

锦纶面料行业龙头，成长性强

投资要点

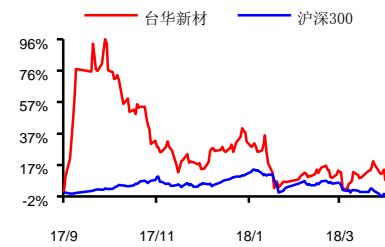
- 推荐逻辑:** 公司是国内锦纶面料细分领域的龙头企业，公司具有一体化和研发等优势，盈利能力高于普通锦纶企业。随着募投项目的逐步投产和下游客户需求的增长，公司业绩有望持续提升，预计未来三年公司业绩复合增速达 24%。
- 公司是国内锦纶面料细分领域的龙头企业。**2017 年 3 月，中国纺织工业联合会出具证明：台华新材是国内著名集锦纶纺丝、织造、染色及后整理全产业链化纤纺织企业，认定台华新材为我国锦纶面料细分领域的龙头企业，在锦纶纤维生产、面料开发、生产和销售等方面具备雄厚的实力。公司的主要产品为锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶成品面料，此外还生产少量涤纶产品。目前，公司具有锦纶长丝 6.5 万吨、坯布 4.972 亿米、染色 0.85 亿米、后整理 0.44 亿米的能力。
- 锦纶需求持续提升，公司有望受益。**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，未来仍有提升空间。
- 公司主要客户发展迅速，未来计划持续扩张，公司受益。**公司主要品牌客户迪卡侬、安踏等近年来发展迅速并计划在未来持续扩张。根据公开资料，迪卡侬集团 2016 年和 2017 年其营业收入增速均超过 10%，未来其计划在 2020 年提升中国市场门店至 500 家，较 2016 年的 214 家门店数量增长 134%。根据安踏体育年报，其销售收入从 2013 年的 72.81 亿元增长至 2017 年的 166.92 亿元，预计在未来其保持较高增速。另外，随着公司品牌形象的日益提升与市场开拓的不断深入，预计公司的品牌客户群体也不断扩大。
- 未来随着产能的释放，业绩有望增长。**随着公司未来坯布、面料的产能在 2018、2019 年逐步投放，公司的产业链布局将会从头重脚轻变为相对均衡，业绩三年持续增长确定性强。另外，我们认为随着公司产能的逐步投放，尤其是高毛利率环节的产能逐步提升，公司未来综合毛利率将会持续提升。
- 盈利预测与投资建议。**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，维持“买入”评级和 20.40 元的目标价。
- 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。

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hbjw@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)	82.14
总资产(亿元)	34.55
每股净资产(元)	4.31

相关研究

1. 台华新材(603055): 一季度业绩符合预期，可转债项目助力公司未来成长 (2018-04-24)

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	22	18	14	12
PB	3.60	3.07	2.60	2.19

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1 公司是国内锦纶面料细分领域的龙头企业	1
2 面料需求持续提升，公司有望受益.....	9
2.1 面料需求持续提升，锦纶面料占比也提升至 6%.....	9
2.2 户外运动服装行业属朝阳行业，锦纶受益于其高增速.....	11
2.3 公司的市场占有率情况	12
2.4 公司主要客户发展迅速，未来计划持续扩张，公司受益.....	13
3 SWOT 分析.....	13
3.1 公司的竞争优势：全产业链布局，技术领先，下游客户优质.....	13
3.2 公司的竞争劣势：处于资本密集型行业，上游属周期性行业.....	17
3.3 公司的机遇：高端面料需求增长	17
3.4 公司的挑战：与机遇相伴，更考验管理能力	18
4 未来随着产能的释放，业绩有望增长.....	19
5 盈利预测	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司产能变动情况	1
图 2: 台华新材与控股子公司股权关系图	3
图 3: 台华新材与控股子公司的产业链关系	3
图 4: 台华新材与实际控制人的产控关系	4
图 5: 公司 2017 年主营业务收入结构情况	5
图 6: 公司 2017 年主营业务毛利结构情况	5
图 7: 公司 2013 年以来营业收入及增速、毛利率	6
图 8: 公司 2013 年以来归母净利润及增速、净利率	6
图 9: 公司海外业务收入占比较低	6
图 10: 财务费用和资产负债率由于上市而降低	6
图 11: 公司锦纶长丝成本占比变化	7
图 12: 公司锦纶坯布成本占比变化	7
图 13: 公司锦纶面料成本占比变化	7
图 14: 公司和同行的毛利率对比	7
图 15: 公司不同业务毛利率对比	7
图 16: 公司研发费用及研发投入占营收比例	8
图 17: 我国纺织行业主要产品产量增长情况	9
图 18: 我国规模以上企业化学纤维及纯化纤布产量	9
图 19: 我国纺织行业主要产品产量增长情况	11
图 20: 锦纶产量占我国化纤总产量的比重为 6% 左右	11
图 21: 中国户外市场零售总额及品牌数量	11
图 22: 中国户外店渠道户外用品销售总额构成	12
图 23: 中国商场店渠道和户外用品销售在总额构成	12
图 24: 公司市占率有所提升	12
图 25: 公司和同行的净利率对比	14
图 26: 公司的品牌客户	16
图 27: 2017 年上半年公司前五大客户占比	16
图 28: 迪卡侬对台华新材的收入贡献逐年增加	16
图 29: 公司近三年存货规模得到控制，资产减值损失也控制得当	19
图 30: 随着公司产能释放，产业链发生变化	19
图 31: 随着公司产能释放，预计未来毛利率将会持续提升	20

表 目 录

表 1: 台华新材主要产品生产能力	1
表 2: IPO 募投项目	2
表 3: 可转债募投项目	2
表 4: 台华新材未来产能扩张情况	2
表 5: 台华新材十大股东明细（截止 2017 年 12 月 31 日）	4
表 6: 公司主要产品及功能	4
表 7: IPO 募投项目	8
表 8: 锦纶的分类	9
表 9: 锦纶上市公司	13
表 10: 我们对公司一体化带来的运费节省的测算	13
表 11: 分业务收入及毛利率	20
附表: 财务预测与估值	22

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。

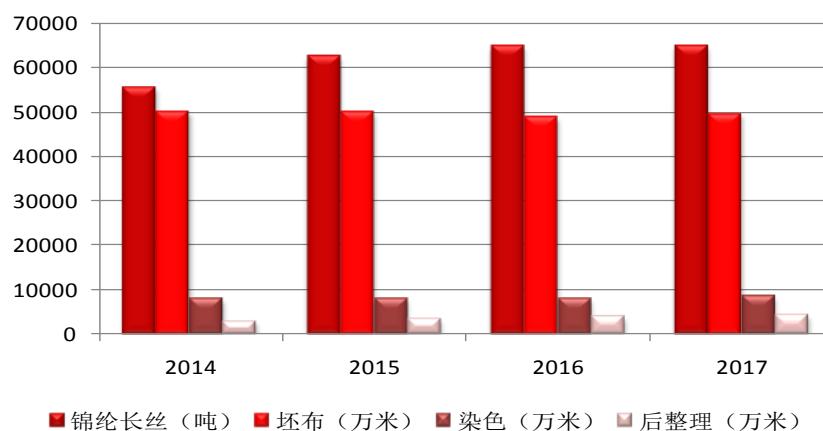
表 1：台华新材主要产品生产能力

产品	产能	2017 年总销量（包括内销量）
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
后整理（万米）	4400	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产能情况：公司锦纶长丝产能因 2015 年 6 月购入 62 台卷取机实现了扩产，锦纶长丝产能从 55625 吨增长到 65000 吨，而坯布产能由于 2016 年淘汰了 43 台使用时间较长的喷水织机而略有下滑，从 50100 降到 49720 万米。公司的染整能力有所提升，染色能力从 8000 万米提升至 8500 万米，后整理能力从 3000 万米提升至 4400 万米。

图 1：公司产能变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

IPO 募投项目情况：募投项目主要集中于染整环节，有助于公司毛利率的提升和盈利能力的增加，根据公司披露的建设期和开工时间，预计 2018 年年底，公司两大扩建项目有望投产。

表 2: IPO 募投项目

募投项目	投资额 (万元)	募集资金使用额 (万元)	项目实施地点	项目建设期
年染色 8000 万米高档差别化功能性锦纶面料扩建项目	44275	41750	台华高新染整 (嘉兴) 有限公司现有厂区	2 年, 2016 年 11 月开建
年后整理加工 3450 万米高档特种功能性面料扩建项目	9000	8250	台华高新染整 (嘉兴) 有限公司现有厂区	2 年, 2016 年 12 月开建
新型纤维与面料技术研发中心项目	5500	5500	台华新材料股份有限公司厂区西南角	2 年, 2016 年 5 月开建
合计	58750	55500		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

可转债情况: 公司 2018 年 4 月公布可转债发行预案, 计划募集资金总额不超过 7.29 亿元, 用于投资年产 7600 万米高档锦纶坯布面料项目和补充流动资金。若公司可转债发行顺利, 则未来预计将会增加 7600 万米高档锦纶坯布产能。

表 3: 可转债募投项目

募投项目	投资额 (万元)	募集资金使用额 (万元)	项目实施地点	项目建设期
年染色 7600 万米高档锦纶坯布面料项目	60938.86	60900	嘉兴市秀洲区王店镇梅嘉路东侧工业园区	1 年
补充流动资金	12000	12000		
合计	72938.86	72900		

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

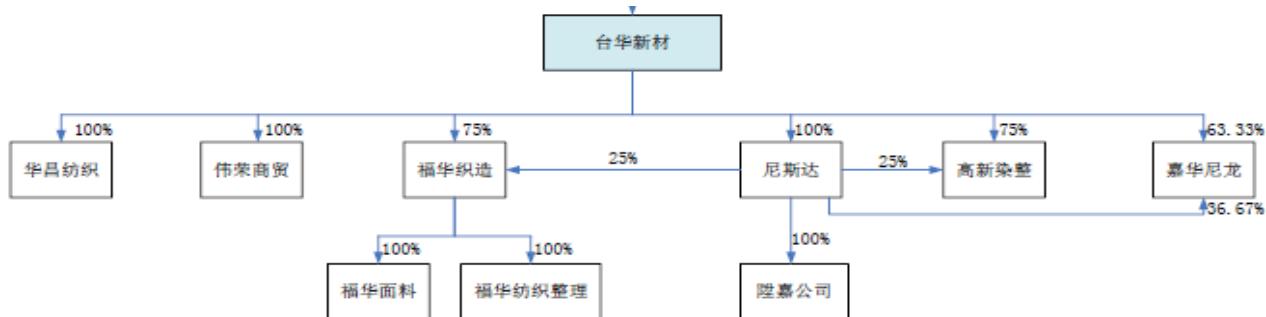
公司产能扩张分析: 公司产能扩张主要集中于下游环节, 主要集中于 2018、2019 年投产, 对公司未来三年业绩形成稳定支撑。

表 4: 台华新材未来产能扩张情况

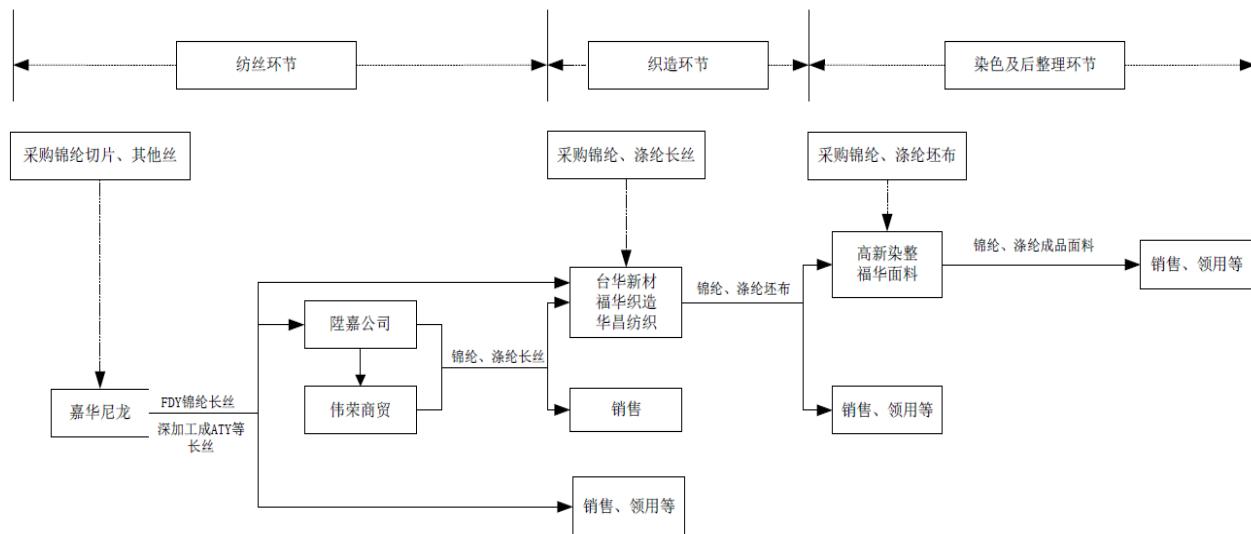
产品	目前产能	IPO 募投项目计划增加的产能	可转债项目计划增加的产能
锦纶长丝 (吨)	65000		
坯布 (万米)	49720		7600
染色 (万米)	8500	8000	
后整理 (万米)	4400	3450	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司参控股公司情况: 公司共有 9 家控股子公司。其中, 嘉华尼龙主要从事锦纶长丝的生产业务; 福华织造和华昌纺织主要从事锦纶坯布的织造业务; 高新染整主要从事锦纶成品面料的染色、后整理业务; 陞嘉公司和伟荣商贸主要从事锦纶长丝的贸易业务; 福华面料主要从事锦纶成品面料的贸易业务; 福华纺织整理未从事具体生产经营业务; 尼斯达为持股公司。公司有 1 家参股子公司苏州中检, 主要从事纺织品检测业务。

图 2: 台华新材与控股子公司的股权关系图


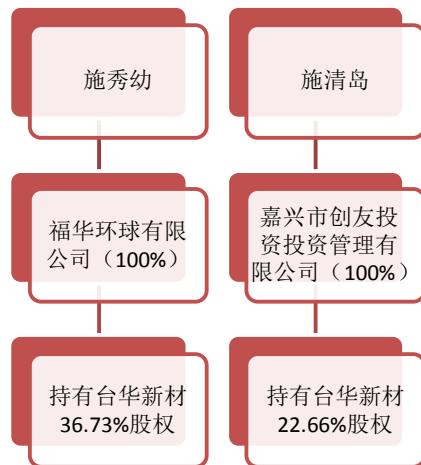
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 3: 台华新材与控股子公司的产业链关系


数据来源：公司资料，西南证券整理

公司股权情况：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 4: 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

表 5：台华新材十大股东明细（截止 2017 年 12 月 31 日）

排名	股东名称	持股数量（股）	占股本比例（%）
1	福华环球有限公司	201,134,920	36.73
2	嘉兴市创友投资管理有限公司	124,096,500	22.66
3	嘉兴华南投资管理有限公司	91,593,000	16.73
4	嘉兴市华秀投资管理有限公司	30,000,000	5.48
5	嘉兴市全知投资管理有限公司	11,996,100	2.19
6	嘉兴嘉润丰投资管理有限公司	11,867,000	2.17
7	嘉兴普亚投资管理有限公司	5,508,720	1.01
8	嘉兴正德投资管理有限公司	3,803,760	0.69
9	刘兴华	550,316	0.10
10	惠晓荣	340,000	0.06
合计		480,890,316	87.82

数据来源：公司公告，西南证券整理

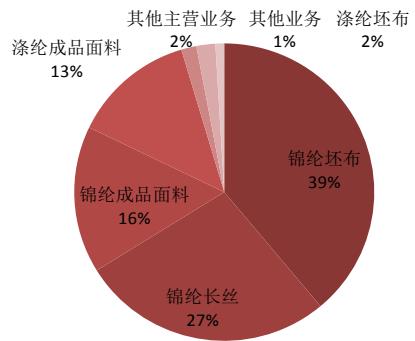
公司主要产品情况：公司的主要产品为锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶产品面料。三大产品的收入占比为 82%，毛利占比为 80%。

表 6：公司主要产品及功能

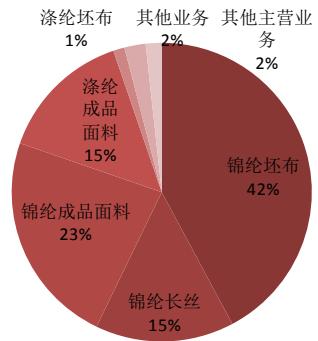
产品类别	功能、用途	
锦纶长丝	低旦超细锦纶丝	此类纤维丝束较细，织物质地轻盈、飘逸，手感舒适，节约资源同时更赋予面料时尚效果。广泛应用于高档羽绒面料、皮肤风衣、运动内衣、轻便服装、睡袋等领域。
	功能性锦纶丝	此类纤维具有强度高、更耐磨、抗皱性更强、耐温范围更广、吸湿透气性更好、抗静电、抗菌、抗紫外等特点，具备远红外、负离子、阻燃等功能，适用于户外、运动、军用、航空航天、探险等有特殊功能要求的领域。
	环保锦纶丝	此类纤维自带颜色，织物不需染色，持久耐用，永不褪色，环保节能，目前主要供应对环保健康要求更高的高端客户。

产品类别		功能、用途
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 5：公司 2017 年主营业务收入结构情况


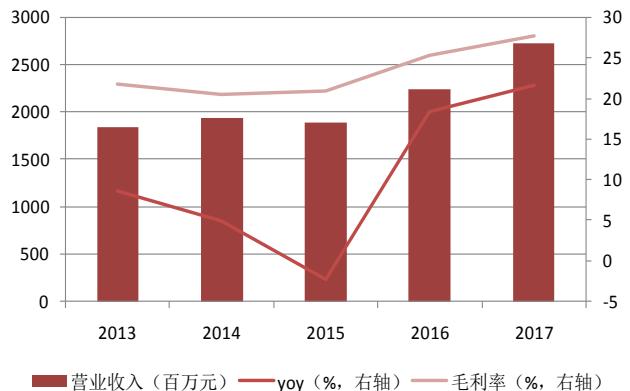
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 6：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 7: 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

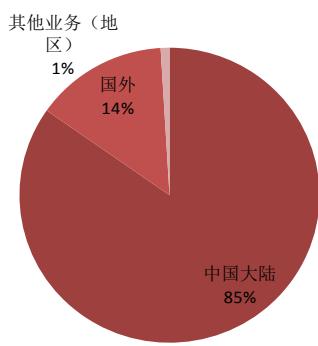
图 8: 公司 2013 年以来归母净利润及增速、净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

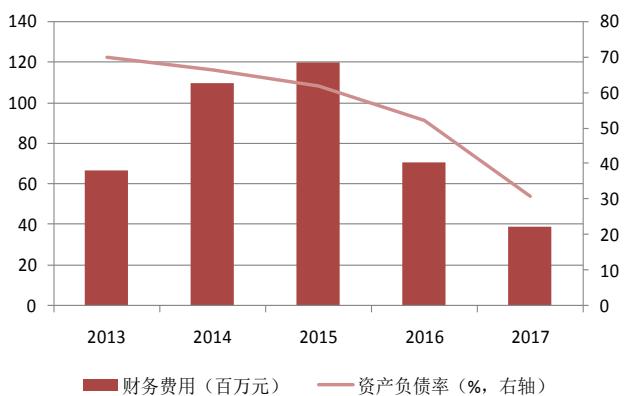
公司产品以国内销售为主，外销收入占比较低。2014 年-2016 年，外销收入逐年增长，一方面系随公司“年产 5 万吨差别化锦纶长丝”项目陆续建成投产，锦纶长丝产销规模增长，同时公司加强境外客户开发，出口量随之明显增加；另一方面应客户需求增加了锦纶成品面料的出口，2015 年仅新增客户迪卡侬下属新加坡子公司“DESIPRO PTE LTD”交易额就超过 9,000 万元，2016 年公司对迪卡侬的外销收入进一步增加。不过，公司 2017 年内销占比依然保持 85% 这一高水平。另一方面，公司财务费用受到公司资产负债率影响较大，随着公司上市之后资产负债率的下降，公司财务费用逐步减少，而且公司已经基本归还海外购买设备的外汇负债，因此汇率的影响后续将会进一步削弱。

图 9: 公司海外业务收入占比较低



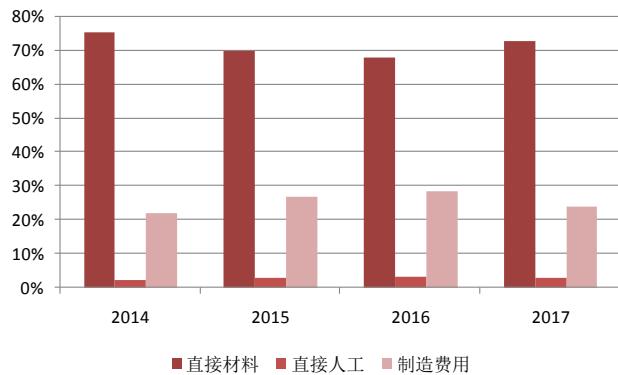
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10: 财务费用和资产负债率由于上市而降低

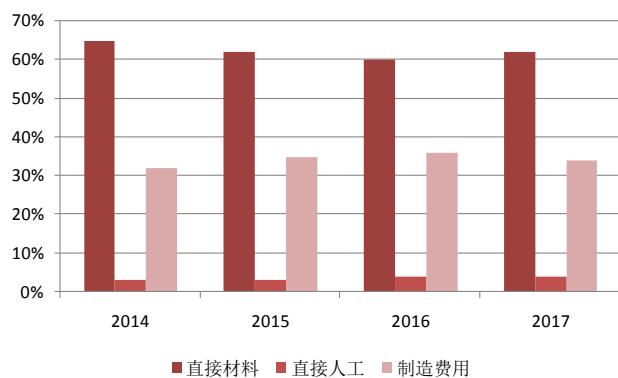


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司成本分析：三大主要产品的成本构成了公司的主要成本。对于锦纶长丝，公司生产的锦纶长丝主要有 FDY，还包括 ATY、BN、DTY，除了要外购锦纶切片生产 FDY，还需要对外采购 POY 等其他丝。锦纶长丝成本主要以切片成本为主，近几年随着公司“年产 5 万吨差别化锦纶长丝项目”投产，公司外购丝规模逐步下降。公司锦纶坯布的成本主要由锦纶长丝的价格决定，另外，直接人工成本占比近 4 年来也逐步攀升。公司锦纶成品面料成本主要是锦纶坯布，其成本中直接材料占比近几年有所下滑，直接人工成本逐步攀升。从上面的分析，我们可以看出公司面临着一定的直接人工成本上涨的压力，不过其占比很小。

图 11: 公司锦纶长丝成本占比变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

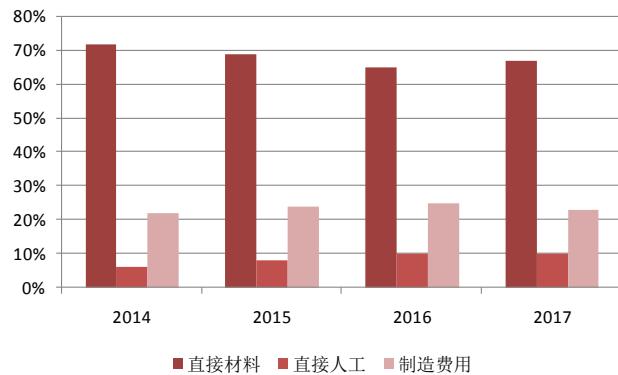
图 13: 公司锦纶面料成本占比变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

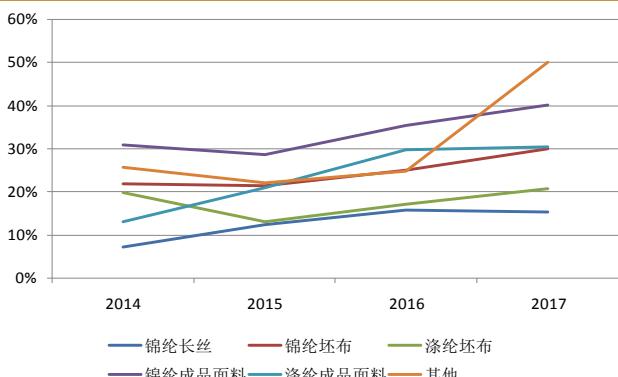
公司毛利率分析: 在公司产业链三大类产品锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料中, 虽然前端产品锦纶长丝受石油价格、锦纶化纤行业竞争等影响有较大波动, 但得益于毛利贡献较大的锦纶坯布和锦纶成品面料的较高毛利率, 与国内仅生产锦纶切片、锦纶长丝等产品的同行业上市公司相比, 公司整体保持了较高的毛利率水平。公司主营业务毛利率得到了有效的平滑, 体现了锦纶全产业链优势对行业波动风险的抵抗能力。公司 IPO 项目将进一步提升公司面料产能, 有助于未来毛利率的提升。

图 14: 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 12: 公司锦纶坯布成本占比变化


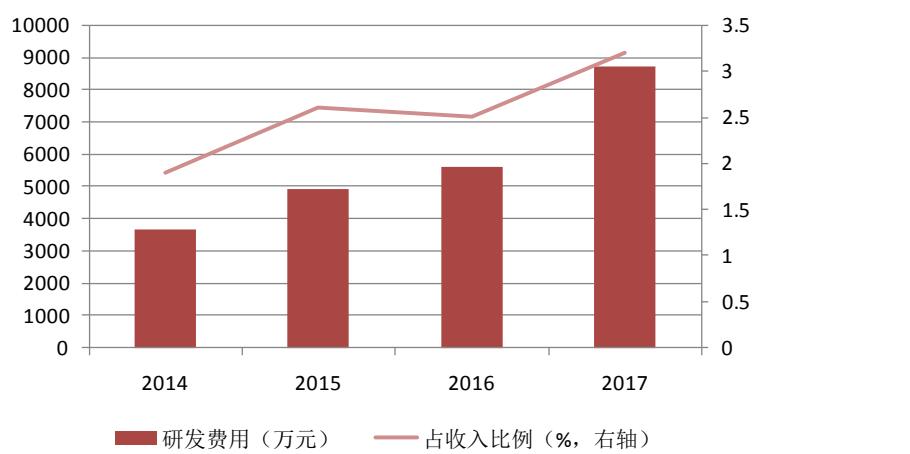
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 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

研发情况：近几年公司的研发投入持续增长，其占公司营业收入的比例也持续增加。公司坚持走“产学研”合作的道路，公司“产学研”合作优势突出，与东华大学、长三角（嘉兴）纳米科技产业发展研究院（国家纳米科学中心嘉兴分院）等专业院校、研究所合作，组成优势互补、产学研相结合的攻关队伍，形成信息共享、基础研究、技术攻关、技术推广、产业化应用互相联动的研发格局，共同承担了多个项目。近年来，公司与东华大学合作申报国家支持计划项目《功能性尼龙 6 纤维制备及纺织染整关键技术》；与长三角（嘉兴）纳米科技产业发展研究院合作开发锦纶抗静电功能性面料。

图 16：公司研发费用及研发投入占营收比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

募投项目主要集中于染整环节，有助于公司毛利率的提升和盈利能力的增加，根据公司披露的建设期和开工时间，预计 2018 年年底，公司两大扩建项目有望投产。

表 7：IPO 募投项目

募投项目	投资额 (万元)	募集资金使 用额(万元)	项目实施地点	项目建设期
年染色 8000 万米高档差别化功能性锦纶面料扩建项目	44275	41750	台华高新染整（嘉兴）有限公司现有厂区	2 年，2016 年 11 月开建
年后整理加工 3450 万米高档特种功能性面料扩建项目	9000	8250	台华高新染整（嘉兴）有限公司现有厂区	2 年，2016 年 12 月开建
新型纤维与面料技术研发中心项目	5500	5500	台华新材料股份有限公司厂区西南角	2 年，2016 年 5 月开建
合计	58750	55500		

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 面料需求持续提升，公司有望受益

2.1 面料需求持续提升，锦纶面料占比也提升至 6%

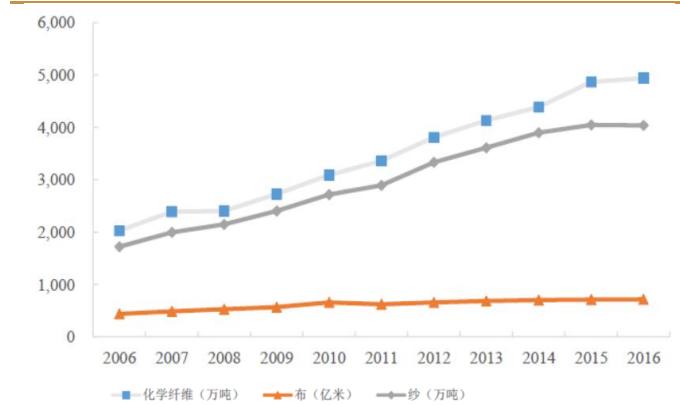
纺织服装是人类生存最基本的需求之一，纺织工业是我国国民经济传统支柱产业、重要的民生产业和国际竞争优势明显的产业。纺织行业的发展对于促进国民经济发展、繁荣市场、吸纳就业、增加国民收入、加快城镇化进程以及促进社会和谐发展等方面具有十分重要的意义。

我国加入 WTO 以后，在国内外市场需求的强劲推动下，纺织行业快速发展，行业规模和经济效益持续增长。2006 年至 2016 年，我国纺织工业规模以上企业工业增加值年均复合增长率 9.48%，主营业务收入年均复合增长率 10.67%，利润总额年均复合增长率 15.15%。

我国主要纺织产品，化纤、纱、布等产量均呈现持续增长态势，产量已居世界第一位，我国已经发展成为名副其实的纺织大国，行业竞争能力不断加强，国际贸易地位逐年提高。根据 2016 年 9 月工业和信息化部《纺织工业“十三五”发展规划》，我国纺织品出口总额占世界总量的比重也已从 2000 年的 10.42% 上升到 2015 年的 38.60%。

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 17：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 18：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

锦纶纤维是世界上出现的第一种合成纤维，其化学名称为聚酰胺 (PA)，俗称尼龙 (Nylon)。锦纶按照不同标准有多种分类，具体如下：

表 8：锦纶的分类

分类标准	具体类别	说明
分子结构	锦纶 6、锦纶 66、锦纶 11、锦纶 610 等	以锦纶 6 和锦纶 66 应用最为广泛，产量约占锦纶总产量的 98%；锦纶 66 性能上较锦纶 6 更优，纤维价格也更贵一些；我国锦纶 6 和锦纶 66 比例大约为 85:15。
纤维长短	锦纶长丝、锦纶短纤	以锦纶长丝为主，作为机织或针织原料等；少量锦纶短纤主要用于和棉、毛或其它化纤混纺。我国锦纶长丝占比锦纶总产量 95%，短纤占比 5%。
用途	民用锦纶、产业用锦纶	民用方面，锦纶主要用于服装面料、内衣、袜子、床上用品以及箱、包、伞、绳、窗帘布、

分类标准	具体类别	说明
		家具装饰和地毯等；产业用锦纶主要指用于轮胎帘子线、传送带、安全带、工业用呢毯以及帐篷、渔网等。

数据来源：公司公告，西南证券整理

与其他化学纤维相比，锦纶在强度和耐磨性、吸湿性等方面具有突出特点，因而锦纶面料在户外、运动、防寒、休闲服装等领域具有较大优势，具体体现在：

锦纶面料强度高、耐磨及耐寒性良好。锦纶的断裂强度在合成纤维中是最大的一种，远高于各种天然纤维，在一般情况下比羊毛高 3-4 倍，比棉花高 1-2 倍，比粘胶纤维高 3 倍左右；锦纶的耐磨性是棉花的 10 倍、羊毛的 20 倍、粘胶纤维的 50 倍。锦纶耐腐蚀性优良，具有良好的抗菌、抗霉菌能力，贮存容易，制成服装易于打理。锦纶 66 具有良好的耐低温性能，在零下 40°C 以下时，其回弹性变化也不大，因此是制作极端户外运动服的首选。锦纶的高强度和耐磨、耐寒性使得锦纶面料与其他化纤面料相比质量稳固、经久耐穿，成为户外、运动、防寒、休闲等服饰领域的最佳选择。

锦纶面料吸湿性良好。锦纶的公定回潮率为 4.5%，远高于涤纶的 0.4%，因而锦纶面料的吸湿性在合成纤维面料中属较好品种，制作的服装比涤纶服装穿着更舒适。

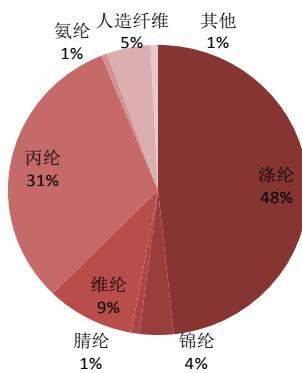
锦纶面料轻质柔软，皮肤触感温和，质感柔韧，仿棉，仿真丝效果更强。锦纶密度较小，属于轻型纤维，在合成纤维中仅列于丙纶、腈纶之后，比棉花轻 35%，比粘胶纤维轻 25%，因此锦纶面料适合制作束身衣、贴身运动衣、泳衣、衬衫、内衣等贴身织物，北京奥运会上著名的“鲨鱼皮”泳衣便是用细旦锦纶面料制作的。

锦纶还可以制作超轻、超薄和抗紫外线面料。近年来，随着纺织设备性能和锦纶行业技术的提高，超薄面料逐渐成为服装面料领域的新宠，但由于超细棉纱强度低，无法制成超薄面料，而 8.8dtex-22dtex 的超低旦、全消光锦纶长丝以其高强度、轻质柔软、吸湿性强、易于打理、抗紫外线等特点，在触感、性能和视觉效果上与棉制品具有很高的相似度，可同时满足时尚和功能需求，是仿棉织物的首选原料，可替代超细棉纱制作超薄面料。

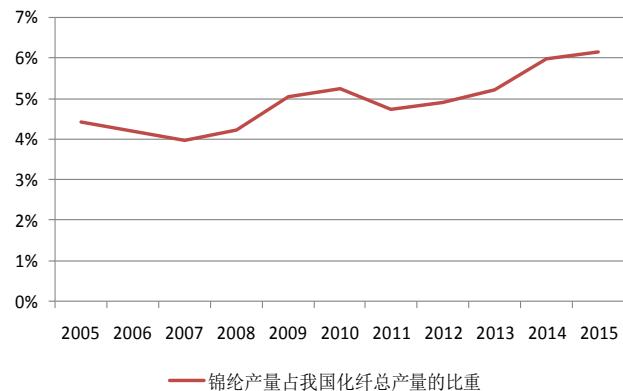
锦纶在混纺领域优势明显。锦纶的弹性及回弹性极好，抗静电、抗起球、易染色、色牢度高，这使其在混纺应用方面，特别是棉与化纤的混纺领域具有其他化纤不可比拟的独特优势。

锦纶所具有的上述特点使其被广泛应用在民用领域，如应用于服装行业中的超轻风衣、冲锋衣、羽绒服、速干衣、防寒服、休闲夹克、运动服、户外帐篷、睡袋、登山包、袜子、蕾丝内衣、束身衣、运动内衣、婚纱礼服等；锦纶还大量应用于军工、航空航天等工业领域，如应用于制作特种防护安全用品、安全气囊、安全带、降落伞、轮胎帘子布、土工基布等。锦纶产品已经具备了时尚产品的基本要素，即为消费者提供体现流行审美情趣和消费理念的中高档消费品，锦纶已经与流行、休闲、运动等功能及时尚元素紧密联系，成为一种时尚纤维，普遍用于高端服饰以及特种功能性服饰。

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 19：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 20：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

2.2 户外运动服装行业属朝阳行业，锦纶受益于其高增速

户外用品行业在我国是朝阳产业，根据中国纺织品商业协会户外用品分会的《中国户外用品 2016 年度市场调查报告》数据显示，中国户外用品的零售总额从 2007 年的 23.8 亿元增长至 2016 年的 232.8 亿元，年复合增长率达 35.62%，总体来看，户外市场零售总额仍将保持增长，行业由过去的粗放高速增长转向专业化发展。

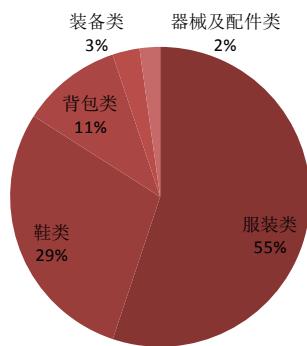
图 21：中国户外市场零售总额及品牌数量


数据来源：招股说明书，西南证券整理

同时，户外运动相关产业迎来强有力政策支持，2014 年 10 月，国务院印发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，将体育产业提升到国家战略的高度，并明确到 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元。该意见特别提出“支持中西部地区充分利用江河湖海、山地、沙漠、草原、冰雪等独特的自然资源优势，发展区域特色体育产业”、“以冰雪运动等特色项目为突破口，促进健身休闲项目的普及和提高。制定冰雪运动规划，引导社会力量积极参与建设一批冰雪运动场地，促进冰雪运动繁荣发展，形成新的体育消费热点”等。

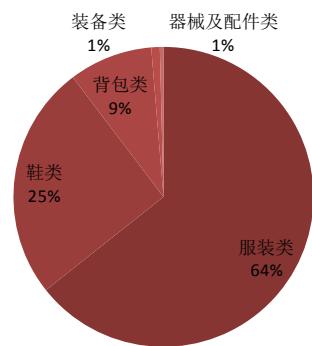
根据中国纺织品商业协会户外用品分会发布的《中国户外用品 2016 年度市场调查报告》的数据,2016 年度,户外店渠道中,服装类零售总额占全行业的 55.12%,商场店渠道中,服装类占比 64.13%。总体而言,服装、鞋、背包占据了户外用品消费的 90%以上。

图 22: 中国户外店渠道户外用品销售总额构成



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 23: 中国商场店渠道和户外用品销售在总额构成



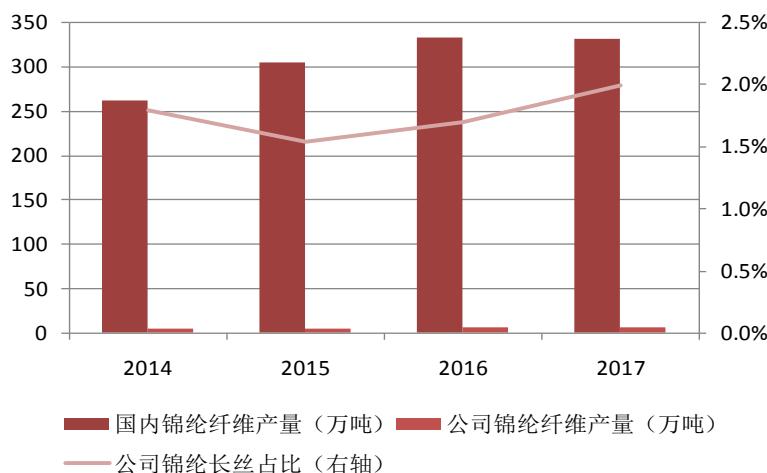
数据来源:公司公告,西南证券整理

近年来,由于锦纶纤维本身具备的重量轻、易染色、高弹性及耐磨损、抗撕裂、耐水性等特点,使锦纶纤维在户外运动服装产品等领域得到广泛应用,比如冲锋衣、滑雪服、运动服、防寒服、运动内衣、速干衣等,在其他户外产品中也普遍运用,如户外帐篷、睡袋、登山包及户外折叠桌椅等。

2.3 公司的市场占有率情况

随着公司锦纶长丝产能的提升,公司纺丝端的能力逐步提升,锦纶长丝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 2%左右。而坯布、面料生产环节,由于并未有相应上市公司,而不具备对比能力。

图 24: 公司市占率有所提升



数据来源:wind 资讯,招股说明书,西南证券整理

表 9：锦纶上市公司

公司	涉及的产业链环节	2017 年收入 (亿元)	2017 年锦纶丝产量 (万吨)
华鼎股份	聚合-纺丝	28.34	13.17
美达股份	聚合-纺丝 (切片外卖较多)	35.59	7.80
台华新材	纺丝-织布-染整	27.28	6.62

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 公司主要客户发展迅速，未来计划持续扩张，公司受益

公司主要品牌客户迪卡侬、安踏等近年来发展迅速并计划在未来持续扩张。根据公开资料，迪卡侬集团 2016 年和 2017 年其营业收入增速均超过 10%，未来其计划在 2020 年提升中国市场门店至 500 家，较 2016 年的 214 家门店数量增长 133.64%。根据安踏体育年报，其销售收入从 2013 年的 72.81 亿元增长至 2017 年的 166.92 亿元，并预计在未来保持 15%-20% 的复合增长率。同时，随着公司品牌形象的日益提升与市场开拓的不断深入，品牌客户群体也不断增加。因此，预计公司未来产品需求仍将保持强劲。

3 SWOT 分析

3.1 公司的竞争优势：全产业链布局，技术领先，下游客户优质

经过多年的发展，公司在锦纶面料生产领域积累了丰富的技术和经验，在研发、技术、产品、市场、管理等方面形成了独特的竞争优势。

(1) 产业链优势

公司目前建立了上下游一体化的产业布局，形成了集锦纶纺丝、织造、染色、后整理于一体的产业链，完整的产业链有助于公司在各个生产阶段实现资源共享，从而有效降低生产及管理成本，进而提升盈利能力，具有较强的产业链竞争优势：

类似鲁西、万华，一体化的完整产业链降低成本

公司产业链环节之间运输距离较近，节约了运输费用；在各产业链流转的产品可以减少包装费用；各产业链之间部分环节可以从一产业链环节直接投料到下一产业链环节，减少生产环节、降低成本；另外，还可根据订单品质需求，合理分类投料，提高前端产业链产品的价值，以降低成本、提高效益。

由于公司高度一体化，我们测算满负荷开工下，内部抵消收入预计可达到 10.37 亿元，由于不需要从外部采购，可以节省大量的运输和仓储费用。如果依照锦纶行业平均 1.5% 的运输费用率测算，这部分成本降低约为 1554.9 万元。

表 10：我们对公司一体化带来的运费节省的测算

产品	满负荷时内部消耗 (吨或万米)	价格 (万元/吨或元/米)	收入 (万元)
锦纶长丝	32000	2.26	72320
锦纶坯布	4500	4.44	19980
涤纶坯布	3200	3.55	11360

产品	满负荷时内部消耗 (吨或万米)	价格 (万元/吨或元/米)	收入 (万元)
合计			103660
运输费费率			1.5%
节省的运费 (万元)			1554.9

数据来源：公司公告，西南证券整理

完整产业链可以对客户需求做出快速反应，满足客户的不同需求

公司目前的最终大客户大多为服装品牌企业，服装行业近年来发展迅速，个性化趋势增强，服装企业与供应商之间的交易凸显出“短交期、多品种、小批量、多批次”的特点，对供应商快速反应能力提出了更高要求。公司完整的产业链可以确保客户的各类需求均能在要求的交期内得到满足，提高了公司的竞争力，增强了对客户的服务能力。

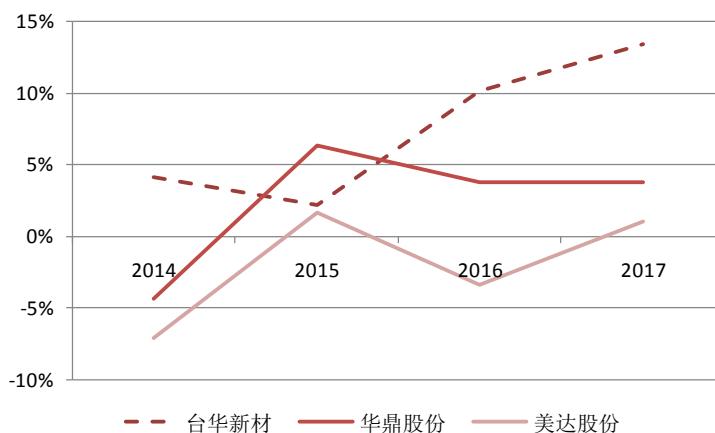
完整产业链可以确保产品品质

公司在产业链各个环节实施全程的品质控制，产业链后端在对前端产品的使用过程中能够快速、及时地验证、反馈，以提高前端工序质量，从而确保全产业链产品品质。

完整产业链提高了公司抗行业风险能力和盈利能力

公司拥有锦纶长丝、锦纶坯布、锦纶成品面料的完整锦纶纺织产业链，并且，产业链后端的产品锦纶坯布、锦纶成品面料具有较高的收入占比和较高的毛利率水平，与仅生产锦纶长丝的业务模式相比，公司可以有效降低上游石化行业波动对公司经营业绩的影响，从而使公司整体盈利状况保持在比较稳定的较高水平。

图 25：公司和同行的净利率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

(2) 产品开发优势

公司的产品开发在研发人员、研发设备、产学研合作、产品开发流程等多方面具备综合竞争优势。

公司的研发团队、研发设备覆盖全产业链，可以进行产业链各个环节联合研发

在研发人才储备方面，采取自我培养和引进相结合的战略，目前公司拥有各类纺织、染整、高分子、机械等相关专业相结合的研发团队，聘用了在国内知名的纺织染整公司服务十

五年以上的专业综合型人才 20 多人，是一支技术水平高、创新能力强、专业经验丰富的研发队伍。

在研发设备方面，公司不惜投入大量研发费用，拥有小批量锦纶纺丝、小批量整经设备及织造、染色、后整理一体化的小样实验设备，以快速、准确的服务来满足客户需求。

积极开展外部合作，提升研发实力

公司“产学研”合作优势突出，目前已与东华大学、长三角（嘉兴）纳米科技产业发展研究院（国家纳米科学中心嘉兴分院）等专业院校、研究所开展合作，组成优势互补、产学研相结合的攻关队伍，形成信息共享、基础研究、技术攻关、技术推广、产业化应用互相联动的研发格局。同时，公司还积极与国外知名企业杜邦、英威达、巴斯夫进行合作，引进先进技术及国际最新产品信息，提升公司竞争力。

建立终端客户反馈机制，积极收集客户需求和反馈信息，与客户研发联动

公司在锦纶面料产品开发过程中，坚持走高端产品路线，在行业中形成了较高的知名度，与很多知名品牌服装客户建立了合作关系。公司利用与产业链后端即成品面料客户合作机会，及时反馈终端客户需求，并将研发推导至产业链前端进行联动研发，增强了研发有效性。此外，公司与产业链前端供应商也建立了长期合作关系，如杜邦、英威达、巴斯夫等。公司自行研发设计的能力赢得了众多品牌客户的认可，新产品得到了广泛应用，从而加强了和客户之间的合作共赢关系，避免了与同行在低端市场的低价竞争，提升了公司的盈利能力。

（3）技术优势

行业内技术领先优势

公司自成立以来，始终坚持以人为本，以创新为发展动力，把技术创新摆在首要位置。公司通过自身研发实力以及与外部合作，在行业内已经逐步形成技术优势，并基本建立了技术攻关和产学研一体化的技术创新体系，使公司的技术水平在国内同行业保持领先水平。目前，公司在纺丝、织造、染色及后整理等各环节均形成了具有自主知识产权的核心技术，与同行业其他公司相比具有明显技术优势。

各产业链环节技术全面优势

在纺丝方面，公司根据锦纶丝自身的生产特性，引进德国、瑞士、日本、台湾等地的先进设备，合理选择工艺路线，严格控制纺丝温度、冷却条件和定型效果，运用成熟的熔融纺丝技术，生产优质产品，产品用途多样，品种变化灵活。公司产品主推旦品种，在国内较早推出受到市场欢迎的 20D/24F 经纬丝；近几年，公司加大对超细旦复丝的研发力度，为行业内较少的能生产单根纤维纤度细 (DPF) 小于 0.4 的厂家，在市场上较早推出了 15D/12F、10D/6F、锦纶 66 全消光 FDY20D/24F 等规格的超细旦复丝产品。

在织造方面，经过多年的生产实践，公司积累了丰富的锦纶织造经验并且通过不断的改进、修正形成了先进的生产工艺。公司在整、浆、并、织造、烘干及产品品质检测等各个环节均引进日本、欧洲等地先进设备，并在此基础上，结合市场需求和自己的生产工艺和技术对设备进行了改造，既解决了传统设备和工艺上存在的一些缺陷，又为公司生产工艺和产品不断创新、满足市场多元化需求奠定了基础。公司较早开发出细旦高密锦纶织造技术，所生产的锦纶坯布在平整度、均匀性、质量稳定性等各方面均优于同行，满足了客户尤其是高端客户的要求。

在染色及后整理方面，公司引进上述国家和地区成套的先进设备，并通过严格控制染料、胶料助剂品质、形成了稳定的生产工艺，保证了染色及后整理环节的技术、工艺先进性，使公司的面料在色牢度、吸湿快干、耐洗防水、高透湿、高耐水压等方面均能达到较高要求，实现了产品的高牢度、高耐磨及抗菌、抗紫外、防蚊虫等多功能的特性。同时，公司采用多项环保生产技术：染色生产过程中产生的废水经处理后大部分用于循环利用；选用环保染助剂，不含 PFOA (全氟辛烷磺酸盐)、PFOS、(全氟辛酸铵)、APEO (烷基酚聚氧乙烯醚)，满足欧盟法规对产品的环保要求。

(4) 优质客户资源优势

公司经过多年发展，培育了稳定的客户群，在客户中形成了较高的美誉度，优势稳定的客户资源为公司稳定发展建立了基础。近年来公司凭借产品开发优势、技术优势、产业链优势和产品质量优势，赢得了如迪卡侬、探路者、C&A、H&M、海澜之家、乔丹、安踏、美国维克罗等国内外知名品牌客户的信任，并与之建立了稳定的合作关系。通过与品牌客户合作、共同研究流行趋势、合作开发新产品，公司的实力得到进一步提升。

图 26：公司的品牌客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

全产业链经营+高品质产品+环保优势+优质服务+快速响应使得公司在迪卡侬供应商体系中脱颖而出，而迪卡侬也成为功能更是最重要的客户之一。

图 27：2017年上半年公司前五大客户占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：迪卡侬对台华新材的收入贡献逐年增加



数据来源：公司公告，西南证券整理

(5) 管理优势

经过多年发展，公司聚集了一批有专长、务实进取的优秀管理人才。公司主要高级管理人员从事锦纶纺织行业多年且保持稳定，积累了丰富的生产和管理经验，同时也对行业的发展趋势具有良好的专业判断能力，可以有效地把握行业方向，抓住市场机会，取得优良经营业绩。

(6) 产业集群优势

公司主要的生产经营场所位于浙江嘉兴和江苏吴江。嘉兴、吴江等长三角地区具备相对完整的化纤纺织产业链，拥有众多国内知名的化纤原材料供应商和化纤纺织企业，形成了独具特色的化纤、纺织产业集群带，如行业知名的吴江中国东方丝绸市场、绍兴的中国轻纺城等。产业集群效应使得公司在市场信息、产品研发、技术创新以及市场拓展等方面具有显著的区域优势。

3.2 公司的竞争劣势：处于资本密集型行业，上游属周期性行业

尽管公司在国内市场的业务规模和实力已处于领先地位，但未来技术研发、业务拓展、产能扩张等方面都需要以雄厚的资本为基础，公司处于资本密集型行业，未来，公司的扩张需要资金的支持。

3.3 公司的机遇：高端面料需求增长

近年来，在我国纺织工业产业结构升级的大背景下，国家一直非常重视功能性、差别化纤维及其织品以及其他高附加值纺织品的发展，“十三五”期间先后出台了多项发展规划或产业政策支持行业发展。提出了“十三五”期间纺织工业科技的重点任务，明确提出化学纤维十三五发展目标，我们认为这构成了公司的机遇：

(1) 行业增长。2016年7月，中国长丝织造协会发布《长丝织造产业“十三五”发展指导意见》，提出到2020年，我国长丝织造产业产量规模达到510亿米，年均增长3.33%，化纤长丝织物出口数量将达到140亿米，年均增长3.85%，增加产品附加值。2016年9月，工业和信息化部发布《纺织工业“十三五”发展规划》，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在6%-7%；到2020年，建设一批技术管理先进、质量体系健全、主导产品突出、品牌影响力较强的纺织行业新型工业化产业示范基地，形成3-5个产值达千亿元的世界级纺织产业集群。

(2) 政策支持。近些年，国家出台多项政策支持和鼓励体育及户外产业发展，由于锦纶成品面料在户外及运动、体育产品的广泛使用，间接推动锦纶纺织行业的发展。早在2011年3月，国家发改委发布《产业结构调整指导(2011年本)》，提出将旅游业中的休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外活动用品开发与营销服务作为鼓励发展类行业。2014年10月，国务院印发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，提出到2025年，体育产业产值将超过5万亿。该意见多次提到鼓励和支持体育产业、户外运动相关内容，相关产业的发展将刺激和带动锦纶面料行业的发展。

(3) 消费增长。从消费结构上来看，我国中高档纺织品需求将不断增长。目前，我国居民消费观念正在发生变化，消费结构正在逐步升级，人们对纺织服装的消费不再单单是为了满足最基本的需求，追求时尚、环保和功能性纺织品成为消费的主流，人们对中高档纺织

服装需求不断增长。消费结构的升级，将拉动对锦纶面料需求的快速增长。从消费能力来看，我国居民收入不断增长为我国纺织品消费增长提供了强大购买力。

(4) 公司存在突破其他客户的可能。公司目前已经成功进入迪卡侬的核心供货商队列，随着公司未来产能的持续提升和技术优势的保持，公司有望在客户拓展上持续突破。

3.4 公司的挑战：与机遇相伴，更考验管理能力

(1) 资金瓶颈

公司未来三年面临产能扩张、产品结构调整、加大研发投入和进一步拓展市场的任务，需要大量的资金投入。虽然公司目前盈利能力较强，但依靠自身经营积累难以满足规模快速扩张的资金需要，因此，能否进一步拓宽公司的融资渠道，获得充足的发展资金，将成为公司发展规划顺利实施的关键所在。

(2) 管理能力

随着业务和规模的快速增长，公司的管理水平将面临挑战。特别是在公司发行上市并迅速扩大经营规模以后，公司的组织结构和管理体系势必进一步复杂化。在募投项目的实施和未来的运作过程中，公司各项内部控制制度和组织管理体系都需要不断完善。

(3) 人才制约

募投项目的实施将增加公司对新产品研发、技术设备、市场营销、企业管理等方面的高度人才的需求，若不能有效及时地引入公司所需人才，将对公司未来的发展计划造成不利影响。

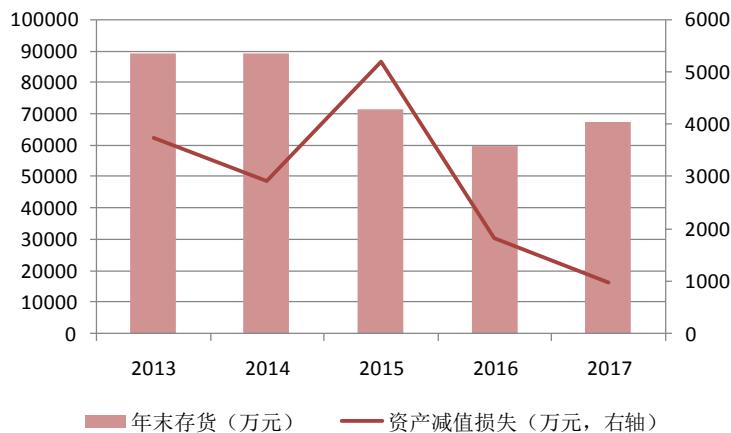
(4) 环境制约

公司厂区距离居民生活区较近，对公司的环保提出了较高要求。公司对污水、废气、噪声等各种污染源投入大额资金进行治理，并在新建项目的时候进行整体考虑。未来环境保护和业绩共同增长是公司需要实现的双目标。

(5) 存货管理

公司历史上由于产品价格持续下跌，曾经出于审慎原则计提存货跌价损失。未来随着公司产能规模的继续扩大，对于公司的存货管理要求提出了更高的挑战。

图 29：公司近三年存货规模得到控制，资产减值损失也控制得当

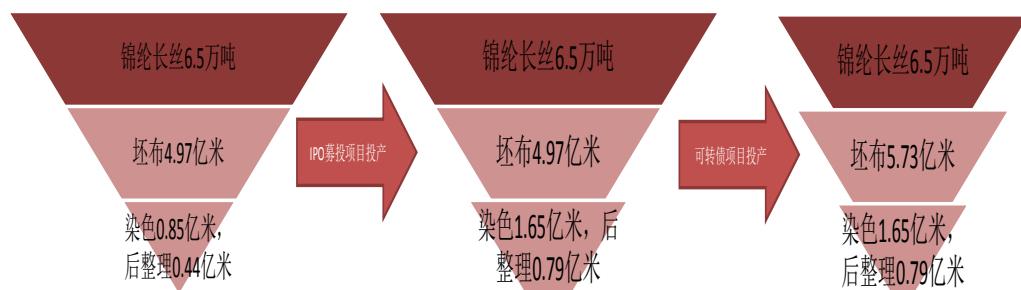


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 未来随着产能的释放，业绩有望增长

随着公司未来坯布、面料的产能在 2018、2019 年逐步投放，公司的产业链布局将会从头重脚轻变为相对均衡，公司业绩预计实现稳定的增长。

图 30：随着公司产能释放，产业链发生变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为随着公司产能的逐步投放，尤其是高毛利率环节的产能逐步提升，公司未来综合毛利率将会有所提升。

图 31：随着公司产能释放，预计未来毛利率将会持续提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 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 11：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
锦纶成品面料	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%
	收入	436.0	550.0	819.0	1080.0
涤纶成品面料	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%
	收入	360.6	393.6	578.2	700.0
其他	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%
	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

6 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	净利润率	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%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.74	1.65	1.81	2.60
EBITDA	649.22	742.13	900.95	1072.23	速动比率	1.07	0.90	1.02	1.51
PE	22.41	17.75	14.24	11.69	股利支付率	9.17%	15.84%	16.05%	16.41%
PB	3.60	3.07	2.60	2.19	每股指标				
PS	3.01	2.78	2.40	2.10	每股收益	0.67	0.85	1.05	1.28
EV/EBITDA	12.58	11.27	9.16	7.30	每股净资产	4.17	4.88	5.76	6.84
股息率	0.41%	0.89%	1.13%	1.40%	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

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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	wyheng@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
	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
广深	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	yyl@swsc.com.cn