

中顺洁柔 (002511)

一季度净利润增长超预期，维持买入评级

一季度营收同比增长 18.7%，净利润同比增长 30.9%

公司发布 2018 年一季报，营业收入为 12.25 亿，同比增长 18.7%，根据公司 2018 年 1 月 25 日披露的投资者交流纪要的内容，公司在 2017 年底对产品进行了提价，从营收的角度来看，公司的产品在提价之后，仍然保持了不俗的销售势头，这表明洁柔坚持走研发新品，顺应消费升级大趋势的战略完全证券。2018 年一季度净利润同比增速为 30.9%，超我们的预期。

一季度毛利率同比增加 2.4 个百分点，期间费用率同比提升 2.2 个百分点

2018 年一季度公司的毛利率为 38.8%，较去年同期提升 2.4 个百分点，我们分析毛利率的上升一部分是产品提价所致，另一部分原因应当与公司的产品销售结构继续优化有关。2018 年一季度公司的期间费用率为 29%，同比增加 2.2 个百分点，其中销售费用率同比增加 0.5 个百分点至 21%，我们分析主要是因为公司继续大力开拓空白城市，加大营销投入所致；管理费用率为 6.8%，较去年同期提升 1.6 个百分点，管理费用率提升主要受新品研发投入加大以及管理人员薪酬提升所致。

消费升级、渠道下沉以及产能合理布局驱动洁柔继续快速增长

我们认为洁柔未来的驱动力主要来自三个方面，其一、消费升级的大背景之下，具备优秀的新品、高端产品研发能力的生活用纸企业显著收益，洁柔在新品、高端产品研发方面的竞争优势突出，2017 年研发的本色纸巾——自然木大获成功就是最好的证明；其二、目前中国有 2800 多个城市，公司开发数量仅 1200 多个，尚有大量市场并未进入，渠道进一步下沉将助力公司高速发展；其三、2017 年公司新增云浮 12 万吨产能、唐山 2.5 万吨，总产能达到 65 万吨。产能布局的日趋完善以及合理释放为公司后续的增长提供保障。

维持盈利预测，买入评级

我们维持洁柔 2018-2019 年 EPS 0.60 元和 0.79 元预测不变，当前股价对应 PE 分别为 25 倍和 19 倍，考虑公司一季度净利润增速超预期，目前估值较为便宜，维持“买入”评级。

风险提示：浆价继续上涨，人民币贬值，行业竞争加剧。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,809.35	4,638.35	5,607.42	6,764.45	8,136.98
增长率(%)	28.74	21.76	20.89	20.63	20.29
EBITDA(百万元)	548.52	617.31	687.74	859.65	1,061.88
净利润(百万元)	260.42	349.07	457.45	596.07	760.56
增长率(%)	195.27	34.04	31.05	30.30	27.60
EPS(元/股)	0.34	0.46	0.60	0.79	1.00
市盈率(P/E)	43.31	32.31	24.66	18.92	14.83
市净率(P/B)	4.18	3.71	3.24	2.81	2.40
市销率(P/S)	2.96	2.43	2.01	1.67	1.39
EV/EBITDA	17.94	20.43	16.85	11.34	9.84

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	14.89 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)	732.87
A 股总市值(百万元)	11,278.65
流通 A 股市值(百万元)	10,912.38
每股净资产(元)	4.15
资产负债率(%)	38.21
一年内最高/最低(元)	18.88/10.41

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-年报点评报告:消费升级+新品研发驱动增长，维持买入评级》2018-04-17
- 《中顺洁柔-公司点评:2017 年业绩符合预期，维持买入评级》2018-02-27
- 《中顺洁柔-公司点评:拟每 10 股转增 10 股，分红 1 元，继续坚定看好》2018-01-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	959.28	1,085.72	449.85	2,446.24	1,757.81	营业收入	3,809.35	4,638.35	5,607.42	6,764.45	8,136.98
应收账款	547.38	606.91	785.60	546.34	1,055.86	营业成本	2,441.19	3,018.61	3,691.93	4,424.35	5,289.44
预付账款	47.21	46.95	51.07	73.24	78.11	营业税金及附加	34.51	39.04	44.86	54.12	65.10
存货	421.19	546.94	1,259.48	629.84	1,551.24	营业费用	721.19	886.08	998.12	1,190.54	1,423.97
其他	98.98	727.65	326.36	388.62	482.03	管理费用	205.15	248.52	302.80	358.52	423.12
流动资产合计	2,074.04	3,014.17	2,872.37	4,084.28	4,925.04	财务费用	59.19	46.75	40.00	40.00	40.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	25.91	5.72	5.70	5.70	5.70
固定资产	2,176.86	2,321.22	2,310.28	2,285.42	2,239.22	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	8.49	197.63	154.58	140.75	114.45	投资净收益	1.93	5.78	5.80	5.80	5.80
无形资产	137.91	126.61	122.68	118.74	114.80	其他	(3.86)	(26.57)	(26.70)	(26.70)	(26.70)
其他	115.16	132.22	115.10	125.57	124.18	营业利润	324.13	414.42	544.91	712.13	910.55
非流动资产合计	2,438.42	2,777.68	2,702.63	2,670.48	2,592.65	营业外收入	12.74	9.67	9.70	9.70	9.70
资产总计	4,512.46	5,791.85	5,575.00	6,754.77	7,517.69	营业外支出	2.05	2.77	2.80	2.80	2.80
短期借款	30.00	518.38	0.00	0.00	0.00	利润总额	334.82	421.32	551.81	719.03	917.45
应付账款	700.15	1,009.51	980.52	1,421.00	1,485.00	所得税	74.40	72.25	94.36	122.95	156.88
其他	233.05	1,044.50	535.99	641.58	772.91	净利润	260.42	349.07	457.45	596.07	760.56
流动负债合计	963.20	2,572.39	1,516.51	2,062.58	2,257.92	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	150.00	0.00	200.00	200.00	归属于母公司净利润	260.42	349.07	457.45	596.07	760.56
应付债券	828.60	0.00	551.98	460.19	337.39	每股收益(元)	0.34	0.46	0.60	0.79	1.00
其他	24.28	25.51	25.30	25.03	25.28						
非流动负债合计	852.88	175.51	577.29	685.22	562.67						
负债合计	1,816.08	2,747.90	2,093.80	2,747.80	2,820.59						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	505.26	757.46	757.46	757.46	757.46	成长能力					
资本公积	1,361.85	1,132.70	1,132.70	1,132.70	1,132.70	营业收入	28.74%	21.76%	20.89%	20.63%	20.29%
留存收益	2,269.98	2,339.42	2,723.74	3,249.50	3,939.63	营业利润	224.51%	27.85%	31.49%	30.69%	27.86%
其他	(1,440.71)	(1,185.63)	(1,132.70)	(1,132.70)	(1,132.70)	归属于母公司净利润	195.27%	34.04%	31.05%	30.30%	27.60%
股东权益合计	2,696.39	3,043.94	3,481.20	4,006.97	4,697.10	获利能力					
负债和股东权益总	4,512.46	5,791.85	5,575.00	6,754.77	7,517.69	毛利率	35.92%	34.92%	34.16%	34.59%	35.00%
						净利率	6.84%	7.53%	8.16%	8.81%	9.35%
						ROE	9.66%	11.47%	13.14%	14.88%	16.19%
						ROIC	9.73%	15.40%	14.59%	16.43%	31.77%
						偿债能力					
						资产负债率	40.25%	47.44%	37.56%	40.68%	37.52%
						净负债率	1.10%	-0.06%	4.71%	19.12%	-15.84%
						流动比率	2.15	1.17	1.89	1.98	2.18
						速动比率	1.72	0.96	1.06	1.67	1.49
						营运能力					
						应收账款周转率	7.69	8.04	8.05	10.16	10.16
						存货周转率	6.63	9.58	6.21	7.16	7.46
						总资产周转率	0.84	0.90	0.99	1.10	1.14
						每股指标(元)					
						每股收益	0.34	0.46	0.60	0.79	1.00
						每股经营现金流	1.23	0.77	0.13	2.66	-0.71
						每股净资产	3.56	4.02	4.60	5.29	6.20
						估值比率					
						市盈率	43.31	32.31	24.66	18.92	14.83
						市净率	4.18	3.71	3.24	2.81	2.40
						EV/EBITDA	17.94	20.43	16.85	11.34	9.84
						EV/EBIT	25.67	28.27	20.34	13.23	11.17

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com