

公司研究/公告点评

2018年03月06日

轻工制造/造纸 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 14.80
合理价格区间(元): 15.68~16.80

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

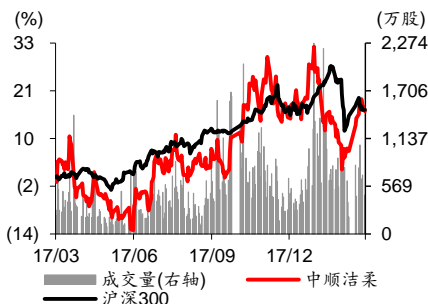
张前 执业证书编号: S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

相关研究

- 1《中顺洁柔(002511,增持): 业绩基本符合预期, 继续稳健增长》2018.03
- 2《中顺洁柔(002511,增持): 多点开花, 迈向新纪元》2018.02
- 3《中顺洁柔(002511):短期市场竞争激烈, 看好公司长期发展》2014.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

产能再扩建, 成长又加码

中顺洁柔(002511)

核心观点

中顺洁柔全资子公司四川中顺拟投资扩建 5 万吨高档生活用纸项目, 有助于提升公司在西部地区供应能力与市场占有率。随着产品、渠道、管理等经营状况全面改善, 我们看好公司长期发展前景, 预计中顺洁柔 2017-2019 年归母净利润分别达到 3.49、4.23、5.71 亿元, 给予公司 2018 年 28-30 倍 PE 估值, 维持“增持”评级。

扩建 5 万吨高档生活用纸项目, 打开西部地区市场

根据公司公告, 中顺洁柔全资子公司四川中顺拟投资 5 亿元用于扩建高档生活用纸产能, 计划建设周期为 18 个月, 项目尚需相关部门审批。该项目造纸产能达 5 万吨/年、加工产能达 7 万吨/年, 建成达产后将为西南、西北、云贵市场快速增长的销售需求提供产能支撑, 公司预计此项目将带来年销售收入达 9.17 亿元。

产能扩张为公司持续增长奠定基础

随着销售规模的不断扩大, 产能成为限制中顺洁柔进一步发展的因素之一。2017 年, 公司逐步在唐山、云浮基地扩建产能, 这部分新增产能将为 2018 年的销售增长奠定基础。截至 2017 年年底, 公司总产能已经达到 65 万吨。2018 年, 公司计划继续在湖北扩产。我们认为, 公司此次在四川扩产是超出市场预期的, 新项目不仅有助于满足迅速增长的西部地区市场需求、提高公司占有率, 还能够辐射周边市场, 进一步提升公司区域供应能力与行业竞争力, 实现公司整体战略目标。

经营全面改善, 看好长期发展前景

公司 2015 年引入新团队之后, 在经营各层面进行了调整: 产品端, 公司聚焦主力产品 Face 和 Lotion, 高毛利率产品销售占比持续提升。新推出自然木系列增速喜人, 有望成为收入新增长点; 渠道端, 公司销售团队积极开拓市场, KA/GT/商销/电商等渠道全面发力; 公司治理方面, 中顺洁柔通过限制性股票+员工持股+经销商持股等多种方式绑定核心成员利益, 调动全员积极性。我们判断公司已经进入了快速发展期, 看好长期发展前景。

产能布局逐渐完善, 维持“增持”评级

产能是限制中顺洁柔收入规模增长的主要因素之一, 随着公司产能扩张稳步推进, 产能瓶颈将逐渐解除。目前, 公司产品、渠道、管理等经营状况全面改善, 我们认为公司已进入发展快车道, 预计 2017-2019 年公司归母净利润分别达到 3.49、4.23、5.71 亿元, 同比增速分别为 34%、21%、35%。可比公司 2018 年 PE 估值均值为 24 倍, 考虑到中顺洁柔业绩增速显著高于可比公司, 给予一定估值溢价。给予中顺洁柔 2018 年 28-30 倍 PE 估值, 目标价格区间为 15.68-16.80 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧; 原材料价格大幅上涨。

公司基本资料

总股本 (百万股)	757.46
流通 A 股 (百万股)	716.21
52 周内股价区间 (元)	11.07-21.15
总市值 (百万元)	11,210
总资产 (百万元)	4,933
每股净资产 (元)	3.85

资料来源: 公司公告

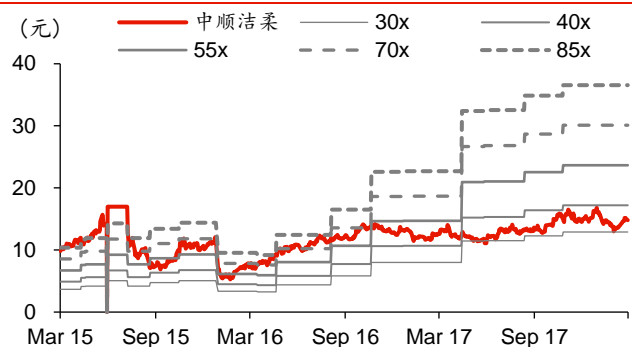
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,959	3,809	4,638	5,647	6,928
+/-%	17.34	28.74	21.76	21.75	22.67
归属母公司净利润 (百万元)	88.20	260.42	349.13	422.94	571.05
+/-%	30.66	195.27	34.07	21.14	35.02
EPS (元, 最新摊薄)	0.12	0.34	0.46	0.56	0.75
PE (倍)	127.11	43.05	32.11	26.51	19.63

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

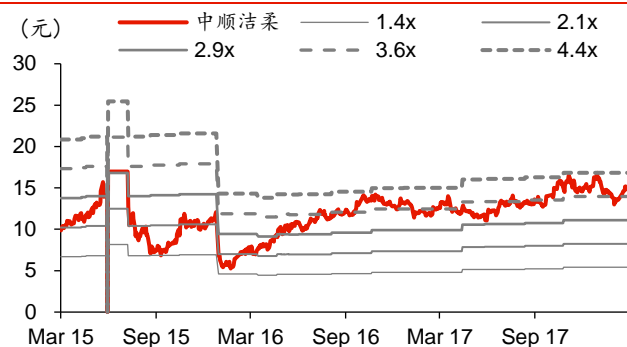
PE/PB - Bands

图表1: 中顺洁柔历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 中顺洁柔历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值表 (参考 Wind 一致性预期, 2018年3月5日)

代码	简称	当前股价	当前市值 (亿元)	净利润 (亿元, Wind 一致预期)				PE (x)		
				2016A	2017	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
3331.HK	维达国际	16.5	182.23	6.5	6.32	7.14	8.97	28.83	25.54	20.33
1044.HK	恒安国际	60.68	899.81	36	38.47	42.66	46.35	23.39	21.09	19.41
平均								26.11	23.32	19.87

资料来源: wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,035	2,074	3,466	2,976	3,725
现金	689.94	959.28	2,238	1,487	1,867
应收账款	436.06	540.32	659.70	806.65	987.23
其他应收账款	7.70	7.06	10.66	12.50	15.10
预付账款	17.59	47.21	44.89	55.23	108.44
存货	728.79	421.19	510.33	611.86	744.45
其他流动资产	155.18	98.98	2.12	2.34	2.97
非流动资产	2,509	2,438	2,473	2,567	2,541
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,269	2,177	2,208	2,266	2,253
无形资产	140.69	137.91	137.83	132.52	128.24
其他非流动资产	99.02	123.65	127.29	169.11	159.86
资产总计	4,544	4,512	5,939	5,543	6,267
流动负债	1,127	963.20	1,182	1,192	1,345
短期借款	285.77	30.00	254.75	193.38	195.65
应付账款	325.59	310.80	441.23	513.27	617.83
其他流动负债	515.48	622.40	486.14	485.67	531.43
非流动负债	983.47	852.88	1,683	854.51	854.29
长期借款	130.00	0.00	829.00	829.00	829.00
其他非流动负债	853.47	852.88	854.29	25.51	25.29
负债合计	2,110	1,816	2,865	2,047	2,199
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	1,362	1,109	1,109	1,109
留存公积	672.89	908.13	1,207	1,630	2,201
归属母公司股	2,434	2,696	3,073	3,496	4,067
负债和股东权益	4,544	4,512	5,939	5,543	6,267

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	429.18	928.87	357.97	436.21	553.95
净利润	88.20	260.42	349.13	422.94	571.05
折旧摊销	157.76	165.30	149.21	161.78	173.61
财务费用	104.60	59.19	9.57	34.64	35.22
投资损失	(6.43)	(1.93)	(3.15)	(3.29)	(3.02)
营运资金变动	89.47	412.35	(169.76)	(182.13)	(233.50)
其他经营现金	(4.42)	33.54	22.97	2.27	10.58
投资活动现金	(120.21)	(130.72)	(199.19)	(246.85)	(146.63)
资本支出	179.02	128.02	200.00	250.00	150.00
长期投资	0.00	0.00	(1.66)	1.31	(0.21)
其他投资现金	58.80	(2.70)	(0.85)	4.46	3.16
筹资活动现金	(365.31)	(462.46)	1,120	(940.52)	(27.44)
短期借款	71.41	(255.77)	224.75	(61.38)	2.27
长期借款	(273.92)	(130.00)	829.00	0.00	0.00
普通股增加	81.12	18.54	252.20	0.00	0.00
资本公积增加	(81.12)	87.49	(252.63)	0.00	0.00
其他筹资现金	(162.80)	(182.72)	67.07	(879.14)	(29.71)
现金净增加额	(55.07)	349.16	1,279	(751.16)	379.88

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,959	3,809	4,638	5,647	6,928
营业成本	2,011	2,441	2,976	3,575	4,338
营业税金及附加	12.78	34.51	42.02	51.16	62.77
营业费用	517.05	721.19	936.95	1,146	1,420
管理费用	198.12	205.15	250.47	293.65	342.92
财务费用	104.60	59.19	9.57	34.64	35.22
资产减值损失	21.70	25.91	24.51	24.97	24.82
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	3.15	3.29	3.02
营业利润	99.89	324.13	402.48	524.43	706.97
营业外收入	22.51	12.74	49.37	22.00	30.00
营业外支出	4.80	2.05	2.97	2.66	2.76
利润总额	117.60	334.82	448.88	543.77	734.20
所得税	29.41	74.40	99.75	120.83	163.15
净利润	88.20	260.42	349.13	422.94	571.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	88.20	260.42	349.13	422.94	571.05
EBITDA	362.25	548.62	561.26	720.86	915.80
EPS (元, 基本)	0.12	0.34	0.46	0.56	0.75

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	17.34	28.74	21.76	21.75	22.67
营业利润	9.90	224.51	24.17	30.30	34.81
归属母公司净利润	30.66	195.27	34.07	21.14	35.02
获利能力 (%)					
毛利率	32.03	35.92	35.85	36.69	37.38
净利率	2.98	6.84	7.53	7.49	8.24
ROE	3.62	9.66	11.36	12.10	14.04
ROIC	4.94	11.79	11.68	14.46	18.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.44	40.25	48.25	36.93	35.09
净负债比率 (%)	26.70	1.65	39.54	51.55	48.33
流动比率	1.81	2.15	2.93	2.50	2.77
速动比率	1.15	1.70	2.49	1.97	2.20
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.84	0.89	0.98	1.17
应收账款周转率	7.43	7.56	7.48	7.45	7.47
应付账款周转率	6.19	7.67	7.91	7.49	7.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.34	0.46	0.56	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.23	0.47	0.58	0.73
每股净资产(最新摊薄)	3.21	3.56	4.06	4.62	5.37
估值比率					
PE (倍)	127.11	43.05	32.11	26.51	19.63
PB (倍)	4.61	4.16	3.65	3.21	2.76
EV_EBITDA (倍)	30.49	20.13	19.68	15.32	12.06

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com