

2017年10月15日

公司研究•证券研究报告

# 延江股份 (300658.SZ)

## 公司快报

### 三季度业绩迎来修复，新品推出和产品提价改善

#### 业绩

##### 事件

公司发布2017年前三季度业绩预告，实现归母净利润6012.86万~6680.95万，同比下滑0~10%；其中Q3单季度预计实现归母净利润1801.71万~1958.38万，同比增长15%~25%。

- ◆ **三季度业绩迎来修复，全年业绩有望维持正增长：**公司预告2017年前三季度归母净利润下滑0~10%，较中报的-13.62%缩窄，其中Q3单季度预计归母净利润增长15%~25%，改善明显。从中报以及三季报预告来看，前三季度业绩下滑主要有：1、部分高毛利产品主动降价以维持客户长远合作关系以及原材料价格上涨共同导致的毛利率下滑；2、海外销售规模扩大导致运输费用大幅增加；3、年初至今美元兑人民币下跌，公司产生汇兑损失。从Q3单季度业绩来看，预计新品投放市场和部分产品在三季度已经提价，毛利率环比提升从而改善盈利能力。另外子公司埃及延江已于9月份投产，运输费用有望降低；而且自9月中旬以来，美元兑人民币有所走强，预计四季度汇兑损失减轻。整体来看，我们预计全年业绩有望维持正增长。
- ◆ **高端面层材料龙头，享受二胎政策和消费升级双重红利：**公司生产的打孔无纺布透气性好、柔软、舒适，主要用作中高端纸尿裤的面层材料，总产能3.8万吨（1.6万吨原有+2.2万吨IPO募投在建），远高于国内第二的北京大源4700吨。2016年二胎政策放开，新生儿出生量同比增长7.9%至1786万，创自2000年以来新高。根据尼尔森预测分析，2017年国内新生儿有望突破2000万。庞大的婴幼儿群体推动纸尿裤需求的稳步增长；另外消费升级带动一次性卫生用品朝高端化、舒适化发展，随着女性对高端、优质卫生用品需求增加，以及年轻80、90后父母更加注重纸尿裤的产品质量和舒适度，打孔无纺布凭借优异的透气、干爽性能深受市场欢迎，而目前打孔无纺布的市占率仅占面层材料的5%-10%，未来提升空间较大。
- ◆ **核心技术壁垒深厚，优质国际大客户彰显公司核心竞争力：**打孔无纺布生产工艺中打孔和收卷是核心技术环节，公司不仅已熟练掌握3D锥形孔型，还可根据不同客户需求在模具中加入个性化设计；自主研发的收卷设备已满足主要客户对卷材生产连续性和稳定性的要求。客户方面，主要是国际一次性卫生用品龙头企业，2014~2016年前五大客户销售额占比均在80%以上。另外国际卫生用品龙头企业对面层材料供应商的选择都有严格的标准和准入门槛，像P公司对面层材料供应商的认证周期长达两三年，所以具有技术优势和核心竞争力的龙头面层材料供应商在新客户的拓展中具备更多优势。
- ◆ **投资建议：**看好纸尿裤的市场空间以及消费升级带来的高端面层材料需求增加，延江股份在打孔无纺布领域具有明显的技术和规模优势。上调公司2017年~2019年每股收益至0.94、1.29、1.80元(之前是0.94、1.19、1.51元)。给予“买入-A”评级，6个月目标价为41.28元，相当于2018年32倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**募投项目进度不及预期；下游客户压价可能导致毛利率下滑；大客户占

轻工制造 | 其他轻工 III

##### 投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

41.28元

股价(2017-10-13)

35.11元

##### 交易数据

总市值(百万元) 3,511.00

流通市值(百万元) 877.75

总股本(百万股) 100.00

流通股本(百万股) 25.00

12个月价格区间 23.29/45.02元

##### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	0.32	-12.95	12.22
相对收益	2.81	-2.61	

##### 分析师

王冯  
SAC 执业证书编号：S0910516120001  
wangfeng@huajinsc.cn  
021-20377089

##### 报告联系人

齐莉娜  
qilina@huajinsc.cn  
021-20377037

##### 相关报告

延江股份：国内领先的创新型面料供应商  
2017-08-21

比过高风险；汇率波动风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	464.7	599.3	773.2	1,010.2	1,363.8
同比增长(%)	25.7%	29.0%	29.0%	30.7%	35.0%
营业利润(百万元)	74.0	101.3	106.5	148.1	209.1
同比增长(%)	55.8%	37.0%	5.1%	39.0%	41.2%
净利润(百万元)	64.0	89.4	93.7	128.6	180.0
同比增长(%)	51.2%	39.8%	4.8%	37.3%	39.9%
每股收益(元)	0.64	0.89	0.94	1.29	1.80
PE	52.1	37.3	35.6	25.9	18.5
PB	19.0	13.4	4.4	3.9	3.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	464.7	599.3	773.2	1,010.2	1,363.8	<b>年增长率</b>					
减: 营业成本	291.6	381.2	516.4	667.1	888.5	营业收入增长率	25.7%	29.0%	29.0%	30.7%	35.0%
营业税费	2.2	3.4	4.6	6.1	8.2	营业利润增长率	55.8%	37.0%	5.1%	39.0%	41.2%
销售费用	38.9	51.4	63.4	85.9	122.7	净利润增长率	51.2%	39.8%	4.8%	37.3%	39.9%
管理费用	55.4	57.9	77.3	101.0	136.4	EBITDA 增长率	37.6%	36.0%	13.5%	38.0%	36.5%
财务费用	3.9	4.2	5.1	2.3	-0.9	EBIT 增长率	37.6%	35.6%	5.7%	34.7%	38.5%
资产减值损失	-1.2	0.5	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	34.1%	35.9%	6.0%	34.7%	38.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.9%	10.3%	82.0%	3.1%	30.3%
投资和汇兑收益	0.1	0.7	0.7	0.7	0.7	净资产增长率	44.9%	41.2%	204.1%	13.7%	16.8%
<b>营业利润</b>	74.0	101.3	106.5	148.1	209.1	<b>盈利能力</b>					
加: 营业外净收支	2.8	4.5	4.8	4.8	4.8	毛利率	37.3%	36.4%	33.2%	34.0%	34.9%
<b>利润总额</b>	76.7	105.9	111.3	152.9	213.9	营业利润率	15.9%	16.9%	13.8%	14.7%	15.3%
减: 所得税	11.8	16.1	16.7	22.9	32.1	净利润率	13.8%	14.9%	12.1%	12.7%	13.2%
<b>净利润</b>	64.0	89.4	93.7	128.6	180.0	EBITDA/营业收入	19.5%	20.5%	18.1%	19.1%	19.3%
						EBIT/营业收入	16.8%	17.6%	14.4%	14.9%	15.3%
资产负债表					<b>偿债能力</b>						
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	55.8%	53.5%	25.0%	18.7%	19.9%
<b>货币资金</b>	39.9	101.7	350.3	352.1	343.0	负债权益比	126.0%	115.2%	33.3%	23.1%	24.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.17	1.42	4.85	3.70	3.61
应收帐款	138.2	175.0	228.8	164.1	290.5	速动比率	0.94	1.15	4.22	3.04	2.91
应收票据	-	1.1	0.2	1.5	0.8	利息保障倍数	20.01	25.01	21.96	65.25	-239.64
预付帐款	4.8	2.9	8.6	6.2	13.5	<b>营运能力</b>					
存货	47.4	68.6	89.1	114.7	156.8	固定资产周转天数	85	80	82	87	80
其他流动资产	4.9	9.1	5.1	6.4	6.8	流动营业资本周转天数	75	80	83	62	53
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	162	178	242	236	192
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	92	94	94	70	60
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	39	35	37	36	36
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	278	282	362	371	308
固定资产	123.4	144.1	209.7	280.8	325.7	投资资本周转天数	164	157	180	181	157
在建工程	17.7	4.8	93.1	112.8	99.3	<b>费用率</b>					
无形资产	11.2	11.4	10.9	10.3	9.7	销售费用率	8.4%	8.6%	8.2%	8.5%	9.0%
其他非流动资产	13.7	20.6	19.9	17.4	18.1	管理费用率	11.9%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>资产总额</b>	401.2	539.3	1,015.8	1,066.1	1,264.3	财务费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.2%	-0.1%
短期债务	109.2	119.7	-	-	-	三费/营业收入	21.1%	18.9%	18.9%	18.7%	18.9%
应付帐款	40.0	63.7	76.5	104.6	136.6	<b>投资回报率</b>					
应付票据	14.0	14.0	23.3	24.9	39.3	ROE	36.4%	36.0%	12.3%	14.9%	17.9%
其他流动负债	37.2	55.1	40.8	44.7	48.9	ROA	16.2%	16.7%	9.3%	12.2%	14.4%
长期借款	2.7	2.0	90.9	-	-	ROIC	37.8%	36.0%	34.5%	25.6%	34.3%
其他非流动负债	20.5	34.2	22.0	25.6	27.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	223.7	288.7	253.6	199.7	252.1	DPS(元)	0.20	0.25	0.19	0.26	0.36
少数股东权益	1.9	2.3	3.2	4.5	6.4	分红比率	31.3%	28.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	75.0	75.0	100.0	100.0	100.0	股息收益率	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	1.1%
留存收益	100.6	173.3	659.0	761.9	905.9						
<b>股东权益</b>	177.5	250.6	762.2	866.4	1,012.2						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	64.9	89.8	93.7	128.6	180.0
加: 折旧和摊销	13.1	18.1	28.0	42.3	54.9
资产减值准备	-1.2	0.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	7.0	7.9	5.1	2.3	-0.9
投资损失	-	-	-0.7	-0.7	-0.7
少数股东损益	0.9	0.4	0.9	1.3	1.8
营运资金的变动	19.6	-23.4	-71.1	77.4	-125.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	75.9	83.9	55.9	251.3	109.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-27.4	-29.5	-180.7	-131.8	-85.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-32.3	3.8	373.5	-117.7	-33.4

## 业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.64	0.89	0.94	1.29	1.80
BVPS(元)	1.76	2.48	7.59	8.62	10.06
PE(X)	52.1	37.3	35.6	25.9	18.5
PB(X)	19.0	13.4	4.4	3.9	3.3
P/FCF	173.9	39.2	-19.6	141.1	129.3
P/S	7.2	5.6	4.3	3.3	2.4
EV/EBITDA	28.5	20.5	22.0	15.5	11.4
CAGR(%)	26.0%	26.5%	30.2%	26.0%	26.5%
PEG	2.0	1.4	1.2	1.0	0.7
ROIC/WACC	3.7	3.5	3.3	2.5	3.3

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)