

营业收入稳健增长，盈利情况有望改善



——中顺洁柔（002511）2018 年业绩快报点评

事件

中顺洁柔发布 2018 年业绩快报，公司 2018 年预计实现营业收入 56.79 亿元，同比增长 22.43%；实现营业利润 5 亿元，同比增长 20.70%；实现利润总额 5.06 亿元，同比增长 20.20%；实现归属母公司股东的净利润 4.04 亿元，同增 15.87%，EPS 为 0.32 元，同比增长 15.85%。

点评

❖ 收入基本符合预期，原材料成本提升致盈利端承压

公司 Q4 实现营业收入 15.98 亿元，同比增长 24.21%，Q4 实现归属母公司股东的净利润为 0.92 亿元，同比减少 10.57%。我们认为，受原材料成本上行影响，公司 Q4 净利润增速回落，净利润小幅回落。2018 年年中，浆价达到高点，处于原材料备货需求考虑，四季度原材料成本较高，对盈利造成一定影响。

❖ 浆价回调，盈利弹性有望逐步释放

2018 年 11 月开始，受库存高企且需求疲软影响，公司主要原材料价格逐步回落，截至 2 月底，进口针叶浆及阔叶浆价格与去年高点相比，已经下滑 15%-20%，浆价回落有望改善公司业绩。我们测算，木浆每下降 10%，公司毛利率将提高 2-3 个百分点。目前公司仍有部分高价浆，待消化完毕后，盈利弹性将逐步释放，预计 2019 年二季度开始盈利情况将得到改善。

❖ 优化产品结构，重点布局高端产品，多渠道持续下沉

2018 年公司继续优化产品结构，加大 Face、Lotion 和自然木系列产品的销售力度，同时推出新棉初白产品，并提高非卷纸比重。同时，销售团队加强 KA、GT、AFH、EC 四大渠道的建、销售网点继续扩展下沉，目前已经拓展 1700 个县市区，空白区域将逐步覆盖，同时电商渠道继续维持高速增长。

❖ 盈利预测

预计 2018-2020 年营业收入分别为 56.79、67.49 和 79.65 亿元，净利润有望达到 4.04、4.97 和 6.08 亿元，实现 EPS 分别为 0.31、0.39 和 0.47 元。对应 PE 分别为 26.80、21.79 和 17.80 倍，予以“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	5679	6749	7965
+/-%	22%	22%	19%	18%
净利润(百万)	349	404	497	608
+/-%	34%	16%	23%	22%
EPS(元)	0.27	0.31	0.39	0.47
PE	31.02	26.80	21.79	17.80

资料来源：公司公告、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	公司动态
所属行业	轻工制造
报告时间	2019/2/28
前收盘价	8.04 元
公司评级	增持评级

📌 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495688
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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1086	1594	2074	2617	营业收入	4638	5679	6749	7965
现金	599	774	910	1070	营业成本	3019	3710	4405	5204
应收账款	8	11	13	15	营业税金及附加	39	41	56	64
其他应收款	47	58	72	83	营业费用	886	1066	1276	1505
预付账款	547	662	788	931	管理费用	249	305	362	427
存货	728	309	327	370	财务费用	47	52	25	7
其他流动资产	2778	2593	2417	2237	资产减值损失	6	7	16	15
	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产					投资净收益	6	5	5	5
长期投资	2321	2256	2142	1999	营业利润	414	503	613	747
固定资产	127	114	101	87	营业外收入	10	14	12	12
无形资产	330	223	175	151	营业外支出	3	2	2	2
其他非流动资产	5792	6001	6601	7324	利润总额	421	515	623	757
资产总计	2572	2138	2401	2559	所得税	72	110	126	149
流动负债	518	317	336	360	净利润	349	404	497	608
短期借款	586	618	745	897	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1468	1204	1319	1302	归属母公司净利润	349	404	497	608
其他流动负债	176	437	366	428					
非流动负债	150	136	157	188	EBITDA	632	719	807	926
长期借款	26	301	209	240	EPS (元)	0.46	0.31	0.39	0.47
其他非流动负债	2748	2576	2767	2988					
负债合计	0	0	0	0					
少数股东权益	757	1288	1288	1288	主要财务比率				
股本	1133	602	602	602	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	1207	1535	1944	2446	成长能力				
留存收益	3044	3425	3834	4336	营业收入	21.8%	22.4%	18.8%	18.0%
归属母公司股东权益	5792	6001	6601	7324	营业利润	28.2%	21.3%	22.0%	21.8%
益					归属于母公司净利润	34.0%	15.8%	23.0%	22.4%
负债和股东权益	1086	1594	2074	2617	利润				
					获利能力				
					毛利率(%)	34.9%	34.7%	34.7%	34.7%
					净利率(%)	4.6%	7.5%	7.1%	7.4%
					ROE(%)	11.5%	11.8%	13.0%	14.0%
					ROIC(%)	11.3%	14.3%	16.9%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.4%	42.9%	41.9%	40.8%
					净负债比率(%)	54.53%	39.06%	41.16%	38.9%
					流动比率	1.17	1.59	1.74	1.99
					速动比率	0.96	1.28	1.41	1.62
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.96	1.07	1.14
					应收账款周转率	8	8	8	8
					应付账款周转率	6.73	6.16	6.46	6.34
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.31	0.39	0.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.61	0.42	0.46
					每股净资产(最新摊薄)	2.36	2.66	2.98	3.37
					估值比率				
					P/E	31.02	26.80	21.79	17.80
					P/B	3.56	3.16	2.82	2.50
					EV/EBITDA	18	16	14	12

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	780	540	589
净利润	349	404	497	608
折旧摊销	171	164	169	172
财务费用	47	52	25	7
投资损失	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	-9	148	-152	-201
其他经营现金流	33	16	5	7
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	-72	-59
筹资活动现金流				
短期借款	488	-202	19	24
长期借款	150	-14	21	31
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	-76	-113	-114
现金净增加额	133	509	480	543

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003