经营业绩增速稳健，生活用纸行业空间广阔

——中顺洁柔（002511）2018 年三季报点评

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ 事件

中顺洁柔发布 2018 年三季报，Q3 公司实现营业收入 14.95 亿元，同比增长 21.65%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.13 亿元，同比增长 25.51%；扣除非经常性损益的净利润为 9683.43 万元，同比增长 13.68%。公司 2018 年前三季度实现营业收入 40.81 亿元，同比增长 21.74%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.13 亿元，同比增长 26.85%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.87 亿元，同比增长 24.32%。

❖ 点评

公司营业收入持续增长，利润增速平稳，经营情况稳健。公司 Q3 营业收入和净利润增速均保持稳健增长，业绩符合预期。其中，2018 年前三季度毛利率为 35.28%，同比下降 0.48pct；2018 年前三季度净利率为 7.67%，同比提升 0.31pct。

成本控制初见成效，销售费用率和财务费用率均有所回落。为应对原材料成本上涨，公司今年以来采取了提价和收减促销力度等措施。成本控制得当，期间费用率回落，经营情况良好。2018 年前三季度销售费用率同比下降 1.17pct，财务费用同比下降 1.81pct。

产品结构不断优化，渠道建设不断完善。公司逐步向精细化、效益化方向深度耕耘，优化产品结构，提升高高毛利产品占比，加大 Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度。公司持续加强 KA/GT/AFH/EC 四大渠道的建设，销售网点不断扩展下沉提高各渠道的占有率，为公司业绩增长提供持续的驱动力。

❖ 盈利预测

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 56.12、68.80、85.86 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 4.20、5.46、7.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.42、0.57 元/股，对应 PE 分别为 23、17、13 倍。维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**原材料成本上涨，行业产能过剩等。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	4638	5612	6880	8586
+/-%	22%	21%	23%	25%
归属母公司股东的净利润(百万)	349	420	546	731
+/-%	34%	20%	30%	34%
EPS(元)(最新摊薄)	0.27	0.33	0.42	0.57
PE	27.15	22.58	17.36	12.97

资料来源：公司 2018 年三季报、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司点评
所属行业	轻工制造
报告时间	2018/10/29
前收盘价	7.36 元
公司评级	增持评级

分析师

杨欧雯
证书编号：S1100517070002
010-66495651
yangouwen@cczq.com

联系人

林东岳
证书编号：S1100117070006
021-68595117
lindongyue@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3014	3406	4251	5321
现金	1086	1621	2119	2707
应收账款	599	765	928	1153
其他应收款	8	11	13	16
预付账款	47	57	72	88
存货	547	645	793	985
其他流动资产	728	309	327	371
	2778	2593	2417	2237
非流动资产				
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2321	2256	2142	1999
无形资产	127	114	101	87
其他非流动资产	330	223	175	151
资产总计	5792	6000	6669	7558
流动负债	2572	2121	2407	2620
短期借款	518	317	336	360
应付账款	586	602	750	949
	1468	1203	1321	1311
其他流动负债				
非流动负债	176	437	366	428
长期借款	150	136	157	188
其他非流动负债	26	301	209	240
负债合计	2748	2559	2774	3049
少数股东权益	0	0	0	0
股本	757	1288	1288	1288
资本公积	1133	602	602	602
留存收益	1207	1551	2005	2619
归属母公司股东权益	3044	3441	3895	4509
负债和股东权益	5792	6000	6669	7558

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	585	805	560	642
净利润	349	420	546	731
折旧摊销	171	164	169	172
财务费用	47	51	23	5
投资损失	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	-9	159	-181	-271
其他经营现金流	33	15	6	10
投资活动现金流	-983	20	13	13
资本支出	399	0	0	0
长期投资	0	-7	1	1
其他投资现金流	-584	13	14	14
	550	-291	-74	-67
筹资活动现金流				
	488	-202	19	24
短期借款				
	150	-14	21	31
长期借款				
普通股增加	252	530	0	0
资本公积增加	-229	-530	0	0
其他筹资现金流	-111	-75	-115	-122
现金净增加额	133	535	498	589

利润表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4638	5612	6880	8586
营业成本	3019	3614	4433	5506
营业税金及附加	39	41	57	68
营业费用	886	1069	1312	1636
管理费用	249	301	369	461
财务费用	47	51	23	5
资产减值损失	6	17	16	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	5	5	5
营业利润	414	524	675	900
营业外收入	10	13	12	12
营业外支出	3	3	2	2
利润总额	421	534	685	909
所得税	72	115	139	178
净利润	349	420	546	731
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	349	420	546	731
EBITDA	632	740	868	1076
EPS（元）	0.46	0.33	0.42	0.57

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	21.8%	21.0%	22.6%	24.8%
营业利润	28.2%	26.5%	28.9%	33.3%
归属于母公司净利润	34.0%	20.2%	30.1%	33.9%
获利能力				
毛利率(%)	34.9%	35.6%	35.6%	35.9%
净利率(%)	4.6%	7.5%	7.5%	7.9%
ROE(%)	11.5%	12.2%	14.0%	16.2%
ROIC(%)	11.3%	14.9%	18.4%	23.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.4%	42.6%	41.6%	40.3%
净负债比率(%)	54.53%	39.32%	41.07%	38.2%
流动比率	1.17	1.61	1.77	2.03
速动比率	0.96	1.30	1.43	1.65
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.95	1.09	1.21
应收账款周转率	8	8	8	8
应付账款周转率	6.73	6.09	6.56	6.48
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.33	0.42	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.63	0.43	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.36	2.67	3.02	3.50
估值比率				
P/E	27.15	22.58	17.36	12.97
P/B	3.11	2.75	2.43	2.10
EV/EBITDA	16	13	11	9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857