

2017年8月18日

何敏亮

C0070@capital.com.tw

目标价(元)

15

## 中顺洁柔(002511.SZ)

Buy 买入

产能释放、管道拓展, 2017H1 业绩增长 47.81%

### 结论与建议:

### 公司基本资讯

产业别	轻工制造		
A 股价(2017/8/18)	13.17		
深证成指(2017/8/18)	10614.08		
股价 12 个月高/低	14.72/10.41		
总发行股数(百万)	757.89		
A 股数(百万)	733.02		
A 市值(亿元)	96.54		
主要股东	广东中顺纸业集团有限公司 (29.16%)		
每股净值(元)	3.73		
股价/账面净值	3.53		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.5	13.2	9.5

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017/2/21	19.21	买入

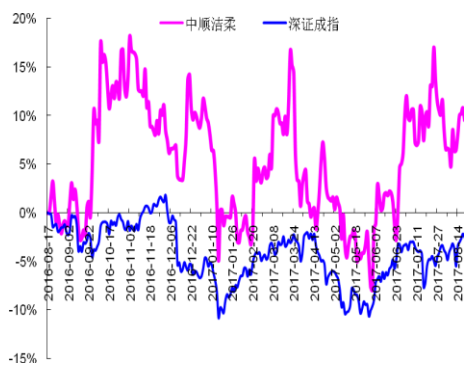
### 产品组合

非卷纸类	52.88%
卷纸	45.43%
半成品	1.69%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.2%
一般法人	53.0%

### 股价相对大盘走势



■ **中顺洁柔发布半年报:** 2017 年上半年公司实现营业收入 21.23 亿元, 同比增长 19.85%; 归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 47.81%; 扣非后归母净利润 1.45 亿元, 同比增长 43.26%。对应 EPS 为 0.206 元。符合此前预期。分季度来看, 中顺洁柔 Q2 实现营业收入 10.91 亿元, 同比增长 18.91%; 归母净利润 8113.2 万元, 同比增长 34.65%。

■ **毛利率同比提升。** 公司上半年营收增长的主要原因: 1、产能提升, 去年四川 6 万吨项目投产, 公司产能达到 51 万吨, 今年上半年, 产能进一步释放; 2、2015 年以来新营销团队致力于管道优化, 尤其在电商管道方面, 紧跟当下消费趋势, 不断加大在天猫、京东等网络平台的投入。此外, 根据 FOEX 指数, 2017 上半年纸浆均价同比基本持平, 导致成本 17% 的增速低于营收, 促进毛利润同比增长 25.12% 至 7.68 亿元, 毛利率同比提升 1.5 个百分点至 36.16%, 是公司业绩保持快速增长的最主要原因。

■ **产能投入继续加大。** 为进一步完善全国战略布局, 2017 年上半年公司新增云浮 12 万吨、唐山 2.5 万吨的产能建设, 预计分别将于 2020 和 2019 年投产, 以满足华中和华北、东北的需求; 加上湖北中顺一期 10 万吨项目正在建设中, 预计将于 2019 年投产; 此外, 江门、浙江、四川等地工程已进入收尾阶段, 预计公司未来产能将稳步释放。我们预计今年年底公司产能将达到约 70 万吨, 全年产量将增长约两成。

■ **前三季度业绩预告。** 公司在半年报中预告: 2017 年 1-9 月公司归母净利润同比增长 20%-50%, 净利润变动区间为 2.17-2.72 亿元; 对应 Q3 净利润区间 6095 万元-1.15 亿元, 同比变动幅度为 -20%~53%。我们认为影响公司业绩的主要因素是纸浆价格的波动。虽然今年上半年漂白阔叶浆价格有所反弹, 然而根据国际造纸协会统计, 木浆在 17、18 两年的投产力度将持续放大, 其中 17 年新增的产能将达到近 500 万吨, 从中长期来看, 我们认为木浆价格下降将是大概率事件。此外, 通常纸厂在纸浆价格持续下跌时会囤积半年到一年左右低价木浆库存以抵御成本上涨风险。因此我们预计未来公司业绩将保持较快增长。

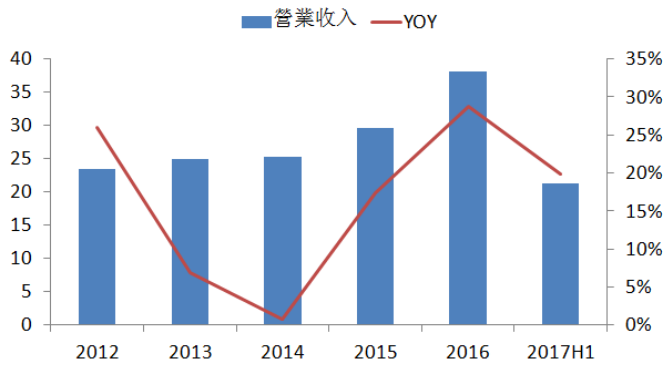
■ **业绩预测:** 预计中顺洁柔 2017 和 2018 年可分别实现净利润 3.69 亿元 (YoY+41.64%, EPS 为 0.487 元) 和 4.67 亿元 (YoY+26.56%, EPS 为 0.616 元); 当前 A 股股价对应 P/E 为 18 倍和 14 倍, 维持买入的投资建议。

■ **风险提示:** 市场需求大幅下滑, 纸浆价格大幅上涨。

..... 接续下页 .....

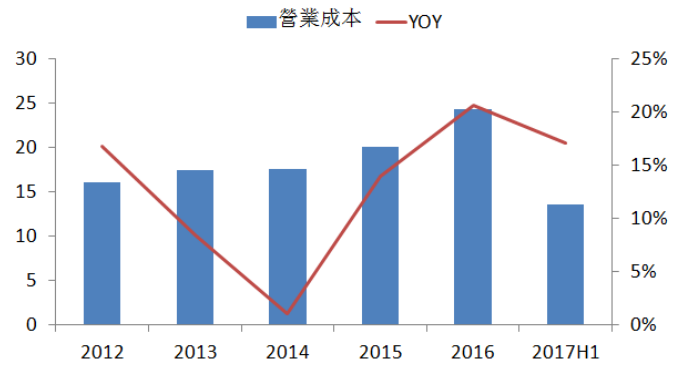
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	115.94	67.50	88.20	260.42	368.85	466.81
同比增减	%	-27.04%	-41.78%	30.66%	195.27%	41.64%	26.56%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.37	0.17	0.18	0.52	0.73	0.92
同比增减	%	-51.36%	-55.21%	8.88%	184.44%	41.64%	26.56%
A 股市盈率 (P/E)	倍	13.35	32.41	53.96	25.60	18.25	14.42
股利 (DPS)	RMB 元	--	0.01	0.05	0.1	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.19%	0.51%	0.76%	0.75%	0.75%

图 1: 中顺洁柔营业收入 (单位:亿元)



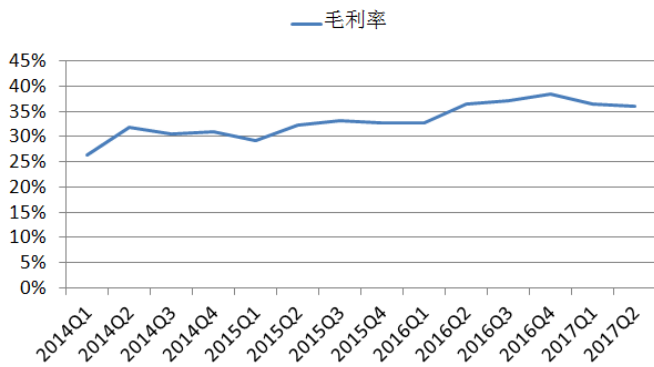
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 2: 中顺洁柔营业成本 (单位:亿元)



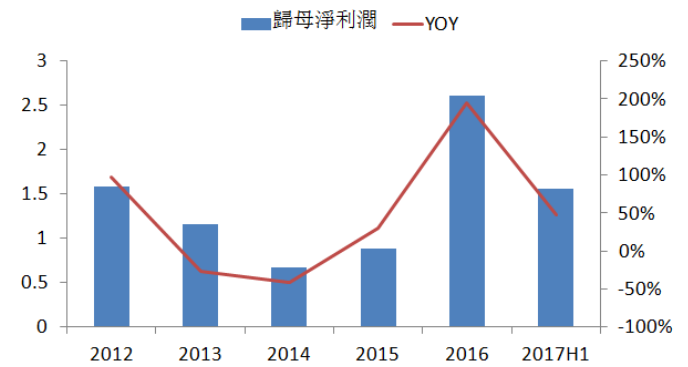
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 3: 中顺洁柔毛利率



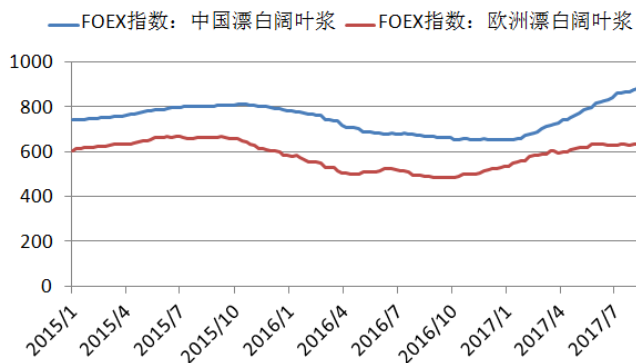
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 4: 中顺洁柔归母净利润 (单位:亿元)



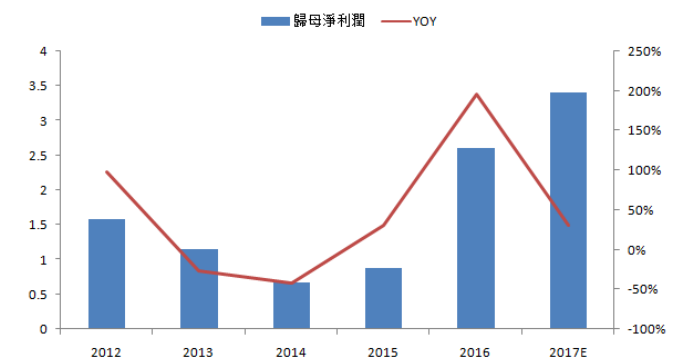
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 5: Foex 指数:漂白阔叶浆价格 (单位:美元/吨)



数据来源:公司公告,群益证券整理

图 6: 中顺洁柔营业成本 (单位:亿元)



数据来源:公司公告,群益证券整理

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业额	2502	2522	2959	3809	4643	5658
经营成本	1745	1764	2011	2441	2924	3544
毛利	757	758	948	1368	1719	2115
营业税金及附加	12	9	13	35	42	51
销售费用	414	395	517	721	882	1075
管理费用	167	168	198	205	241	294
财务费用	40	73	105	59	70	85
资产减值损失	4	22	22	26	25	25
投资收益	0	0	6	2	2	2
营业利润	119	91	100	324	461	586
税前利润	150	94	118	335	473	598
所得税	34	27	29	74	104	132
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
净利润	116	68	88	260	369	467

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	994	661	690	959	1135	1330
存货	602	631	729	421	442	464
应收帐款	335	339	436	540	567	596
流动资产合计	2167	1976	2035	2074	2844	3090
长期投资净额	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	1411	2192	2269	2177	2286	2400
在建工程	687	167	29	8	9	9
无形资产及其他资产合计	157	144	141	138	145	152
资产总计	4493	4550	4544	4512	6175	6542
流动负债合计	856	942	1127	963	2264	2171
长期负债合计	1355	1258	983	853	896	940
负债合计	2211	2200	2110	1816	3160	3111
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	2282	2350	2434	2696	3015	3431
负债和股东权益总计	4493	4550	4544	4512	6175	6542

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	216	262	429	929	557	446
投资活动产生的现金流量净额	(924)	(465)	(120)	(131)	(105)	(84)
筹资活动产生的现金流量净额	962	(113)	(365)	(462)	(277)	(166)
现金及现金等价物净增加额	255	(317)	(55)	349	175	196

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。