

一季度业绩符合预期，可转债项目助力公司未来成长

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年第一季度实现营业收入 6.10 亿元，同比增长 13.34%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 4.92%；EPS 0.14 元。
- **公司是国内锦纶面料细分领域的龙头企业。** 2017 年 3 月，中国纺织工业联合会出具证明：台华新材是国内著名集锦纶纺丝、织造、染色及后整理全产业链化纤纺织企业，认定台华新材为我国锦纶面料细分领域的龙头企业，在锦纶纤维生产、面料开发、生产和销售等方面具备雄厚的实力。公司的主要产品为锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶成品面料，此外还生产部分少量涤纶产品。目前，公司具有锦纶长丝 6.5 万吨、坯布 4.972 亿米、染色 0.85 亿米、后整理 0.44 亿米的能力。
- **一季度业绩符合预期。** 2018 年第一季度由于春节因素，公司业绩表现波澜不惊，相比 2017 年同期，在营业外收入上，2018 年一季度同比减少 140.43 万元，财务费用由于当期债务减少而出现明显下降，相比 2017 年一季度减少 1075.82 万元。
- **可转债项目助力公司未来盈利能力提升，业绩增长。** 公司将公开发行总额不超过 7.29 亿元的可转债，公司原股东具有优先配售权，具体情况仍待定。本次可转债发行募集资金将用 6.09 亿元投资年产 7600 万米高档锦纶坯布面料项目，另外 1.2 亿元补充流动资金。公司 IPO 募投项目主要集中于扩大染整能力，本次可转债募投项目将扩大公司坯布面料的产能，未来公司的产品结构将更趋于正金字塔形，高毛利率的下游产品产能进一步提升，有利于公司盈利能力提升和公司业绩增长。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.85 元、1.05 元、1.28 元，未来三年归母净利润将保持 24% 的复合增长率。考虑到申万化学纤维指数 18 年的市盈率 26.55 倍，给予公司 2018 年 24 倍估值，对应目标价 20.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场风险，财务风险，在建项目不达预期风险，技术风险，管理风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2728.53	2955.60	3425.90	3906.00
增长率	21.60%	8.32%	15.91%	14.01%
归属母公司净利润 (百万元)	366.52	462.87	576.72	702.92
增长率	61.07%	26.29%	24.60%	21.88%
每股收益 EPS (元)	0.67	0.85	1.05	1.28
净资产收益率 ROE	16.06%	17.32%	18.27%	18.77%
PE	21	17	14	11
PB	3.43	2.93	2.48	2.09

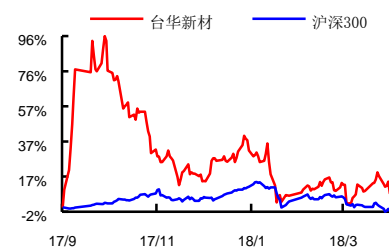
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.48
流通 A 股(亿股)	0.68
52 周内股价区间(元)	13.26-25.97
总市值(亿元)	78.20
总资产(亿元)	33.06
每股净资产(元)	4.17

相关研究

1 公司是国内锦纶面料细分领域的龙头企业

公司自 2001 年设立起即从事锦纶织造业务，目前已经形成锦纶纺丝、织造、染色及后整理等完整的锦纶纺织产业链，是国内为数不多的锦纶全产业链生产企业，公司能够研发、生产环保健康、户外运动、特种防护等三大系列，多种高档功能性锦纶面料，是国内少有产高档尼龙 66-FDY 产品的“国家火炬计划重点高新技术企业”。2017 年 3 月，中国纺织工业联合会出具证明：台华新材是国内著名集锦纶纺丝、织造、染色及后整理全产业链化纤纺织企业，认定台华新材为我国锦纶面料细分领域的龙头企业，在锦纶纤维生产、面料开发、生产和销售等方面具备雄厚的实力。公司的主要产品为锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶成品面料，此外还生产部分少量涤纶产品。目前，公司具有锦纶长丝 6.5 万吨、坯布 4.972 亿米、染色 0.85 亿米、后整理 0.44 亿米的能力。

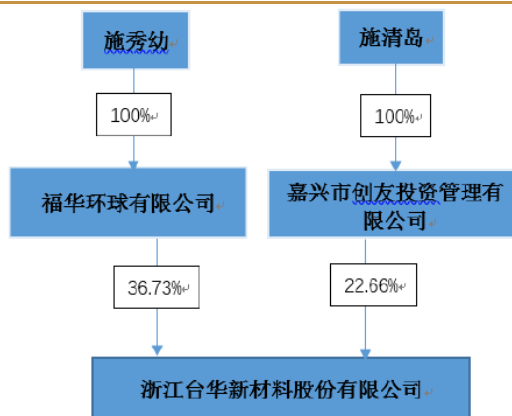
表 1：台华新材主要产品生产能力

产品	产能	2017 年总销量（包括内销量）	IPO 募投项目计划增加的产能
锦纶长丝（吨）	65000	66243.32	
坯布（万米）	49720	坯布 30656.64	
染色（万米）	8500	面料 7177.81	8000
后整理（万米）	4400		3450

数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司股权比例较为集中，公司的控股股东是福华环球有限公司，实际控制人是施秀幼、施清岛姐弟，合计持有公司 59.39% 股权。另外，总经理沈卫锋为公司核心管理人员之一，与其父沈荣祥通过控股公司华南投资、嘉兴华秀间接持有公司 16.73%、4.93% 股份。

图 1：台华新材与实际控制人的产控关系



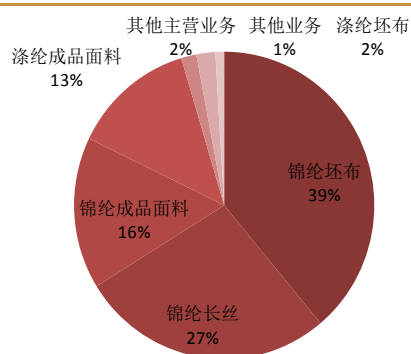
数据来源：公司资料，西南证券整理

公司主要产品情况：公司的主要产品为锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶产品面料。三大产品的收入占比为 82%，毛利占比为 80%。

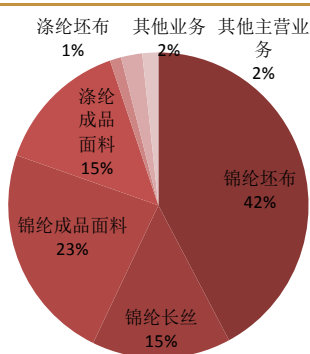
表 2：公司主要产品及功能

产品类别		功能、用途
锦纶长丝	低旦超细锦纶丝	此类纤维束较细，织物质地轻盈、飘逸，手感舒适，节约资源同时更赋予面料时尚效果。广泛应用于高档羽绒面料、皮肤风衣、运动内衣、轻便服装、睡袋等领域。
	功能性锦纶丝	此类纤维具有强度高、更耐磨、抗敏性更强、耐温范围更广、吸湿透气性更好、抗静电、抗菌、抗紫外等特点，具备远红外、负离子、阻燃等功能，适用于户外、运动、军用、航空航天、探险等有特殊功能要求的领域。
	环保锦纶丝	此类纤维自带颜色，织物不需染色，持久耐用，永不褪色，环保节能，目前主要供应对环保健康要求更高的高端客户。
锦纶坯布	超薄锦纶坯布	此类坯布以低旦超细锦纶丝织造，具有轻盈、透视、柔软、透气、透湿、防绒、环保等特性，广泛应用于高档羽绒服、皮肤风衣、轻便服装、睡袋等面料领域。
	功能性锦纶坯布	此类坯布使用功能性纤维织造，具有高强度、耐磨、抗静电、抗紫外线、耐温范围广、抗菌、远红外、负离子、阻燃等特性，能够满足户外、运动、航空、航天、休闲、探险、登山等领域对功能性面料的需求。
	特殊纹路锦纶坯布	此类坯布通过特殊设计和特殊工艺织造，坯布本身具有特殊纹路，面料能够形成更具立体感的不同外观风格，应用于各类高档时尚服饰等领域。
锦纶成品面料	户外运动系列	此类面料具有防水透湿、高耐水压、耐寒抗冻等功能，可以有效提高户外和休闲运动中的舒适度和乐趣，广泛应用于登山服、滑雪服、防寒服、风衣夹克、冲锋衣等户外运动服饰，及帐篷、睡袋、背包等户外运动装备等领域。
	环保健康系列	此类面料生产过程中不加注任何胶料，减少了耗能耗材以及对环境的影响，具有透气、防风、防绒、轻盈舒适的特点，可达到布面有镜面、皮膜感的效果，产品广泛应用于皮肤风衣、羽绒服、童装、高档休闲时装等领域。
	特种防护系列	此类面料具有抗菌防蚊虫、抗紫外线防辐射、抗静电、防水透气、三防（油、污、水）等特种性能，应用于航空、军用、医疗、工装、特种防护等领域。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2017 年主营业务收入结构情况


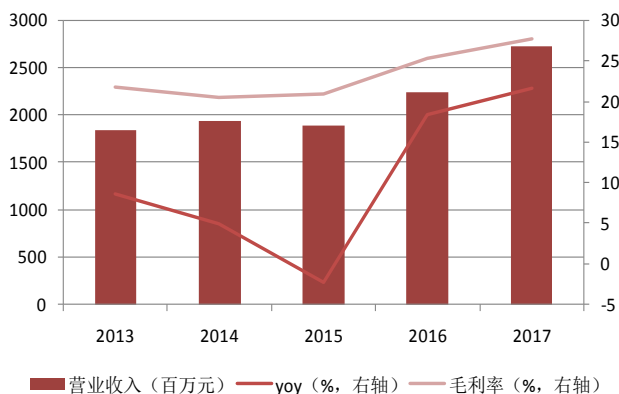
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营业务毛利结构情况


数据来源：公司资料，西南证券整理

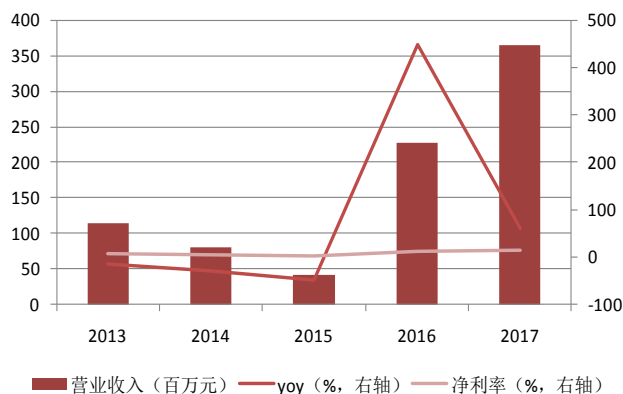
公司业绩状况：公司所处的行业上游为石油化工，从历史数据来看，公司产品收入主要受到油价和产能的影响，而归母净利润的变动主要和收入的变动有关。2015 年公司营业收入和归母净利润的下降主要和油价的下跌有关。随后两年，公司产能扩张和油价回升带来公司营业收入和归母净利润的提升。

图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速、毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

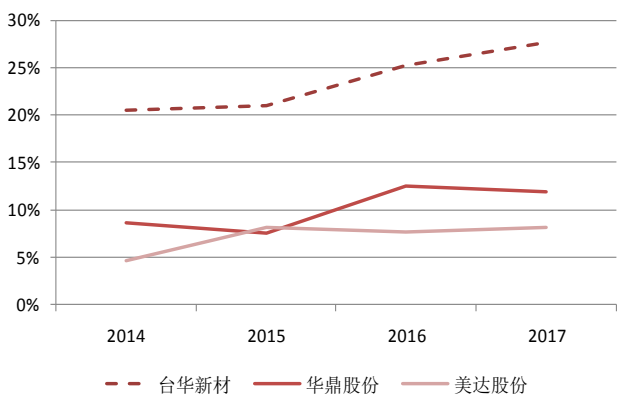
图 5：公司 2013 年以来归母净利润及增速、净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

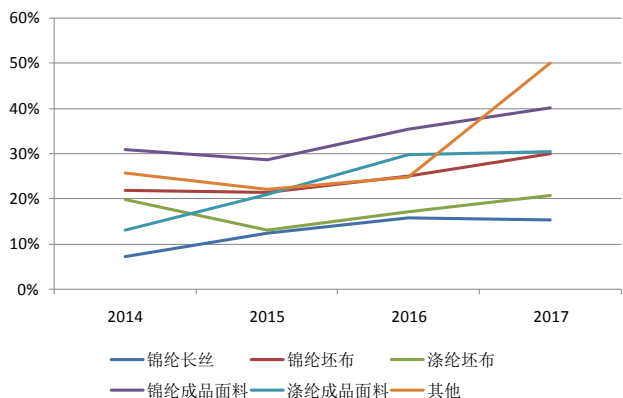
公司毛利率分析：在公司产业链三大类产品锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料中，虽然前端产品锦纶长丝受石油价格、锦纶化纤行业竞争等影响有较大波动，但得益于毛利贡献较大的锦纶坯布和锦纶成品面料的较高毛利率，与国内仅生产锦纶切片、锦纶长丝等产品的同行业上市公司相比，公司整体保持了较高的毛利率水平。公司主营业务毛利率得到了有效的平滑，体现了锦纶全产业链优势对行业波动风险的抵抗能力。公司 IPO 项目将进一步提升公司面料产能，有助于未来毛利率的提升。

图 6：公司和同行的毛利率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司不同业务毛利率对比

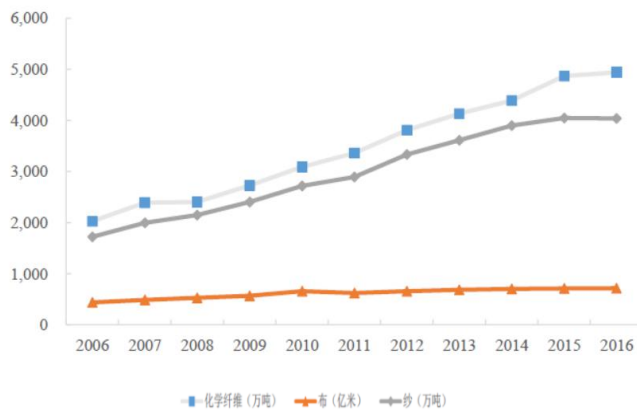


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 面料需求持续提升，锦纶面料占比约为 6%

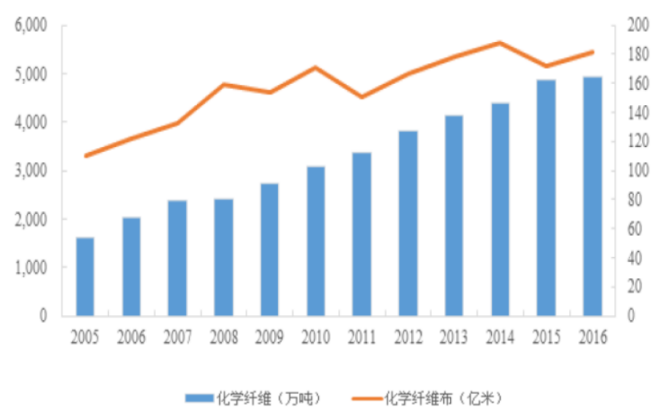
2005 年以来，我国化学纤维及纯化纤布产量总体呈现较快增长态势，根据国家统计局数据统计，2005 年我国化学纤维总产量为 1629 万吨，至 2016 年已达到 4944 万吨，年复合增长率达到 10.62%；化学纤维布产量也由 2005 年的 110 亿米增长至 2016 年的 181.33 亿米，增长 64.85%。

图 8：我国纺织行业主要产品产量增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

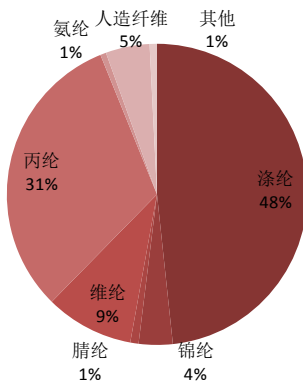
图 9：我国规模以上企业化学纤维及纯化纤布产量



数据来源：公司公告，西南证券整理

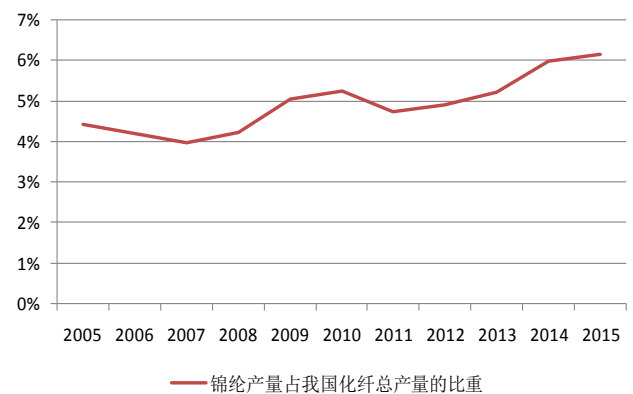
目前，锦纶已成为纺织领域仅次于涤纶的第二大化学纤维，其产量占世界化纤总产量的 9% 左右，锦纶面料已被普遍用于高端服饰以及特种功能性服饰。在我国，锦纶在化学纤维中所占的比例近年来逐步提升，目前为 6% 左右。

图 10：我国纺织行业主要产品产量增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

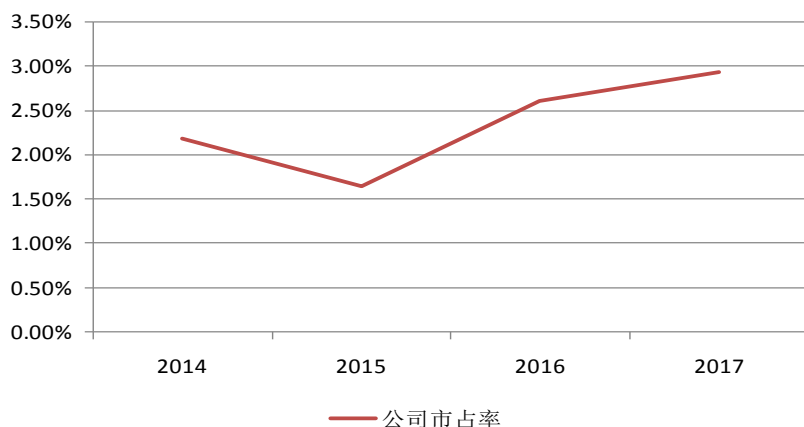
图 11：锦纶产量占我国化纤总产量的比重为 6% 左右



数据来源：公司公告，西南证券整理

随着公司锦纶产能的提升，公司的市占率也逐步提升，目前公司的锦纶长丝占国内市场的比例大约为 3% 左右。

图 12：公司锦纶长丝市占率有所提升



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：年染色 8000 万米高档差别化功能性锦纶面料扩建项目和年后整理加工 3450 万米高档特种功能性面料扩建项目于 2018 年年底投产，2019 年开始释放产能；

假设 2：2018-2020 年，随着公司染整产能的投放，公司上游的产品销量预计将会逐步减少；

假设 3：7600 万米高档锦纶坯布面料项目 2019 年开始释放产能。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	2728.5	2955.6	3425.9	3906.0
	增速	21.6%	8.3%	15.9%	14.0%
	成本	1973.1	2106.2	2404.6	2695.7
	毛利率	27.7%	28.7%	29.8%	31.0%
锦纶长丝	收入	743.6	644.0	624.0	500.0
	增速	42.5%	-13.4%	-3.1%	-19.9%
	成本	630.6	547.4	530.4	425.0
	毛利率	15.20%	15.00%	15.00%	15.00%
锦纶坯布	收入	1061.3	1232.0	1260.0	1472.0
	增速	12.3%	16.1%	2.3%	16.8%
	成本	742.5	862.4	882.0	1030.4
	毛利率	30.04%	30.00%	30.00%	30.00%
涤纶坯布	收入	44.7	54.0	62.7	72.0

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	7.2%	20.8%	16.1%	14.8%
	成本	35.5	43.2	50.2	57.6
	毛利率	20.59%	20.00%	20.00%	20.00%
锦纶成品面料	收入	436.0	550.0	819.0	1080.0
	增速	13.3%	26.1%	48.9%	31.9%
	成本	261.1	330.0	491.4	648.0
	毛利率	40.12%	40.00%	41.00%	43.50%
涤纶成品面料	收入	360.6	393.6	578.2	700.0
	增速	36.6%	9.2%	46.9%	21.1%
	成本	251.4	271.6	399.0	483.0
	毛利率	30.30%	31.00%	31.00%	31.00%
其他	收入	82.4	82.0	82.0	82.0
	增速	-4.5%	-0.5%	0.0%	0.0%
	成本	52.1	51.7	51.7	51.7
	毛利率	36.75%	37.00%	37.00%	37.00%

数据来源：Wind，西南证券

4 风险提示

市场风险，财务风险，在建项目不达预期风险，技术风险，管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2728.53	2955.60	3425.90	3906.00	净利润	366.52	462.87	576.72	702.92
营业成本	1973.08	2106.24	2404.58	2695.66	折旧与摊销	173.78	194.00	229.50	254.84
营业税金及附加	22.74	24.29	28.87	26.95	财务费用	39.23	-5.91	-20.56	-27.34
销售费用	45.56	49.36	57.21	65.23	资产减值损失	9.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	210.20	227.58	263.79	300.76	经营营运资本变动	-343.15	-331.16	-94.57	-108.75
财务费用	39.23	-5.91	-20.56	-27.34	其他	219.09	50.75	-5.29	-4.73
资产减值损失	9.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	465.20	370.55	685.82	816.94
投资收益	-0.94	0.00	0.00	0.00	资本支出	-199.09	-500.00	-500.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-321.84	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-520.93	-500.00	-500.00	-300.00
营业利润	436.21	554.04	692.00	844.74	短期借款	-422.66	170.25	-66.77	-380.93
其他非经营损益	8.38	7.01	7.06	7.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	444.59	561.05	699.06	852.02	股权融资	555.00	0.00	0.00	0.00
所得税	78.07	98.18	122.34	149.10	支付股利	-33.60	-73.30	-92.57	-115.34
净利润	366.52	462.87	576.72	702.92	其他	-74.41	6.17	20.56	27.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	24.32	103.12	-138.79	-468.93
归属母公司股东净利润	366.52	462.87	576.72	702.92	现金流量净额	-34.66	-26.33	47.03	48.01
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	321.89	295.56	342.59	390.60	成长能力				
应收和预付款项	438.96	511.75	576.28	658.80	销售收入增长率	21.60%	8.32%	15.91%	14.01%
存货	676.69	961.06	1020.26	1082.42	营业利润增长率	63.23%	27.01%	24.90%	22.07%
其他流动资产	310.20	336.02	389.49	444.07	净利润增长率	61.07%	26.29%	24.60%	21.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.34%	14.31%	21.40%	19.01%
投资性房地产	39.44	39.44	39.44	39.44	获利能力				
固定资产和在建工程	1338.10	1648.39	1923.19	1972.65	毛利率	27.69%	28.74%	29.81%	30.99%
无形资产和开发支出	123.75	120.07	116.40	112.72	三费率	10.81%	9.17%	8.77%	8.67%
其他非流动资产	57.40	56.78	56.16	55.53	净利率	13.43%	15.66%	16.83%	18.00%
资产总计	3306.43	3969.08	4463.79	4756.23	ROE	16.06%	17.32%	18.27%	18.77%
短期借款	446.65	616.90	550.13	169.20	ROA	11.09%	11.66%	12.92%	14.78%
应付和预收款项	551.38	653.67	730.39	815.58	ROIC	16.86%	15.62%	16.25%	18.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.79%	25.11%	26.30%	27.45%
其他负债	25.66	25.93	26.55	27.16	营运能力				
负债合计	1023.69	1296.51	1307.07	1011.94	总资产周转率	0.87	0.81	0.81	0.85
股本	547.60	547.60	547.60	547.60	固定资产周转率	2.20	2.06	1.92	2.01
资本公积	721.30	721.30	721.30	721.30	应收账款周转率	8.44	7.83	7.91	7.96
留存收益	1014.11	1403.67	1887.82	2475.40	存货周转率	2.93	2.49	2.31	2.46
归属母公司股东权益	2282.74	2672.57	3156.72	3744.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2282.74	2672.57	3156.72	3744.29	资产负债率	30.96%	32.67%	29.28%	21.28%
负债和股东权益合计	3306.43	3969.08	4463.79	4756.23	带息债务/总负债	43.63%	47.58%	42.09%	16.72%
					流动比率	1.74	1.65	1.81	2.60
					速动比率	1.07	0.90	1.02	1.51
					股利支付率	9.17%	15.84%	16.05%	16.41%
					每股指标				
					每股收益	0.67	0.85	1.05	1.28
					每股净资产	4.17	4.88	5.76	6.84
					每股经营现金	0.85	0.68	1.25	1.49
					每股股利	0.06	0.13	0.17	0.21
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	649.22	742.13	900.95	1072.23					
PE	21.33	16.89	13.56	11.12					
PB	3.43	2.93	2.48	2.09					
PS	2.87	2.65	2.28	2.00					
EV/EBITDA	11.98	10.74	8.72	6.93					
股息率	0.43%	0.94%	1.18%	1.48%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn