

中顺洁柔 (002511)

证券研究报告

2018年01月03日

拟每10股转增10股，分红1元，继续坚定看好

拟以公积金每10股转增10股，每10股分红1元(含税)，持续回馈股东

公司公告,公司控股股东及其一致行动人对公司2017年年度利润分配提出分配方案:拟以分配方案未来实施时股权登记日的股本总额为股本基数,拟向全体股东每10股派发现金股利人民币1.00元(含税),不送红股,以公积金向全体股东每10股转增10股。

环保治理&消费升级驱动龙头市占率持续提升

2007年国内前四大生活用纸企业市占率为25%,2015年CR4提升至37%,生活用纸作为低单价、高频消费品,随着人们卫生意识以及生活水准的提升,将显著受益于消费升级,对生活用纸品质要求的不断提升,将有望进一步加快市场向龙头集中。与此同时,近两年,国家大力推进供给侧改革以及原料价格上涨,一批孱弱的低端生活用纸企业不断被淘汰出局,从另一个维度,加快了生活用纸行业的集中。中顺洁柔作为中国生活用纸行业的高端领军品牌,将显著受益于消费升级以及环保力度的加强。

浆价连续六周下降,产品提价,基本面持续向好

木浆价格受国内大宗纸品涨价乏力的影响,已经连续回调6周,累计幅度大致400元/吨;与此同时,公司在终端市场进行产品提价,并且2017年新推出的高端产品本色纸巾——自然木深受市场欢迎,保持较快的成长。价格的提升、成本的降低以及产品结构的不断优化,令公司的基本面持续向好。

强化激励、强化渠道建设,中长期成长继续看好

继公司完成员工持股计划后,公司拟推出经销商持股计划,从内到外强化利益绑定,强化全体系的激励,进一步提升公司内部的治理。公司目前经销商已经接近2000家,但仍有较多的地县级城市尚未完成覆盖,我们认为在未来三年,公司将继续强化渠道建设,深耕市场,充分发挥洁柔产品品质以及研发创新上的竞争优势。我们中长期坚定看好中顺洁柔的经营业绩。

估值便宜,维持买入评级

我们预计2017、2018年EPS分别为0.48元,0.64元,对应当前PE分别为34倍、25倍,考虑到公司强化全体激励提升内部治理,渠道建设助力中长期发展,浆价回调以及产品提价减轻成本压力,公司基本面持续向好,维持“买入”评级。

风险提示: 纸巾行业消费升级速度低于预期,费用控制不力。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,958.98	3,809.35	4,841.87	6,111.29	7,662.67
增长率(%)	17.34	28.74	27.11	26.22	25.39
EBITDA(百万元)	362.09	548.52	610.36	827.54	1,008.48
净利润(百万元)	88.20	260.42	363.34	486.91	620.78
增长率(%)	30.66	195.27	39.52	34.01	27.49
EPS(元/股)	0.12	0.34	0.48	0.64	0.82
市盈率(P/E)	140.59	47.61	34.13	25.47	19.97
市净率(P/B)	5.09	4.60	3.73	3.35	2.95
市销率(P/S)	4.19	3.26	2.56	2.03	1.62
EV/EBITDA	17.44	17.94	22.54	13.86	12.00

资料来源:wind,天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	16.37元
目标价格	19.84元

基本数据

A股总股本(百万股)	757.46
流通A股股本(百万股)	733.39
A股总市值(百万元)	12,399.69
流通A股市值(百万元)	12,005.54
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	40.81
一年内最高/最低(元)	21.50/10.41

作者

姜浩 分析师
SAC执业证书编号: S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中顺洁柔-公司点评:拟发布经销商持股计划,公司基本面持续向好,维持“买入”评级》2017-12-28
- 《中顺洁柔-公司点评:拓展“共享”新渠道,维持“买入”评级》2017-12-18
- 《中顺洁柔-公司深度研究:消费升级与治理改善共振,坚定看好》2017-11-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	689.94	959.28	387.35	1,947.28	1,290.18
应收账款	443.76	547.38	1,725.61	845.43	1,274.66
预付账款	17.59	47.21	30.04	65.40	57.89
存货	728.79	421.19	1,498.40	799.05	1,926.67
其他	155.18	98.98	291.80	191.80	194.90
流动资产合计	2,035.27	2,074.04	3,933.20	3,848.96	4,744.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,269.30	2,176.86	2,089.42	2,020.60	1,949.95
在建工程	29.45	8.49	41.10	72.66	73.59
无形资产	140.69	137.91	133.84	129.77	125.70
其他	69.57	115.16	84.16	89.22	96.05
非流动资产合计	2,509.01	2,438.42	2,348.52	2,312.25	2,245.30
资产总计	4,544.28	4,512.46	6,281.72	6,161.21	6,989.59
短期借款	285.77	30.00	676.43	0.00	0.00
应付账款	576.59	700.15	935.38	1,117.65	1,442.56
其他	264.49	233.05	256.85	284.99	290.61
流动负债合计	1,126.84	963.20	1,868.66	1,402.64	1,733.17
长期借款	130.00	0.00	234.20	200.00	200.00
应付债券	827.35	828.60	827.37	827.77	827.92
其他	26.12	24.28	26.07	25.49	25.28
非流动负债合计	983.47	852.88	1,087.64	1,053.26	1,053.19
负债合计	2,110.31	1,816.08	2,956.30	2,455.90	2,786.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	486.72	505.26	757.46	757.46	757.46
资本公积	1,274.36	1,361.85	1,361.85	1,361.85	1,361.85
留存收益	1,947.25	2,269.98	2,567.96	2,947.85	3,445.77
其他	(1,274.36)	(1,440.71)	(1,361.85)	(1,361.85)	(1,361.85)
股东权益合计	2,433.97	2,696.39	3,325.42	3,705.30	4,203.22
负债和股东权益总	4,544.28	4,512.46	6,281.72	6,161.21	6,989.59

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	88.20	260.42	363.34	486.91	620.78
折旧摊销	157.76	165.30	118.91	121.33	123.78
财务费用	78.83	47.28	65.00	95.00	95.00
投资损失	(6.43)	(1.93)	(0.44)	(0.44)	(0.44)
营运资金变动	172.40	477.81	(2,230.16)	1,860.65	(1,206.45)
其它	(61.58)	(20.00)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	429.18	928.87	(1,683.36)	2,563.45	(367.33)
资本支出	95.48	50.86	58.20	80.58	50.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(215.69)	(181.58)	(117.75)	(160.14)	(99.77)
投资活动现金流	(120.21)	(130.72)	(59.55)	(79.56)	(49.56)
债权融资	1,390.70	858.60	1,829.50	1,107.47	1,084.98
股权融资	(104.60)	(31.09)	266.36	(94.59)	(94.45)
其他	(1,651.41)	(1,289.97)	(924.88)	(1,936.84)	(1,230.74)
筹资活动现金流	(365.31)	(462.46)	1,170.98	(923.96)	(240.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(56.34)	335.69	(571.93)	1,559.93	(657.10)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,958.98	3,809.35	4,841.87	6,111.29	7,662.67
营业成本	2,011.27	2,441.19	3,119.55	3,910.58	4,885.06
营业税金及附加	12.78	34.51	29.05	36.67	45.98
营业费用	517.05	721.19	919.96	1,100.03	1,379.28
管理费用	198.12	205.15	266.30	342.23	452.10
财务费用	104.60	59.19	65.00	95.00	95.00
资产减值损失	21.70	25.91	16.00	16.00	16.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.43	1.93	0.44	0.44	0.44
其他	(12.86)	(3.86)	(0.88)	(0.88)	(0.88)
营业利润	99.89	324.13	426.45	611.22	789.70
营业外收入	22.51	12.74	60.00	40.00	40.00
营业外支出	4.80	2.05	2.00	2.00	2.00
利润总额	117.60	334.82	484.45	649.22	827.70
所得税	29.41	74.40	121.11	162.30	206.93
净利润	88.20	260.42	363.34	486.91	620.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	88.20	260.42	363.34	486.91	620.78
每股收益(元)	0.12	0.34	0.48	0.64	0.82

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	17.34%	28.74%	27.11%	26.22%	25.39%
营业利润	9.90%	224.51%	31.57%	43.33%	29.20%
归属于母公司净利润	30.66%	195.27%	39.52%	34.01%	27.49%
获利能力					
毛利率	32.03%	35.92%	35.57%	36.01%	36.25%
净利率	2.98%	6.84%	7.50%	7.97%	8.10%
ROE	3.62%	9.66%	10.93%	13.14%	14.77%
ROIC	4.81%	9.73%	14.86%	11.31%	23.90%
偿债能力					
资产负债率	46.44%	40.25%	47.06%	39.86%	39.86%
净负债率	-1.34%	1.10%	-0.05%	19.96%	-14.25%
流动比率	1.81	2.15	2.10	2.74	2.74
速动比率	1.16	1.72	1.30	2.17	1.63
营运能力					
应收账款周转率	7.49	7.69	4.26	4.75	7.23
存货周转率	4.35	6.63	5.04	5.32	5.62
总资产周转率	0.65	0.84	0.90	0.98	1.17
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.34	0.48	0.64	0.82
每股经营现金流	0.57	1.23	-2.22	3.38	-0.48
每股净资产	3.21	3.56	4.39	4.89	5.55
估值比率					
市盈率	140.59	47.61	34.13	25.47	19.97
市净率	5.09	4.60	3.73	3.35	2.95
EV/EBITDA	17.44	17.94	22.54	13.86	12.00
EV/EBIT	30.89	25.67	27.99	16.24	13.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com