

2017年10月15日

# 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公司，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公司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

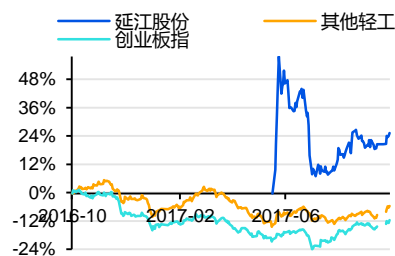
流通股本(百万股)

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

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

#### 分析师

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

#### 报告联系人

齐莉娜  
qilina@huajinsec.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

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	464.7	599.3	773.2	1,010.2	1,363.8
减:营业成本	291.6	381.2	516.4	667.1	888.5
营业税费	2.2	3.4	4.6	6.1	8.2
销售费用	38.9	51.4	63.4	85.9	122.7
管理费用	55.4	57.9	77.3	101.0	136.4
财务费用	3.9	4.2	5.1	2.3	-0.9
资产减值损失	-1.2	0.5	0.5	0.5	0.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.1	0.7	0.7	0.7	0.7
营业利润	74.0	101.3	106.5	148.1	209.1
加:营业外净收支	2.8	4.5	4.8	4.8	4.8
利润总额	76.7	105.9	111.3	152.9	213.9
减:所得税	11.8	16.1	16.7	22.9	32.1
净利润	64.0	89.4	93.7	128.6	180.0

### 资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	39.9	101.7	350.3	352.1	343.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	138.2	175.0	228.8	164.1	290.5
应收票据	-	1.1	0.2	1.5	0.8
预付帐款	4.8	2.9	8.6	6.2	13.5
存货	47.4	68.6	89.1	114.7	156.8
其他流动资产	4.9	9.1	5.1	6.4	6.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	123.4	144.1	209.7	280.8	325.7
在建工程	17.7	4.8	93.1	112.8	99.3
无形资产	11.2	11.4	10.9	10.3	9.7
其他非流动资产	13.7	20.6	19.9	17.4	18.1
资产总额	401.2	539.3	1,015.8	1,066.1	1,264.3
短期债务	109.2	119.7	-	-	-
应付帐款	40.0	63.7	76.5	104.6	136.6
应付票据	14.0	14.0	23.3	24.9	39.3
其他流动负债	37.2	55.1	40.8	44.7	48.9
长期借款	2.7	2.0	90.9	-	-
其他非流动负债	20.5	34.2	22.0	25.6	27.3
负债总额	223.7	288.7	253.6	199.7	252.1
少数股东权益	1.9	2.3	3.2	4.5	6.4
股本	75.0	75.0	100.0	100.0	100.0
留存收益	100.6	173.3	659.0	761.9	905.9
股东权益	177.5	250.6	762.2	866.4	1,012.2

### 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	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
经营活动产生现金流量	75.9	83.9	55.9	251.3	109.4
投资活动产生现金流量	-27.4	-29.5	-180.7	-131.8	-85.1
融资活动产生现金流量	-32.3	3.8	373.5	-117.7	-33.4

### 财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	25.7%	29.0%	29.0%	30.7%	35.0%
营业利润增长率	55.8%	37.0%	5.1%	39.0%	41.2%
净利润增长率	51.2%	39.8%	4.8%	37.3%	39.9%
EBITDA 增长率	37.6%	36.0%	13.5%	38.0%	36.5%
EBIT 增长率	37.6%	35.6%	5.7%	34.7%	38.5%
NOPLAT 增长率	34.1%	35.9%	6.0%	34.7%	38.5%
投资资本增长率	42.9%	10.3%	82.0%	3.1%	30.3%
净资产增长率	44.9%	41.2%	204.1%	13.7%	16.8%
盈利能力					
毛利率	37.3%	36.4%	33.2%	34.0%	34.9%
营业利润率	15.9%	16.9%	13.8%	14.7%	15.3%
净利润率	13.8%	14.9%	12.1%	12.7%	13.2%
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%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	53.5%	25.0%	18.7%	19.9%
负债权益比	126.0%	115.2%	33.3%	23.1%	24.9%
流动比率	1.17	1.42	4.85	3.70	3.61
速动比率	0.94	1.15	4.22	3.04	2.91
利息保障倍数	20.01	25.01	21.96	65.25	-239.64
营运能力					
固定资产周转天数	85	80	82	87	80
流动营业资本周转天数	75	80	83	62	53
流动资产周转天数	162	178	242	236	192
应收帐款周转天数	92	94	94	70	60
存货周转天数	39	35	37	36	36
总资产周转天数	278	282	362	371	308
投资资本周转天数	164	157	180	181	157
费用率					
销售费用率	8.4%	8.6%	8.2%	8.5%	9.0%
管理费用率	11.9%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.2%	-0.1%
三费/营业收入	21.1%	18.9%	18.9%	18.7%	18.9%
投资回报率					
ROE	36.4%	36.0%	12.3%	14.9%	17.9%
ROA	16.2%	16.7%	9.3%	12.2%	14.4%
ROIC	37.8%	36.0%	34.5%	25.6%	34.3%
分红指标					
DPS(元)	0.20	0.25	0.19	0.26	0.36
分红比率	31.3%	28.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	1.1%

### 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

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 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惟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