响较大。因此，我们对公司 2018 年的归母净利润进行了敏感性分析，以便了解公司归母净利润在以上两个假设发生变化的情况下的波动情况。

在我们的盈利预测中，我们预计公司的新增产能将逐步释放，2018 年的营业收入增长 11.5%（我们假设公司新增产能逐步释放，民用清洁，美容护理及医用材料类产品的营收分别增长 15%，而工业用材料类产品营收与 17 年持平。但是如果原材料价格出现大幅波动，则可能对公司营收增长带来负面影响。因此我们也在下表中对营收增速对归母净利润的影响做出敏感性分析）。此外我们预测公司在 2018 年的毛利率为 22.6%，与公司在 2016 年至 2017 年原材料价格快速上涨时的毛利率低点相当。我们在下表中分析 2018 年营业收入增速变动区间在-3.5%到 26.5%之间，毛利率水平在 19.6%到 25.6%之间变化时净利润的变化情况。从下图可以看出，公司归母净利润对毛利率的变化非常敏感。因此如果公司的毛利率因为原材料价格大幅波动的原因而偏离我们原有的毛利率假设，公司的归母净利润将会与我们的净利润假设产生较大的偏离。

表 4：公司 2018 年归母净利润的敏感性分析（万元）

		毛利率						
		19.6%	20.6%	21.6%	22.6%	23.6%	24.6%	25.6%
营收同比增长	-3.5%	4,096	4,560	5,024	5,488	5,951	6,415	6,879
	1.5%	4,246	4,734	5,222	5,710	6,197	6,685	7,173
	6.5%	4,407	4,908	5,420	5,932	6,443	6,955	7,467
	11.5%	4,558	5,094	5,630	6,156	6,701	7,237	7,773
	16.5%	4,696	5,256	5,816	6,375	6,935	7,495	8,055
	21.5%	4,846	5,429	6,013	6,597	7,181	7,765	8,349
	26.5%	4,995	5,603	6,211	6,819	7,427	8,035	8,643

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

6.3 投资评级

根据我们的盈利预测，我们预计公司2017-19年的EPS分别为0.43元，0.51元和0.56元，当前股价对应2017/18年P/E为68.4x和57.8x。我们认为无纺布行业规模近年来快速增长，公司作为行业龙头市场空间大。同时如果收购杭州国光的交易能够顺利完成，也将增厚公司业绩同时将公司的产业链进一步延伸。但是考虑到公司当前估值较高，同时粘胶纤维和涤纶纤维等原材料的价格仍有可能出现波动从而为公司业绩带来较大不确定性。因此我们首次覆盖公司，暂无评级。

表 5: 非织造布行业可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)			每股收益(元)			市盈率		
		2017/9/4	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
欣龙控股	000955.SZ	6.52	0.06				108.67			
延江股份	300658.SZ	35.40	1.19	0.98	1.32	1.74	29.75	36.12	26.82	20.34
诺邦股份	603238.SH	29.66	0.66	0.43	0.51	0.56	44.93	68.38	57.82	52.52
行业平均							61.11	52.25	42.32	36.43

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心;

7. 风险提示

7.1 原材料价格波动风险

其中粘胶纤维和涤纶纤维等主要原材料在公司经营成本中占比较高。原材料价格的波动对于公司的盈利能力影响较大。如果原材料价格大幅波动，而公司无法将成本增加向下游传导，则将对公司的业绩造成负面影响。

7.2 汇率风险

公司出口占比较高，同时也从国外采购原材料及设备。公司进出口贸易主要以欧元和美元结算，因此公司面临汇率变动风险。

7.3 收购未能完成或标的公司承诺业绩无法实现的风险

本次收购杭州国光的交易尚需满足多项条件后方可实施，因此本次交易能否顺利完成存在不确定性。标的公司未来可能受到市场竞争加剧等因素的影响，而无法实现承诺业绩，则会影响到上市公司的整体经营业绩。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	120	136	387	340	314
货币资金	23	31	278	218	178
应收及预付	50	51	53	59	66
存货	46	53	56	62	70
其他流动资产	0	1	0	0	0
非流动资产	368	362	482	597	701
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	261	300	368	426	475
在建工程	14	1	51	101	151
无形资产	48	59	63	70	76
其他长期资产	45	2	0	0	0
资产总计	488	498	869	937	1016
流动负债	155	105	76	83	94
短期借款	90	40	0	0	0
应付及预收	65	65	76	83	94
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	7	8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	8	0	0	0
负债合计	162	113	76	83	94
股本	90	90	120	120	120
资本公积	3	3	328	328	328
留存收益	232	292	344	405	473
归属母公司股东权	326	385	792	854	922
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	488	498	869	937	1016

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	93	84	87	89	108
净利润	74	59	52	62	68
折旧摊销	21	28	34	44	53
营运资金变动	-6	-7	8	-7	-3
其它	4	3	-8	-10	-10
投资活动现金流	-35	-23	-146	-149	-148
资本支出	-36	-25	-146	-149	-148
投资变动	0	0	0	0	0
其他	1	2	0	0	0
筹资活动现金流	-53	-53	306	0	0
银行借款	504	46	-40	0	0
股权融资	-551	-96	-8	0	0
其他	0	0	355	0	0
现金净增加额	-6	-3	-1	0	0
期初现金余额	6	8	247	-60	-40
期末现金余额	17	23	31	278	218
	23	31	278	218	178

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.2	1.8	7.5	11.5	11.9
营业利润增长	26.5	-27.0	-14.7	21.8	11.7
归属母公司净利润增长	27.8	-19.7	-12.4	18.3	10.1
获利能力(%)					
毛利率	31.9	25.7	22.5	22.6	22.7
净利率	14.3	11.3	9.2	9.8	9.6
ROE	22.7	15.4	6.6	7.2	7.4
ROIC	20.8	13.6	8.5	7.8	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.3	22.6	8.8	8.9	9.3
净负债比率	0.2	-	-0.4	-0.3	-0.2
流动比率	0.77	1.30	5.06	4.10	3.34
速动比率	0.43	0.71	4.21	3.23	2.48
营运能力					
总资产周转率	1.09	1.07	0.83	0.70	0.72
应收账款周转率	22.55	19.24	20.76	19.97	20.36
存货周转率	7.69	7.86	7.77	7.81	7.79
每股指标(元)					
每股收益	0.82	0.66	0.43	0.51	0.56
每股经营现金流	1.03	0.93	0.72	0.74	0.90
每股净资产	3.62	4.28	6.60	7.11	7.68
估值比率					
P/E	-	-	68.4	57.8	52.5
P/B	-	-	4.5	4.2	3.9
EV/EBITDA	0.6	0.1	38.4	32.7	28.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	516	526	565	631	706
营业成本	352	391	438	488	546
营业税金及附加	2	4	4	5	5
销售费用	39	30	32	36	40
管理费用	38	38	40	44	48
财务费用	2	2	0	-4	-3
资产减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	82	60	51	62	70
营业外收入	5	10	10	10	10
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	87	70	61	72	80
所得税	13	11	9	11	12
净利润	74	59	52	62	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	59	52	62	68
EBITDA	106	91	85	102	120
EPS(元)	0.82	0.66	0.43	0.51	0.56

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
胡翔宇：高级分析师，南洋理工大学工程学学士，3年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。