

# 延江股份 (300658)

证券研究报告

2017年07月14日

## 中报业绩预计下滑 5%-15%，下半年有望恢复正增长

**事件：**公司公告 2017 年中期业绩，业绩下降区间为 5%-15%，主要系：1，较去年同期而言原材料成本上升，产品价格下降，毛利率下滑；2，海外销售增加，运费增加；3，公司持有较大金额美元资产出现汇兑损失。

**所在行业尚在高速发展期，立足成为创新型面料的全球供应商。**

公司产品下游主要是卫生巾和纸尿裤，其中纸尿裤相关的打孔无纺布等收入占比超过 70%，卫生巾目前行业渗透率为 100%，纸尿裤仅为 50%，叠加二胎利好以及行业投资加大，纸尿裤未来几年都是高速发展期。公司研发优势明显，在行业内率先提出打孔概念，客户认可度高，盈利能力强（毛利率超过 30%，净利率接近 15%）、成长性高（12-16 年收入 CAGR 24%、净利润 CAGR 41%）。虽然目前产能都在国内，但随着下游客户认可度提高以及纸尿裤运输单位成本高、运输半径有限的特点，公司未来会根据客户需求进行全球化布局，逐步进入埃及、印度、墨西哥、巴西等市场（公司未来订单量存在持续超预期的可能）。中报业绩下滑只是暂时性因素，且去年同期基数相对较高，随着下半年销售旺季到来，我们认为公司业绩有望逐渐恢复正增长。

**核心优势：持续领先竞争对手的研发能力以及定制化开发能力**

公司所处的行业特征是：下游客户都是全球大型日用品企业，话语权大，而终端端的消费特征是：由于具有快消属性，价格并非主要驱动因素（产品结构细分化另当别论），销量的大幅增长才是，因而对上游供应商的要求便是在成本严格控制条件下，谁的技术研发实力越高，持续创新能力越强，就越可能获得大企业青睐，延江便是这样。虽然目前行业做打孔热风无纺布的企业越来越多，但更关键的是后加工工艺、生产效率、成本以及产品稳定性等综合因素。另外公司 80% 产品都是定制开发，和客户一起研发（研发费用率约 5%），产品不会重复，至少消费者认为是不同的东西。公司反应速度快，处于行业领先地位，可以在 1-2 个月内根据客户概念给样品，也可以在短时间内商业化。客户目前反馈是公司给的选择太多，不知道选哪个（专注研发、满足多样化需求）。

**成为国际知名纸尿裤供应商，产能瓶颈逐步解决**

经过多年努力，公司目前已成为美国两大纸尿裤龙头企业的供应商（认证条件严格且周期长），产能扩建都随着客户订单需求的增多而配，而国外建厂都会有保量要求，所以产能利用率低于预期无需担忧。从募投产能进度来看，18 年中可投产、19 年可完全达产。

**维持“买入”评级，3-6 个月目标价 40 元。**

调整公司 17-19 年核心 EPS 至 0.99、1.33、1.85 元，对应 PE 37、27、20 倍。调整原因主要系随着订单量的提升以及 16 年新品的逐渐成熟，在产品定价方面会有所让步，因此毛利率总体趋势向下，但销量的快速释放以及公司在成本挖潜上仍有较大空间，我们认为公司净利率未来几年仍将保持稳定态势。给予 18 年 30 倍 PE，3-6 个月目标价 40 元。

**风险提示：**公司订单增长低于预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	465	599	776	1,015	1,343
增长率(%)		29.0	29.4	30.8	32.3
EBITDA(百万元)	97	132	163	213	282
净利润(百万元)	64	89	99	133	185
增长率(%)		39.8	10.3	35.0	38.7
EPS(元/股)	0.64	0.89	0.99	1.33	1.85
市盈率(P/E)			37	27	20
市净率(P/B)			12.3	9.4	7.3
市销率(P/S)			5.2	3.9	3.0
EV/EBITDA			24.6	18.8	14.2

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	36.05 元
目标价格	40 元
上次目标价	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	25.00
A 股总市值(百万元)	3,605.00
流通 A 股市值(百万元)	901.25
每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	55.71
一年内最高/最低(元)	45.02/23.29

### 作者

**吴晓宇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516100002  
wuxiaoyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《延江股份-新股报告:业绩持续高增长，龙头供应商优势尽显》2017-06-10

图 1：盈利预测详细表

单位：万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
<b>打孔无纺布</b>						
销售收入	31,139	40,197	52,256	67,933	88,313	
YoY		29.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	38.5%	36.9%	34.0%	33.7%	33.5%	
<b>PE 打孔膜</b>						
销售收入	11,009	13,262	16,180	20,063	25,078	
YoY		20.5%	22.0%	24.0%	25.0%	23.7%
毛利率	38.0%	41.5%	41.0%	41.0%	41.0%	
<b>无纺布腰贴</b>						
销售收入	2,940	3,080	3,234	3,396	3,566	
YoY		4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	29.0%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	
<b>热风无纺布</b>						
销售收入	1,087	1,895	3,222	5,316	8,772	
YoY		74.3%	70.0%	65.0%	65.0%	66.7%
毛利率	12.5%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	
<b>复合膜</b>						
销售收入		1,465	2,637	4,746	8,543	
YoY			80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利率		22.9%	24.5%	26.0%	28.0%	
<b>营业总收入</b>	<b>46,469</b>	<b>59,926</b>	<b>77,559</b>	<b>101,484</b>	<b>134,302</b>	
YoY		29.0%	29.4%	30.8%	32.3%	30.9%
总体毛利率	37.2%	36.4%	34.1%	33.7%	33.4%	
销售费用率	8.4%	8.6%	8.3%	8.1%	7.7%	
管理费用率	11.9%	9.7%	9.4%	9.2%	8.7%	
财务费用率	0.8%	0.7%	0.8%	0.4%	0.2%	
营业税金及附加比率	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	
资产减值损失	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	
所得税率	15.4%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	
<b>核心净利润</b>	<b>6,397</b>	<b>8,942</b>	<b>9,864</b>	<b>13,319</b>	<b>18,473</b>	
YoY		39.8%	10.3%	35.0%	38.7%	27.4%
<b>核心 EPS (元)</b>	<b>0.64</b>	<b>0.89</b>	<b>0.99</b>	<b>1.33</b>	<b>1.85</b>	
<b>PE</b>			<b>37</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	

资料来源：天风证券研究所，Wind

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com