

2017年10月31日

王奕超

目标价(元)

17

公司基本资讯

产业别	轻工制造		
A 股价(2017/10/30)	15.11		
深证成指(2017/10/30)	11312.61		
股价 12 个月高/低	16.16/10.41		
总发行股数(百万)	757.46		
A 股数(百万)	733.39		
A 市值(亿元)	110.81		
主要股东	广东中顺纸业集团有限公司 (29.17%)		
每股净值(元)	3.85		
股价/账面净值	3.92		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	16.8	18.0	10.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017/2/21	19.21	买入

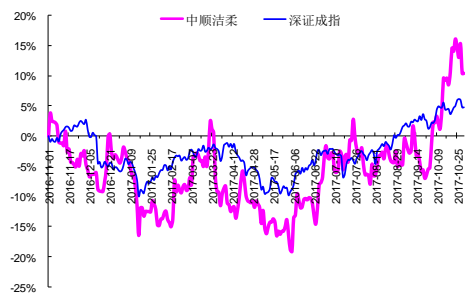
产品组合

非卷纸类	54.2%
卷纸	43.8%
半成品	2.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.0%
一般法人	53.0%

股价相对大盘走势



中顺洁柔 (002511.SZ)

Buy 买入

前三季度净利 yoy+36.15%，Q3 单季增速放慢

结论与建议：

2017 年前三季度净利润 yoy 增长+36.15%，预计公司 2017 和 2018 年净利润分别 yoy 增长 31.8%，16.9%，当前 A 股股价对应 PE 为 33 倍和 28 倍，维持买入的投资建议。

■ **中顺洁柔发布三季报：**2017 年前三季度公司实现营业收入 33.52 亿元，同比增长 22.3%；归母净利润 2.47 亿元，同比增长 36.15%；扣非后归母净利润 2.31 亿元，同比增长 31.87%。对应 EPS 为 0.33 元。符合此前预期。分季度来看，中顺洁柔 Q3 实现营业收入 12.29 亿元，同比增长 26.7%；归母净利润 9019 万元，同比增长 19.7%。

■ **前三季度毛利率提升推动净利润增长：**由于公司主要原材料木浆年初价格下跌，yoy-12%，同时造纸行业企业一般会囤积半到一年的木浆库存，公司前三季度营业成本增速低于营收，毛利率有所增长。前三季度毛利率 35.76%，较去年同期增加 0.3 个百分点，因公司净利率仅 7.34%，毛利率的变动对净利润的影响较大，是净利润前三季度增速高于营收的主要原因。

■ **Q3 成本拖累单季净利润增速：**单季度看，下半年木浆因环保因素影响供给，价格止跌回升，目前木浆价格已经较 2016 年平均上涨了 9%。虽然公司库存能减少原材料价格波动的影响，但木浆价格上涨还是反映在公司单季度业绩上：公司三季度营收增速 26.7%，成本增速 31%，导致 Q3 毛利率仅 35%，低于全年平均将近 1 个百分点。毛利率的下滑也使 Q3 单季净利润的增速 19.75%，低于营收。

■ **单季费用率上涨：**单季度，公司费用中占比最大的销售费用（占比 78%）报告期间公司加大促销能力，持续开拓销售网络，因此销售费用 2.47 亿，同比增长 32.92%，销售费用率到达 20%，较去年同期提高 1 个百分点，也是造成单季净利润增速放缓其原因。

■ **全年业绩预告：**公司在三季度中预告：2017 年全年归母净利润增幅区间为 3.12-3.64 亿元之间，同比增长区间为 20%-40%，对应 Q4 净利润区间为 6500 万-1.17 亿元，同比增长区间为-18%到 47%。我们认为影响公司业绩主要原因还是年初木浆价位较低，公司囤积库存让全年平均成本增速低于全年平均营收增速，毛利率提升对净利润的弹性所造成的。但木浆价格止跌回升之后，价格涨趋不变，成本的上漲预计影响会反映在公司 18 年盈利增速，导致盈利增速较 17 年放慢。

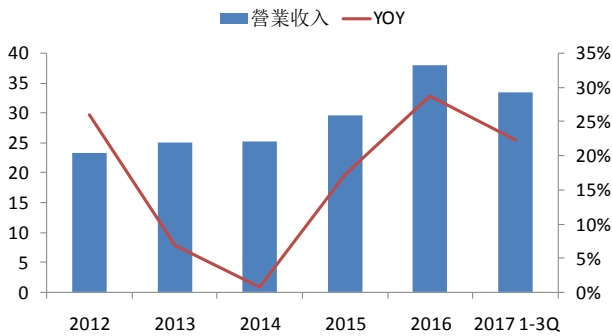
■ **业绩预测：**预计中顺洁柔 2017 和 2018 年可分别实现净利润 3.43 亿元 (YoY+31.8%, EPS 为 0.45 元)和 4.01 亿元(YoY+16.9%, EPS 为 0.53 元)；当前 A 股股价对应 P/E 为 33 倍和 28 倍，维持买入的投资建议。

■ **风险提示：**市场需求大幅下滑，纸浆价格大幅上涨。

..... 接续下页 .....

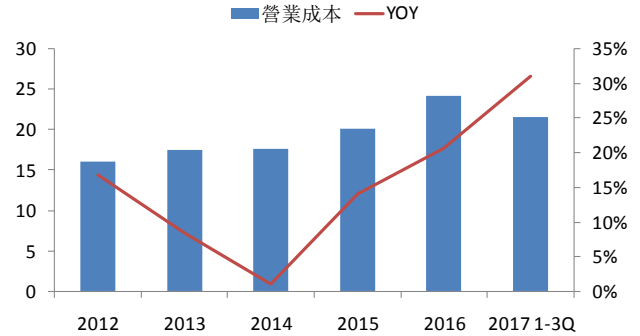
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	115.94	67.50	88.20	260.42	343.11	401.14
同比增减	%	-27.04%	-41.78%	30.66%	195.27%	31.75%	16.91%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.37	0.17	0.18	0.52	0.45	0.53
同比增减	%	-51.36%	-55.21%	8.88%	184.44%	-12.06%	16.91%
A 股市盈率(P/E)	倍	13.35	32.41	53.96	25.60	33.34	28.51
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%	0.66%	0.66%

图 1: 中顺洁柔营业收入 (单位:亿元)



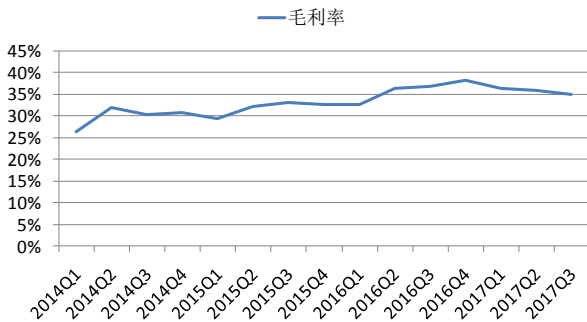
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 2: 中顺洁柔营业成本 (单位:亿元)



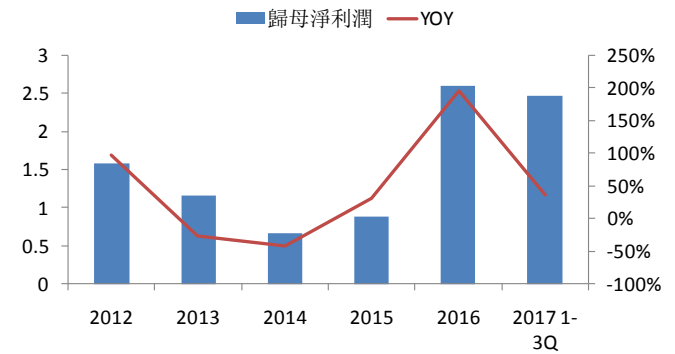
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 3: 中顺洁柔毛利率



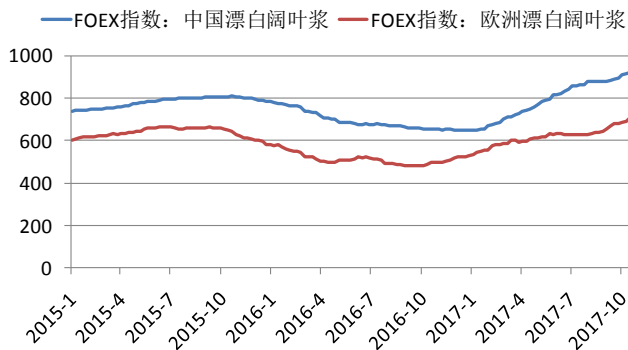
数据来源:公司公告,群益证券整理

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

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	4617	5627
经营成本	1745	1764	2011	2441	2938	3605
毛利	757	758	948	1368	1679	2022
营业税金及附加	12	9	13	35	42	51
销售费用	414	395	517	721	877	1069
管理费用	167	168	198	205	240	293
财务费用	40	73	105	59	69	84
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	428	502
税前利润	150	94	118	335	440	514
所得税	34	27	29	74	97	113
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
净利润	116	68	88	260	343	401

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	2315	2313
长期负债合计	1355	1258	983	853	896	940
负债合计	2211	2200	2110	1816	3211	3253
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	2282	2350	2434	2696	2964	3289
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, 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@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@。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。