

中顺洁柔 (002511)

证券研究报告

2018年10月29日

三季度短期成本端承压，渠道产能扩张助推内生性增长

公司 18Q1-3 实现收入 40.81 亿元，同比增长 21.7%；归母净利润为 3.13 亿元，同比增长 26.9%；扣非归母净利润为 2.87 亿元，同比增长 24.3%。其中 18Q3 实现收入 14.95 亿元，同比增长 21.7%；归母净利润为 1.13 亿元，同比增长 25.3%；扣非归母净利润为 0.97 亿元，同比增长 13.7%。前三季度非经常性损益主要来自政府补助（2660.68 万元）和委托理财收益（1044.01 万元）。2018 年全年预计实现归母净利润 4.01~4.54 亿元，同比增长 15%~30%。

人民币贬值压力下，公司三季度毛利率下滑

公司 18Q1-3 毛利率为 35.3%，同比下滑 0.5pct；18Q3 单季度毛利率为 33.2%，同比下滑 1.9pct，环比下滑 1.2pct。公司木浆原材料在国外直接采购，主要面对人民币贬值风险。18Q3 外盘木浆报价平稳，但受到中美贸易战影响，人民币持续贬值，美元兑人民币 18Q3 较上一季度环比上升 6.6%，同比上升 1.9%。公司 18Q3 单季度毛利率下滑明显低于人民币贬值速度，主要因为公司前期低价囤浆对成本起到平滑作用。伴随后期人民币汇率逐步稳定，公司成本端压力将得到适当缓解。

费用管控能力持续优化，三季度期间费用率下降

由于三季度开始研发费用单独列示，导致销售、管理和财务费用与去年同期不可比。就公司 18Q1-3 期间费用整体（销售+管理+财务+研发）情况来看，期间费用率（包含研发费用）为 25.5%，同比下降 0.89pct，环比下降 0.82pct。18Q1-3 销售/管理/财务/研发费用率分别 18.8%/3.6%/1.1%/2.0%，由于公司以前都将费用化研发支出计入管理费用，若将研发费用加回管理费用，则公司 18Q1-3 销售/管理/财务费用率分别同比变动-1.2/0.2/0.1pct。自 18 年初期间费用率持续下降，公司费用管控能力优化，18Q1-3 净利率为 7.7%，同比上升 0.3pct。

存货同比增长，经营活动现金流逐步恢复

公司 18 三季度末存货为 9.86 亿元，同比增长 71.2%，较 18 二季度末小幅下降 0.65 亿元。公司存货同比增长明显，一方面因为公司生产销售良好；另一方面 17 年下半年产能未跟上，导致库存周期过短。18 年公司产能逐步释放，三季度存货增加为四季度旺季备货，我们认为公司库存水平合理。公司 18Q1-3 经营活动现金流净额为-0.42 亿元，同比下降 111.5%；18Q3 单季度为 2.63 亿元，同比下降 17.8%。公司 18 年前两个季度主要因为低价囤浆储备原材料导致经营活动现金流均为负（一二单季度分别为-2.10/-0.95 亿元），三季度因浆价高位，公司正常采购，经营性活动现金实现净流入，逐步恢复常态，个别季度经营活动现金净流出不会对公司产生较大影响。

渠道布局优化升级，产品创新引领潮流

产品推陈出新加速创造新需求，2018 年新推出棉花柔巾，继续引领高端生活用纸潮流。渠道方面，公司加大经销商网点开拓，经销网络覆盖全国 1200 个城市，并继续加大经销商引导和一对一帮扶力度，推进渠道下沉“扫除”空白区域；重点卖场转由直营，电商、商销持续加大开发力度。产能方面，全国性产能布局再下一城，理顺供应链机制。公司全国共 7 大生产基地，2017 年 14.5 万吨产能顺利投产，总产能达 65 万吨；2018 年将继续新增 10 万吨产能，预计未来公司将每年新增 10 万吨产能，总产能有望达到 120 万吨。

公司是具有高成长性的消费品龙头企业，渠道持续扩张优化，产品高端化创新化，及产能扩张，持续打开销售市场大门。我们维持公司 18-19 年归母净利润 4.48 和 5.73 亿元的盈利预测，同比增长 28.4%/27.8%，当前股价（7.4 元）对应 PE 分别为 21X/17X，维持买入评级。

风险提示：原材料木浆价格上涨，新品销售不及预期

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	7.36 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,286.69
流通 A 股股本(百万股)	1,257.49
A 股总市值(百万元)	9,470.06
流通 A 股市值(百万元)	9,255.09
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	38.54
一年内最高/最低(元)	17.45/6.75

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
武楠	联系人
wnan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中顺洁柔-半年报点评:二季度收入业绩提速，新品渠道产能拓展构筑原动力》2018-08-07
- 《中顺洁柔-季报点评:一季度净利润增长超预期，维持买入评级》2018-04-25
- 《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

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	5,677.81	6,897.16	8,376.02
增长率(%)	28.74	21.76	22.41	21.48	21.44
EBITDA(百万元)	548.52	617.31	706.29	838.13	1,015.92
净利润(百万元)	260.42	349.07	448.29	572.75	722.12
增长率(%)	195.27	34.04	28.43	27.76	26.08
EPS(元/股)	0.20	0.27	0.35	0.45	0.56
市盈率(P/E)	36.37	27.13	21.12	16.53	13.11
市净率(P/B)	3.51	3.11	2.39	2.14	1.90
市销率(P/S)	2.49	2.04	1.67	1.37	1.13
EV/EBITDA	17.94	20.43	12.20	9.25	7.41

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	959.28	1,085.72	1,616.10	2,438.53	2,672.46
应收账款	547.38	606.91	806.06	910.35	1,174.08
预付账款	47.21	46.95	49.57	74.16	77.94
存货	421.19	546.94	619.07	793.27	911.46
其他	98.98	727.65	367.14	394.15	503.64
流动资产合计	2,074.04	3,014.17	3,457.95	4,610.46	5,339.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,176.86	2,321.22	2,232.71	2,109.06	1,964.32
在建工程	8.49	197.63	118.58	71.15	42.69
无形资产	137.91	126.61	122.68	118.74	114.80
其他	115.16	132.22	115.10	125.57	124.18
非流动资产合计	2,438.42	2,777.68	2,589.07	2,424.52	2,245.99
资产总计	4,512.46	5,791.85	6,047.02	7,034.99	7,585.57
短期借款	30.00	518.38	0.00	0.00	0.00
应付账款	700.15	1,009.51	962.51	1,486.21	1,463.55
其他	233.05	1,044.50	536.91	643.29	776.70
流动负债合计	963.20	2,572.39	1,499.42	2,129.50	2,240.25
长期借款	0.00	150.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	828.60	0.00	551.98	460.19	337.39
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	485.22	362.67
负债合计	1,816.08	2,747.90	2,076.71	2,614.72	2,602.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	505.26	757.46	1,286.69	1,286.69	1,286.69
资本公积	1,361.85	1,132.70	1,132.70	1,132.70	1,132.70
留存收益	2,269.98	2,339.42	2,683.62	3,133.57	3,695.96
其他	(1,440.71)	(1,185.63)	(1,132.70)	(1,132.70)	(1,132.70)
股东权益合计	2,696.39	3,043.94	3,970.31	4,420.26	4,982.65
负债和股东权益总	4,512.46	5,791.85	6,047.02	7,034.99	7,585.57

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	260.42	349.07	448.29	572.75	722.12
折旧摊销	165.30	171.23	171.50	175.02	177.13
财务费用	47.28	69.21	0.61	(20.27)	(25.55)
投资损失	(1.93)	(5.78)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	477.81	(630.58)	53.98	229.51	(511.32)
其它	(20.00)	632.29	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	928.87	585.44	668.38	951.01	356.38
资本支出	50.86	492.13	0.21	0.27	(0.25)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(181.58)	(1,474.94)	5.78	5.73	6.25
投资活动现金流	(130.72)	(982.81)	5.99	6.00	6.00
债权融资	858.60	1,498.30	877.82	845.45	851.06
股权融资	(31.09)	4.14	582.50	21.53	26.93
其他	(1,289.97)	(952.20)	(1,604.30)	(1,001.56)	(1,006.44)
筹资活动现金流	(462.46)	550.24	(143.98)	(134.58)	(128.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	335.69	152.86	530.39	822.42	233.94

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,809.35	4,638.35	5,677.81	6,897.16	8,376.02
营业成本	2,441.19	3,018.61	3,635.61	4,403.67	5,315.34
营业税金及附加	34.51	39.04	47.79	58.05	70.50
营业费用	721.19	886.08	1,135.56	1,379.43	1,675.20
管理费用	205.15	248.52	312.28	379.34	460.68
财务费用	59.19	46.75	0.61	(20.27)	(25.55)
资产减值损失	25.91	5.72	17.78	19.56	21.51
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.93	5.78	6.00	6.00	6.00
其他	(3.86)	(26.57)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
营业利润	324.13	414.42	534.18	683.38	864.34
营业外收入	12.74	9.67	9.67	10.69	10.01
营业外支出	2.05	2.77	2.77	2.77	2.77
利润总额	334.82	421.32	541.08	691.30	871.58
所得税	74.40	72.25	92.79	118.55	149.47
净利润	260.42	349.07	448.29	572.75	722.12
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	260.42	349.07	448.29	572.75	722.12
每股收益(元)	0.20	0.27	0.35	0.45	0.56

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.74%	21.76%	22.41%	21.48%	21.44%
营业利润	224.51%	27.85%	28.90%	27.93%	26.48%
归属于母公司净利润	195.27%	34.04%	28.43%	27.76%	26.08%
获利能力					
毛利率	35.92%	34.92%	35.97%	36.15%	36.54%
净利率	6.84%	7.53%	7.90%	8.30%	8.62%
ROE	9.66%	11.47%	11.29%	12.96%	14.49%
ROIC	9.73%	15.40%	13.33%	17.63%	25.72%
偿债能力					
资产负债率	40.25%	47.44%	34.34%	37.17%	34.31%
净负债率	1.10%	-0.06%	4.13%	-9.44%	-13.43%
流动比率	2.15	1.17	2.31	2.17	2.38
速动比率	1.72	0.96	1.89	1.79	1.98
营运能力					
应收账款周转率	7.69	8.04	8.04	8.04	8.04
存货周转率	6.63	9.58	9.74	9.77	9.83
总资产周转率	0.84	0.90	0.96	1.05	1.15
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.27	0.35	0.45	0.56
每股经营现金流	0.72	0.45	0.52	0.74	0.28
每股净资产	2.10	2.37	3.09	3.44	3.87
估值比率					
市盈率	36.37	27.13	21.12	16.53	13.11
市净率	3.51	3.11	2.39	2.14	1.90
EV/EBITDA	17.94	20.43	12.20	9.25	7.41
EV/EBIT	25.67	28.27	16.11	11.69	8.97

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