

## 毛利率暂时承压, 产品、渠道建设推进不改成长逻辑

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2018年三季度报, 前三季度实现营收40.8亿元, 同比增长21.7%, 实现归母净利润3.1亿元, 同比增长26.9%, 扣非后归母净利润2.9亿元, 同比增长24.32%。其中, Q3单季实现营收14.9亿元, 同比增长21.7%, 实现归母净利润1.1亿元, 同比增长25.3%。业绩符合预期。公司预计2018年度实现归母净利润4.01亿元-4.54亿元, 同比增长15%-30%。
- **浆价上涨致毛利率暂时承压, 费用控制有效。** 前三季度浆价维持高位震荡, 平均价格达到6208元/吨, 同比上涨15%, 再加上人民币汇率Q3贬值4%, 导致外购浆成本明显上升。木浆是公司主要原材料, 全部木浆均对外采购, 纸浆成本占公司生产成本的比重达到50%-60%。为应对价格上涨, 公司从去年四季度开始提价, 今年Q1逐渐落实, 累计提价超过10%, 前三季度总体毛利率为35.3% (-0.5pp), 其中Q3毛利率回落幅度较大, 同比下滑1.9pp至33.2%。非经常性损益变动较大主要是公司收到2660万元政府补助以及会计科目调整所致。费用方面, 公司仍具有较强的品牌影响力, 控费效果仍然尚佳, 在整个行业成本提升、竞争对手发力营销的背景下, 公司前三季度费用率为25.5%, 同比降低0.9pp, 表明公司提高精准营销力度、推动公司向精细化、效益化方向深度耕耘等措施取得一定成效。现金流方面, 由于上半年由于买浆补库存导致现金流出现回落, Q3逐渐恢复, 预计明年将有所好转。汇兑方面, 公司将继续通过择时采购支付及套期保值等方式来对冲汇率波动。
- **新品推出、渠道扩容, 驱动利润持续增长。** 产品方面, 公司持续优化产品结构, 提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的占比, 加大了Face、Lotion和自然木等重点品的销售力度, 加速重点品、新品推广, 推出新品新棉初白, 进军母婴类高端渠道, 提升渠道覆盖的多样性, 对未来公司毛利率的持续提升大有裨益。渠道方面, 公司持续加强KA/GT/AFH/EC四大渠道的建设, 产品覆盖1200个县市区及97%的地级市, 拥有约2100个经销商, 在华南、西南、西北市占率第一, 在线上加大在天猫、淘宝、京东等电商平台的投入, 并制定出各大渠道的销售标准, 提高各渠道占有率, 未来将持续完善渠道建设。产能方面, 2017年总产能达65万吨, 2018年新增湖北孝感12万吨、唐山5万吨、浙江嘉兴1万吨产能, 今年3月公司在湖北的高档生活用纸项目基地启动建设, 一期新增产能10万吨, 投产后能充分配合华中区域的渠道扩张, 满足华中地区的产能需求, 全国产能布局成型。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为0.34、0.44、0.53元, 对应PE 22倍、17倍、14倍。考虑到公司处于快速拓展期, 给予其一定溢价, 给予19年目标PE22倍, 目标价9.68元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险; 终端销售低于预期的风险; 汇率波动的风险。

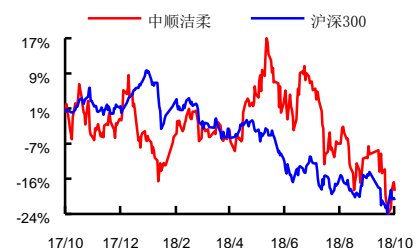
| 指标/年度         | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 4638.35 | 5706.49 | 6854.47 | 8019.16 |
| 增长率           | 21.76%  | 23.03%  | 20.12%  | 16.99%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 349.07  | 437.95  | 564.67  | 686.51  |
| 增长率           | 34.04%  | 25.46%  | 28.94%  | 21.58%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.27    | 0.34    | 0.44    | 0.53    |
| 净资产收益率ROE     | 11.47%  | 12.80%  | 14.51%  | 15.38%  |
| PE            | 27      | 22      | 17      | 14      |
| PB            | 3.11    | 2.77    | 2.43    | 2.12    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 12.87     |
| 流通A股(亿股)    | 12.57     |
| 52周内股价区间(元) | 6.9-16.83 |
| 总市值(亿元)     | 94.70     |
| 总资产(亿元)     | 53.64     |
| 每股净资产(元)    | 2.56      |

### 相关研究

1. 中顺洁柔(002511): 无惧浆价上涨, 盈利能力提升 (2018-08-07)
2. 中顺洁柔(002511): 提价落实, 利润率显著提升 (2018-04-25)
3. 中顺洁柔(002511): 产品结构继续优化, 提价对冲成本上行 (2018-04-17)
4. 中顺洁柔(002511): 收入快速增长, 渠道下沉发力 (2017-10-31)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
| 营业收入          | 4638.35        | 5706.49        | 6854.47        | 8019.16        | 净利润               | 349.07         | 437.95         | 564.67         | 686.51         |
| 营业成本          | 3018.61        | 3715.83        | 4423.09        | 5125.37        | 折旧与摊销             | 171.23         | 213.93         | 229.24         | 244.01         |
| 营业税金及附加       | 39.04          | 49.26          | 58.67          | 68.84          | 财务费用              | 46.75          | -15.00         | -8.85          | -10.57         |
| 销售费用          | 886.08         | 1101.35        | 1336.62        | 1579.78        | 资产减值损失            | 5.72           | 5.00           | 5.00           | 5.00           |
| 管理费用          | 248.52         | 308.15         | 377.00         | 441.05         | 经营营运资本变动          | -624.36        | -324.68        | -215.24        | -274.29        |
| 财务费用          | 46.75          | -15.00         | -8.85          | -10.57         | 其他                | 637.03         | -61.82         | -6.03          | -10.85         |
| 资产减值损失        | 5.72           | 5.00           | 5.00           | 5.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>585.44</b>  | <b>255.39</b>  | <b>568.79</b>  | <b>639.81</b>  |
| 投资收益          | 5.78           | 5.00           | 10.00          | 10.00          | 资本支出              | -334.84        | -205.00        | -216.00        | -228.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -647.97        | 0.45           | -11.60         | -20.40         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-982.81</b> | <b>-204.55</b> | <b>-227.60</b> | <b>-248.40</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>414.42</b>  | <b>546.90</b>  | <b>672.94</b>  | <b>819.70</b>  | 短期借款              | 488.38         | 309.56         | -141.86        | -169.03        |
| 其他非经营损益       | 6.90           | 7.47           | 7.39           | 7.42           | 长期借款              | 150.00         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>421.32</b>  | <b>554.37</b>  | <b>680.33</b>  | <b>827.12</b>  | 股权融资              | 23.05          | 10.00          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 72.25          | 116.42         | 115.66         | 140.61         | 支付股利              | -50.48         | -70.54         | -93.38         | -116.48        |
| 净利润           | 349.07         | 437.95         | 564.67         | 686.51         | 其他                | -60.72         | -814.92        | 8.85           | 10.57          |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>550.24</b>  | <b>-565.91</b> | <b>-226.40</b> | <b>-274.93</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 349.07         | 437.95         | 564.67         | 686.51         | <b>现金流量净额</b>     | <b>133.42</b>  | <b>-515.07</b> | <b>114.80</b>  | <b>116.47</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
| 货币资金          | 1085.72        | 570.65         | 685.45         | 801.92         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 663.29         | 845.99         | 1003.45        | 1177.70        | 销售收入增长率           | 21.76%         | 23.03%         | 20.12%         | 16.99%         |
| 存货            | 546.94         | 793.46         | 947.16         | 1155.79        | 营业利润增长率           | 27.85%         | 31.97%         | 23.05%         | 21.81%         |
| 其他流动资产        | 718.23         | 884.02         | 1061.78        | 1242.13        | 净利润增长率            | 34.04%         | 25.46%         | 28.94%         | 21.58%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 15.27%         | 17.94%         | 19.78%         | 17.89%         |
| 投资性房地产        | 36.75          | 25.90          | 27.50          | 27.90          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 2518.85        | 2509.79        | 2495.43        | 2476.29        | 毛利率               | 34.92%         | 34.88%         | 35.47%         | 36.09%         |
| 无形资产和开发支出     | 126.68         | 126.80         | 127.93         | 131.06         | 三费率               | 25.47%         | 24.44%         | 24.87%         | 25.07%         |
| 其他非流动资产       | 95.40          | 110.40         | 130.40         | 160.40         | 净利率               | 7.53%          | 7.67%          | 8.24%          | 8.56%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>5791.85</b> | <b>5867.02</b> | <b>6479.09</b> | <b>7173.18</b> | ROE               | 11.47%         | 12.80%         | 14.51%         | 15.38%         |
| 短期借款          | 518.38         | 827.94         | 686.07         | 517.05         | ROA               | 6.03%          | 7.46%          | 8.72%          | 9.57%          |
| 应付和预收款项       | 760.49         | 844.67         | 1024.24        | 1201.98        | ROIC              | 11.49%         | 10.44%         | 12.48%         | 14.12%         |
| 长期借款          | 150.00         | 150.00         | 150.00         | 150.00         | EBITDA/销售收入       | 13.63%         | 13.07%         | 13.03%         | 13.13%         |
| 其他负债          | 1319.03        | 623.05         | 726.13         | 841.49         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2747.90</b> | <b>2445.66</b> | <b>2586.44</b> | <b>2710.51</b> | 总资产周转率            | 0.90           | 0.98           | 1.11           | 1.17           |
| 股本            | 757.46         | 1287.69        | 1287.69        | 1287.69        | 固定资产周转率           | 2.06           | 2.44           | 2.90           | 3.39           |
| 资本公积          | 1132.70        | 612.47         | 612.47         | 612.47         | 应收账款周转率           | 8.14           | 8.39           | 8.23           | 8.16           |
| 留存收益          | 1206.72        | 1574.13        | 2045.42        | 2615.45        | 存货周转率             | 5.53           | 4.91           | 4.73           | 4.56           |
| 归属母公司股东权益     | 3043.94        | 3421.36        | 3892.65        | 4462.67        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.81%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3043.94</b> | <b>3421.36</b> | <b>3892.65</b> | <b>4462.67</b> | 资产负债率             | 47.44%         | 41.68%         | 39.92%         | 37.79%         |
| 负债和股东权益合计     | 5791.85        | 5867.02        | 6479.09        | 7173.18        | 带息债务/总负债          | 24.32%         | 39.99%         | 32.33%         | 24.61%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.17           | 1.36           | 1.53           | 1.73           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.96           | 1.01           | 1.14           | 1.27           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 14.46%         | 16.11%         | 16.54%         | 16.97%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.27           | 0.34           | 0.44           | 0.53           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 2.36           | 2.66           | 3.02           | 3.47           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.45           | 0.20           | 0.44           | 0.50           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.04           | 0.05           | 0.07           | 0.09           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 632.40         | 745.83         | 893.33         | 1053.14        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 27.15          | 21.64          | 16.78          | 13.81          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.11           | 2.77           | 2.43           | 2.12           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.04           | 1.66           | 1.38           | 1.18           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 9.14           | 13.00          | 10.54          | 8.64           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.53%          | 0.74%          | 0.99%          | 1.23%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |                                          |
|------|------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|---------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄丽娟     | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅     | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 汪文沁     | 高级销售经理  | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn      |
|    | 王慧芳     | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn      |
|    | 涂诗佳     | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 路剑      | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn   |
|    | 刘致莹     | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn    |
| 广深 | 王湘杰     | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 余燕伶     | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn      |
|    | 陈霄 (广州) | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |