

中顺洁柔 (002511)

造纸/轻工制造

发布时间: 2018-04-19

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

业绩符合预期, 产品结构不断优化

事件:

公司 17 年实现营收 46.38 亿元, 同比增长 21.76%; 归母净利润 3.49 亿元, 同比增长 34.04%; 扣非后归母净利润 3.26 亿元, 同比增长 30.2%。业绩符合预期。

点评:

产能瓶颈解除, 提价应对成本压力。公司 17 年实现营收 46.38 亿元, 同比增长 21.76%; 其中单四季度营收增速 20.39%, 较单三季度 26.77% 的增速下滑 6.38pct, 营收增速下滑主要是受公司产能不足影响。新增产能已于年底投产, 将极大缓解公司产能瓶颈问题。另外, 2018 年公司湖北新增 10 万吨产能将建设投产。由于近一年来原材料长纤、短纤纸浆的涨幅分别为 46% 与 47%, 公司 17 年毛利率同比下滑 1pct 至 34.92% (单四季度毛利率为 32.73%)。其中非卷纸类产品毛利率下滑 1.73pct 至 40.18%; 卷纸类产品下滑 1.79pct 至 29.11%。公司于 10 月陆续提价 14%, 提价将有效缓解成本压力。公司近年来财务费用率及管理费用率不断下行, 财务费用率从 15 年的 3.54% 下降至 17 年的 1.01%, 管理费用率从 15 年的 6.7% 下降至 17 年的 5.36%。

产品结构不断优化, 渠道拓展顺利。17 年高毛利率的非卷纸类产品实现营收 26.63 亿, 同比增长 30.54%, 营收占比为 57.4%, 同比上升 3.86pct; 卷纸类实现营收 18.45 亿元, 同比增长 12%。公司于 2017 年 6 月推出新品低白度纸——自然木, 产品符合消费者对于健康环保理念的追求, 受到市场热烈欢迎, 动销情况良好。随着公司新增产能的不断释放, 高毛利率的自然木占比有望持续提升。近年来公司加大了渠道的拓展力度, 2017 年全年拓展 500 个空白县市区。目前中国 2800 多个城市, 公司开发数量超 1200 个。相较竞争对手恒安、维达、清风仍有较大差距, 渠道开拓空间巨大。

盈利预测与估值: 预计 18-20 年 EPS 分别为 0.59 元、0.76 元、0.94 元, 对应 PE 分别为 25X、19X、16X, 维持“买入”评级。

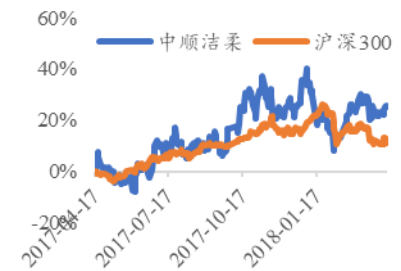
风险提示: 原材料成本波动、渠道开拓不达预期

股票数据

2018/4/18

6 个月目标价 (元)	18
收盘价 (元)	14.45
12 个月股价区间 (元)	10.41 ~ 19.64
总市值 (百万元)	10,945
总股本 (百万股)	757
A 股 (百万股)	757
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5%	1%	25%
相对收益	1%	12%	15%

相关报告

- 《产品为舵渠道为桨, 助力业绩扬帆起航》
--20171011
- 《加大销售费用投入, 业绩增长符合预期》
--20170818
- 《受益纸价上行, 盈利能力大幅提升》
--20171019
- 《产品为舵渠道为桨, 助力业绩扬帆起航》
--20171011

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,809	4,638	5,709	6,918	8,336
(+/-)%	28.74%	21.76%	23.09%	21.17%	20.50%
归属母公司净利润	260	350	444	578	716
(+/-)%	195.27%	34.56%	26.72%	30.09%	23.88%
每股收益 (元)	0.52	0.46	0.59	0.76	0.94
市盈率	28.04	31.24	24.65	18.95	15.30
市净率	2.71	3.60	3.14	2.69	2.29
净资产收益率 (%)	9.66%	11.51%	12.73%	14.21%	14.97%
股息收益率 (%)	0.00%	0.69%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	505	757	757	757	757

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

tangkai@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,086	1,167	1,832	2,550
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	599	726	880	1,056
存货	547	909	944	1,093
其他流动资产	718	718	718	718
流动资产合计	3,014	3,593	4,469	5,528
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	37	37	37	37
固定资产	2,321	2,375	2,435	2,507
无形资产	127	116	105	93
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	2,778	2,715	2,679	2,658
资产总计	5,792	6,308	7,149	8,186
短期借款	518	52	518	518
应付款项	586	546	628	773
预收款项	62	65	90	105
一年内到期的非流动负债	830	830	830	830
流动负债合计	2,598	2,670	2,933	3,255
长期借款	150	150	150	150
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	150	150	150	150
负债合计	2,748	2,820	3,083	3,405
归属于母公司股东权益合计	3,044	3,488	4,066	4,781
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	5,792	6,308	7,149	8,186

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,638	5,709	6,918	8,336
营业成本	3,019	3,717	4,422	5,303
营业税金及附加	39	41	57	66
资产减值损失	6	15	12	16
销售费用	886	1,056	1,304	1,569
管理费用	249	303	367	442
财务费用	47	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	6	5	5	5
营业利润	416	582	761	945
营业外收支净额	7	10	9	9
利润总额	423	592	770	954
所得税	72	148	193	239
净利润	350	444	578	578
归属于母公司净利润	350	444	578	716
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	349	444	578	716
资产减值准备	6	15	12	16
折旧及摊销	171	175	179	184
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	69	0	0	0
投资损失	-6	-5	-5	-5
运营资本变动	-5	-438	40	-35
其他	4	0	0	0
经营活动净现金流量	585	180	796	867
投资活动净现金流量	-983	-97	-130	-149
融资活动净现金流量	550	-2	0	0
企业自由现金流	239	93	673	728

财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标				
每股收益 (元)	0.46	0.59	0.76	0.94
每股净资产 (元)	4.02	4.60	5.37	6.31
每股经营性现金流量 (元)	0.77	0.24	1.05	1.14
成长性指标				
营业收入增长率	21.76%	23.09%	21.17%	20.50%
净利润增长率	34.56%	26.72%	30.09%	23.88%
盈利能力指标				
毛利率	34.92%	34.90%	36.08%	36.39%
净利率	7.55%	7.78%	8.35%	8.58%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	44.82	46.43	46.41	46.24
存货周转率 (次)	58.53	89.30	77.93	75.25
偿债能力指标				
资产负债率	47.44%	44.70%	43.13%	41.60%
流动比率	1.16	1.35	1.52	1.70
速动比率	0.95	1.01	1.20	1.36
费用率指标				
销售费用率	19.10%	18.50%	18.85%	18.82%
管理费用率	5.36%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用率	1.01%	0.00%	0.00%	0.00%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	0.69%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	31.24	24.65	18.95	15.30
P/B (倍)	3.60	3.14	2.69	2.29
P/S (倍)	2.36	1.92	1.58	1.31
净资产收益率	11.51%	12.73%	14.21%	14.97%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯, 3年证券从业经验, 并拥有多年管理咨询行业从业经历, 现任轻工制造行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王一	021-20361267	13761867866	wangyi@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liyin@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
刘睿	021-20361112	13120728563	liurui@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
李流奇	021-20361102	13120758587	lilq@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
夏一然	010-58034561	15811140346	xiayiran@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
金婷	010-58034559	13439651862	jinting@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu-xuan@nesc.cn
王之明	0755-33975865	15999555916	wangzm@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn