

诺邦股份 (603238.SH)

水刺无纺布龙头，产能扩张推动业绩稳增长

核心观点:

- **水刺无纺布景气度向上，龙头市占率提升空间大。**(1) **行业空间:** 据中国产业用纺织品行业协会，18年无纺布按生产工艺分产量前3分别为纺粘50.1%、针刺23.0%、水刺10.8%。且水刺18年产量约64万吨，近5年CAGR11.6%，高于无纺布整体的10.3%。(2) **集中度:** 行业高度分散，主要系大多数企业鏖战于低端同质化竞争。未来低利润出清小企业，叠加高附加值产品放量，龙头市占率提升空间大。
- **诺邦股份是国内水刺无纺布龙头，未来业绩有望稳健增长。**据中国产业用纺织品行业协会、公司披露产量，18年诺邦股份产量市占率4.0%，提升空间大。其收入主要是水刺材料中的民用清洁、水刺产品中的湿巾。其发展受产能制约明显，湿巾、民用清洁为主的新产能落地，设计产能有望达4.73万吨左右，推动其突破产能瓶颈。叠加高研发投入与子公司杭州国光常年湿巾出口第一的示范效应，公司产品具备竞争力，在水刺无纺布下游高景气的背景下有望持续受益，如湿巾，据产业信息网，13-18年销量CAGR25%。公司毛利率受粘胶短纤扰动较多，但稳定在25%-30%之间，率先高端化带来毛利率高于同行。
- **19-21年业绩分别为0.76/0.90/1.06元/股。**预计公司19-21年收入分别为11.1/13.7/16.4亿元，YOY+18.5%/23.1%/20.3%，主要系民用清洁、湿巾产能释放；归母净利润0.91/1.08/1.27亿元，YOY+64%/18.7%/17.8%；EPS(摊薄)0.76/0.90/1.06元/股，对应收盘价PE为30.6/25.8/21.9x。考虑突破产能瓶颈的确定性，给予公司20年30xPE，对应合理价值26.91元/股，首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示。**需求低迷，竞争加剧，原材料成本波动，未能继续享有15%优惠税率等风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	618	936	1,110	1,367	1,644
增长率(%)	17.6%	51.4%	18.5%	23.1%	20.3%
EBITDA(百万元)	87	117	116	148	179
净利润(百万元)	52	55	91	108	127
增长率(%)	-13.2%	7.1%	64.0%	18.7%	17.8%
EPS(元/股)	0.43	0.46	0.76	0.90	1.06
市盈率(P/E)	54.42	41.00	30.58	25.76	21.87
市净率(P/B)	3.60	2.75	3.04	2.72	2.42
EV/EBITDA	31.12	18.04	22.99	18.09	14.87

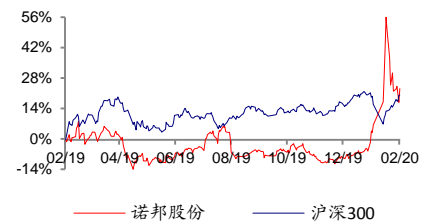
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	增持
当前价格	23.1元
合理价值	26.91元
报告日期	2020-02-22

基本数据

总股本/流通股(百万股)	120.00/120.00
总市值/流通市值(百万元)	2772.0/2772.0
一年内最高/最低(元)	29.23/16.33
30日日均成交量/成交额(百万)	6.45/159.89
近3个月/6个月涨跌幅(%)	34.69/31.85

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

一、水刺无纺布景气度向上，龙头市占率提升空间大.....	4
（一）无纺布行业稳健增长，技术多点开花.....	4
（二）水刺无纺布行业朝阳，龙头具备技术壁垒.....	5
二、诺邦股份是国内水刺无纺布龙头企业.....	8
（一）公司财务概况.....	8
（二）管理层及股权结构.....	10
三、产能释放推动业绩稳健增长.....	12
（一）产能释放推动公司收入稳健增长.....	12
（二）毛利率有望维持平稳.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	16
（一）盈利预测.....	16
（二）投资建议.....	17
五、风险提示.....	18

图表索引

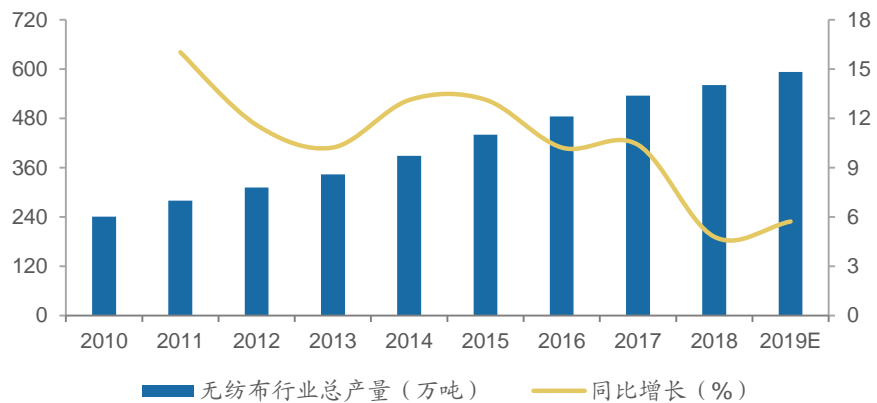
图 1: 2018 年我国无纺布产量 561.09 万吨, 13-18 年 CAGR10.29%。	4
图 2: 无纺布按技术分类示意图	4
图 3: 2018 年无纺布各工艺产量比例	4
图 4: 水刺无纺布属于后发技术, 近年来在我国的发展速度加快	6
图 5: 2018 年水刺无纺布产量 64.26 万吨, 13-18 年 CAGR11.61%	6
图 6: 湿巾需求高景气	6
图 7: 一次性卫生用品高景气 (不包含湿巾)	6
图 8: 水刺无纺布 5 家上市、拟上市、曾上市公司 18 年产量市占率合计 19.87%	7
图 9: 18 年诺邦股份实现营收 9.36 亿元, 13-18 年 CAGR 达 18.47%	8
图 10: 18 年诺邦股份实现净利润 0.55 亿元, 13-18 年 CAGR 达 6.96%	8
图 11: 诺邦股份收入按产品拆分	9
图 12: 诺邦股份收入按地区拆分	9
图 13: 诺邦股份与可比公司水刺业务毛利率对比情况	9
图 14: 诺邦股份主要收入来源的湿巾、民用清洁业务毛利率	9
图 15: 诺邦股份成本构成	10
图 16: 诺邦股份与可比公司销售费用率对比	10
图 17: 诺邦股份与可比公司管理费用率对比	10
图 18: 2018 年管理层持有公司 52.38% 的股权	11
图 19: 公司产销率持续维持在 100% 附近	13
图 20: 公司产销量及增速	13
图 21: 诺邦股份研发投入稳步提升, 近年来持续高于金春股份与欣龙控股(单位: 百万元)	13
图 22: 诺邦股份研发费用率平稳, 近年来持续高于金春股份与欣龙控股	13
图 23: 公司吨价与吨成本增速基本一致	14
图 24: 公司成本构成	14
图 25: 粘胶短纤价格走势	15
图 26: 粘胶短纤长期供过于求	15
图 27: 涤纶短纤价格走势	15
图 28: 涤纶短纤上游的 PTA 近年来供略大于求	15
图 29: 公司动态市盈率走势	17
表 1: 不同技术的无纺布及其应用	5
表 2: 水刺无纺布上市、拟上市、曾上市的公司产量市占率概览	7
表 3: 2018 年公司管理层、薪酬及持股	11
表 4: 公司各产线概况	12
表 5: 公司分业务收入拆分	16

一、水刺无纺布景气度向上，龙头市占率提升空间大

(一) 无纺布行业稳健增长，技术多点开花

乘改革开放东风，无纺布行业稳健增长。无纺布于70年代末由欧美传入我国进行工业化生产，最初用于生产一次性口罩、鞋套等，产品出口居多。90年代后期，相较于传统纺织品，无纺布原材料纤维来源广泛、生产工艺灵活多变、生产流程短、综合成本较低等优势逐渐凸显，行业开始迅猛发展，应用领域快速向医疗、工程等拓展。诺邦股份《招股说明书》显示，1978年我国非织造布产量仅3000吨，1997年已达近29万吨。近几年，受下游客户强劲需求的拉动，我国非织造布的年产量依旧逐年攀升，据中国产业用纺织品行业协会，2018年我国无纺布产量561.09万吨，13-18年复合增速达10.29%。

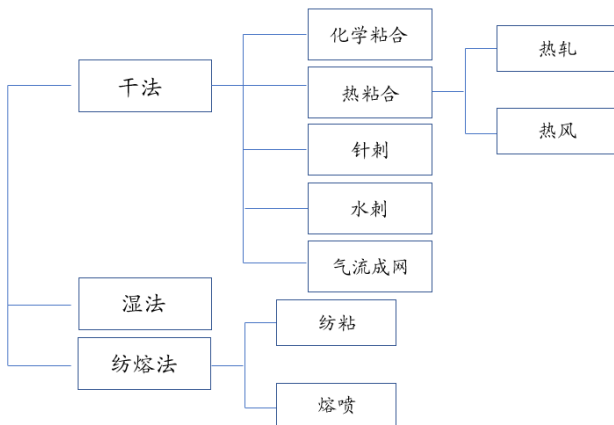
图 1: 2018年我国无纺布产量561.09万吨，13-18年CAGR10.29%。



数据来源：中国产业用纺织品行业协会、广发证券发展研究中心

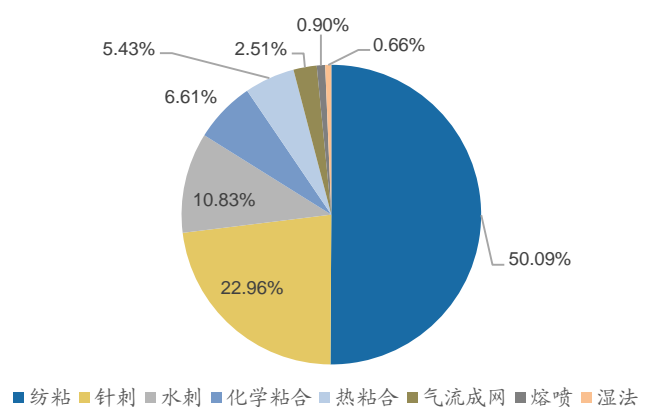
生产技术多点开花。无纺布在发展过程中逐步演化出纺粘、针刺、水刺、化学粘合、热粘合、气流成网、湿法、熔喷等多种工艺。据中国产业用纺织品行业协会统计，2018年，纺粘产量第一(50.09%)，针刺其次(22.96%)，水刺第三(10.83%)。

图 2: 无纺布按技术分类示意图



数据来源：产业信息网，广发证券发展研究中心

图 3: 2018年无纺布各工艺产量比例



数据来源：中国产业用纺织品行业协会，广发证券发展研究中心

其中，纺粘无纺布多用于包装材料、卫生材料、器材过滤材料；针刺无纺布多用于皮革基布、土工布、过滤材料；水刺无纺布多用于医用卫生材料（医用帘、手术服、手术罩布、医用纱布、湿巾、面膜等）。

水刺无纺布制作过程：水刺工艺属于固结工艺的一种，通过成网技术制造出的纤网被送至水刺设备，使用高压水流的喷射，将部分纤维冲击至网底，部分反弹的纤维回到纤网表面及周边纤维的空隙里互相缠结，使得纤维得以固结，纤维网呈无序分布，密度较大，并具备有一定强度。

表 1：不同技术的无纺布及其应用

技术	简述	应用	特点
纺粘法	以热塑性高分子（PP、PET）化合物为原料，经熔融、纺丝、牵伸后用热轧的方法将纤维进行固结，从而形成片状的纤维材料	包装材料、卫生材料、器材过滤材料	产品强度高、不起毛，介于纺织品、纸张、塑料片之间，产品种类相对单一。
针刺法	通过对短纤维梳理后铺网成型，多层纤网牵伸后送入预针刺机，经若干次密布于针板的机针进行高频机械穿刺，强制纤维无规则地交织成非织造布	皮革基布、土工布、过滤材料等	工艺路线较短，克重高、强度大、加工成本低。
水刺法	通过对短纤维梳理后，可形成交叉铺网或在线直铺的方式，经牵伸或非牵伸进入水刺机，经多次正反向的高压细微水柱形成的水针（0.08-0.12mm），连续对纤网进行穿刺，使纤维相互缠结	医用卫生材料、过滤材料、美容护肤用品材料、清洁材料、工业基布材料	应用领域相比较其他生产工艺更为广泛、环保，产品门类丰富，具透气、柔软、轻质、抗菌、环保等性能。
化学粘合法	分浸渍法、喷胶法、热熔法等。该工艺由干法梳理成网，采用施加化学品或添加低熔点纤维而进行相互粘合	填充料、复合材料	工艺相对简单、生产成本相对较低、产品蓬松、絮状，强度相对较低。
热粘合法	通过对短纤维梳理后，以在线直铺的方式，在纤网表面进行点接触高温热压加固，在纤网上形成点状的热粘合	卫生材料	产品卫生性能指标好、能超低克重生产，产品规格相对较少。

数据来源：诺邦股份招股书，广发证券发展研究中心

（二）水刺无纺布行业朝阳，龙头具备技术壁垒

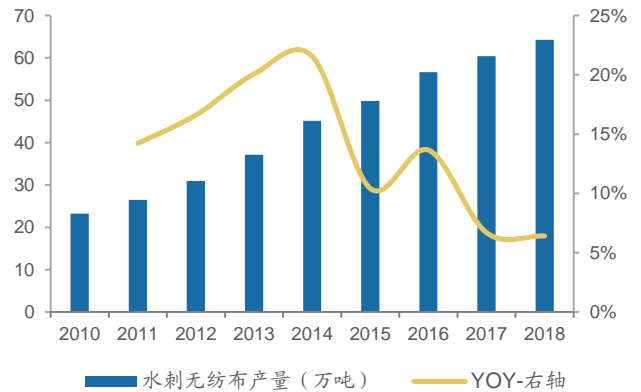
水刺无纺布近5年复合增速11.61%，高于无纺布整体。随着高速梳理机的问世，成网速度加快，大大提高了水刺生产效率，近20年来水刺无纺布行业发展迅猛。据中国产业用纺织品行业协会数据，截至2018年末，全国水刺非织造布产量约为64.26万吨，13-18年复合增速11.61%，高于无纺布行业同期10.29%的复合增速。

图 4: 水刺无纺布属于后发技术, 近年来在我国的发展速度加快



数据来源: 智妍资讯, 广发证券发展研究中心

图 5: 2018年水刺无纺布产量64.26万吨, 13-18年CAGR11.61%

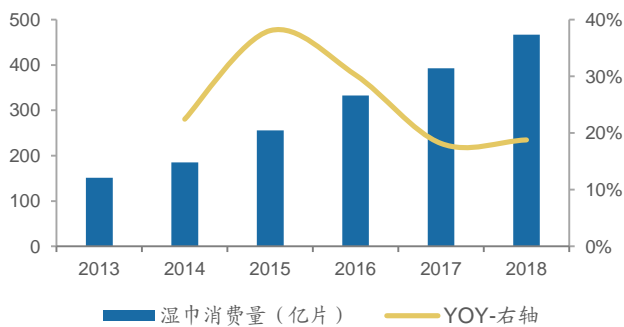


数据来源: 中国产业用纺织品行业协会, 广发证券发展研究中心

水刺无纺布应用广泛, 下游需求朝阳。

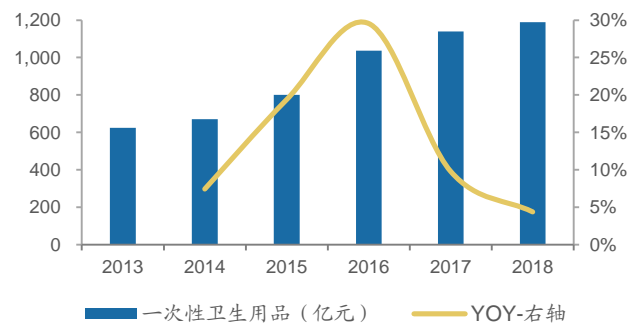
- 首先, 受益于消费升级以及个人卫生需求的提升, 占水刺无纺布下游应用大头的湿巾, 以及一次性卫生用品领域高景气度。其中, 18年湿巾消费量466.8亿片, 13-18年复合增速达25.31%; 一次性卫生用品(不包含湿巾, 只包含卫生巾、纸尿裤、成人失禁用品)行业规模达1188.74亿元, 13-18年复合增速达13.75%。
- 其次, 医用卫生领域, 水刺无纺布的性能更优, 已逐步实现医用防护服等产品的应用, 未来有望实现对棉纱等用品的逐步替代。
- 最后, 水刺无纺布仍然在不断拓宽应用场景, 各种工程用布、工业用擦拭布等, 都有望成为水刺无纺布较好的应用领域。

图 6: 湿巾需求高景气



数据来源: 产业信息网, 广发证券发展研究中心

图 7: 一次性卫生用品高景气 (不包含湿巾)



数据来源: 产业信息网, 广发证券发展研究中心

水刺无纺布竞争格局分散, 未来提升空间较大。水刺无纺布行业以小公司居多, 按中国产业用纺织品行业协会、各家公司披露的行业与各自的产量计算, 5家上市、拟上市、曾上市公司的产量市占率无一超过10%, 行业非常分散。其中, 18年诺邦股份产量市占率3.98%、金春股份7.93%、欣龙控股4.09%、稳健医疗3.13%、洁诺股份0.74%。行业竞争格局高度分散主要系行业方兴未艾, 行业新入较多, 而且国

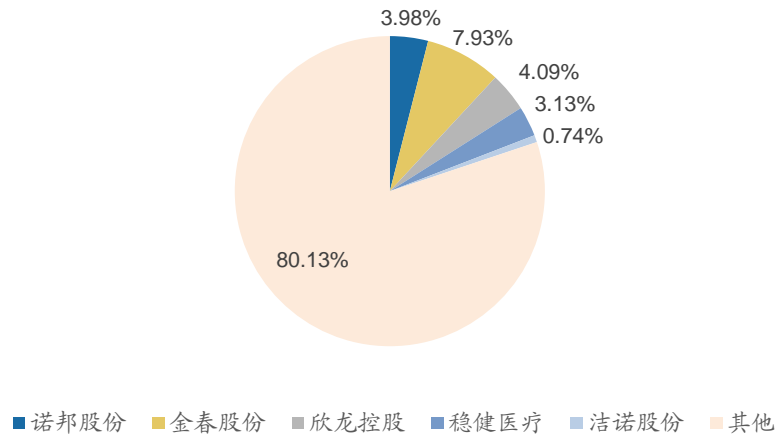
内企业大多技术相对薄弱，鏖战于低端同质化竞争，行业进入整合期需要时间。但水刺无纺布行业属于资本密集型企业（以诺邦股份招股书募投的9号线为例，整条生产线含一台进口成网机、一台进口水刺机、及其他配套设备，设备总耗资2.02亿元，设计产能1.5万吨，占总产能约32%），在长期的低价竞争过程中，持续的低利润很容易击垮不少小企业，行业长期集中度有望提升。此外，随着下游应用的逐步多元化，部分企业加大研发投入开发高附加值的产品，有望快速脱离低端同质化竞争，假设产量不变，有望实现收入市占率的稳步提升。

表 2：水刺无纺布上市、拟上市、曾上市的公司产量市占率概览

公司	2018 年水刺无纺布收入（百万元）	产量（万吨）	市占率
诺邦股份	931.85	2.56	3.98%
金春股份	729.14	5.10	7.93%
欣龙控股	376.41	2.63（估算）	4.09%
稳健医疗	241.02	2.01	3.13%
洁诺股份	68.05	0.48（估算）	0.74%

数据来源：中国产业用纺织品行业协会，诺邦股份年报，金春股份招股书，稳健医疗招股书，Wind，广发证券发展研究中心。注：由于欣龙控股、洁诺股份与金春股份水刺产品毛利率相仿，假设欣龙与洁诺产销率为 100%，并以金春股份的吨价进行推算其产量。

图 8：水刺无纺布5家上市、拟上市、曾上市公司18年产量市占率合计19.87%



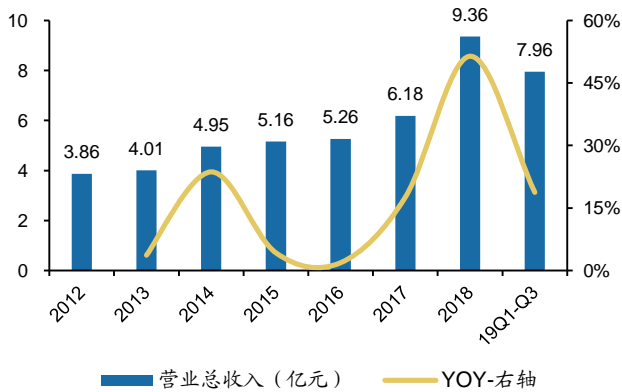
数据来源：中国产业用纺织品行业协会，诺邦股份年报，金春股份招股书，稳健医疗招股书，Wind，广发证券发展研究中心

二、诺邦股份是国内水刺无纺布龙头企业

(一) 公司财务概况

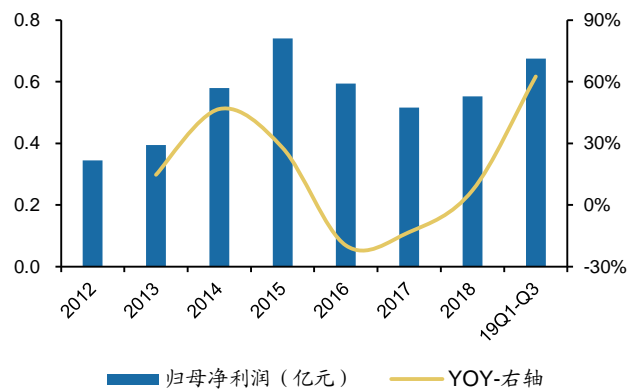
诺邦股份是国内水刺无纺布龙头。诺邦股份2017年2月22日上市，18年实现营收9.36亿元，归母净利润0.55亿元，13-18年复合增速分别为18.51%和6.96%；19年前3季度实现营收7.96亿元，归母净利润0.68亿元，同比分别增长18.76%和62.52%。

图 9：18年诺邦股份实现营收9.36亿元，13-18年CAGR达18.47%



数据来源：诺邦股份招股书，诺邦股份年报，广发证券发展研究中心

图 10：18年诺邦股份实现净利润0.55亿元，13-18年CAGR达6.96%

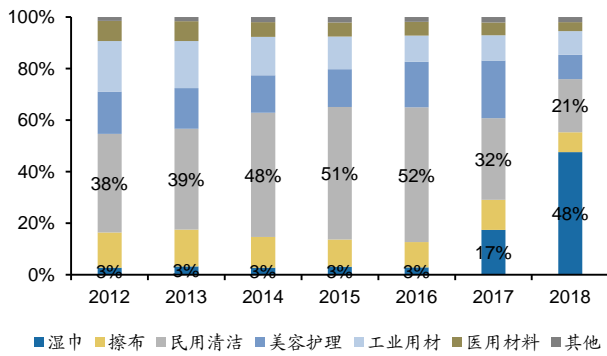


数据来源：诺邦股份招股书，诺邦股份年报，广发证券发展研究中心

收入拆分：公司业务分为2大块，（1）水刺制品，其中含湿巾及擦布2个子领域（湿巾主要系控股子公司杭州国光生产销售，擦布主要系全资子公司邦怡科技生产销售）；（2）水刺材料（诺邦股份生产），涵盖民用清洁、美容护理、工业用材、医用材料4个子领域。公司收入主要由湿巾收入、民用清洁贡献，其中湿巾收入占比快速提升主要系公司17年5月15日起停牌收购其下游的杭州国光，并于17Q4并表所致，杭州国光于17年10月25日变更投资人变动相关工商登记。

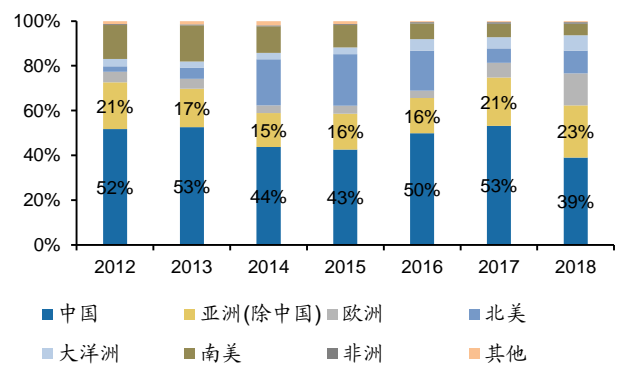
公司因杭州国光超过80%为出口，导致国外收入占比基本维持在50%以上，并表后公司对国光经营路线做出调整，内销收入占比有望稳步提升。18年公司仅披露邦怡科技收入，占比总收入11%；未披露杭州国光收入，以剔除邦怡科技收入后的水刺制品计算，预计占比总收入约46%。

图 11: 诺邦股份收入按产品拆分



数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 广发证券发展研究中心

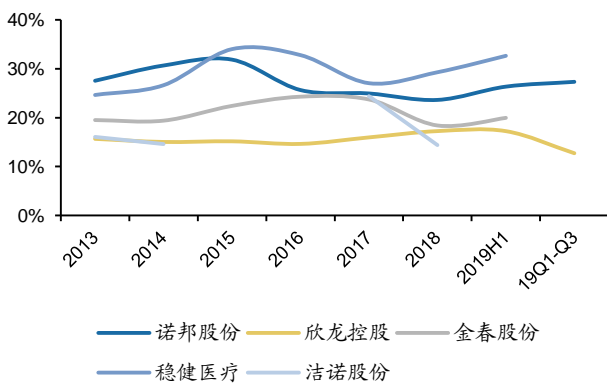
图 12: 诺邦股份收入按地区拆分



数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 广发证券发展研究中心

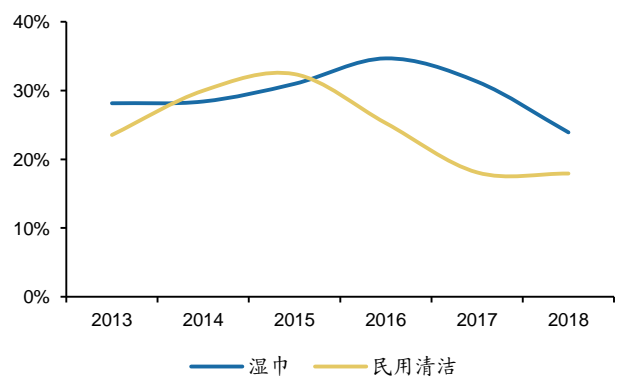
毛利率: 公司毛利率处在业内较高水平, 主要受益于产品定价相对较高。稳健医疗的水刺无纺布毛利率是唯一高于诺邦股份的, 主要系稳健医疗水刺无纺布主打棉花原料的主题, 定价自然高于化纤为原料的其他水刺无纺布产品。此外, 公司主要收入来源的湿巾与民用清洁18年毛利率分别达23.9%、17.9%。

图 13: 诺邦股份与可比公司水刺业务毛利率对比情况



数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 广发证券发展研究中心

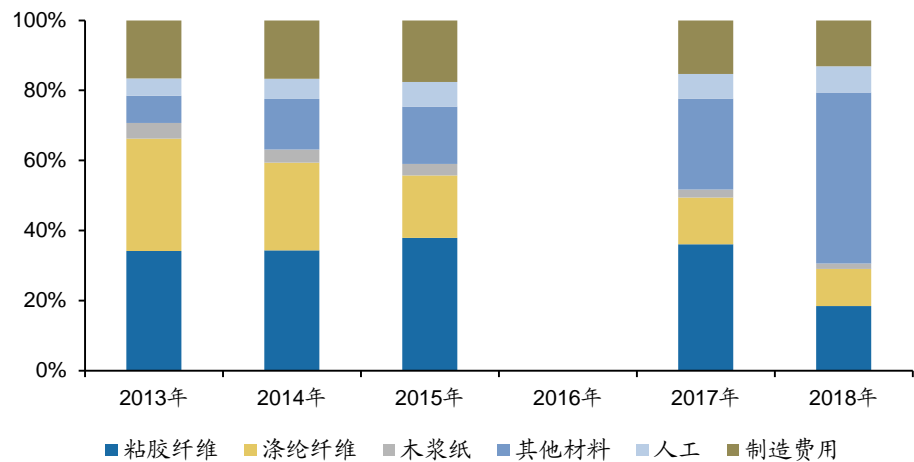
图 14: 诺邦股份主要收入来源的湿巾、民用清洁业务毛利率



数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 广发证券发展研究中心

成本构成: 公司毛利率总体稳定, 但呈一定周期波动, 主要受制于原材料成本波动及公司定价采取成本浮动制所致。公司原材料主要由粘胶纤维与涤纶纤维组成, 18年粘胶纤维、涤纶纤维、木浆纸分别占成本18.44%、10.65%、1.53%。18年其他材料成本占比突然提升主要系并表杭州国光, 而杭州国光的主要原材料为水刺无纺布材料, 这一项被归类至其他材料所致, 实际上公司成本中粘胶纤维仍为最主要成本。

图 15: 诺邦股份成本构成

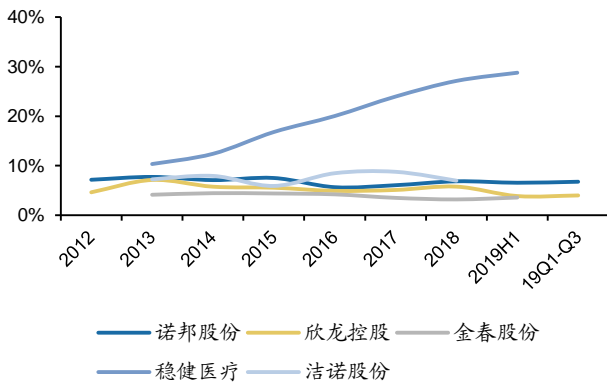


数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 广发证券发展研究中心

注: 诺邦股份未披露 2016 年按材料拆分的成本结构。

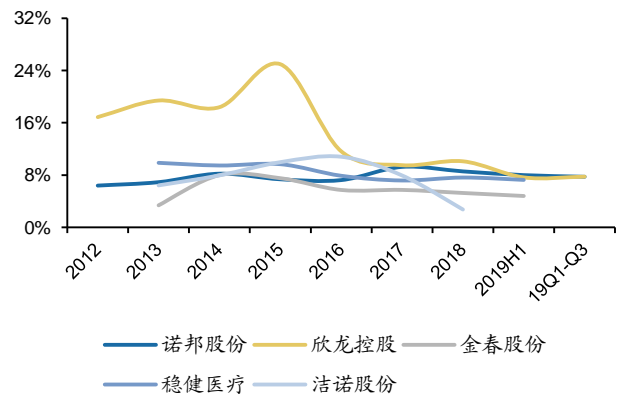
费用率: 公司销售费用率、管理费用率均与可比公司基本一致, 销售费用率相对较高主要系杭州国光更贴近消费端, 并表后导致销售费用率有所提升。稳健医疗销售费用率极高主要系水刺无纺布制造仅占其收入小部分, 而其大部分收入来源于线下门店等零售业务。

图 16: 诺邦股份与可比公司销售费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 诺邦股份与可比公司管理费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 管理层及股权结构

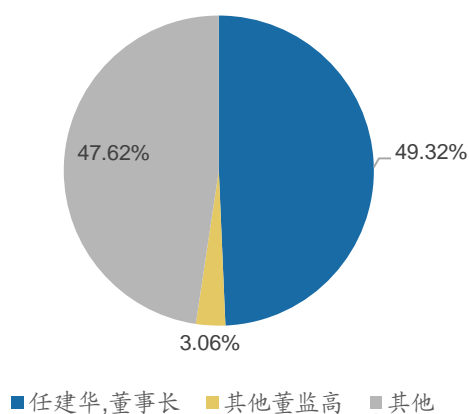
管理层持股52.38%: 诺邦股份持股集中, 董事长任建华通过持有老板集团75%股份(老板集团持有公司6691.5万股, 占比总股本55.76%), 以及金诺创投98.85%股份(金诺创投持有公司910.5万股, 占比总股本7.59%), 合计间接持有公司5919万股, 占比总股本49.32%。其他董监高通过直接持股或银诺集团间接持股公司股份合计366.6万股, 占比总股本3.06%。

表 3: 2018年公司管理层、薪酬及持股

管理层	职位及职责	薪酬 (万元)	持股 (万股)
任建华	董事长		5,919
张杰	董事,总经理	65.15	75
龚金瑞	董事,副总经理	59.27	75
任建永	董事,副总经理	56.35	60
任富佳	董事		
王刚	董事		
王秋霞	职工监事	20.14	52.5
张国富	监事会主席		
陈伟国	董事会秘书	23.37	31.05
陆年芬	财务总监	22.42	31.05
朱慧泉	监事	20.31	21
钟伟成	副总经理	18.07	21
李旭冬	独立董事	7.14	
王玉	独立董事	7.14	
朱天	独立董事	7.14	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2018年管理层持有公司52.38%的股权



数据来源: Wind, 企查查, 广发证券发展研究中心

三、产能释放推动业绩稳健增长

(一) 产能释放推动公司收入稳健增长

公司9条产线对应不同产品。公司共有9条产线，分工各有不同，产线1在17年变更为有色纤维高端材料；产线2-6为公司传统产品；产线7-8为干湿法混合产品，主要产品有“散立冲”；9号线为保湿功能湿巾材料和医用抑菌湿巾材料，隶属于民用清洁。此外，公司还有旗下全资子公司邦怡科技生产擦巾的生产车间，以及控股子公司杭州国光生产湿巾的纳奇科德清一期工厂。

“散立冲”主要用于如可冲婴儿湿巾等，具备在水冲情况下可快速冲散、并可以在湿态环境下完全降解的环保优势，在“用即弃”的卫生消费品中，是少数高度方便、完全环保的高技术含量产品。

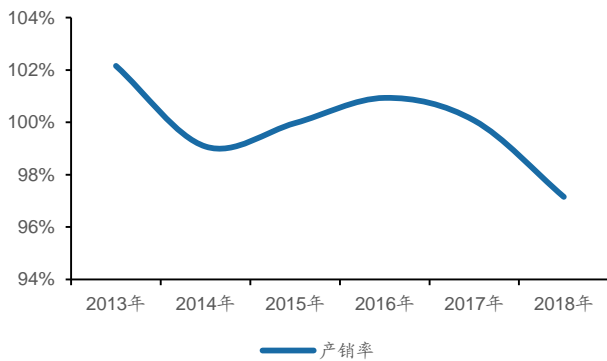
表 4：公司各产线概况

产线	产品	设计产能(吨)
1	有色纤维高端材料(17年技改完成)	1000
2	工业清洁布、医用防护材料、医用辅料等	1800
3	过滤环保材料、美容护理材料、医用防护材料等	2000
4	湿巾材料、美容护理材料、汽车内饰材料等	3500
5	高端清洁水刺材料(19年技改完成)	5000
6	湿巾材料、卫用抹布、汽车内饰、窗帘装饰材料等	4000
7	干法、湿法、干湿混合等多功能水刺复合材料(18年技改完成)	3000
8	干法、湿法、干湿混合等多功能水刺复合材料(19年技改完成)	12000
9	卫生用保湿功能水刺复合湿巾材料和医用抑菌水刺复合湿巾材料。(19年7月开始产能爬坡)	15000
合计		47300
邦怡科技	擦巾(新生产车间19年中已交付生产)	未披露
杭州国光	湿巾(纳奇科德清工厂一期20年全面投产,二期预计20年末开建)	未披露

数据来源：诺邦股份招股书，诺邦股份中报，诺邦股份年报，诺邦股份公告，广发证券发展研究中心

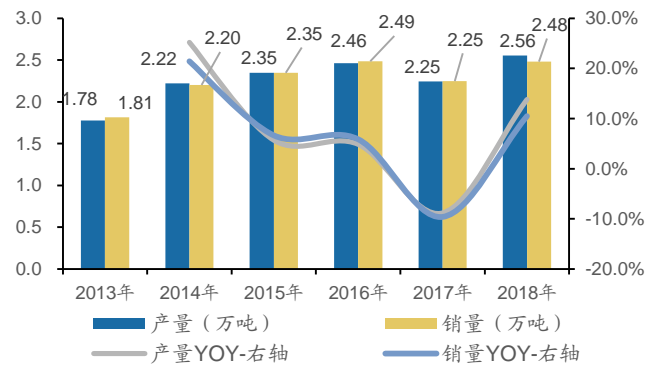
产能制约公司增长，新产能释放使公司突破产能瓶颈。公司以下游订单决定生产，产销率基本在100%附近。但公司受产能瓶颈制约明显，根据公司募集资金投向变更的公告、募投项目延期公告及公司18年年报，18年公司5、7、8号线技改，9号线、德清工厂在建，我们假设技改项目实际产能只能达到原设计产能的一半，公司18年可供投入使用的1-8号线设计产能合计约2.23万吨，而18年产量2.56万吨，估算的公司实际产能利用率达100%以上。考虑公司技改完成、9号线与德清工厂一期完成产能爬坡，预计公司设计产能有望达4.73万吨，公司将不再受限于产能瓶颈。

图 19: 公司产销率持续维持在100%附近



数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 广发证券发展研究中心

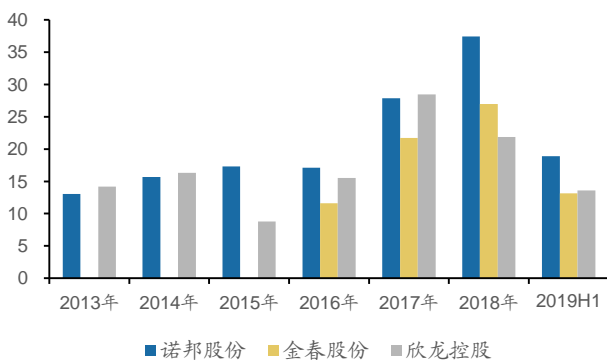
图 20: 公司产销量及增速



数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 广发证券发展研究中心

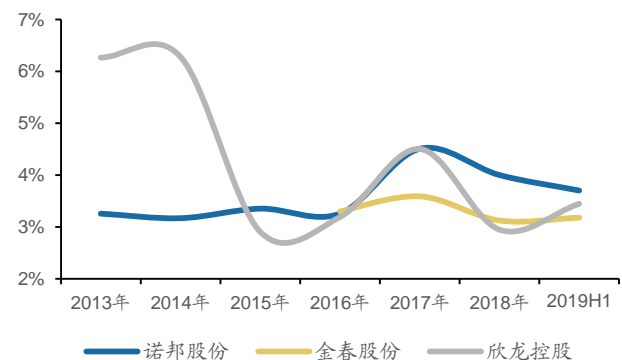
研发高投入, 公司产品具竞争力。研发方面, 诺邦旗下的产品具有业内公认的领先技术, 如散立冲所用到的湿法工艺, 公司7号、8号线分别为国内第1、第2条湿法工艺的水刺无纺布生产线, 8号线投产之际全球仅有4条湿法水刺无纺布生产线。公司持续领先的技术储备源于公司的高研发投入。诺邦股份近年来研发投入无论是基数还是占比总收入, 均高于可比的欣龙控股与金春股份, 18年公司研发投入达3744万元, 占比总收入4%。产品方面, 主要负责湿巾生产销售杭州国光以外销为主, 常年为湿巾出口第一名, 最终销售点涵盖Costco等大型连锁超市。良好的外销口碑, 有望对公司布局国内起到一定助力。

图 21: 诺邦股份研发投入稳步提升, 近年来持续高于金春股份与欣龙控股(单位:百万元)



数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 金春股份招股书, 欣龙控股年报, 广发证券发展研究中心

图 22: 诺邦股份研发费用率平稳, 近年来持续高于金春股份与欣龙控股



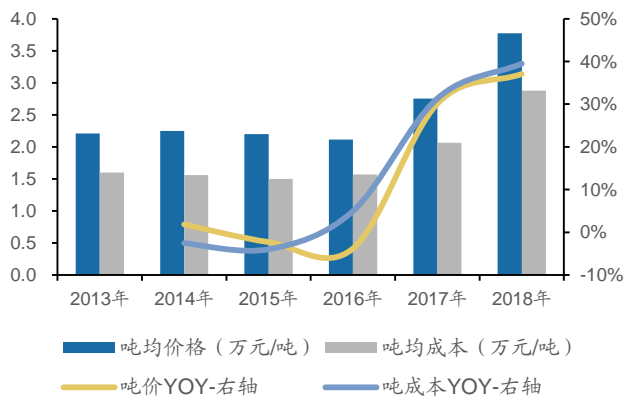
数据来源: 诺邦股份招股书, 诺邦股份年报, 金春股份招股书, 欣龙控股年报, 广发证券发展研究中心

下游高景气有望推动公司销量稳增长。公司主要新增产能有8号线、9号线、德清工厂。8、9号线生产卫生湿巾及医用湿巾(民用清洁), 其中8号线以散立冲湿法工艺为主, 德清工厂仍以湿巾为主, 预计对公司水刺制品下的湿巾收入、水刺材料下的民用清洁收入这两大子业务助力良多。而湿巾行业景气度高, 13-18年湿巾消费量CAGR达25.31%, 叠加公司具备竞争力的产品, 在上述3项产能逐步释放后, 公司收入有望稳健增长。

(二) 毛利率有望维持平稳

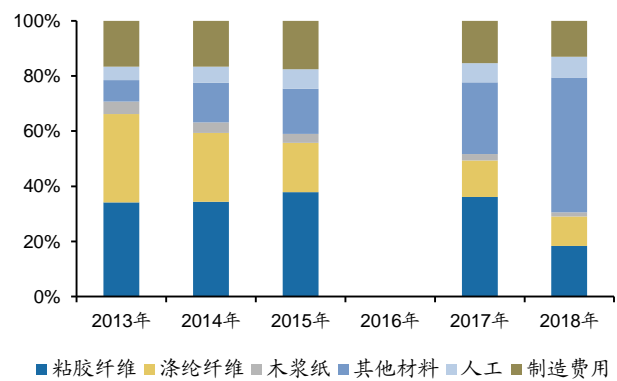
公司毛利率总体稳定，成本压力主要源于粘胶短纤。公司毛利率总体稳定，吨价增速与成本增速高度一致，主要系公司定价随行就市，成本上涨则响应行业提价，下跌则为应对竞争降价。但公司毛利率仍存一定周期波动，主要受制于原材料成本波动与公司定价跟进的错位。此外，公司17年公司吨价与吨成本快速提升主要系杭州国光在17Q4并表所致。公司主要原材料仍为粘胶短纤与涤纶短纤，两项成本的价格波动预计对公司毛利率影响不大。

图 23: 公司吨价与吨成本增速基本一致



数据来源：诺邦股份招股书，诺邦股份年报，广发证券发展研究中心

图 24: 公司成本构成



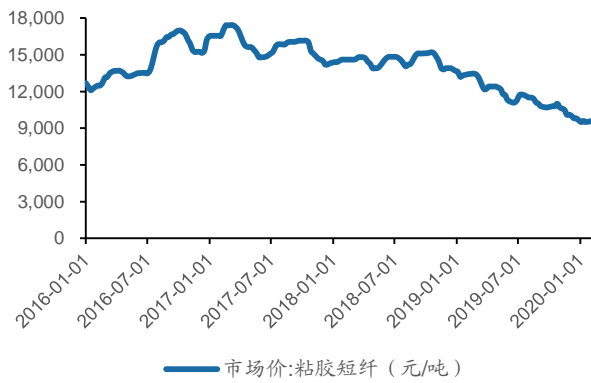
数据来源：诺邦股份招股书，诺邦股份年报，广发证券发展研究中心

注：诺邦股份未披露 2016 年按材料拆分的成本结构。

粘胶短纤：产能长期供过于求，预计19-21年对成本有一定影响。粘胶作为最好的棉花替代品，是公司成本最主要的构成部分，但近年来粘胶短纤的价格持续走弱，不少企业亏损，主要系行业长期供过于求，带动价格持续走弱。粘胶短纤行业不少企业亏损，产业出清可能导致粘胶短纤价格有所反弹，但我们认为行业长期供过于求的现象很难改变，仍然会有不少企业徘徊在零利润的边缘，压制粘胶短纤价格中枢的上移。因此，我们预计19-21年粘胶短纤价格可能出现短期的抬升，对公司成本造成一定压力，但公司有能力通过一定原材料库存（约7-20天）做出一定平滑。

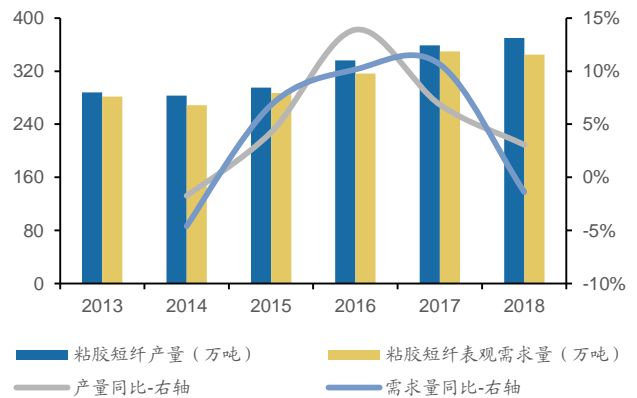
公司原材料库存较少，主要系粘胶短纤作为大宗原材料，大面积备货不现实且会占用大量场地，但公司会在相对低位或高位时做一些锁定。此外，上游供应商因与公司多年的合作，也会给予公司一定优惠。

图 25: 粘胶短纤价格走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 粘胶短纤长期供过于求

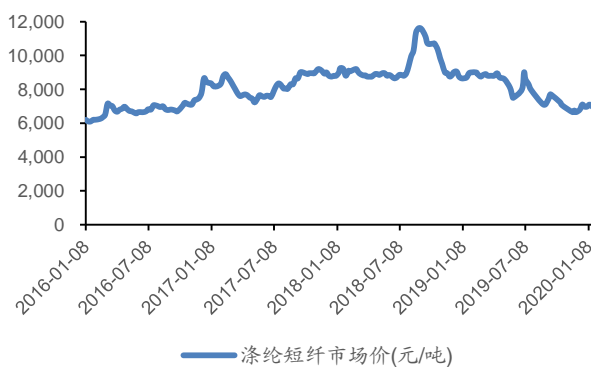


数据来源: 华经情报网, 广发证券发展研究中心

涤纶短纤: 供需紧平衡, 价格受供给端变化较为明显, 但对公司影响不大。涤纶的价格走势与其上游的PTA紧密相关, 因为大部分的PTA用于生产PET, 而PET大部分生产聚酯纤维, 聚酯纤维超过60%生产涤纶长短纤。因此, 涤纶价格受PTA供需格局变化较为明显, 价格波动较为明显。近年来PTA供需紧平衡。供给略微大于需求, 价格的短期波动更为明显。但是, 参照公司成本结构, 涤纶短纤占比有所下降, 因此即使涤纶价格有所上涨, 对公司成本影响也不是很大。

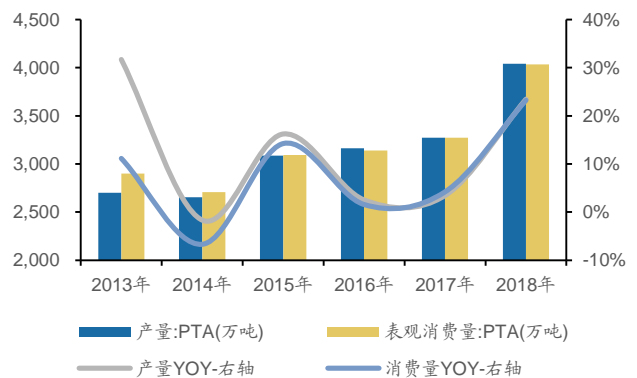
综上所述, 我们预计公司的毛利率最有可能受到粘胶短纤价格的反弹影响, 但反弹力度可能不大, 且公司高价产品的放量有望起到一定平滑, 预计19-21年公司毛利率总体维持平稳。

图 27: 涤纶短纤价格走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 涤纶短纤上游的PTA近年来供略大于求



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

根据以上分析，我们针对盈利预测给予以下关键性假设：

收入：我们预测19-21年总收入分别达11.1/13.7/16.4亿元，分别同比增长18.5%/23.1%/20.3%，收入增长主要源于湿巾及民用清洁产能释放。公司19年底 1.5万吨的9号线开启产能爬坡（占总设计产能约32%，生产卫生湿巾与医用湿巾等民用清洁产品）；德清一期工厂也交付投产，二期预计20年底开建（生产湿巾）。此外，19年中邦怡科技新车间投产，有望推动擦布收入实现一定增长。

我们预计19-21年湿巾、民用清洁收入均同比增长25%/30%/25%；擦巾同比增长5%/8%/8%；美容护理、工业用材、医用材料暂无明确的新增产能，预计三者收入均同比增长5%/5%/5%；其他收入不增长。

毛利率：我们预计20年纺粘短纤可能对公司成本造成一定压力，但公司通过跟踪原材料价格进行调节，预计20年毛利率略微下降，预计19-21年毛利率分别达26.3%/26.2%/26.2%。

费用率：我们预计未来3年公司费用率维持稳定，19-21年销售费用率分别为6.4%/6.5%/6.5%，管理费用率分别为5.1%/4.9%/4.9%，研发费用率分别为4.2%/4.1%/4.1%。

所得税：公司高新技术资格带来的15%所得税率优惠在19年到期，公司技术一直处于国内水刺无纺布行业的前沿，预计20年仍将获得《高新技术企业证书》，预计19-21年所得税率为15%。

表 5：公司分业务收入拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
水刺非织造制品					
湿巾收入（百万元）	107	446	557	724	905
YOY	627.17%	315.22%	25%	30%	25%
干巾收入（百万元）	72	72	76	82	89
YOY	40.50%	-0.08%	5%	8%	8%
水刺非织造材料					
民用清洁收入（百万元）	195	193	241	314	392
YOY	-28.97%	-1.24%	25%	30%	25%
美容护理收入（百万元）	138	89	93	98	103
YOY	49.54%	-35.90%	5%	5%	5%
工业用材收入（百万元）	61	85	90	94	99
YOY	13.69%	39.35%	5%	5%	5%
医用材料收入（百万元）	30	33	35	36	38
YOY	8.60%	8.94%	5%	5%	5%
其他					

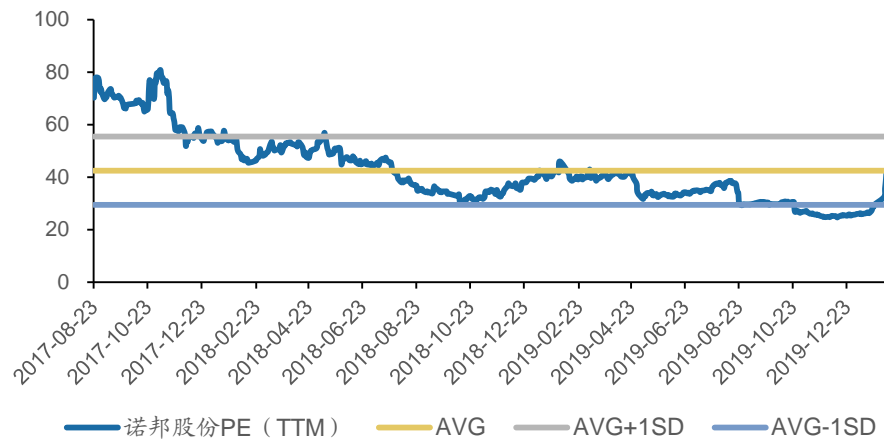
其他收入(百万元)	13	18	18	18	18
YOY	31.71%	39.62%	0%	0%	0%
合计					
收入(百万元)	618	936	1,110	1,367	1,644
YOY	17.60%	51.44%	18.54%	23.10%	20.30%

数据来源：诺邦股份年报，广发证券发展研究中心

(二) 投资建议

综上，预计19-21年公司归母净利润分别为0.91/1.08/1.27亿元，分别同比增长64.0%/18.7%/17.8%；EPS(摊薄)分别为0.76/0.90/1.06元/股，对应收盘价PE为30.6/25.8/21.9x。公司自重组停牌后的第一个交易日至今，平均动态估值为42.5倍，当前动态估值处于历史区间下限。考虑公司突破产能瓶颈带来的确定性，我们给予公司20年30xPE，对应合理价值26.91元/股，给予公司增持评级。

图 29: 公司动态市盈率走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

下游需求低迷的风险。公司所处水刺无纺布行业的下游消费，如湿巾等，有赖于国家经济的稳健增长和人均可支配收入的稳步提升，若宏观经济低迷影响消费者购买力，可能导致水刺无纺布下游需求疲软，进而影响企业正常经营。

市场竞争加剧的风险。非织造布在我国的发展时间虽然较短，但产业日臻成熟，景气度较高的属于非制造布中的水刺、热风等子行业，公司所处的水刺无纺布行业虽然存在一定的技术壁垒，但在良好的政策引导下不断有新企业进入。若公司未能及时实现技术的更新换代，或者不断拓宽技术在下游的应用，公司的行业定位会受到一定打击。

原材料价格波动的风险。水刺无纺布的上游原材料以粘胶短纤与涤纶短纤为主，占比公司原材料成本高，即使公司与上游供应商保持长期稳定的合作关系，并通过技改、扩产等方式边际平滑成本的影响，也较难改变公司利润易受原材料成本变化影响。公司毛利率在近几年呈现一定的周期性波动，因此若上述原材料因环保政策等因素出现减产，推升其价格，可能对公司成本造成持续上升的压力。

新品开发低于预期的风险。公司湿巾产品主要以湿巾等为主，但水刺无纺布下游的应用正在不断扩展，若公司未能及时开发出应对新应用的产品，如面膜、眼镜擦拭布等，公司销售额可能遇到一定瓶颈。

下游客户集中的风险。公司海外营收占比较高，且大客户采购集中。公司虽然采取了持续拓展新增客户，以及通过对大客户的预收款等方式来平滑下游客户过于集中的风险，但是一旦下游较大的客户决定不再采购，仍然会对公司收入造成不小压力。比如，此前英国的Nice-Pak products公司因成本原因减少采购，对公司收入和产能利用均造成了较大的压力。

2020年未能继续获得高新技术企业证书的风险。公司此前的高新技术企业证书给予了公司15%的税收优惠，但该证书于2019年到期，若2020年公司未能继续获得该认证，可能导致税收压力快速提升，预期净利润将大幅下调。

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	692	665	723	879	1,052
货币资金	283	334	384	442	508
应收及预付	85	123	117	146	176
存货	110	142	137	174	208
其他流动资产	214	66	84	117	160
非流动资产	673	821	943	1,072	1,198
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	371	403	439	470	497
在建工程	35	169	245	334	426
无形资产	97	111	121	130	137
其他长期资产	170	138	138	138	138
资产总计	1,365	1,485	1,666	1,950	2,250
流动负债	342	526	598	751	895
短期借款	50	49	156	208	269
应付及预收	253	322	274	363	437
其他流动负债	39	155	168	180	189
非流动负债	146	24	26	28	30
长期借款	134	5	7	9	11
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	19	19	19	19
负债合计	488	550	624	779	925
股本	120	120	120	120	120
资本公积	327	328	328	328	328
留存收益	331	375	465	573	700
股东权益	779	822	913	1,021	1,147
少数股东权益	97	113	129	151	177
负债和股东权益	1,365	1,485	1,666	1,950	2,250

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	618	936	1,110	1,367	1,644
营业成本	464	715	818	1,009	1,214
营业税金及附加	5	6	8	10	11
销售费用	37	64	71	88	107
管理费用	29	43	56	66	80
研发费用	28	37	46	56	68
财务费用	1	-4	-2	-1	-1
资产减值损失	5	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	6	0	0	0
营业利润	59	74	114	140	166
营业外收支	8	5	7	7	6
利润总额	67	79	121	146	172
所得税	9	7	14	17	19
净利润	57	72	107	129	153
少数股东损益	6	17	16	22	26
归属母公司净利润	52	55	91	108	127
EBITDA	87	117	116	148	179
EPS (元)	0.43	0.46	0.76	0.90	1.06

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	79	113	64	138	143
净利润	57	72	107	129	153
折旧摊销	32	46	5	10	15
营运资金变动	-12	-2	-43	2	-23
其它	1	-2	-5	-4	-3
投资活动现金流	-497	-11	-121	-132	-135
资本支出	-52	-204	-121	-132	-135
投资变动	-105	0	0	0	0
其他	-340	194	0	0	0
筹资活动现金流	473	-32	107	52	59
银行借款	130	-11	109	55	63
股权融资	367	0	0	0	0
其他	-23	-20	-2	-3	-4
现金净增加额	55	71	50	58	66
期初现金余额	31	83	334	384	442
期末现金余额	83	156	384	442	508

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	17.6%	51.4%	18.5%	23.1%	20.3%
营业利润	-2.4%	26.3%	53.8%	22.4%	19.0%
归母净利润	-13.2%	7.1%	64.0%	18.7%	17.8%
获利能力					
毛利率	25.0%	23.6%	26.3%	26.2%	26.2%
净利率	9.3%	7.7%	9.6%	9.5%	9.3%
ROE	6.6%	6.7%	9.9%	10.5%	11.0%
ROIC	6.1%	8.3%	10.4%	11.4%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	37.0%	37.4%	39.9%	41.1%
净负债比率	13.7%	11.8%	17.0%	17.4%	17.8%
流动比率	2.02	1.26	1.21	1.17	1.17
速动比率	1.68	0.98	0.96	0.92	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.66	0.70	0.76	0.78
应收账款周转率	10.64	9.67	10.47	10.21	10.20
存货周转率	5.68	5.68	5.95	5.81	5.84
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.46	0.76	0.90	1.06
每股经营现金流	0.66	0.94	0.53	1.15	1.19
每股净资产	6.49	6.85	7.61	8.51	9.56
估值比率					
P/E	54.42	41.00	30.58	25.76	21.87
P/B	3.60	2.75	3.04	2.72	2.42
EV/EBITDA	31.12	18.04	22.99	18.09	14.87

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，带领团队荣获 2019 年新财富轻工和纺织服装行业第四名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。