

延江股份(300658.SZ)

纺织品和服装

评级：买入 首次评级

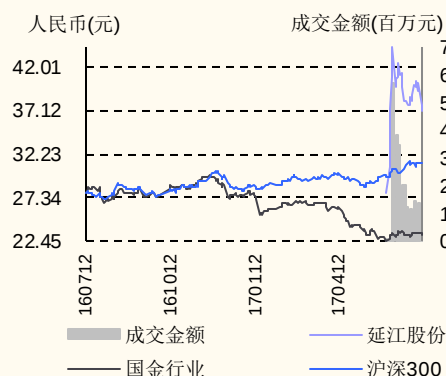
公司深度研究

市场价格(人民币): 37.08 元
 目标价格(人民币): 45.00-45.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 25.00
 总市值(百万元) 3,708.00
 年内股价最高最低(元) 44.20/27.95
 沪深 300 指数 3670.81



技术销售壁垒夯实业绩提升，跨区域扩品类打开增长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.853	1.192	1.105	1.431	1.863
每股净资产(元)	2.34	3.31	7.97	9.40	11.27
每股经营性现金流(元)	1.01	1.11	1.46	1.40	1.76
市盈率(倍)	0.00	0.00	33.54	25.90	19.90
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	51.23%	39.78%	23.62%	29.49%	30.18%
净资产收益率(%)	36.42%	36.01%	13.86%	15.22%	16.54%
总股本(百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **快消品巨头高端产品面层材料稀缺供应商，业绩增速高：**延江股份为国内极少数进入快消品巨头高端产品系列的供应商之一，公司主要从事一次性卫生用品面层材料的研发、生产和销售，主要产品为 3D 打孔无纺布和 PE 打孔膜，2014 年-2016 年净利润增长率分别为 98.3%、51.2%、39.8%，业绩增速高，毛利率（约 36%）高于行业平均。
- **核心技术、销售壁垒保证业绩持续高增长：**核心技术壁垒深厚，目前拥有研发人员 107 人，占比 12.51%，2014-2016 年研发投入占营收 5% 左右，远高于国内同行，持续高研发投入、新产品开发巩固技术壁垒。主要客户供应体系的认证流程标准严格、耗时长、更换供应商成本高，叠加深谙客户体系语言的专业销售团队，公司拥有的销售壁垒同样深厚。
- **中国面层材料市场规模有望达百亿量级，消费升级趋势下，打孔无纺布渗透率将进一步提升：**根据欧睿数据，2016 年-2020 年纸尿裤市场 CAGR 为 23.5%，据估算 2020 年中国面层、底层材料市场空间有望达到人民币 85.4 亿-170.8 亿元，目前打孔无纺布的市场占有率仅在 5%-10% 之间，消费升级趋势下，叠加龙头品牌的示范效应，打孔无纺布的渗透率将稳步提升，带动业绩快速增长。
- **募投产能夯实业绩增长基础，跨区域+扩品类进一步打开增长空间：**目前业绩受产能制约较大，本次募投项目实现 2.2 万吨产能增长，埃及工厂进展顺利，公司也在积极考虑其它区域的布局，以解决产品国际运费高以及配套响应问题，推动公司进一步融入客户全球采购体系。消费升级趋势下，公司拟扩展以纯棉水刺为材料的湿纸巾、卫生巾（已在用）、护垫等产品，另外产品也可以向导流层材料扩展。海外开拓和品类的扩展进一步打开公司的业绩增长空间。

姜琳

联系人
 jiang_lin@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)60230230
 zhangbin@gjzq.com.cn

投资建议

- 公司为国内为数不多的进入到国际消费品巨头高端产品的优质供应商，关键制造技术壁垒深厚，好团队高研发投入夯实公司竞争力。消费品巨头对于面层材料的高认证壁垒进一步保证公司的持续增长。2020 年面层材料市场有

望达百亿，在消费升级趋势下，打孔无纺布渗透率将进一步提升。在现有及募投产能保证的高增长基础上，潜在的扩品类跨区域发展进一步打开公司业绩增长空间。根据现有及募投产能，我们预测 17-19 年公司净利润增速为 24%、29%、30%，EPS 为 1.10 元、1.43 元、1.86 元，对应 PE 为 34X、26X、20X。首次覆盖给予“买入评级”，目标价 45 元（对应 2018 年 31X）。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 45 元目标价位，相当于 2018 年 31X。

风险

卓德嘉等国际厂商在国内开设面层材料打孔无纺布生产线，出现订单转移；其他更符合下游客户需求的新材料的出现；原材料价格大幅波动。

内容目录

一、公司介绍——一次性卫生用品面层材料龙头供应商.....	5
1. 公司主要业务——一次性卫生用品面层材料研发、生产和销售.....	5
2. 公司主要产品：打孔无纺布&PE 打孔膜.....	6
3. 股权结构及公司高管情况.....	10
4. IPO 募投项目情况.....	10
二、一次性卫生用品行业空间、格局&趋势.....	11
1. 市场空间：卫生巾趋于饱和，纸尿裤/布仍有巨大空间.....	11
2. 品牌格局：欧美日本品牌集中度高，国内品牌集中度有望提升.....	12
3. 消费趋势：消费升级引领高端产品渗透率提升.....	13
三、面层材料行业空间、格局&趋势：百亿市场规模，打孔无纺布渗透率望提升.....	14
1. 国内面层材料市场规模将达百亿量级.....	14
2. 面层材料供应商格局：国内打孔无纺布面层材料供应稀缺.....	14
3. 面层材料趋势：下游需求高端化趋势明显，打孔无纺布渗透率望提升.....	15
四、看未来：强壁垒+高端市场渗透率提升+扩品类跨区域打开业绩增长空间.....	15
1. 公司关键技术壁垒深厚，好团队高研发投入保证持续竞争力.....	15
2. 进入优质下游客户高端产品领域，高门槛缔造销售壁垒.....	16
3. 面层材料将达百亿市场规模，打孔无纺布渗透率持续提升.....	17
4. 募投产能有序释放，夯实未来业绩增长基础.....	18
5. 跨区域+扩品类打开业绩增长空间.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	18
1. 核心假设.....	18
2. 盈利预测.....	19
3. 估值及投资建议.....	19
六、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：卫生巾构成示意图.....	5
图表 2：纸尿裤构成示意图.....	5
图表 3：一次性卫生用品面层材料种类介绍.....	5
图表 4：一次性卫生用品面层材料的后加工处理介绍.....	6
图表 5：延江股份近年主要产品销售比例.....	6
图表 6：延江股份打孔无纺布介绍.....	7
图表 7：打孔无纺布销售收入及增速.....	7
图表 8：打孔无纺布销售数量及增速.....	7
图表 9：打孔无纺布单价及毛利率.....	8
图表 10：打孔无纺布卫生巾及纸尿裤占比.....	8

图表 11: 延江股份 PE 打孔膜介绍.....	8
图表 12: PE 打孔膜销售收入及增速.....	9
图表 13: PE 打孔膜、塑料米单价及毛利率.....	9
图表 14: 延江股份无纺布腰贴介绍.....	9
图表 15: 无纺布腰贴销售收入及增速.....	9
图表 16: 无纺布腰贴销售数量及单价.....	9
图表 17: 延江股份复合膜介绍.....	10
图表 18: 延江股份股权结构图.....	10
图表 19: 延江股份控股子公司业务情况.....	10
图表 20: 延江股份募投项目情况（单位：万元）.....	10
图表 21: 中国人均可支配收入数据.....	11
图表 22: 中国卫生巾市场规模及增速.....	11
图表 23: 中国新生儿数量及预测.....	11
图表 24: 中国纸尿裤/纸尿布规模及增速（百万人民币）.....	11
图表 25: 2016 年中国卫生巾市场份额情况.....	12
图表 26: 2016 年中国纸尿布/纸尿裤市场份额情况.....	12
图表 27: 2016 年日本卫生巾市场份额情况.....	12
图表 28: 2016 年日本纸尿布/纸尿裤市场份额情况.....	12
图表 29: 2016 年美国卫生巾市场份额情况.....	13
图表 30: 2016 年美国纸尿布/纸尿裤市场份额情况.....	13
图表 31: 2016 年德国卫生巾市场份额情况.....	13
图表 32: 2016 年德国纸尿布/纸尿裤市场份额情况.....	13
图表 33: 好奇产品型号及其面层材料使用情况.....	13
图表 34: 中国卫生巾面层及底层材料市场规模估算.....	14
图表 35: 中国纸尿裤/布面层及底层材料市场规模估算.....	14
图表 36: 面层材料行业厂商情况.....	14
图表 37: 妇女卫生用品面层材料发展历程.....	15
图表 38: 妇女卫生用品面层材料区域偏好.....	15
图表 39: 延江股份 2014-2016 年研发投入情况.....	16
图表 40: 延江股份研发项目情况.....	16
图表 41: 2014-2015 年公司前五大客户情况.....	17
图表 42: 公司主要客户中国市场卫生巾市占率情况.....	17
图表 43: 公司主要客户纸尿布/裤中国市场市占率情况.....	17
图表 44: 延江股份生产线情况.....	18
图表 45: 收入拆分（单位：百万元）.....	19

一、公司介绍——一次性卫生用品面层材料龙头供应商

1. 公司主要业务——一次性卫生用品面层材料研发、生产和销售

延江股份主要从事一次性卫生用品（妇女卫生用品、婴儿纸尿裤等）面层材料的研发、生产和销售。公司主要产品为 3D 打孔无纺布和 PE 打孔膜，其中 3D 打孔无纺布业已应用于高端纸尿裤的面层及底层材料。公司主要客户包括国内外卫生用品龙头企业。延江股份是国内极少数进入下游客户高端产品领域的供应商之一，公司是应用于高端纸尿裤/布上的打孔无纺布面层材料的主要供应商（其它供应商的打孔无纺布产品可做底层材料）。根据中国造纸协会的统计，按销量计，2014 年公司的 3D 打孔无纺布、PE 打孔膜在国内厂商中排名第一。

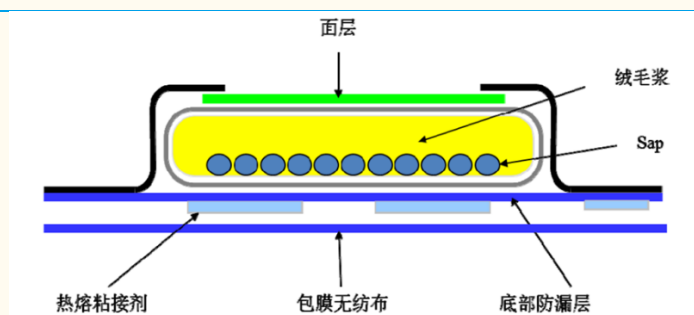
（注：根据公司要求隐去客户名称，下文出现的 A 客户为公司目前第一大客户，B 客户为国内卫生用品巨头，C 客户为国际快消品巨头）

1.1 一次性卫生用品的组成及构造

妇女卫生用品，即妇女经期卫生用品。在构造上，卫生巾可分为面层、吸收芯体、底层和包膜层。面层与使用者的皮肤直接接触，主要功能是使液体能快速渗透并有效阻止回渗，保持卫生巾表层干爽。

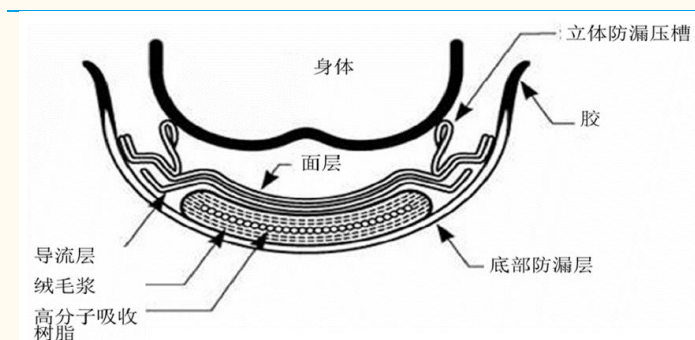
一次性纸尿裤，也称为一次性抛弃式免洗尿布，根据用户群体的不同又可以分为婴儿纸尿裤和成人失禁用品两大类；按照具体产品的外观特征可以分为纸尿裤、纸尿片和纸尿垫（护理垫），目前国内一次性纸尿裤市场主要以婴儿纸尿裤为主。纸尿裤的构造通常包括面层、导流层、吸收芯体和底层这四个部分。其中，面层与使用者的皮肤直接接触，主要功能是使液体能快速渗透并有效阻止回渗，保持尿裤表层干爽，目前主要材料是透气无纺布。

图表 1：卫生巾构成示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：纸尿裤构成示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 面层材料的种类及后加工处理

面层材料的柔软性、干爽性、舒适性、吸收性和透气性等性能指标对于一次性卫生用品的品质和消费体验起着决定性的作用。按大类划分，一次性卫生用品面层材料主要有无纺布和 PE 打孔膜两大类。

图表 3：一次性卫生用品面层材料种类介绍

分类	材料	工艺	特点	用途
无纺布	长纤无纺布	纺粘无纺布	强力大，价格低	卫生巾、纸尿裤的底层材料、包裹材料及中低端产品的面层材料
	短纤无纺布	热轧成型	强力低，弹性少，透水性好	较少应用于一次性卫生用品的面层材料
		热风成型	柔软性好，亲肤效果好	高端卫生巾、纸尿裤产品的面层材料
PE 打孔膜			干爽性好，价格低	卫生巾主要面层材料之一

来源：公司公告，国金证券研究所

在面层材料的后加工处理工艺上，目前国际上比较成熟并且得到广泛应用的技术主要是印刷、压花和打孔。

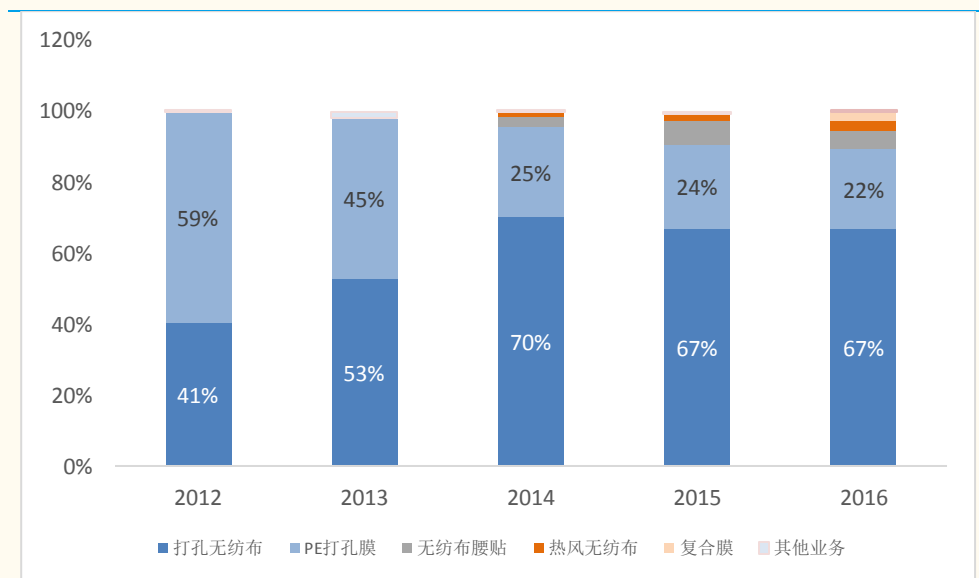
图表 4：一次性卫生用品面层材料的后加工处理介绍

技术	作用	评价
印刷	通过印刷，面层材料上可以加入图案及色彩，带来视觉美感，增加产品差异度	难度小，应用范围较广，对面层材料性能提升有限
压花	提供精美图案；减少直接接触面积，使触感更加柔软；减少材料表面黏连，提高舒适度	难度小，应用范围较广，对面层材料性能提升有限
打孔	不同孔型设计对面层材料的性能提升作用差别巨大，“锥形”最有效	技术复杂程度高，生产工艺的精细化程度高，掌握技术并能大规模商业应用的厂商少

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 公司主要产品：打孔无纺布&PE 打孔膜

图表 5：延江股份近年主要产品销售比例

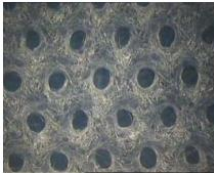


来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 国内打孔无纺布面层材料龙头供应商

延江股份于 2006 年研发成功 3D 锥形机械打孔技术，在打孔无纺布面层材料领域，公司目前是国内主要的供应商，公司的打孔无纺布技术大幅领先于同行。通过 3D 锥形打孔，公司打孔无纺布作为面层材料在加快液体下渗速度的同时又可有效阻止液体回流，既解决了传统 PE 打孔膜触感较差的缺点，也解决了原有无纺布干爽性较差的缺点，从而兼具干爽、透气、柔软的效果和良好的观感，可有效地提升终端产品的档次。目前，公司对外销售的 3D 打孔无纺布主要是 3D 打孔热风无纺布，产品应用于 A 客户、B 客户等知名企业的卫生巾、纸尿裤高端产品的面层和底层材料。此外，公司亦根据市场需求正逐步推广 3D 打孔粘无纺布。

图表 6：延江股份打孔无纺布介绍

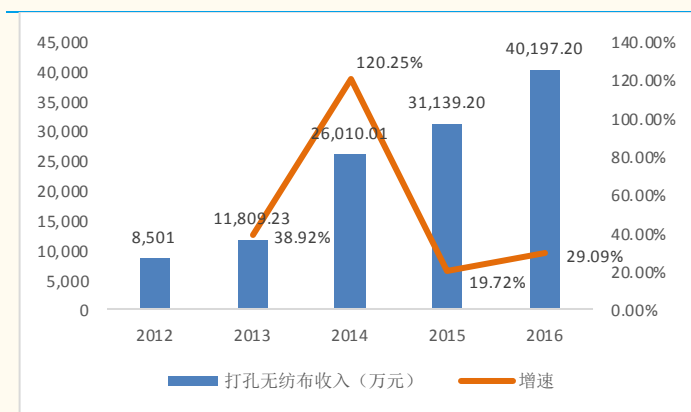
产品名称	产品图片	主要性能及特点	用途
3D 打孔热风无纺布		降低直接接触的面积， 同时在吸收层和面层间 形成空气层； 加快液体的下渗速度， 孔型较大使粘稠的液体 更易穿过，更加卫生； 吸收速度稳定性加强， 通过机械引导的方式使 多次吸收持续稳定； 配合相关孔形设计，外 观更时尚与美观	一次性卫生用品的面 层、导流层和底层
3D 打孔纺粘无纺布		3D 开孔设计，降低了 直接接触面积，加快了 液体的下渗速度，增加 了舒适性可以用于纸尿 裤外层，增加触感柔软 舒适性和透气性	一次性卫生用品的面 层和底层

来源：公司公告、国金证券研究所

公司近年打孔无纺布销售收入快速增长，2016 年实现销售收入 4 亿元，较 2015 年增长 29.1%。其中，销售数量的增长抵消了销售单价的下降。2014 年至 2016 年，销售数量从 7,690 吨增长到 12,696 吨，单价从 3.38 万元/吨下降到 3.17 万元/吨（下游厂商有成本要求）。由于原材料 ES 纤维的价格下跌（从 2014 年的 1.39 万元/吨下降到 2016 年的 1.23 万元/吨），公司打孔无纺布毛利率保持相对稳定。下游需求主要来自纸尿裤（裤）的快速增长。

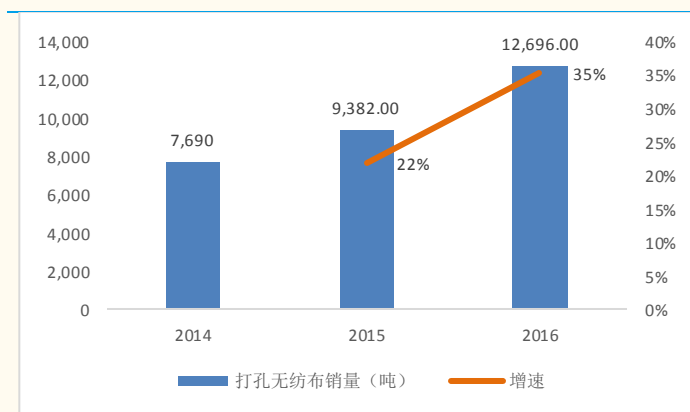
2016 年打孔无纺布销售收入的大幅增长主要来自纸尿裤及卫生巾。纸尿裤方面，A 客户继续扩大打孔无纺布在其纸尿裤产品上的应用，中国地区的好奇铂金装面层材料全部使用公司的打孔无纺布，并开始应用于部分铂金装型号底层材料以及金装型号的面层及底层材料；部分韩国好奇高端产品也开始使用公司打孔无纺布。日本大王等国际厂商也开始大量使用公司的产品。卫生巾方面，公司为韩国 YK、C 客户等高端的卫生巾产品提供面层材料。

图表 7：打孔无纺布销售收入及增速



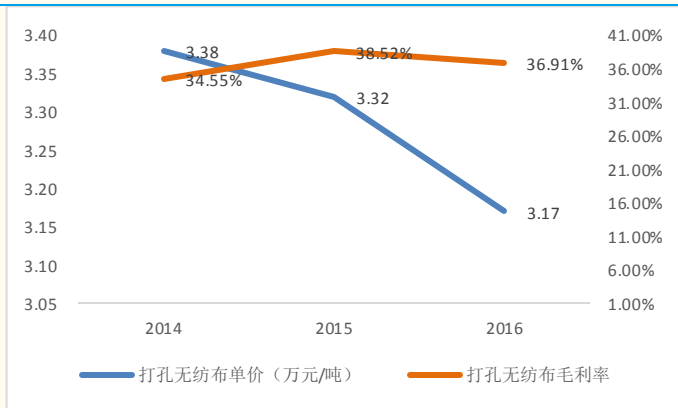
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：打孔无纺布销售数量及增速



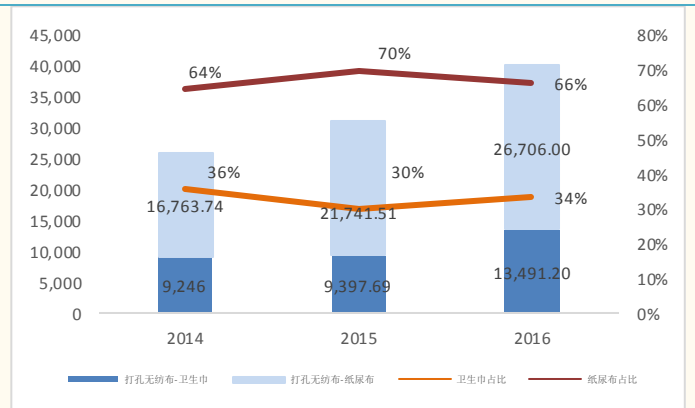
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：打孔无纺布单价及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：打孔无纺布卫生巾及纸尿裤占比

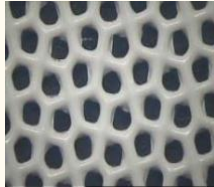


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 PE 打孔膜供应 C 客户高端产品，今年产能利用率将提升

公司的 PE 打孔膜生产起步较早，目前该产品主要有真空打孔和机械打孔两种工艺技术。通过真空打孔技术生产出来的 PE 打孔膜主要是 3D 真空成型打孔膜，独特的开孔设计减少了直接接触面积，增加了材料的舒适感。公司创造性地将 3D 机械打孔技术应用到 PE 打孔膜的生产当中，将 3D 真空成型打孔膜（具有小孔）经机械打孔技术加工形成表面兼具大孔（目数为 5-15 目）和小孔（目数为 20-100 目）的 3D 机械成型打孔膜，大孔可快速吸收并加快液体下渗速度，小孔减少直接接触面积，大幅提升和改善了产品性能。

图表 11：延江股份 PE 打孔膜介绍

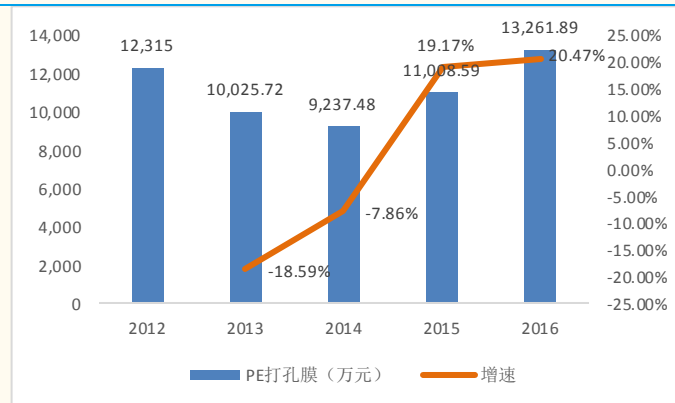
产品名称	产品图片	主要性能及特点	用途
3D 真空成型打孔膜		表面具有漏斗形开孔，开孔密度大，利于体液穿透，孔型可根据客户需求改变通过调整配方，增加柔软和渗透性能；通过表面微观处理，减少了直接接触面积，使人在使用时感觉更加干爽，舒适	妇女卫生用品的面层和导流层，及医疗和食品包装中
3D 机械成型打孔膜		采用真空和机械两次成型工艺，触感柔软舒适；大小孔设计：大孔快速吸收，小孔减少皮肤接触，增加透气性，提高舒适度	妇女卫生用品的面层

来源：公司公告，国金证券研究所

2015 至 2016 年 PE 打孔膜的销售收入分别增长了 19.17%、20.47%。主要因为 C 客户高端产品的推出，使得公司 2015 年及 2016 年 PE 打孔膜的销量及销售价格均有所上升。2014 至 2016 年公司对 C 客户销售 PE 打孔膜分别实现销售收入 2,591.28 万元、4,249.69 万元、7,112.56 万元。

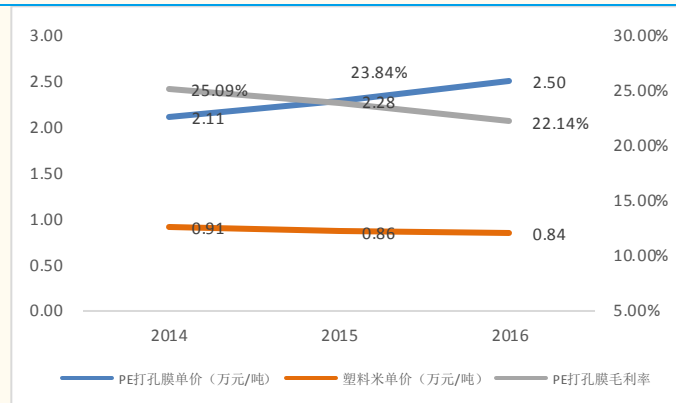
原料塑料米价格下降而公司 PE 打孔膜价格上升的主要原因是：2015 年公司专为 C 客户高端产品开发的 C270 产品开始供货，该产品采用真空打孔及机械反向打孔的方式，大幅提高了产品的性能和品质，销售单价较高，使得 2015 年、2016 年公司 PE 打孔膜平均销售单价有所提高。剔除上述 C270 项目的影响，2014 年、2015 年和 2016 年 PE 打孔膜的销售单价分别为 2.11 万元/吨、2.02 万元/吨和 2.09 万元/吨。

图表 12: PE 打孔膜销售收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: PE 打孔膜、塑料米单价及毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 无纺布腰贴

公司于 2014 年推出无纺布腰贴产品。无纺布前腰贴是尿裤闭合系统的组成单元, 它与魔术扣成套使用, 将尿裤吸收、防漏系统系于使用者腰部, 并可随时打开检查和重新系上。在近两年里, 快速应用于尿裤产品的升级换代。

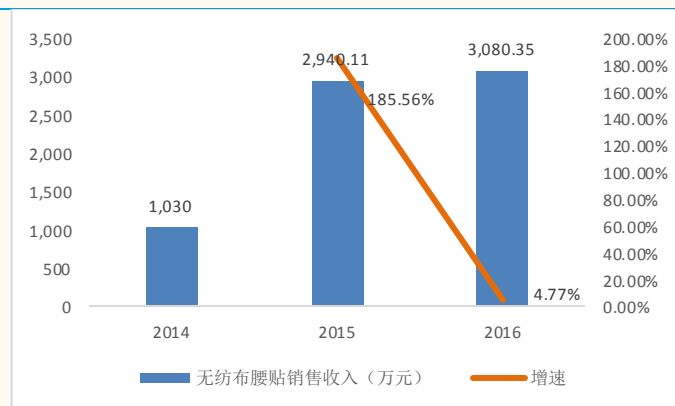
图表 14: 延江股份无纺布腰贴介绍

产品名称	产品图片	主要性能及特点	用途
无纺布腰贴		具有无纺布的优点, 触感柔软; 透气、舒适, 使用时减少噪音	纸尿裤的闭合系统

来源: 公司公告, 国金证券研究所

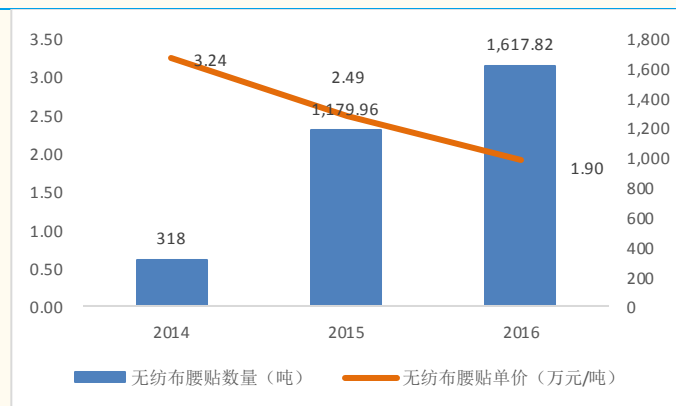
2015 至 2016 年公司无纺布腰贴销售收入涨幅不大, 主要因为销售量上升抵消了单价的下降。

图表 15: 无纺布腰贴销售收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 无纺布腰贴销售数量及单价



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.4 复合膜

复合膜是公司 2016 年的新产品, 融合 PE 打孔膜和无纺布的性能优点。复合膜可以进一步进行打孔处理, 形成打孔复合膜, 应用于卫生巾或护垫的面层或外层, 也可以用于左右贴中。2016 年公司复合膜产品实现销售 1,464.82 万元, 主要销售给 C 客户。

图表 17：延江股份复合膜介绍

产品名称	产品图片	主要性能及特点	用途
复合膜		结合无纺布和打孔膜的优点，既触感柔软，减少塑感，又干爽舒适；可用于 hook（配套腰贴使用），增加柔软触感	主要用于卫生巾、护垫的面层、外层和 Hook 等

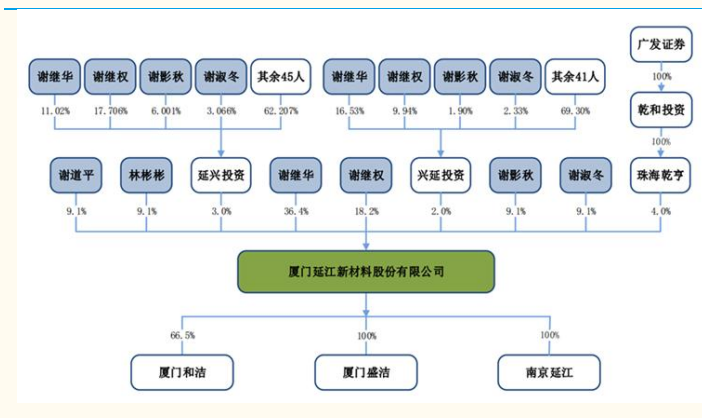
来源：公司公告，国金证券研究所

3. 股权结构及公司高管情况

公司控股股东、实际控制人为谢氏家族谢继华先生、谢继权先生、谢影秋女士、谢淑冬女士、谢道平先生和林彬彬女士六人。谢氏家族六人直接持有延江股份 91%股份，通过延兴投资和兴延投资间接持有延江股份 1.75%股份。延兴投资和兴延投资为员工持股公司。谢氏家族六人于 2017 年 3 月 1 日补充签订了《一致行动协议》，有效期自签署之日起至各方均不再直接或间接持有公司的股份之日止。本次发行前，公司总股本 7,500 万股，发行后总股本为 10,000 万股。发行后谢氏家族持股比例下降为 69.56%。

公司董事长谢继华先生是研发带头人。谢继华先生厦门大学化学系高分子化学专业学士、东华大学化学纤维系化学纤维专业硕士，具有 20 年的行业从业经验。曾任厦门华纶化纤有限公司工艺工程师、晋江舒雅妇幼用品有限公司副总经理、北京倍舒特妇幼用品有限公司副总经理。公司董事、常务副总经理方和平先生具有 15 年的行业从业经验。曾任广州宝洁有限公司护舒宝大中国区供应经理。

图表 18：延江股份股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：延江股份控股子公司业务情况

子公司名称	成立日期	主营业务
厦门和洁	2010 年 4 月 30 日	无纺布腰贴的研发、生产及销售；
厦门盛洁	2010 年 4 月 30 日	生产热风无纺布；热风无纺布是公司打孔无纺布的主要原材料
南京延江	2015 年 5 月 25 日	打孔无纺布的生产及销售。产品就近供应 A 客户南京公司、尤妮佳以及 B 客户中原地区公司等客户。

来源：公司公告，国金证券研究所

4. IPO 募投项目情况

公司现有打孔无纺布产能为 1.6 万吨，此次 IPO 募集资金将投资于年产 2.2 万吨打孔无纺布项目，包括 25 条生产线以及 2 条实验线。随着未来产能有序投放，收入将实现持续增长。

图表 20：延江股份募投项目情况（单位：万元）

项目投资总额	募集资金投入	募集资金运用计划			
		第一年	第二年	第三年	第四年
43,403.13	43,403.13	18,142.70	13,248.43	8,578.50	3,433.50

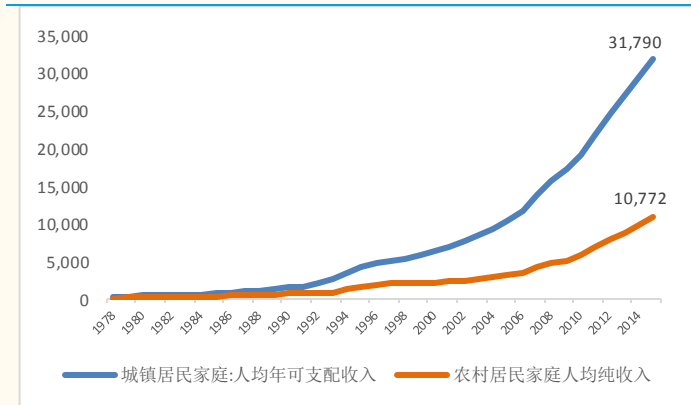
来源：公司公告，国金证券研究所

二、一次性卫生用品行业空间、格局&趋势

1. 市场空间：卫生巾趋于饱和，纸尿裤/布仍有巨大空间

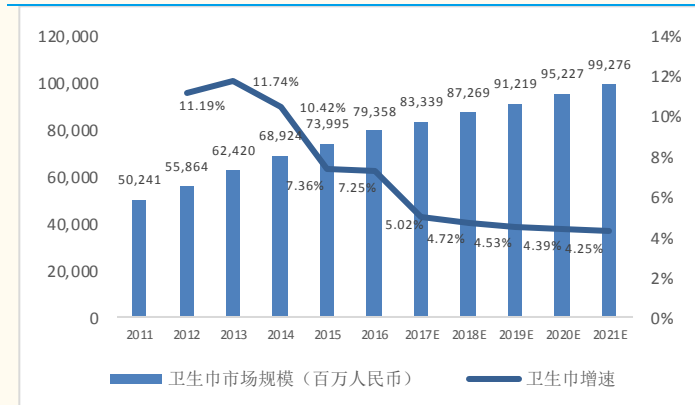
卫生巾方面，市场渗透率已经较高。随着人均收入的提高，1990年至2015年，我国女性卫生巾消费量从28亿片增加到817.2亿片，市场渗透率则由5%提高到86.9%。全球卫生巾市场渗透率约为50%（2014年数据）。

图表 21：中国人均可支配收入数据



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：中国卫生巾市场规模及增速



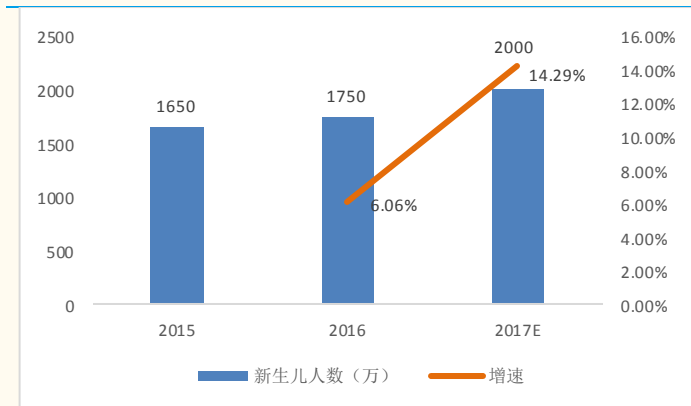
来源：Euromonitor，国金证券研究所

纸尿裤/布方面，市场渗透率仍然有较大的提升空间和潜力。2015年我国婴儿纸尿裤的市场渗透率由2014年的41.0%上升到46.0%。来自中国婴童网的数据显示，在北京、上海以及广州等大城市，婴儿纸尿裤的渗透率已经达到80%左右；二三线城市居民渗透率在50%左右；农村等偏远地区市场渗透率更低。人均每日消费量方面，中国为3片/日/人，日本为4.9片/日/人，欧美高达5.6片/日/人。全球婴儿纸尿裤的市场渗透率约为25%（2014年）。

根据Euromonitor，2020年中国卫生巾市场规模达到952亿人民币，全球市场规模达到2,185亿人民币。受益于全面二胎政策的落地，中国婴儿纸尿裤/布的市场规模将达到756亿人民币，纸尿裤规模将达659亿，全球市场达到3,237亿人民币。纸尿裤2017-2019年增速分别为28%、23%、22%。

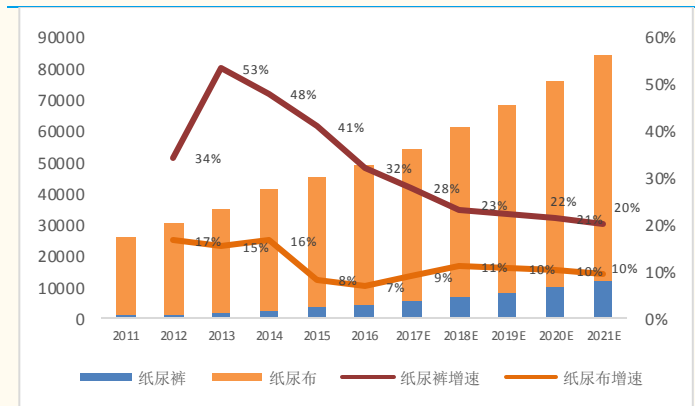
打孔无纺布的市场占有率仅占面层材料的5%-10%之间。一次性卫生用品面层材料市场上用量最大的仍是不打孔的无纺布。随着打孔无纺布生产效率的提升，生产成本的降低，以及A客户等国际巨头的示范带动，未来将有更多的厂商推出以打孔无纺布为面层材料的产品，打孔无纺布的市场占有率将得到进一步提升。

图表 23：中国新生儿数量及预测



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 24：中国纸尿裤/纸尿布规模及增速 (百万人民币)



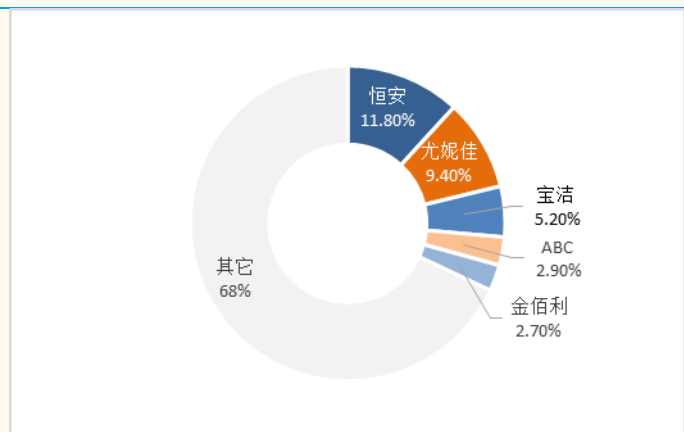
来源：Euromonitor，国金证券研究所

2. 品牌格局：欧美日本品牌集中度高，国内品牌集中度有望提升

根据 Euromonitor 数据，欧美市场、日本的品牌集中度较高，日本前五大品牌基本占据 90% 以上的市场份额，欧美市场前三、四大品牌也占据 90% 以上的市场份额。

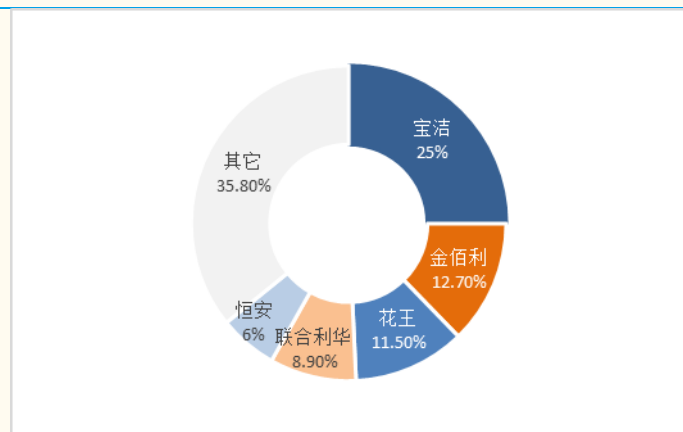
但是在中国 2016 年中国市场卫生巾市场前五大厂商仅占据 32% 的市场份额，纸尿裤/纸尿裤市场前五大厂商占据 64.1% 的市场份额。主要原因是卫生巾和纸尿裤的行业进入门槛较低，在渠道端中国母婴商店趋向于选择国内生产品牌以获得更高的加价率和更大的盈利空间。在消费升级的趋势下，市场份额趋于向品质更高的大品牌集中，该趋势也有利于高端面层材料供应商业业务增长。

图表 25：2016 年中国卫生巾市场份额情况



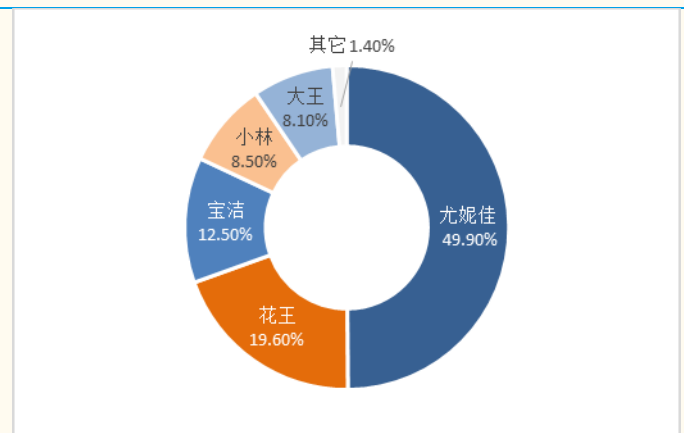
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 26：2016 年中国纸尿裤/纸尿裤市场份额情况



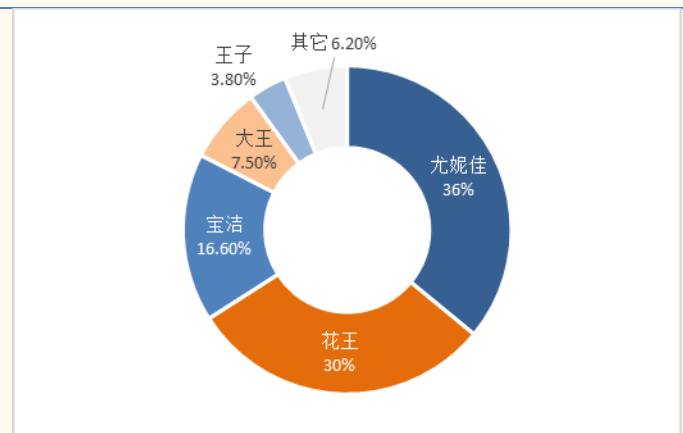
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 27：2016 年日本卫生巾市场份额情况



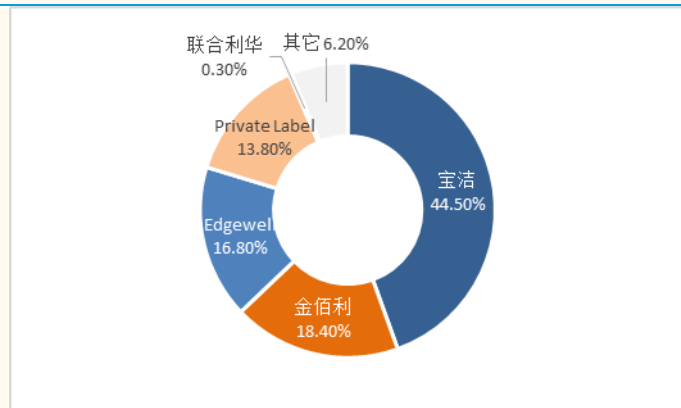
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 28：2016 年日本纸尿裤/纸尿裤市场份额情况



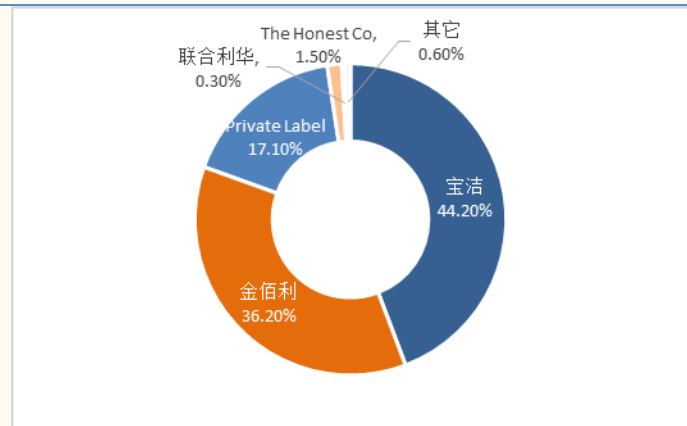
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 29：2016 年美国卫生巾市场份额情况



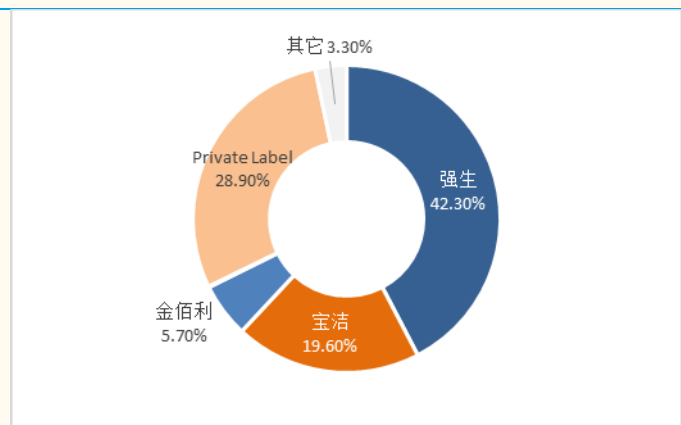
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 30：2016 年美国纸尿裤/纸尿裤市场份额情况



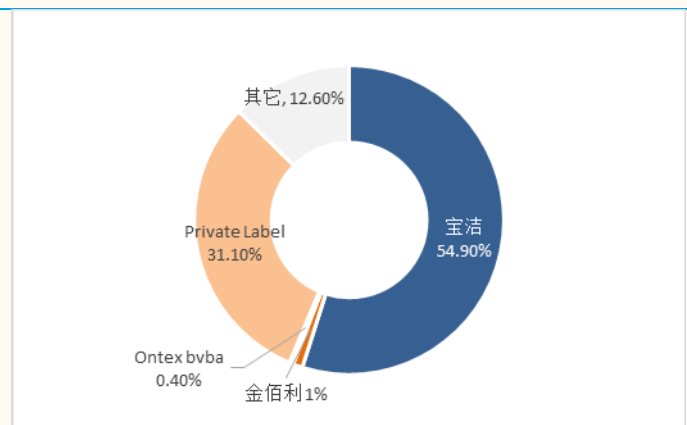
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 31：2016 年德国卫生巾市场份额情况



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 32：2016 年德国纸尿裤/纸尿裤市场份额情况



来源：Euromonitor，国金证券研究所

3. 消费趋势：消费升级引领高端产品渗透率提升

随着人均可支配收入的增加，在需求方面，中国市场对高档、超高档纸尿裤的需求不断扩大。比如，从 2012 年开始，价格为中国本地产品 1.7 倍左右的超高档纸尿裤的需求开始不断扩大（根据“刘琼，宝洁误读中国中产付出代价”）。高端纸尿裤成为市场“黑马”，年增长率达 30%-40%，份额从 2010 年的不足 10%扩大到 2013 年的 15%（根据“纸尿裤江湖：嗅到了冬天的气息”）。国际厂商示范效应方面，A 客户继续扩大打孔无纺布在其纸尿裤产品上的应用

目前纸尿裤面层材料主要以无纺布为主，最近几年 A 客户、B 客户等纷纷在其高端系列纸尿裤中使用延江股份的 3D 打孔无纺布作为面层材料，产品推出后受到市场高度认可。在 A 客户和 B 客户的推动下，打孔无纺布不仅作为高端面层材料得到快速的发展，而且业已逐步应用于部分高端产品的底层材料。

图表 33：好奇产品型号及其面层材料使用情况

型号	图片	价格区间（元/片）	均价（元/片）	面层材料
好奇铂金装		0.94-4.38	2.01	打孔无纺布

好奇金装		0.83-2.82	1.49	打孔无纺布
好奇银装		0.65-1.89	1.18	非打孔无纺布

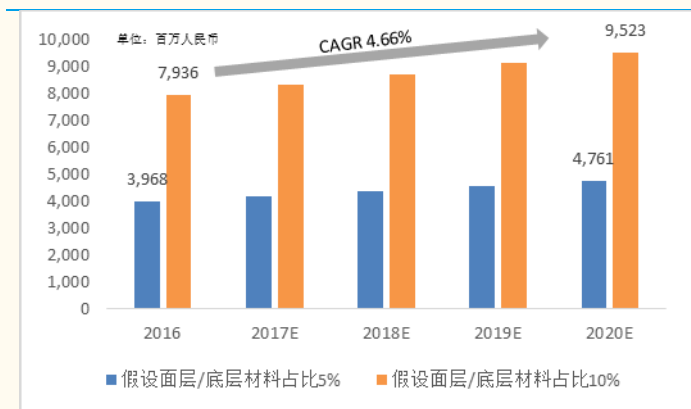
来源：JD.com，国金证券研究所

三、面层材料行业空间、格局&趋势：百亿市场规模，打孔无纺布渗透率望提升

1.国内面层材料市场规模将达百亿量级

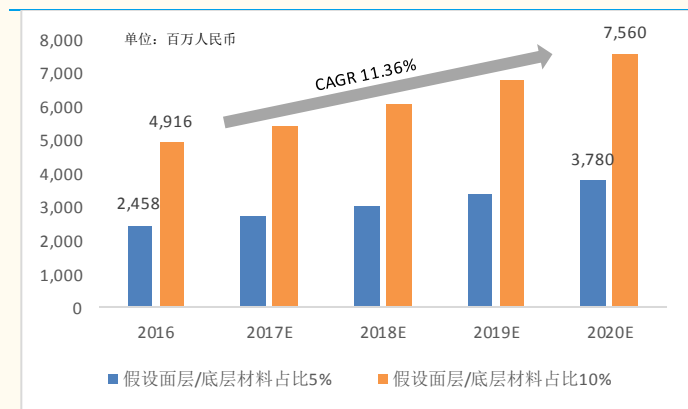
根据 Euromonitor，2020 年中国卫生巾市场规模将达到 952 亿人民币，2016 年至 2020 年复合增长率 4.66%；，纸尿裤/裤的市场规模将达到 756 亿人民币，复合增长率 11.36%，单看纸尿裤的复合增长率为 23.5%。根据公司招股说明书，面层和底层材料合计占卫生巾和纸尿裤的最终售价的 5%-10%，据此估算，2020 年中国面层材料和底层材料市场空间将达到人民币 85.4 亿-170.8 亿元。

图表 34：中国卫生巾面层及底层材料市场规模估算



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：中国纸尿裤面层及底层材料市场规模估算



来源：公司公告，国金证券研究所

2.面层材料供应商格局：国内打孔无纺布面层材料供应稀缺

以德国 RKW，美国卓德嘉 (Tredegar) 和普杰集团 (PGI)、日本 JNC 和以色列 AVGOL 为代表的大型企业属于行业的第一梯队。国内以北京大源非织造有限公司和上海丰格无纺布有限公司为代表的业内领先企业在传统面层材料上具有较强的规模优势和技术优势，已进入国际和国内卫生用品龙头企业的全球采购体系。

目前国内面层材料打孔无纺布供应商主要为延江股份，相对其他产品的供应商来说比较稀缺。

图表 36：面层材料行业厂商情况

厂商	估值 (PE)	看点	主打产品	产量/收入	中国布局情况	客户
RKW	-	欧洲最大的塑料薄膜挤出商	聚乙烯、聚丙烯薄膜，无纺布和网状制品	全球收入 11 亿美元	-	-
卓德嘉	26	全球最大的 PE 打孔膜供应商	PE 打孔膜、透气薄膜、弹性薄膜、无	全球收入 8 亿美元 (2.4 亿卫生	上海、广州有子公	最大客户为宝

		无纺布产品及其它特 种薄膜	用品相关)	司	洁
普杰	-	拥有业界最全面 的技术	非织造材料	全球收入 11.5 亿美元	佛山、苏 州有生产 基地
JNC	-	日本大型化工企 业	非织造布、液晶材 料、精密金属等	-	设立独资 企业广州 艺爱丝
AVGOL	16	以色列全球经营 无纺布龙头企业	-	全球收入 3.4 亿 美元	合资设立 湖北金龙
湖北金 龙	-	与 AVGOL 合资	纺粘无纺布	1 万吨 (中国)	-
北京大 源	-	中国最大的热粘 合法非纺织造布 生产商之一	热粘合法非纺织造 布、打孔热风无纺 布	1.8 万吨 (中 国)	A 客 户、B 客户等
广州艺 爱丝	-	JNC 独资企业	-	1 万吨 ES 纤 维、0.8 万吨热 风无纺布 (中 国)	中国及 东南亚 客户
上海丰 格	-	-	热风无纺布、超细 无纺布	0.1 万吨 (中 国)	-

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

3. 面层材料趋势：下游需求高端化趋势明显，打孔无纺布渗透率望提升

无纺布自诞生以来即成为妇女卫生用品面层材料的首要选择。随后出现的 PE 打孔膜盛行了 6-7 年。近年打孔无纺布开始被高端卫生巾产品采用。

打孔无纺布主要用于卫生巾及纸尿裤/裤高端产品的面层及底层材料，其良好的材料性能已获得消费者的广泛认同。目前打孔无纺布的市场占有率仅在 5%-10% 之间，随着高端需求的增加以及国际厂商的示范效应，打孔无纺布的市场占有率将持续上升。

国际厂商示范效应方面，A 客户继续扩大打孔无纺布在其纸尿裤产品上的应用，中国地区的好奇铂金装（占好奇品牌中国销量 30%）面层材料全部使用公司的打孔无纺布，并开始应用于部分铂金装型号底层材料以及金装型号的面层及底层材料；部分韩国好奇高端产品也开始使用打孔无纺布。C 客户、日本大王（通过代理商伊藤忠）等国际大型厂商从 2016 年开始已在其纸尿裤及卫生巾产品上使用公司的打孔无纺布作为面层材料，采购量呈现快速增加的趋势。

图表 37：妇女卫生用品面层材料发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：妇女卫生用品面层材料区域偏好

地区	区域特点	消费者面层材料偏好
欧美	消费者偏向理化指标	PE 打孔膜仍维持 30%-40% 的市场规模
中国、韩国、日本等 主要亚洲国家	消费者青睐舒适性和柔软性较好的面层材料	无纺布（尤其是热风无纺布）十分盛行
东南亚、非洲等热带、 亚热带地区	气候潮湿炎热	透气性能更好的 PE 打孔膜更受欢迎

来源：公司公告，国金证券研究所

四、看未来：强壁垒+高端市场渗透率提升+扩品类跨区域打开业绩增长空间

1. 公司关键技术壁垒深厚，好团队高研发投入保证持续竞争力

1.1 突破打孔及收卷核心技术，制造壁垒高

从生产工艺上来看，打孔存在以下两个关键技术点：一是打孔设备的模具

的设计开发。不同的孔型设计对面层材料的性能的提升作用差别巨大，“锥形”是目前公认的最有效的孔型设计。可最大程度地降低与人体的直接接触面积（最高 20%），同时提升一次性卫生用品表面的干爽舒适性。二是打孔完成以后的收卷设备的研究开发。成卷后的 PE 打孔膜及打孔无纺布会由于表面张力以及运输、取用过程中的撞击力等因素，一定程度上降低面层材料质量的稳定性，导致下游生产企业无法连续生产。一次性卫生用品厂商对上游面层材料厂商的收卷设备研发设计能力要求较高，对于采用打孔工艺的厂商来说，如何在表面张力的作用下保持卷内外孔型、厚度的一致是一件颇具技术含量的难题。因此目前全球市场上真正能够掌握并进行大规模商业应用的生产厂商很少。

公司已在打孔和收卷这两个核心技术环节上完全实现了技术突破：对于打孔模具的设计开发，公司不仅已熟练掌握 3D 锥形孔型，而且已可根据不同客户需求在模具中加入个性化设计；对于最终收卷设备的开发制造，公司已能满足主要客户对卷材的生产连续性和稳定性的要求。这两项关键工艺设备，公司均是独立开发设计，为保护技术秘密，公司分别向各不同零配件加工厂商定制核心部件，然后自行组装，涉及特别关键的零部件还需与加工厂商签订商业保密协议。

1.2 强大的研发团队+高比例的研发投入保证持续竞争力

公司拥有研发人员 107 人，占比 12.51%，其中高分子研发人员有 30 人。公司的核心技术人员大多自公司创立初期即已加入，在共同创业和长期合作中形成了较强的凝聚力，多年以来没有发生过重大变化。

延江股份研发投入维持在营业收入的 5% 左右，远高于同行业的北京大源。2015、2016 年北京大源研发投入分别为 320 万元、193 万元，占营业收入比例分别为 0.76%、0.43%。

图表 39：延江股份 2014-2016 年研发投入情况

项目	2016 年	2015 年	2014 年
研发投入（万）	2,783.29	2,419.18	1,785.39
营业收入（万）	59,925.96	46,469.38	36,955.00
研发投入占比	4.64%	5.21%	4.83%

来源：公司公告、国金证券研究所

公司依托强大的研发团队以及高比例的研发投入持续创新，不断提升核心竞争力，以适应面层材料市场的快速发展。目前，正在研究开发的产品项目共有 11 项。

图表 40：延江股份研发项目情况

类别	在研项目	进展情况
打孔无纺布	更干爽 T01G 打孔无纺布开发	已完成产品开发，处于应用实施和市场推广中
	用于一次性卫生制品的无纺布舒适结构技术研发及产业化（具有开孔结构的立体无纺布）	已完成产品开发，处于应用实施和市场推广中
	3D plus 压花打孔复合无纺布研发及产业化	项目进行中
	一种打孔无纺布在线螺旋式缠绕收卷生产工艺开发	项目进行中
PE 打孔膜	一步法 C270 触感柔软打孔开发项目	已完成产品开发，处于应用实施和市场推广中
	一步法丝滑打孔膜项目	项目进行中
复合打孔布	一体式复合打孔膜项目	项目进行中
热风无纺布	一种干爽超柔蓬松热风无纺布	已完成产品开发，处于应用实施和市场推广中
压花无纺布	用于一次性卫生制品防回流立体无纺布的产业化（3D 压花产品开发）	项目进行中

来源：公司公告、国金证券研究所

2. 进入优质下游客户高端产品领域，高门槛缔造销售壁垒

2.1 公司前五大客户均为行业龙头企业，专注于高端产品领域

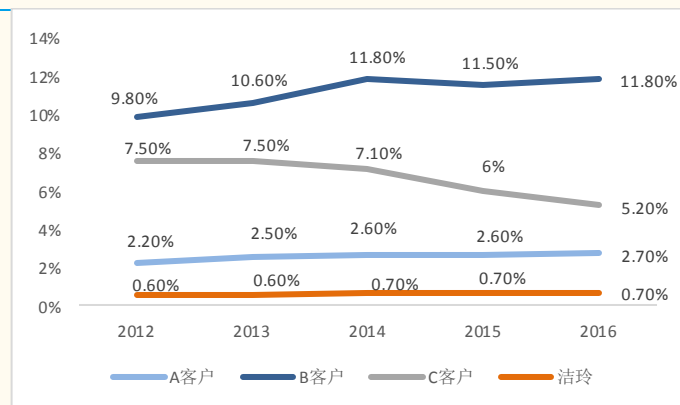
2016 年，公司前五大客户均为国内外龙头品牌，目前公司也已成为 C 客户的核心供应商。公司面层材料主要用于下游高端产品，比如 A 客户好奇纸尿裤的铂金装、金装等。在 A 客户等行业龙头企业的示范效应下，日本大王等国际大型纸尿裤厂商从 2016 年开始也在其纸尿裤产品上大量使用公司的打孔无纺布作为面层材料。

图表 41：2014-2015 年公司前五大客户情况

序号	2014		2015		2016	
	客户	占比	客户	占比	客户	占比
1	A	38.69%	A	36.84%	A	42.48%
2	B	28.06%	B	30.53%	C	17.5%
3	C	7.01%	C	9.15%	B	17.08%
4	洁伶	5.86%	洁伶	4.94%	伊藤忠	3.59%
5	倍舒特	2.05%	百亚	1.67%	洁伶	3.13%

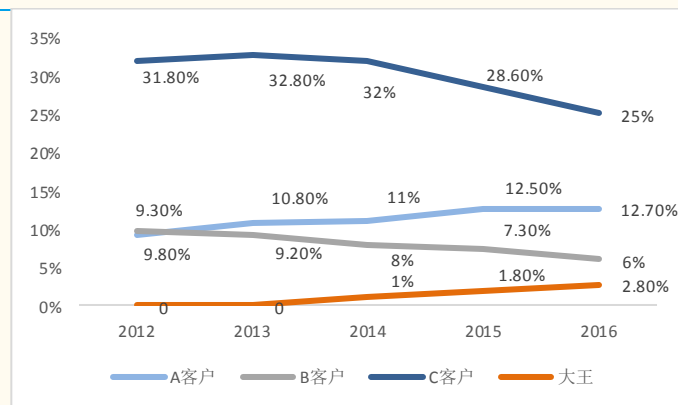
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 42：公司主要客户中国市场卫生巾市占率情况



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 43：公司主要客户纸尿裤/裤中国市场市占率情况



来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2 认证流程标准严格耗时长，专业销售团队加深公司销售壁垒

下游一次性卫生用品生产企业对面层材料的颜色、透气性、柔软性、透水性等方面的性能具有较高的标准和要求，面层材料生产企业需要经过多方面的认证和长时间的评审才能进入其供应商体系。下游卫生用品企业为了严格控制产品质量，通常会首先要求其面层材料通过第三方质量体系认证以达到一些国际组织或者行业协会组织对产品质量的基础性的要求，例如 ISO9001 质量保证体系等。在通过第三方质量体系认证后，卫生用品企业会对面层材料生产企业进行现场体系审核，审核通过后才有资格成为其合格供应商。最后，面层材料企业产品开发出来以后还要进入其产品质量认证程序。以国际卫生用品龙头企业 C 客户对面层材料供应商的认证流程来看，一般需要经过以下流程：送样测试—内部评估—小批量生产试样—实验室测试—消费者测试—中批测试—商业化验证。完整流程下来，从产品开发到最终实现大批量供货，前后需要两到三年的时间。成为合格的供应商以后，面层材料生产企业还需要对产品质量进行持续改进，并进一步提升产品生产技术。此外，C 客户每年还会定期组织对其所有供应商进行现场考核并评定分数。

在实现大批量供货之后，下游卫生用品企业为了保证产品质量的稳定性，一般不会轻易更换供应商。此外，公司高管及销售团队拥有懂得客户体系语言的专业人员。常务副总经理方和平曾任护舒宝大中国区供应经理。公司客户涵盖了国际以及国内各大主要卫生用品龙头企业，包括：A 客户、C 客户、B 客户、爱生雅（SCA，欧洲最大纸尿裤品牌）、尤妮佳、景兴 ABC、倍舒特、桂林洁伶和重庆百亚等，已在市场上建立了较强先发优势。

3. 面层材料将达百亿市场规模，打孔无纺布渗透率持续提升

根据前文估算，2020 年中国面层材料和底层材料市场空间将达到人民币

85.4 亿-170.8 亿元。相应的全球市场规模将达到人民币 271 亿-542 亿元。到 2020 年，卫生巾和纸尿裤的复合增速分别为 4.66%和 11.36%。打孔无纺布主要用于卫生巾及纸尿裤/裤高端产品的面层及底层材料，其良好的材料性能已获得消费者的广泛认同。目前打孔无纺布的市场占有率仅在 5%-10%之间，随着高端需求的增加以及国际厂商的示范效应，打孔无纺布的市场占有率将持续上升。在 A 客户的示范效应下，其他品牌已有计划陆续开始使用打孔无纺布，将大大利好延江的打孔无纺布销量增长。

4.募投产能有序释放，夯实未来业绩增长基础

我们认为公司业绩释放主要受产能制约。打孔无纺布 80%的产能利用率已达到短期极限（考虑下游需求的季节性以及产品存储空间占用高）。募投项目建设期为 2017-2018 年，预计在 2019 年底投产，新增 12 条打孔无纺布生产线，1 条纯棉水刺无纺布实验线，实现 2.2 万吨产能增长。

图表 44：延江股份生产线情况

现有生产线情况	数量
打孔无纺布生产线	10 条
PE 打孔膜生产线	14 条
本项目拟投资的生产线情况	数量
热风无纺布生产线	11 条
纺粘无纺布生产线	1 条
打孔无纺布生产线	12 条
热风无纺布实验线	1 条
纯棉水刺无纺布实验线	1 条

来源：公司公告，国金证券研究所

5.跨区域+扩品类打开业绩增长空间

5.1 海外扩张进一步融入全球采购体系

面层材料的供应有区域性。一是面层材料是泡货，重量小体积大，远距离运输运费不经济；二是下游公司要求供应链就近，交货时间短。为配合 C 客户高端产品项目，延江股份目前在埃及设厂，已租厂房并拿到执照，进展非常顺利。埃及工厂短期主要生产 PE 打孔膜，覆盖中东、非洲、地中海沿岸、德国等地区。公司埃及工厂已经与下游客户签好合同，未来订单具有确定性。预计埃及工厂利润率能达到国内水平。公司也在积极考虑在印度、巴西、北美地区（墨西哥）的布局。

5.2 跟随消费升级趋势拓展品类，围绕高端面层材料积极布局

延江股份将跟随消费升级的方向积极拓展产品品类。公司认为未来 3-5 年的增长将主要来自纸尿裤市场。轻度和重度成人失禁用品也将是重要的发展方向。目前，该产品目前单价在 5 元左右，远高于婴儿纸尿裤 1-3 块的价格区间，渗透率极低。此外，此次募投项目中规划了一条纯棉水刺无纺布实验线。纯棉水刺无纺布是比打孔无纺布更加高端的面层材料。公司认为纯棉水刺无纺布有可能大量应用于未来的纸尿裤/裤面层材料。该实验线预计在 2018 年投产，产能 7200 吨/年，单价在 5 万/吨附近。可应用于湿纸巾、卫生巾（已在用）、护垫、纸尿裤等产品方面。

另外，公司产品也可以向导流层材料扩展，海外开拓和品类的扩展进一步打开公司的业绩增长空间。

五、盈利预测与投资建议

1.核心假设

1.1 只考虑现有产能及募投项目产能，不考虑未来扩产及潜在跨区域设厂。

1.2 公司 2014-2016 年毛利率分别为 34%、37%、36%，相对较稳定。因较强的技术壁垒，以及主要产品为运用于客户高端产品的打孔无纺布，公司毛利率相对于行业平均较高（比如诺邦股份过去三年毛利率分别为 31%、32%、

26%)。2014-2016 年主要原材料 ES 纤维的价格从 2014 年的 1.39 万元/吨下降到 2016 年的 1.23 万元/吨。但是后期如果原材料价格上涨，也较难向下游完全传导。我们假设原材料在未来的三年小幅度上涨，所以产品毛利率将逐步降低。

1.3 PE 打孔膜生产线由于为 C 客户订单先行配套投产，2017 年产能利用率将大幅提高。

1.4 埃及设厂为将国内 PE 生产线转移，所以不产生额外产能。

1.5 根据公司过往数据，除热风无纺布、复合膜，产销率基本接近 100%。

2. 盈利预测

公司为国内少数进入国际消费品巨头高端产品领域的供应商，公司技术壁垒强、销售壁垒高，未来扩品类及地域开拓将进一步打开公司业绩增长空间。预计公司在未来 2-4 年内将保持高速增长。我们预测 17-19 年公司净利润增速为 24%、29%、30%，EPS 为 1.10 元、1.43 元、1.86 元，对应 PE 为 34X、26X、20X。

图表 45：收入拆分（单位：百万元）

构成	项目	2016	2017E	2018E	2019E
打孔无纺布	销售收入	402.47	465.08	688.80	954.60
	销售成本	253.92	302.30	454.61	639.58
	毛利率	36.91%	35.00%	34.00%	33.00%
PE 打孔膜	销售收入	132.73	198.43	195.04	207.23
	销售成本	77.52	121.04	120.92	130.55
	毛利率	41.60%	39.00%	38.00%	37.00%
无纺布腰贴	销售收入	30.74	42.50	48.00	56.00
	销售成本	23.13	33.58	37.92	44.80
	毛利率	24.74%	21.00%	21.00%	20.00%
热风无纺布	销售收入	18.93	44.24	44.24	42.56
	销售成本	15.51	37.16	37.16	35.75
	毛利率	18.05%	16.00%	16.00%	16.00%
复合膜	销售收入	14.65	21.60	30.24	38.88
	销售成本	11.29	17.60	25.10	32.66
	毛利率	22.91%	18.50%	17.00%	16.00%
纯棉水刺无纺布	销售收入	0.00	0.00	36.00	108.00
	销售成本	0.00	0.00	25.92	77.76
	毛利率	-	-	28.00%	28.00%

来源：公司公告、Wind, 国金证券研究所

3. 估值及投资建议

公司为国内为数不多的进入到国际消费品巨头高端产品的优质供应商，关键制造技术壁垒深厚，好团队高研发投入夯实公司竞争力，更为关键的是消费品巨头对于面层材料的高认证壁垒进一步保证公司的持续增长。2020 年面层材料市场有望达百亿，在消费升级趋势下，打孔无纺布渗透率将进一步提升。在公司现有及募投产能保证的高增长基础上，公司潜在的扩品类跨区域发展进一步打开业绩增长空间。根据公司现有及募投产能，我们预测 17-19 年公司净利润增速为 24%、29%、30%，EPS 为 1.10 元、1.43 元、1.86 元，对应 PE 为 34X、26X、20X。首次覆盖给予“买入评级”，目标价 45 元（对应 2018 年 31X）。

六、风险提示

- 1.卓德嘉等国际厂商在国内开设面层材料打孔无纺布生产线，出现订单转移。
2. 其他更符合下游客户需求的新材料的出现。
- 3.原材料价格大幅波动。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	370	465	599	772	1,042	1,407
增长率		25.7%	29.0%	28.8%	35.0%	35.0%
主营业务成本	-246	-292	-381	-512	-702	-961
%销售收入	66.5%	62.7%	63.6%	66.3%	67.3%	68.3%
毛利	124	173	218	260	341	446
%销售收入	33.5%	37.3%	36.4%	33.7%	32.7%	31.7%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-4	-6	-8
%销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-29	-39	-51	-62	-83	-106
%销售收入	7.9%	8.4%	8.6%	8.0%	8.0%	7.5%
管理费用	-34	-55	-58	-69	-94	-127
%销售收入	9.2%	11.9%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	60	77	105	125	158	206
%销售收入	16.1%	16.5%	17.6%	16.2%	15.1%	14.7%
财务费用	-9	-4	-4	0	6	8
%销售收入	2.5%	0.8%	0.7%	0.0%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-3	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.1%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	47	74	101	126	164	215
营业利润率	12.9%	15.9%	16.9%	16.3%	15.7%	15.3%
营业外收支	2	3	5	5	5	5
税前利润	49	77	106	131	169	220
利润率	13.4%	16.5%	17.7%	16.9%	16.2%	15.6%
所得税	-7	-12	-16	-20	-25	-33
所得税率	13.2%	15.4%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	43	65	90	111	144	187
少数股东损益	1	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	42	64	89	111	143	186
净利率	11.4%	13.8%	14.9%	14.3%	13.7%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	43	65	90	111	144	187
少数股东损益	1	1	0	1	1	1
非现金支出	12	11	18	28	47	56
非经营收益	7	8	9	-2	-6	-6
营运资金变动	-55	-9	-33	9	-45	-61
经营活动现金净流	8	75	83	146	140	176
资本开支	-22	-28	-30	-316	-136	-25
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	1	1	1	1
投资活动现金净流	-22	-27	-30	-316	-135	-24
股权募资	0	0	0	438	0	0
债权募资	30	30	33	-179	-2	0
其他	-8	-63	-29	-4	0	0
筹资活动现金净流	22	-32	4	256	-2	0
现金净流量	8	16	58	86	2	152

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	20	40	102	188	190	342
应收款项	100	138	176	175	236	318
存货	53	47	69	77	106	145
其他流动资产	9	10	12	14	16	19
流动资产	182	235	358	454	548	824
%总资产	57.6%	58.6%	66.5%	48.9%	49.1%	60.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	105	141	149	433	517	481
%总资产	33.2%	35.2%	27.6%	46.6%	46.3%	35.2%
无形资产	8	16	17	27	36	46
非流动资产	134	166	181	474	568	542
%总资产	42.4%	41.4%	33.5%	51.1%	50.9%	39.7%
资产总计	316	401	539	928	1,116	1,366
短期借款	92	122	144	0	0	0
应付款项	65	55	79	93	127	173
其他流动负债	22	23	29	33	45	62
流动负债	179	200	252	126	172	235
长期贷款	3	3	2	2	0	0
其他长期负债	11	21	34	0	0	0
负债	194	224	289	128	172	235
普通股股东权益	122	176	248	797	940	1,127
少数股东权益	0	2	2	3	3	4
负债股东权益合计	316	401	539	928	1,116	1,366

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.699	0.853	1.192	1.105	1.431	1.863
每股净资产	2.018	2.342	3.311	7.974	9.405	11.268
每股经营现金净流	0.125	1.006	1.112	1.461	1.398	1.761
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	34.64%	36.42%	36.01%	13.86%	15.22%	16.54%
总资产收益率	13.38%	15.94%	16.58%	11.91%	12.83%	13.64%
投入资本收益率	23.78%	21.39%	22.52%	13.21%	14.21%	15.50%
增长率						
主营业务收入增长率	65.88%	25.75%	28.96%	28.80%	35.04%	35.01%
EBIT 增长率	110.86%	28.34%	37.68%	18.33%	26.51%	30.72%
净利润增长率	98.30%	51.23%	39.78%	23.62%	29.49%	30.18%
总资产增长率	45.98%	26.88%	34.41%	72.11%	20.24%	22.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73.2	90.9	93.1	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	68.9	63.1	55.6	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	35.7	33.8	32.5	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	95.3	96.9	87.8	140.4	133.4	89.5
偿债能力						
净负债/股东权益	61.54%	47.98%	17.85%	-23.22%	-20.15%	-30.24%
EBIT 利息保障倍数	6.6	19.7	25.0	-377.3	-28.0	-25.8
资产负债率	61.24%	55.75%	53.53%	13.79%	15.43%	17.21%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD