

中顺洁柔(002511)2018年三季度报点评

业绩符合预期,收入稳定增长,“新棉初白”新品推出产品差异化显现

事项:

- ❖ 公司公告2018年三季度报, Q1-Q3实现营收40.81亿元,同比增长21.74%;归母净利润3.13亿元,同比增长26.85%;扣非后净利润2.87亿元,同比增长24.32%。其中Q3单季度实现营收14.95亿元,同比增长21.65%;归母净利润1.13亿元,同比增长25.31%;扣非后归母净利润0.97亿元,同比增长13.68%。公司预计2018年全年归母净利润为4.01-4.54亿元,同比增长15%-30%。

评论:

- ❖ **浆价高涨叠加环保趋严小厂渐次退出,深耕渠道稳步扩展市场份额:**随着国际木浆价格持续上涨,成本压力加大,环保标准逐渐严格小型生活用纸生产能力生存空间持续压缩。中顺通过深耕GT、KA、电商和商销四大渠道,实现了GT渠道持续加深,KA渠道广度覆盖,电商和商销渠道快速发展,稳步提升市场份额。
- ❖ **木浆价格上涨致使毛利率小幅下降,期间费用率保持稳定:**18年Q1-Q3毛利率35.28%,同比下降0.48pct;18年Q3单季度毛利率33.18%,同比下降1.89pct,环比下降1.2pct,公司毛利率小幅下降的主要原因是木浆成本上涨。2018年Q1-Q3期间费用率25.54%,同比下降0.89pct;其中销售费用率18.82%,同比下降1.17pct;管理费用率5.62%,同比提升0.2pct;财务费用率1.1%,同比提升0.09pct。2018年Q3期间费用率25.86%,同比下降0.04pct,环比提升1.86pct;销售费用率18.36%,同比下降1.76pct,环比提升0.96pct;管理费用率6.65%,同比提升1.66pct,环比提升1.31pct;财务费用率0.85%,同比提升0.06pct,环比下降0.41pct。公司通过渠道端持续拓展优化,深耕自身销售网络,费用效率持续提升。公司2018Q1-Q3总体净利率水平7.67%,同比提升0.31pct;2018Q3净利率7.56%,同比提升0.22pct,环比提升0.12pct。盈利能力总体保持稳定,费用管控良好。
- ❖ **公司推出“新棉初白”棉花柔巾,产品差异化逐渐显现:**Q3公司推出了可做化妆棉、洗脸中等的清洁护理高端新品“新棉初白”棉花柔巾,与Face、Lotion、自然木等高端产品一同提升产品品质,产品端差异化持续显现。我们看好公司作为生活用纸龙头企业持续扩张自身市场份额,保持稳定盈利能力。
- ❖ **投资建议:**根据对19-20年木浆价格的强势预期,我们将公司2018-2020年净利润预测由4.44、5.93、8.13亿元调整为4.44、5.57、6.92亿元,对应当前市值PE分别为21.4、17、13.7倍,维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**宏观经济下行导致纸品需求疲软,木浆价格超预期大幅上行

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	4,638	5,780	7,238	8,938
同比增速(%)	21.8%	24.6%	25.2%	23.5%
净利润(百万)	349	444	557	692
同比增速(%)	34.0%	27.1%	25.7%	24.2%
每股盈利(元)	0.27	0.34	0.43	0.54
市盈率(倍)	27.1	21.4	17.0	13.7
市净率(倍)	3.1	2.7	2.3	2.0

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2018年10月26日收盘价

强推(维持)

当前价:7.36元

华创证券研究所

证券分析师:郭庆龙

电话:010-63214658

邮箱:guoqinglong@hcyjs.com

执业编号:S0360518100001

公司基本数据

总股本(万股)	128,669
已上市流通股(万股)	125,749
总市值(亿元)	94.7
流通市值(亿元)	92.55
资产负债率(%)	38.5
每股净资产(元)	2.6
12个月内最高/最低价	10.69/6.75

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中顺洁柔(002511)2018年中报点评:业绩符合预期,产品高端化趋势明确,产能渠道稳步扩张》

2018-08-07

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,086	1,566	2,143	2,828
应收票据	9	12	15	18
应收账款	599	746	934	1,154
预付账款	47	59	74	90
存货	547	689	857	1,049
其他流动资产	726	726	726	726
流动资产合计	3,014	3,798	4,748	5,866
其他长期投资	37	37	37	37
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,321	2,199	2,076	1,962
在建工程	198	198	198	198
无形资产	127	114	91	64
其他非流动资产	95	95	95	95
非流动资产合计	2,778	2,642	2,497	2,356
资产合计	5,792	6,440	7,245	8,222
短期借款	518	518	518	518
应付票据	0	0	0	0
应付账款	586	738	918	1,124
预收款项	62	77	96	119
其他应付款	424	424	424	424
一年内到期的非流动负债	830	830	830	830
其他流动负债	153	191	239	295
流动负债合计	2,572	2,777	3,025	3,309
长期借款	150	150	150	150
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
非流动负债合计	176	176	176	176
负债合计	2,748	2,953	3,200	3,485
归属母公司所有者权益	3,044	3,487	4,045	4,737
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,044	3,487	4,045	4,737
负债和股东权益	5,792	6,440	7,245	8,222

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	38	556	595	653
现金收益	545	651	717	796
存货影响	-126	-142	-168	-192
经营性应收影响	-72	-165	-209	-242
经营性应付影响	290	167	200	228
其他影响	-598	45	55	63
投资活动现金流	-505	-42	-21	-17
资本支出	-493	-47	-27	-23
股权投资	6	6	6	6
其他长期资产变化	-17	0	0	0
融资活动现金流	593	-35	3	50
借款增加	640	0	0	0
财务费用	-47	-35	3	50
股东融资	-2	0	0	0
其他长期负债变化	1	0	0	0

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,638	5,780	7,238	8,938
营业成本	3,019	3,801	4,729	5,790
税金及附加	39	49	61	75
销售费用	886	1,081	1,382	1,761
管理费用	249	289	405	536
财务费用	47	35	-3	-50
资产减值损失	6	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6	6	6	6
其他收益	16	0	0	0
营业利润	414	528	666	828
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	421	535	673	835
所得税	72	92	115	143
净利润	349	444	557	692
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	349	444	557	692
NOPLAT	370	465	547	643
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.34	0.43	0.54

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	21.8%	24.6%	25.2%	23.5%
EBIT 增长率	9.5%	25.7%	17.7%	17.6%
归母净利润增长率	34.0%	27.1%	25.7%	24.2%
获利能力				
毛利率	34.9%	34.2%	34.7%	35.2%
净利率	7.5%	7.7%	7.7%	7.7%
ROE	11.5%	12.7%	13.8%	14.6%
ROIC	8.5%	9.7%	10.2%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	47.4%	45.8%	44.2%	42.4%
债务权益比	50.1%	43.7%	37.7%	32.2%
流动比率	117.2%	136.7%	157.0%	177.3%
速动比率	95.9%	111.9%	128.7%	145.6%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
应收帐款周转天数	46	46	46	46
应付帐款周转天数	70	70	70	70
存货周转天数	65	65	65	65
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.34	0.43	0.54
每股经营现金流	0.03	0.43	0.46	0.51
每股净资产	2.37	2.71	3.14	3.68
估值比率				
P/E	27.1	21.4	17.0	13.7
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	18	15	13	12

资料来源：公司公告，华创证券预测

轻工组团队介绍

分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyding@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500