

中顺洁柔 (002511.SZ)

净利润增速超预期, 产品结构调整成果初显

● 一季度公司净利润增长超预期, 归母净利润同比增长 30.93%

公司一季度实现营业收入 12.25 亿元 (YoY+18.65%), 归母净利润 0.99 亿元 (YoY+30.93%), 基本每股收益 0.13 元/股 (YoY+30.88%), 加权平均净资产收益率 3.19%, 较上年增加 0.44pct。春节假期因素拖累二月份收入增长, 我们对全年业绩增长维持乐观态度。去年四季度以来, 公司缩紧促销力度, 提高产品价格, 成功应对浆价上涨危机, 经营业绩稳步提升。

● 高毛利产品销售占比持续提升, 销售毛利率环比增长 6.11pct

产品结构不断优化, 高端产品 Face、Lotion 及自然木系列产品销售占比逐步提升, 一季度销售毛利率环比四季度增长 6.11pct, 净利润率环比增长 0.08pct 至 8.05%。产品销售并未受到涨价因素影响, 公司销售网点不断扩展下沉, 覆盖空白市场, KA、GT、EC、AFH 等渠道全面发力。

● 生活用纸产能进一步提升, 投产进度保障空白市场覆盖

公司目前产能 65 万吨, 为满足西南、西北、云贵市场未来销售增长需求, 子公司四川中顺投资 5 亿元扩建 5 万吨高档生活用纸项目, 为公司带来新的利润增长点。据公司年报, 为弥补销售增长可能带来的产能缺口, 2018 年公司湖北新增 10 万吨产能将建设投产, 预计未来 5 年, 每年约有 10 万吨的产能投放, 总产能向百万吨迈进, 投产进度保障空白市场覆盖。

● 盈利预测与投资建议

产品渠道双轮驱动构筑公司核心竞争力, 高毛利产品占比提升推高毛利率水平, 各生产基地投产计划推动产能持续增长。预计 2018-2020 年实现主营业务收入 56.87、70.59、87.19 亿元, 归母净利润为 4.29、5.44、6.93 亿元, 当前市值对应 2018 年 26.30xPE, 维持公司“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速超预期下行影响需求; 造纸行业环保监管趋严增加行业环保成本; 木浆价格继续大幅上涨, 公司拓展市场空白点进度低于预期。

盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,809.35	4,638.35	5,687.03	7,058.91	8,718.81
增长率 (%)	28.74%	21.76%	22.61%	24.12%	23.51%
EBITDA (百万元)	572.60	617.33	753.41	889.46	1,053.59
净利润 (百万元)	260.42	349.07	428.82	543.98	692.90
增长率 (%)	195.27%	34.04%	22.85%	26.85%	27.38%
EPS (元/股)	0.515	0.461	0.566	0.718	0.915
市盈率 (P/E)	38.61	36.91	26.30	20.73	16.28
市净率 (P/B)	3.77	4.05	3.27	2.83	2.41
EV/EBITDA	17.38	20.64	14.18	11.26	8.80

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

14.89 元

前次评级

买入

报告日期

2018-04-25

相对市场表现



分析师: 汪 达, S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

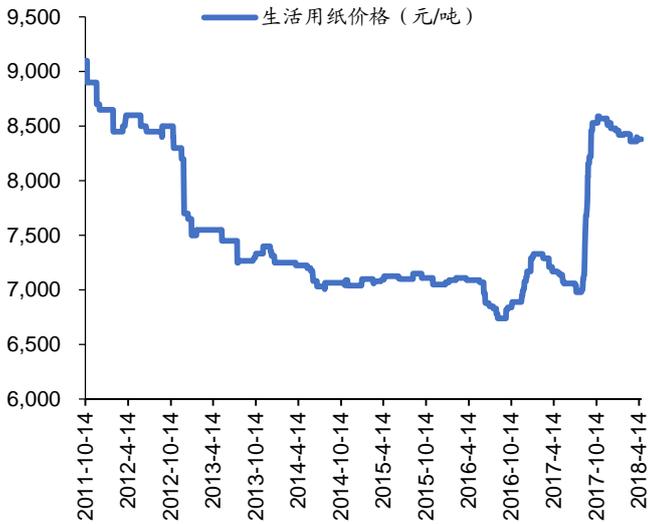
相关研究:

中顺洁柔 (002511.SZ): 高 2018-04-17
毛利产品占比提升, 渠道下沉
不断挖潜

中顺洁柔 (002511.SZ): 业 2018-02-27
绩增长符合预期, 产品渠道双
轮驱动

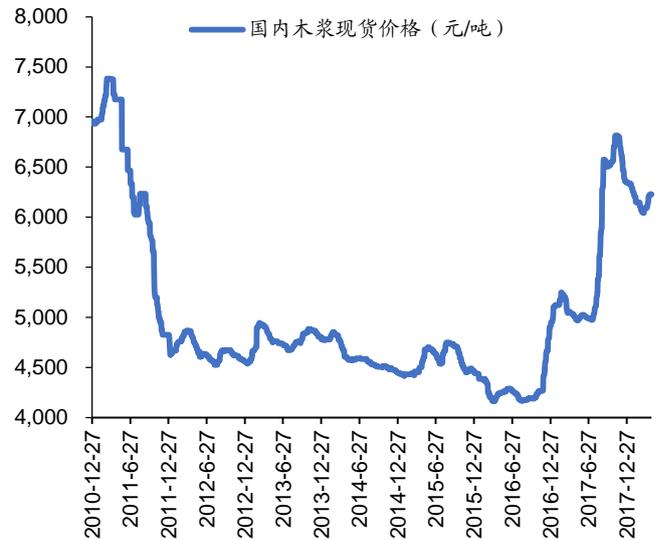
中顺洁柔 (002511.SZ): 高 2017-12-06
管增持完毕, 木浆价格回落增
强盈利能力

图1: 生活用纸(大轴原纸)价格小幅回落



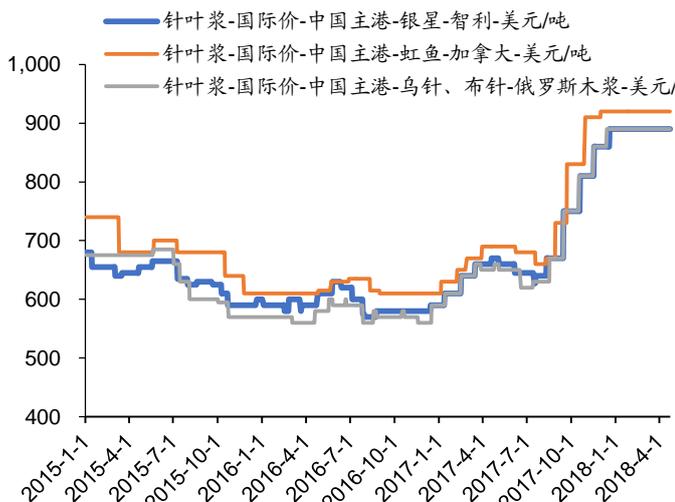
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图2: 国内木浆现货价格高位震荡



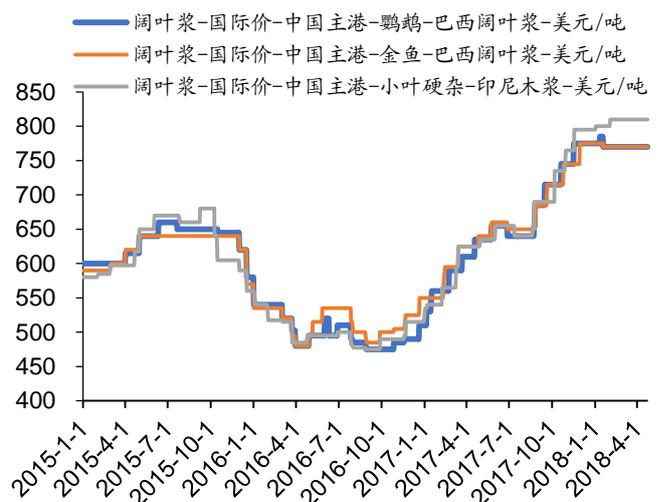
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图3: 海外大厂针叶浆报价高位企稳



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图4: 海外大厂阔叶浆报价高位企稳



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2074	3014	2321	2779	3634
货币资金	959	1086	748	900	1332
应收及预付	596	663	791	980	1207
存货	421	547	781	900	1096
其他流动资产	98	718	0	0	0
非流动资产	2406	2778	2564	2449	2337
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2177	2321	2205	2088	1979
在建工程	8	198	206	216	222
无形资产	138	127	116	105	94
其他长期资产	82	132	38	40	43
资产总计	4480	5792	4885	5228	5971
流动负债	963	2572	1285	1914	1963
短期借款	30	518	0	313	0
应付及预收	896	1186	1285	1600	1963
其他流动负债	38	868	0	0	0
非流动负债	853	176	153	-676	-676
长期借款	0	150	150	150	150
应付债券	829	0	0	0	0
其他非流动负债	24	26	3	-826	-826
负债合计	1816	2748	1438	1238	1287
股本	505	757	757	757	757
资本公积	1362	1133	1133	1133	1133
留存收益	908	1207	1636	2180	2872
归属母公司股东权	2664	3044	3447	3991	4684
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	4480	5792	4885	5228	5971

现金流量表

单位: 百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	929	585	1146	758	819
净利润	260	349	429	544	693
折旧摊销	165	171	175	179	184
营运资金变动	419	-5	411	1	-68
其它	84	70	132	34	11
投资活动现金流	-131	-983	-25	-56	-62
资本支出	-128	-398	-27	-57	-63
投资变动	2	6	2	1	1
其他	-5	-590	0	0	0
筹资活动现金流	-449	531	-1458	-551	-325
银行借款	433	722	-518	313	-313
股权融资	81	0	0	0	0
其他	-963	-192	-940	-864	-12
现金净增加额	349	133	-337	152	432
期初现金余额	690	959	1086	748	900
期末现金余额	1039	1093	748	900	1332

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.7	21.8	22.6	24.1	23.5
营业利润增长	224.5	27.9	28.5	25.9	27.2
归属母公司净利润增长	195.3	34.0	22.8	26.9	27.4
获利能力(%)					
毛利率	35.9	34.9	36.1	36.3	36.7
净利率	6.8	7.5	7.5	7.7	7.9
ROE	9.8	11.5	12.4	13.6	14.8
ROIC	12.5	10.8	16.4	21.3	26.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.5	47.4	29.4	23.7	21.6
净负债比率	-	0.1	-0.2	-0.3	-0.4
流动比率	2.15	1.17	1.81	1.45	1.85
速动比率	1.67	0.94	1.15	0.94	1.25
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.90	1.07	1.40	1.56
应收账款周转率	7.80	8.14	7.94	7.98	8.00
存货周转率	4.25	6.24	4.65	4.99	5.04
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.46	0.57	0.72	0.91
每股经营现金流	1.84	0.77	1.51	1.00	1.08
每股净资产	5.27	4.02	4.55	5.27	6.18
估值比率					
P/E	38.6	35.3	26.3	20.7	16.3
P/B	3.8	4.1	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	17.4	20.6	14.2	11.3	8.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3809	4638	5687	7059	8719
营业成本	2441	3019	3632	4494	5519
营业税金及附加	35	39	34	44	59
销售费用	721	886	1086	1369	1726
管理费用	205	249	355	441	545
财务费用	59	47	41	35	13
资产减值损失	26	6	9	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	6	3	3	4
营业利润	324	414	533	671	853
营业外收入	13	10	10	10	10
营业外支出	2	3	5	5	4
利润总额	335	421	537	676	859
所得税	74	72	108	132	166
净利润	260	349	429	544	693
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	260	349	429	544	693
EBITDA	573	617	753	889	1054
EPS(元)	0.52	0.46	0.57	0.72	0.91

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。

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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。