

延江股份 (300658)

证券研究报告

2017年08月27日

收入持续快速增长，下半年业绩有望触底回升

事件：公司公布 2017 年中报，其中营业收入 3.48 亿元，同比增长 29.32%；归属母公司净利润 0.44 亿元，同比下滑 13.62%；EPS 0.55 元；加权平均净资产收益率 16.35%。

收入快速增长，净利润阶段性下滑，下半年有望逐季改善

公司的核心竞争力在于技术研发优势，其拳头产品 3D 打孔无纺布现已成功应用于中高端卫生巾和一线婴儿纸尿裤的面层材料。而打孔和收卷是公司打孔工艺的核心技术环节，这两项关键工艺设备，公司均是独立开发设计，目前共拥有 6 项发明专利、21 项实用新型专利和 3 项外观专利。从客户结构来看，已涵盖了国际和国内各大主要卫生用品龙头企业，市场先发优势较强。公司中报收入继续保持快速增长主要系下游客户对产品需求增加以及新增产能释放所致，我们认为随着公司去年进入了宝洁认证体系，加上之前金佰利、恒安等客户都较为稳定，叠加婴儿纸尿裤的国内渗透率持续提升，未来有望持续维持 30% 左右的年化增速增长。中报净利润下滑明显主要系：1，公司产品基本上 2 年一个周期，2016 年上半年公司针对几个不同核心客户同时又对应的新品上线，上市之初定价较高，随着市场反映理想为了确保更大的订单量，公司从去年下半年开始战略性降低了部分产品售价，毛利率有一定影响，为 33.16%，但环比一季报有所提升；2，去年下半年开始公司采购原材料成本有所上升，而公司同客户的价格调整机制滞后 3-6 个月。从下半年来看，公司业绩有望触底回升，主要来自于：1，公司下半年新产品将陆续推出；2，公司产品体积较大，对应重量较轻，属于轻抛货，物流成本较高。2017 年上半年公司产品海外需求猛增，运输费用提升明显。下半年，公司一方面和客户制定了更为灵活的调价机制，另外埃及延江将正式投产运营，在很大程度上将降低物流成本；3，公司下半年将会考虑通过套期保值等手段来降低外汇波动对公司业绩的影响。

行业利好+公司竞争壁垒高，发展潜力巨大

我们在之前纸尿裤专题报告已说明，未来 2-3 年是国内纸尿裤行业发展的红利期，催化剂主要来自于行业渗透率以及消费频次的提升。从行业竞争格局来看，2016 年前六大品牌市占率高达 80%，宝洁+金佰利的份额为 45%，接近半壁江山。公司作为这两大客户的核心供应商，有望充分受益。另一方面，随着公司具有核心技术的产品愈发受到市场青睐，且具有高性价比，面对蛋糕更大的海外市场，公司有望迎来更广阔的发展。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 40 元。

预计公司 17-19 年核心 EPS 至 0.99、1.33、1.85 元，对应 PE 34、25、18 倍。随着公司下半年业绩有望触底回升以及产能逐步释放背景下 18-19 年销售和净利润均有望持续快速增长，建议重点关注。

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)	52	37	34	25	18
市净率(P/B)	18.9	13.4	12.3	9.4	7.3
市销率(P/S)	7.1	5.5	4.3	3.3	2.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	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 (维持评级)
当前价格	33.20 元
目标价格	40 元
上次目标价	40 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)	3,320.00
流通 A 股市值(百万元)	830.00
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

- 《多因素催生纸尿裤市场潜力，重点关注延江股份》2017-08-01
- 《延江股份-公司研究简报:中报业绩预计下滑 5%-15%，下半年有望恢复正增长》2017-07-14
- 《延江股份：技术研发是生命线，立足成为创新型面料的全球供应商》2017-07-04
- 《延江股份-新股报告:业绩持续高增长，龙头供应商优势尽显》2017-06-01

图 1：延江股份盈利预测详细表

单位：万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
打孔无纺布						
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%	
PE 打孔膜						
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%	
无纺布腰贴						
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%	
热风无纺布						
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%	
复合膜						
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%	
营业总收入	46,469	59,926	77,559	101,484	134,302	
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%	
核心净利润	6,397	8,942	9,864	13,319	18,473	
YoY		39.8%	10.3%	35.0%	38.7%	27.4%
核心 EPS	0.64	0.89	0.99	1.33	1.85	
PE			34	25	18	

资料来源：天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	39.91	101.68	62.04	81.14	107.35	营业收入	464.69	599.26	775.59	1,014.84	1,343.02
应收账款	138.20	175.01	198.58	257.63	345.94	营业成本	291.56	381.21	511.02	672.47	893.70
预付账款	4.76	2.86	16.42	6.39	20.92	营业税金及附加	2.24	3.43	4.65	5.07	6.71
存货	47.40	68.65	106.42	116.16	187.93	营业费用	38.90	51.36	64.36	82.16	103.33
其他	4.93	10.16	5.57	7.37	8.20	管理费用	55.44	57.88	72.89	93.31	116.74
流动资产合计	235.19	358.37	389.03	468.69	670.34	财务费用	3.89	4.22	6.48	4.12	3.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	(1.22)	0.49	0.45	0.45	0.45
固定资产	123.42	144.09	162.54	200.24	236.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	17.67	4.79	38.87	71.32	72.79	投资净收益	0.09	0.66	0.25	0.25	0.25
无形资产	11.24	11.43	10.86	10.29	9.73	其他	(0.18)	(1.31)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
其他	13.71	20.60	19.91	17.38	18.09	营业利润	73.96	101.33	115.21	155.75	216.33
非流动资产合计	166.03	180.91	232.18	299.24	337.12	营业外收入	3.28	4.72	0.00	0.00	0.00
资产总计	401.22	539.27	621.21	767.93	1,007.46	营业外支出	0.52	0.19	0.00	0.00	0.00
短期借款	109.22	119.66	57.06	56.90	36.29	利润总额	76.72	105.86	115.21	155.75	216.33
应付账款	39.97	63.66	117.50	103.16	181.19	所得税	11.81	16.06	17.61	23.86	33.12
其他	51.24	69.09	50.84	75.42	71.13	净利润	64.91	89.80	97.60	131.89	183.21
流动负债合计	200.43	252.42	225.40	235.48	288.61	少数股东损益	0.94	0.38	1.04	1.30	1.52
长期借款	2.74	2.04	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	63.97	89.42	98.64	133.19	184.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.64	0.89	0.99	1.33	1.85
其他	20.52	34.20	22.02	25.58	27.27						
非流动负债合计	23.26	36.24	22.02	25.58	27.27						
负债合计	223.68	288.66	247.42	261.06	315.87	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	1.91	2.29	3.29	4.57	6.05	成长能力					
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00	营业收入	25.75%	28.96%	29.40%	30.80%	32.30%
资本公积	39.26	42.52	42.52	42.52	42.52	营业利润	55.75%	37.00%	14.32%	35.49%	38.81%
留存收益	100.63	173.32	270.51	402.30	585.53	归属于母公司净利润	51.23%	39.78%	8.69%	35.60%	39.03%
其他	(39.26)	(42.52)	(42.52)	(42.52)	(42.52)	获利能力					
股东权益合计	177.54	250.61	373.79	506.87	691.58	毛利率	37.26%	36.39%	34.10%	33.70%	33.40%
负债和股东权益总计	401.22	539.27	621.21	767.93	1,007.46	净利率	13.77%	14.92%	12.53%	12.99%	13.65%
						ROE	36.42%	36.01%	26.23%	26.24%	26.73%
						ROIC	37.80%	35.96%	37.75%	37.32%	38.79%
						偿债能力					
						资产负债率	55.75%	53.53%	39.83%	34.00%	31.35%
						净负债率	44.40%	23.42%	10.85%	21.94%	15.14%
						流动比率	1.17	1.42	1.73	1.99	2.32
						速动比率	0.94	1.15	1.25	1.50	1.67
						营运能力					
						应收账款周转率	3.91	3.83	4.15	4.45	4.45
						存货周转率	9.21	10.33	8.86	9.11	8.83
						总资产周转率	1.30	1.27	1.34	1.46	1.51
						每股指标(元)					
						每股收益	0.64	0.89	0.99	1.33	1.85
						每股经营现金流	0.76	0.84	0.71	1.04	0.98
						每股净资产	1.76	2.48	3.71	5.02	6.86
						估值比率					
						市盈率	51.90	37.13	34.16	25.19	18.12
						市净率	18.90	13.37	12.26	9.41	7.32
						EV/EBITDA	0.00	0.00	24.63	18.75	14.22
						EV/EBIT	0.00	0.00	27.11	20.50	14.72

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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