

公司研究/季报点评

2018年04月25日

轻工制造/造纸 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 14.89
合理价格区间(元): 15.68~16.80

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

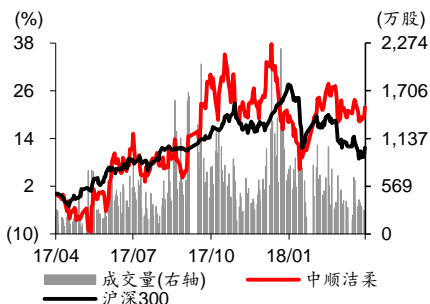
张前 执业证书编号: S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

相关研究

- 1《中顺洁柔(002511,增持): 渠道产能双轨驱动, 业绩符合预期》2018.04
- 2《中顺洁柔(002511,增持): 产能再扩建, 成长又加码》2018.03
- 3《中顺洁柔(002511,增持): 业绩基本符合预期, 继续稳健增长》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

盈利能力提升, 增长有望持续

中顺洁柔(002511)

核心观点

中顺洁柔发布 2018 年一季报, 1Q18 公司实现营收 12.2 亿元, 同比增长 19%; 归母净利润 0.99 亿元, 同比增长 31%, 符合我们此前预期。扣非归母净利润 0.91 亿元, 同比增长 29%, 基本每股收益为 0.13 元/股。我们预计 2018-2020 年公司归母净利分别达到 4.2、5.7、7.7 亿元, 维持“增持”评级。

业绩符合预期, 毛利率有所提升

据公司季报, 1Q18 公司实现营收 12.2 亿元, 同比增长 19%; 归母净利润 0.99 亿元, 同比增长 31%, 符合我们此前预期。公司不断优化产品结构, 加大高端产品销售力度, 据 17 年报信息, 公司自 17 年 10 月起及时收缩促销力度以缓解成本端压力, 一季度公司销售毛利率同比增长 2.44pct 至 39%。期间费用率同比小幅上升 2.18pct 至 29%, 其中销售/管理/财务费用率分别为 21%、7%、1%, 管理费用同比增长 1.54pct 主要系公司管理人员薪酬增加以及开发新产品研发费用增加。

主打中高端产品, 不断优化产品结构

消费升级趋势下, 消费者对产品的品质、品牌关注度不断提高, 公司坚持产品创新、生产工艺提升, 优化消费者使用体验, 17 年洁柔自然木系列上市以来广受消费者青睐, 迅速抢占黄色纸市场, 为公司利润提升带来积极贡献。目前公司以洁柔黑白 Face、Lotion、自然木等高端、高毛利率产品作为主打系列, 不断优化产品结构。

“渠道+产能”双轨驱动, 增长有望持续

渠道端, 经过新营销团队两年运作, KA/GT/商销/电商等渠道全面发力, 线下加大渠道开拓及深耕力度, 采取直销到县、分销到镇的渠道下沉策略, 并与沃尔玛等大型连锁卖场建立良好合作关系, 不断完善营销网络; 线上组建专业电商运营团队, 加大电商平台投入, 加强线上线下互动销售。产能端, 目前公司已形成华东、华南、华西、华北和华中的全国性生产基地布局, 提高了公司运输效率与区域竞争力, 2017 年总产能达到 65 万吨, 公司预计 18 年湖北新增 10 万吨产能将建成投产, 进一步弥补随着销售增长可能产生的产能缺口, 为销售规模持续增长提供支撑。

发展步入快车道, 维持“增持”评级

目前公司产品、渠道、管理等经营状况全面改善, 我们认为公司已进入发展快车道, 维持此前盈利预测和目标价格区间, 预计 2018-2020 年公司归母净利分别达到 4.2、5.7、7.7 亿元。可比公司 2018 年 PE 均值为 21 倍, 考虑到中顺洁柔业绩增速显著高于可比公司, 给予中顺洁柔 2018 年 28-30 倍 PE 估值, 目标价格区间为 15.68-16.80 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 渠道扩张不达预期, 原材料价格上涨。

公司基本资料

总股本 (百万股)	757.46
流通 A 股 (百万股)	732.87
52 周内股价区间 (元)	11.07-18.43
总市值 (百万元)	11,279
总资产 (百万元)	5,088
每股净资产 (元)	4.15

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,809	4,638	5,668	6,970	8,576
+/-%	28.74	21.76	22.20	22.97	23.04
归属母公司净利润 (百万元)	260.42	349.07	420.42	568.08	767.46
+/-%	195.27	34.04	20.44	35.12	35.10
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.46	0.56	0.75	1.01
PE (倍)	42.41	31.64	26.27	19.44	14.39

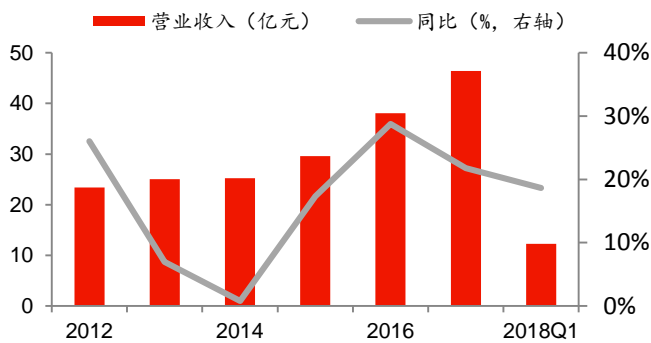
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值对比 (2018年4月24日, 参考wind一致性预测)

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
3331.HK	维达国际	13.34	159.33	7.68	9.50	11.95	21	17	13
1044.HK	恒安国际	70.75	853.38	41.72	46.37	50.55	20	18	17
平均值							21	18	15

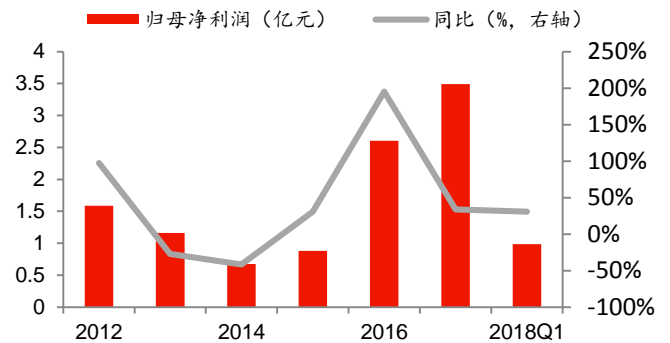
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表1: 中顺洁柔 2012年以来营业收入及增速



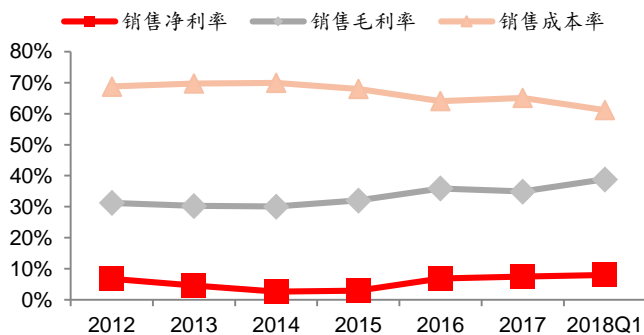
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 中顺洁柔 2012年以来归母净利润及增速



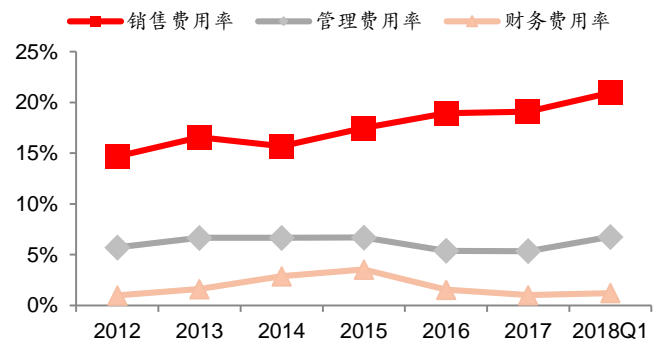
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 中顺洁柔 2012年以来销售净利率、毛利率、成本率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

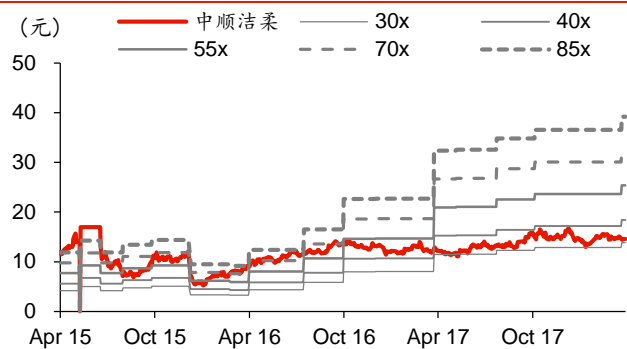
图表4: 中顺洁柔 2012年以来各项费用率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PE/PB – Bands

图表5：中顺洁柔历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：中顺洁柔历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,074	3,014	3,869	4,420	5,458
现金	959.28	1,086	2,407	2,635	3,218
应收账款	540.32	598.72	772.27	939.68	1,152
其他应收账款	7.06	8.19	11.14	13.15	16.21
预付账款	47.21	46.95	55.96	70.55	132.95
存货	421.19	546.94	615.14	749.80	924.75
其他流动资产	98.98	727.65	8.31	11.53	13.65
非流动资产	2,438	2,778	2,790	2,846	2,785
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,177	2,321	2,428	2,506	2,488
无形资产	137.91	126.61	115.17	103.84	92.10
其他非流动资产	123.65	329.85	246.68	235.72	205.21
资产总计	4,512	5,792	6,659	7,265	8,243
流动负债	963.20	2,572	1,861	2,176	2,386
短期借款	30.00	518.38	246.10	258.92	267.83
应付账款	310.80	586.00	594.14	734.49	917.03
其他流动负债	622.40	1,468	1,021	1,183	1,201
非流动负债	852.88	175.51	1,280	1,004	1,004
长期借款	0.00	150.00	979.00	979.00	979.00
其他非流动负债	852.88	25.51	301.41	24.92	25.24
负债合计	1,816	2,748	3,142	3,180	3,390
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	505.26	757.46	757.46	757.46	757.46
资本公积	1,362	1,133	1,133	1,133	1,133
留存公积	908.13	1,207	1,627	2,195	2,963
归属母公司股	2,696	3,044	3,517	4,085	4,853
负债和股东权益	4,512	5,792	6,659	7,265	8,243

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	928.87	585.44	971.82	719.62	819.13
净利润	260.42	349.07	420.42	568.08	767.46
折旧摊销	165.30	171.23	170.15	188.16	203.05
财务费用	59.19	46.75	79.47	81.08	75.81
投资损失	(1.93)	(5.78)	(4.60)	(4.55)	(4.77)
营运资金变动	412.35	(9.04)	293.66	(118.56)	(233.59)
其他经营现金	33.54	33.21	12.72	5.41	11.18
投资活动现金	(130.72)	(982.81)	(179.67)	(239.06)	(138.28)
资本支出	128.02	398.76	200.00	250.00	150.00
长期投资	0.00	0.00	(8.46)	0.77	0.61
其他投资现金	(2.70)	(584.05)	11.87	11.71	12.33
筹资活动现金	(462.46)	550.24	528.67	(252.06)	(97.56)
短期借款	(255.77)	488.38	(272.28)	12.82	8.91
长期借款	(130.00)	150.00	829.00	0.00	0.00
普通股增加	18.54	252.21	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	87.49	(229.15)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(182.72)	(111.20)	(28.06)	(264.88)	(106.47)
现金净增加额	349.16	133.42	1,321	228.51	583.30

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,809	4,638	5,668	6,970	8,576
营业成本	2,441	3,019	3,569	4,342	5,318
营业税金及附加	34.51	39.04	47.71	58.67	72.18
营业费用	721.19	886.08	1,156	1,437	1,758
管理费用	205.15	248.52	311.74	362.44	424.50
财务费用	59.19	46.75	79.47	81.08	75.81
资产减值损失	25.91	5.72	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.93	5.78	4.60	4.55	4.77
营业利润	323.33	414.42	503.65	688.44	926.90
营业外收入	12.57	9.67	6.00	7.22	6.82
营业外支出	1.09	2.77	2.21	10.00	7.40
利润总额	334.82	421.32	507.44	685.66	926.31
所得税	74.40	72.25	87.02	117.58	158.85
净利润	260.42	349.07	420.42	568.08	767.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	260.42	349.07	420.42	568.08	767.46
EBITDA	547.82	632.40	753.27	957.68	1,206
EPS (元, 基本)	0.34	0.46	0.56	0.75	1.01

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.74	21.76	22.20	22.97	23.04
营业利润	223.70	28.17	21.53	36.69	34.64
归属母公司净利润	195.27	34.04	20.44	35.12	35.10
获利能力 (%)					
毛利率	35.92	34.92	37.04	37.71	37.99
净利率	6.84	7.53	7.42	8.15	8.95
ROE	9.66	11.47	11.95	13.91	15.81
ROIC	11.76	11.31	15.61	19.54	24.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.25	47.44	47.18	43.77	41.13
净负债比率 (%)	1.65	54.53	56.61	59.23	54.91
流动比率	2.15	1.17	2.08	2.03	2.29
速动比率	1.70	0.96	1.74	1.68	1.89
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.90	0.91	1.00	1.11
应收账款周转率	7.56	7.87	7.99	7.87	7.93
应付账款周转率	7.67	6.73	6.05	6.54	6.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.46	0.56	0.75	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	0.77	1.28	0.95	1.08
每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.02	4.64	5.39	6.41
估值比率					
PE (倍)	42.41	31.64	26.27	19.44	14.39
PB (倍)	4.10	3.63	3.14	2.70	2.28
EV_EBITDA (倍)	20.80	18.02	15.13	11.90	9.45

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com