

# 西南财经大学

*Southwestern University of Finance and Economics*

## 课程论文

学年学期： 2020-2021 第二学期

课程名称： 财务报告分析

论文题目： 中顺洁柔投资分析

姓 名： 冯腾

学 号： 41934079

学 院： 金融学院

年级专业： 2019级金融学（CFA国际化实验班）

<p>评语：</p>	
评阅教师签字：	年 月

评语：

评阅教师签字：年 月

评语：

评阅教师签字：年 月

# 中顺洁柔（002511.SZ）

41934079 冯腾

日期：2021年6月18日

当前股价：28.90元

行业：造纸及纸制品业

投资建议：买入

## 目录

一、	基本情况	1
1.	股本及股东情况	1
2.	管理经营与员工情况	2
二、	商业模式	2
1.	发展战略	2
2.	产品打造：定位高端、推陈出新	2
3.	销售渠道：大力革新，完善布局，红利释放可期	2
4.	生产基地：全面布局、提高产能	3
三、	行业分析	3
1.	供应商的议价能力	3
2.	消费者的议价能力	4
3.	替代品的威胁	5
4.	新进入者的威胁	5
5.	同业竞争者的竞争程度	5
四、	财务分析	6
1.	成长能力	6
2.	偿债能力	6
3.	营运能力	7
4.	盈利能力	8
5.	盈余质量	9
五、	盈余预测	10
六、	价值评估	10
1.	自由现金流贴现法	10
2.	敏感性分析	11
七、	投资建议	12
八、	风险提示	12
九、	附录	13
1.	利润表	
2.	资产负债表	
3.	现金流量表	
4.	销售百分比利润表	
5.	销售百分比资产负债表	
6.	同比增长率利润表	
7.	同比增长率资产负债表	
8.	同比增长率现金流量表	
9.	成长能力分析	
10.	资本结构偿债能力分析	
11.	营运能力分析	
12.	盈利能力和盈利质量分析	
13.	$\beta$ 的计算	

## 基本情况

中顺洁柔002511成立于1999年，法定代表人为邓颖忠，注册资本为13.11亿元，2008年进行股份制改革，变更为中顺洁柔纸业股份有限公司。2010年11月于深交所中小板A股上市，当前是国内生活用纸行业内前四名的企业之一，也是国内唯一一家A股上市的生活用纸企业。中顺洁柔依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局。在广东江门、云浮、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山建有六大生产基地，销售网络辐射华南、云贵广、西南、西北、华东、华中、华北、东北和港澳九大区域，产品远销东南亚、中东、澳洲、非洲等海外市场。

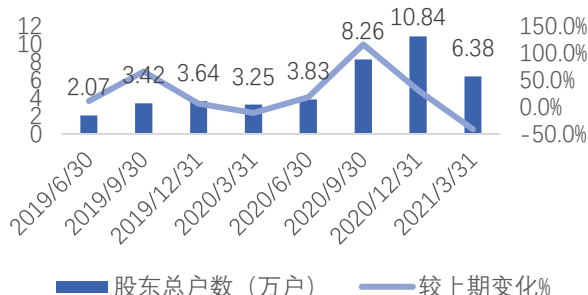
当前，公司主要产品包括：洁柔、太阳两大品牌生活用纸系列。品类聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾这五大类。公司拥有“洁柔”和“太阳”两大品牌，“洁柔”定位中高端，主要包括：洁柔黑白Face、Lotion、自然木等系列。“太阳”则主要以中端定位为主，靠高性价比取胜。（图表1）

图表1：中顺洁柔生活用纸业务品牌布局

品牌名称	系列名称	系列简介
洁柔品牌	Face系列	Face纸手帕采用独创的可湿水造纸工艺，可做洗脸巾；Face可湿水面纸是洁柔的一大特色产品，通过不断的品质升级，新开发4层加厚型抽纸，柔韧厚实，市场上真正的一抽抵两抽，加上精美压花，让消费者的使用体验与时尚感更好。
	Lotion系列	独有的Lotion可锁水面纸，乳霜倍亲肤，含有保湿因子，锁水更柔滑，特别适合消费者呵护娇嫩的肌肤，母婴、鼻敏感、美妆适用。
	自然木系列	为实现健康安全消费理念、为消费者提供更好的黄色纸（低白度），公司2018年推出首款黄色纸中的贵族“洁柔自然木系列”，采用100%进口原生木浆制造，纸质柔软强韧，全系列产品在质量等级上直接达到优等品质。
	金尊系列	金尊产品使用100%进口原生木浆制造，产品纸质加倍厚实，同时做到层层柔韧，是性价比高的系列产品。
	湿巾产品	母婴湿巾、消毒湿巾、护理湿巾、厨房湿巾、纯净水湿巾，可以满足广大消费者不同场景的使用需求。
太阳品牌	抑菌纸系列	随着国内后疫情时代的到来，公司贴合消费者消费习惯的转变，2021年初推出抑菌系列产品。产品蕴含抑菌因子成分，经实验显示能有效减少纸巾上99%以上的细菌滋生，有效抑制大肠杆菌、金黄色葡萄球菌等细菌，给消费者带来健康守护。
	太阳系列	为加快覆盖国内高中低端生活用纸市场，满足不同层级消费者的需求。2019年，公司重新启用太阳品牌。太阳品牌定位更高质量、更低价格，面向国内60%以上的中低端市场，是一款性价比很高的产品，也是提升公司产品市占率的关键点。

资料来源：前瞻产业研究院整理

图表2：股东总户数比例



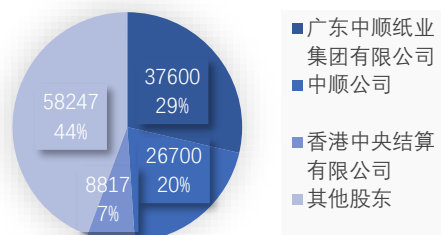
数据来源：同花顺财经

### 1. 股本及股东情况

截止2021年3月31日，公司股东总户数为6.38万（图表2），A股户数为6.38万户，人均流通股为2.003万，人均持股金额为51.75万元。十大股东合计持股比例为60.44%，最大股东为广东中顺纸业集团有限公司，占股比例为28.63%，第二大股东为中顺公司，占股比例为20.31%。（图表3）

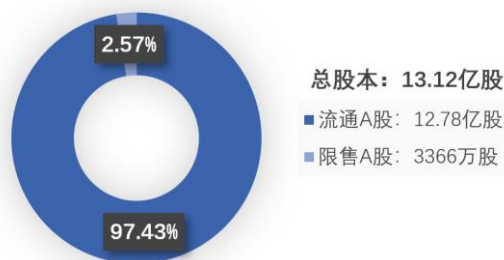
截止2021年5月22日，中顺洁柔总股本达到13.12亿股，其中包括流通A股12.78亿股、限售A股3366万股。（图表4）

图表3：总股本股东构成（单位：万股）



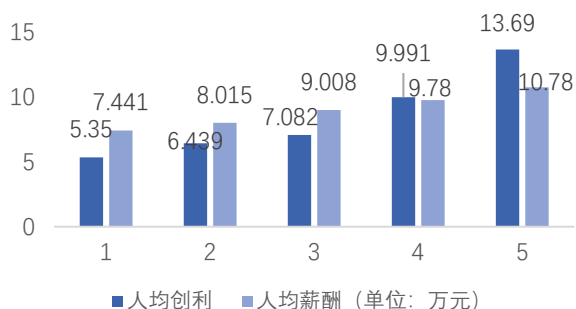
数据来源：东方财富Choice数据，2021-03-31

图表4：股本结构



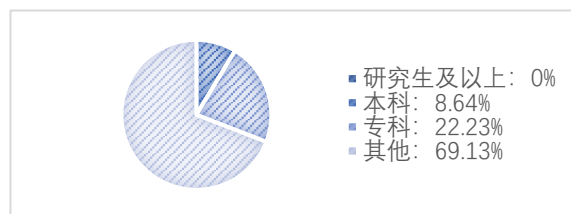
数据来源：Wind，2021-05-22

图表5：员工效益



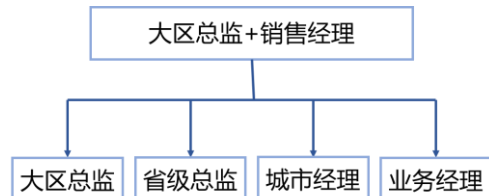
数据来源：同花顺财经

图表6：员工学历分布



数据来源：同花顺财经

图表7：公司销售渠道管理结构革新



资料来源：公司公告

## 2. 管理经营与员工情况

中顺洁柔的企业文化为“产品要品牌，企业要品牌，做人更要品牌”，公司目前有员工6618人，董事会8人，监事会3人，管理层9人，邓颖忠家族为实际控制人。中顺洁柔在管理员工方面采取一长权威制、职员竞争制、客户选用制等制度，2019年首次实现了人均创利大于人均薪酬，2020年人均创利持续增长，员工人均创利达到13.69万元，同比增长37.0%，人均薪酬为10.78万元，同比增长10.2%。（图表5）员工中本科学历占比8.64%，专科占比22.23%。（图表6）

## 商业模式

### 1. 发展战略

中顺洁柔作为国内生活用纸行业内第一梯队成员，将不断提高自主研发能力，开发产品配方和生产工艺，满足市场多层次和差异化的产品需求。公司以打造百年企业、千亿企业为发展愿景，使用国际先进的设备和一流的原材料，生产优质的产品；

树立了以消费者为先，合作伙伴为重，员工为核心，做事要赢、做人有道的企业价值观，以此提升股东回报。公司将继续采取横向一体化，与关键客户建立战略联盟的经营战略，坚持以生活用纸为核心业务，提升核心竞争力、产品研发能力，扩大营销网络；

公司在营销方面继续推行打造一流品牌、一流体制、一流人才的管理要求，抢占渠道网络和终端资源。

### 2. 产品打造：定位高端、推陈出新

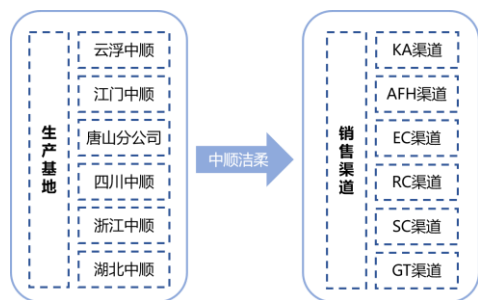
生活用纸的产品竞争从价逐步向性价比过渡。早期生活用纸企业处于发展初期，产品同质化较为严重，价格是竞争的关键指标。近年来随着生活用纸企业生产能力进步和消费者对高质量、个性化产品的偏好提升，能解决消费者痛点的高品质、高性价比产品愈发受到用户欢迎。

坚持差异化和高端化，实现高附加值、高溢价产品结构升级。中顺洁柔秉承“高端生活，品味洁柔”的宗旨，坚持差异化产品战略。公司敏锐捕捉消费者需求变化，并针对性地不断提高产品技术含量，提升高附加值产品占比。产品体系渐全，质量受到消费者认可。公司产品覆盖卷纸、无芯卷纸、软抽、纸手帕、湿巾、棉花柔巾六大类，多元化的产品满足不同消费者需求。随着配套产能的建设完成，公司未来有望以丰富且具有区分度的产品进一步抢占市场。

### 3. 销售渠道：大力革新，完善布局，红利释放可期

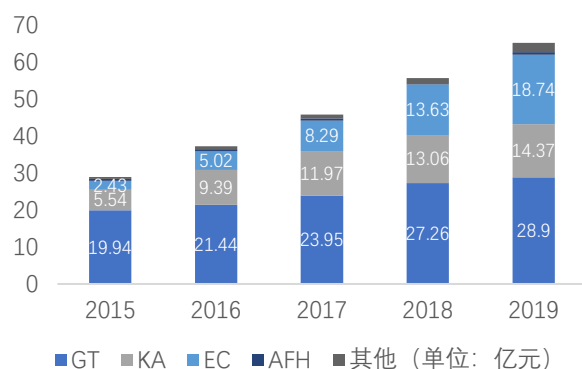
引入新团队，打造新结构，发展新区域。公司2015年引进原金红叶的核心营销团队，针对销售渠道开拓能力较弱等问题进行改革。新团队到位后，公司对原有的营销体系和管理结构进行了大规模的升级变革。（图表7）首先，全国的布局从原来的五大区域变为“8+2”布局，新增东北、西北、云贵广、EC和港澳5个区域。

图表8：公司销售模式



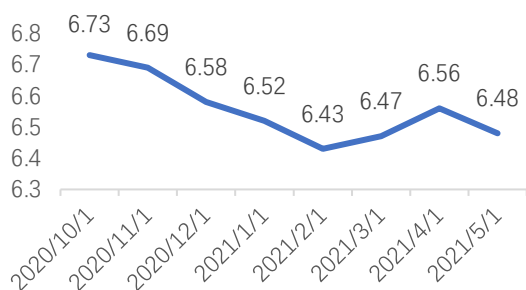
资料来源：公司公告

图表9：各销售渠道收入情况



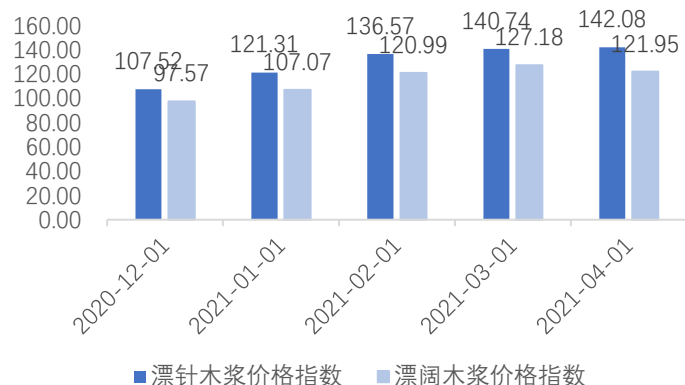
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表10：在岸人民币（USDCNY）



数据来源：新浪财经

图表11：木浆价格指数



数据来源：Wind

**完善多渠道建设。**公司先后拓展了 KA（大型连锁卖场渠道）、AFH（商用消费品渠道）、EC（电商渠道）、RC（新零售渠道）、SC（母婴渠道）。（图表8）

GT 方面，直销到县、分销到镇，经销商数量从 2014 年的约 300 个提升至 2018 年的 2700 个，截至 2019 年已覆盖 2000 多个城市。KA 方面，与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福、步步高和永辉等大型连锁卖场建立良好的合作关系。EC 方面，公司电商业务于 2015 年起步，近年来不断加大在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁、拼多多等电商平台的投入，组建专业的电商运营团队，强化官方旗舰店的日常运营管理。电商收入也从 2015 年的 2.43 亿元增至 2019 年的 18.74 亿元，收入已仅次于 GT 渠道。（图表9）去年双 11 期间全网累计销售额破 5 亿，2020 天猫双 11 品牌排行榜上，洁柔在家清行业名列第三，仅次于维达和蓝月亮。AFH 方面，与中石油、中石化、中国移动和建设银行等达成合作。SC 方面，涵盖母婴店、医院、美容店，受众主要为适龄女性、孕期女性及新晋妈妈。

#### 4. 生产基地：全面布局、提高产能

公司依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局。2021 年 4 月 10 日，公司发布公告称湖北二期项目完成竣工验收，而该项目将为公司新增 10 万吨生活用纸产能，后续公司仍有江苏宿迁年产 40 万吨生活用纸项目的一期 10 万吨项目处于前期筹划阶段以及广东云浮三期项目和四川达州竹浆纸项目处于计划阶段，预计未来上述项目全部按计划落实竣工后将助力公司产能实现倍增，并且公司通过持续优化全国性生产基地布局，还有效地拉近了与终端客户和下游经销商之间的距离，既降低了运输成本，还提高了渠道周转效率。销售网络体系日趋完善，预计公司未来将持续不断地夯实市场基础，提升消费者的使用体验并加深品牌形象，通过持续推进渠道建设的多元化战略，为公司规模扩张提供客户资源。其次，将此前较为简单的“大区——销售经理”结构细化，以更好地适应全国性业务面临的管理要求。拓能力较弱等问题进行改革。新团队到位后，公司对原有的营销体系和管理结构进行了大规模的升级变革。首先，全国的布局从原来的五大区域变为“8+2”布局，新增东北、西北、云贵广、EC 和港澳 5 个区域。

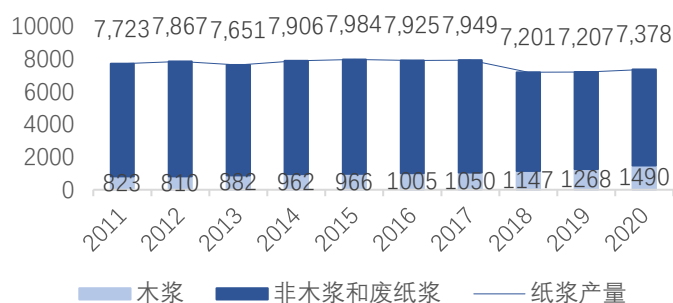
## 行业分析

### 1. 供应商的议价能力

固废“零进口”时代正式开始。2014 年，我国将所有废止品种均纳入限制进口类目。2017 年以来，中央发布一系列相关政策，通过加强海关检测和提高进口废纸标准等措施限制固体废物进口，提升国内资源化利用水平，促进国内废纸回收体系发展，逐步实现固体废物零进口。

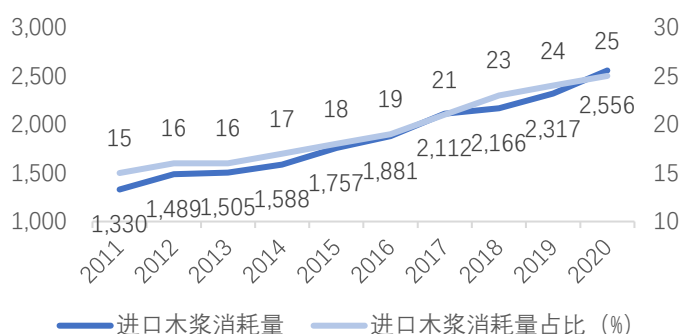


图表12：纸浆产量变化（万吨）



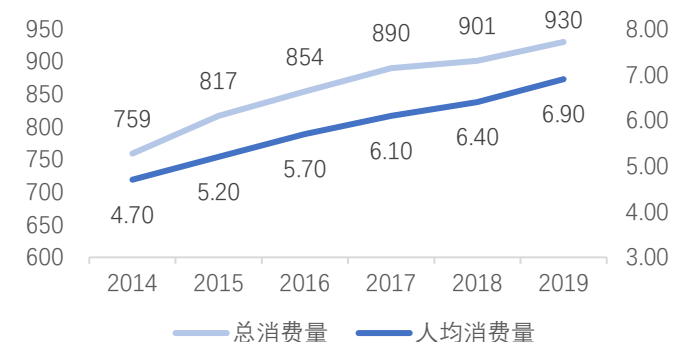
数据来源：Wind

图表13：进口木浆消耗量（万吨）



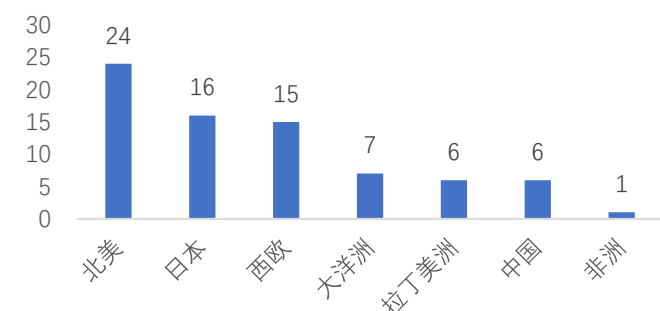
数据来源：Wind

图表14：生活用纸消费量（千克）



数据来源：Wind

图表15：2020年生活用纸人均消费量（千克）



数据来源：Wind

根据生态环境部，2021年1月1日起，中国将禁止以任何方式进口固体废物，意味着中国正式进入固废“零进口”时代。此外，随着进口废纸数量减少，纸及纸板生产成本提升，预计市场份额向龙头集中。

**浆价回落缓解明后年成本担忧。**去年9月以来，需求复苏、供给偏紧带动浆价持续反弹，国内纸浆价格呈现出明显的上涨行情，纸浆期货主力合约价格快速攀升。国外经济恢复进度相对国内具有滞后性，供需维持紧平衡，纸浆价格延续上涨趋势。2021Q1维持在高位震荡。国外疫情仍具有一定的不确定性，但整体来看，全球经济正稳步复苏。

5月份国常会3次点名大宗商品和原材料价格上涨问题，并提出打击囤货居奇行为，此外5月24日，央视《经济信息联播》播放当前纸价过高的问题，一定程度上抑制了市场的炒作情绪和渠道商的看涨情绪。再加上近期人民币持续升值至6.4（图表10），首次影响纸浆期货及现货价出现较多回落，其中阔叶浆和针叶浆国内现货价较前期高点分别下跌约1000元/1100元（图表11）。根据公司一季报存货水平测算，公司原材料库存约三个季度，因此市场对于明后年公司成本端压力尚存担忧。浆价的稳定回落提升公司明后年盈利确定性，对洁柔来说是最为理想的浆价运行轨迹。此外，中长期看，公司不断完善原材料协议采购、期限联动等操作机制，持续降低原材料扰动的影响，周期性将逐渐减弱。

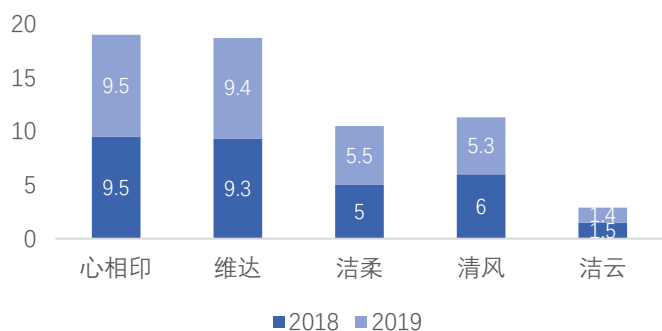
**中国木浆消耗量增长趋势不可逆转。**从国内纸浆产量变化来看，根据中国造纸协会数据，我国木浆产量自2015年以来保持逐年上升的态势，2020年达1490万吨（图表12），预计下游需求将保持稳健增长，部分龙头企业新增产能陆续投产，木浆产量仍将保持较快增长。要求。拓能力较弱等问题进行改革。新团队到位后，公司对原有的营销体系和管理结构进行了大规模的升级变革。首先，全国的布局从原来的五大区域变为“8+2”布局，新增东北、西北、云贵广、EC和港澳5个区域。

从木浆进口消耗量来看，2020年中国进口木浆消耗量达2556万吨，在国内需求不断增长背景下，供给仍有缺口，对外进口数量有望持续增加。（图表13）

## 2. 消费者的议价能力

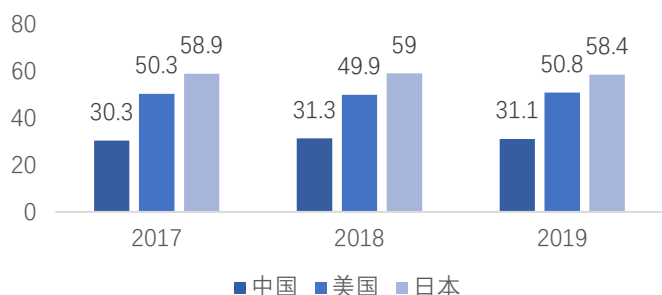
**生活用纸需求有望成为增长新动力。**发展中国家生活用纸人均消费量远低于北美、日本和西欧等发达国家或地区，预计经济高速增长的发展中国家将接棒新一轮需求增长。以中国为例，近几年生活用纸总消费量和人均消费量持续增加（图表14），2020年中国生活用纸人均消费量约为6千克/年，与北美/日本/西欧相比，增长空间为3X/1.6X/1.5X。（图表15）

图表16：生活用纸品牌市场占有率（%）



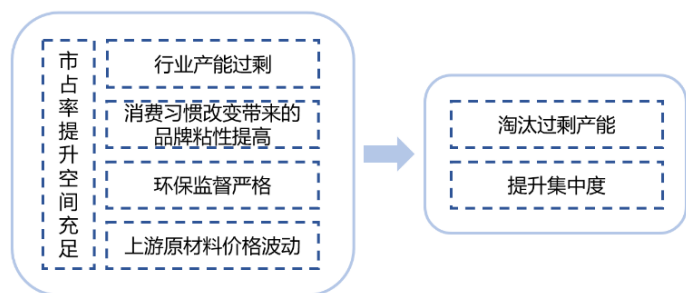
数据来源：前瞻产业研究院

图表17：中美日生活用纸品牌CR5



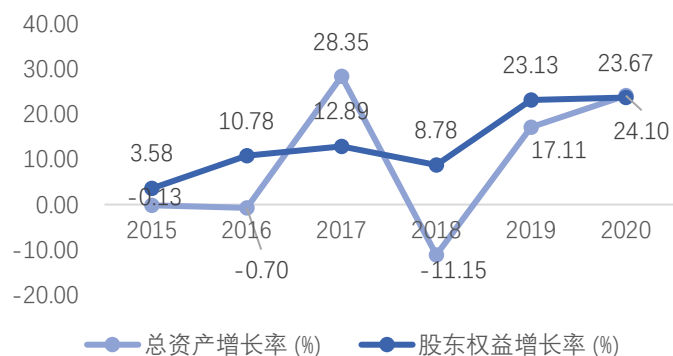
数据来源：前瞻产业研究院

图表18：多因素共同促进行业集中度提升



数据来源：国信证券经济研究所

图表19：资产增长率指标分析



数据来源：Wind

从中顺洁柔财务数据来看，通过长期的渠道下沉深耕、产品创新、品牌塑造与强化，充分受益国内人均消费水平提高，中顺洁柔近十年营收CAGR为15.9%。由于生活用纸消费品属性强，周期性相对工业用纸较弱，能够通过产品涨价将新增的生产成本转嫁于消费者，叠加中高端产品销量占比提升，中顺洁柔的盈利能力实现稳步提升。

### 3. 替代品的威胁

替代品就是拥有同种功能的产品，生活用纸行业的替代品主要就是毛巾或手帕等。但随着生活水平的提高，顾客对方便、卫生与环保等的要求越来越严格，毛巾等物品对生活用纸的威胁则变得微弱。

### 4. 新进入者的威胁

龙头企业已形成品牌壁垒。我国生活用纸行业资金壁垒、设备壁垒、渠道壁垒虽然不高，但龙头企业对新进企业已形成一定的品牌壁垒。目前来看，恒安、维达和中顺洁柔等龙头企业均实现多品牌布局，完成对中高低端全层级消费者覆盖，且具备较高品牌认可度，因此，新进企业在品牌建设和推广上，明显缺乏充足资源投放和有效宣传，品牌基本难以构成竞争优势。

小工厂生存困难。现阶段受环保政策推行，小工厂大多停工倒闭，加强了行业壁垒，另外近期原材料价格上涨，小工厂有没有囤积纸浆的能力，挤压很多小工厂停工，这一趋势只会加快CR5的集中度，提高市占率，潜在竞争者进入的门槛越来越高。

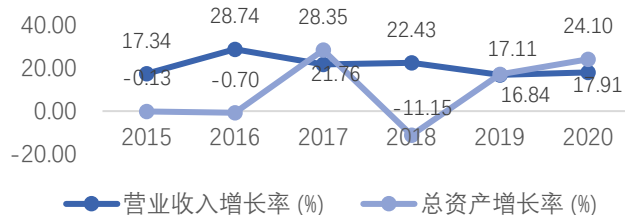
### 5. 同业竞争者的竞争程度

中长期市占率提升空间充足。2018-2019年，心相印和维达两大品牌的市场占有率在9%以上，位于生活用纸行业竞争的第一梯队；其次是洁柔和清风两大品牌，其市场占有率在5%-6%之间。头部品牌市占率逐年提升，2020年心相印、维达、洁柔市占率分别为10.0%、9.3%和6.0%，美国龙头纸企宝洁市占率32.7%，因此我国龙头企业市占率仍有极大空间。（图表16）

市场集中度持续提升。虽然我国的生活用品市场规模不断扩大，但从市场集中度来看，相较于美国、日本，仍有极大的提升空间。2017-2019年，美国和日本日用纸中品牌CR5均在50%左右或以上，而中国日用纸中品牌CR5在31%左右浮动。（图表17）随着消费观念的升级、消费需求的多元化，能够提供更多细分产品、对成本及渠道管控能力更强、品牌认可度更高的龙头企业或将继续提升市场份额。此外，受供给侧改革、环保政策影响，行业落后产能逐渐被清退，行业集中度将进一步提升。其中洁柔销售团队最为进取，成长性突出，为四大家中唯一份额持续提升的公司。分区域看，公司在西北、华南等片区表现突

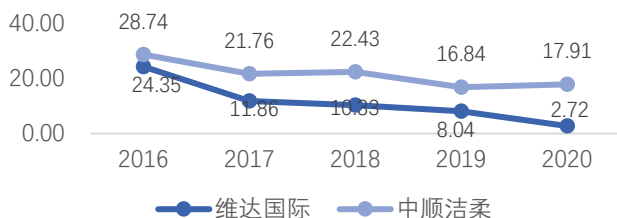


图表20：营业收入增长的效益性



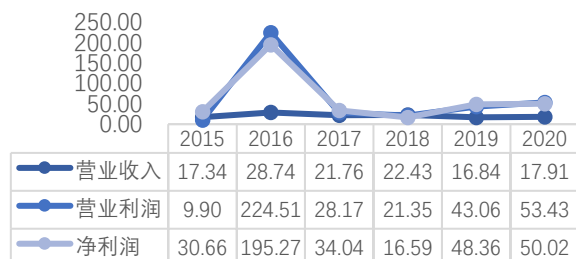
数据来源：Wind

图表21：维达国际与中顺洁柔的营业收入增长率 (%)



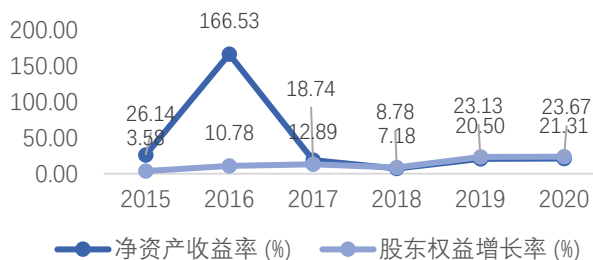
数据来源：Wind

图表22：营业收入增长率、营业利润增长率与净利润增长率比较 (%)



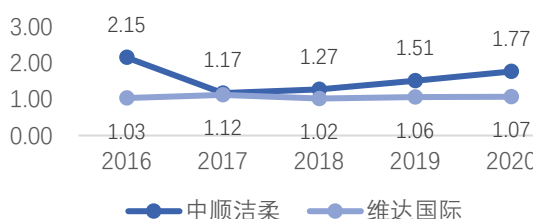
数据来源：Wind

图表23：股东权益增长率分析



数据来源：Wind

图表24：流动比率



数据来源：Wind

## 财务分析

### 1. 成长能力

**资产增长状况良好。**近六年企业的总资产增长率波动较大，但近两年比较稳定，企业资产规模变动受负债和所有者权益规模变动影响，企业总资产增长率高并不意味着企业有良好的发展潜力，还需要考虑所有者权益的增长。中顺洁柔近六年的股东权益增长率十分稳定，整体有逐渐增大的趋势，因此，中顺洁柔的资产规模增长能力较强。（图表19）

**营业收入增长具有效益性，营业收入情况向好。**近六年中顺洁柔的营业收入增长率有减小的趋势，但比较稳定，且在2015、2016、2018年都远远高于总资产增长率，在2017、2018、2019、2020年略微低于总资产增长率，其营业收入增长具有效益性。（图表20）与同为生活用纸行业的龙头企业维达国际进行比较，中顺洁柔的营业收入增长率远远高于维达国际，说明其营业收入更具有发展性。（图表21）

**盈利成长能力较好。**近六年营业利润增长率和净利润增长率基本相同，说明非营业收支稳定。中顺洁柔的营业利润增长率高于营业收入增长率，表明营业收入的增长超过了成本费用的增长，盈利能力在不断提高。2016年营业利润和净利润增长率异常是因为2016年财政部发布了《增值税会计处理规定》，影响税金及附加和费用科目，成本与费用增长减少。（图表22）

**股东权益增长稳定。**股东权益增长率反映投资者投入企业资本的保全性和增长性，中顺洁柔近六年的股东权益增长率均为正值且稳定增长。股东权益增长率可以表示为净资产增长率和股东净投资率，中顺洁柔运用股东投入的资本创造收益的能力较强，利用股东投入的资本进行投资的能力较弱。（图表23）

### 2. 偿债能力

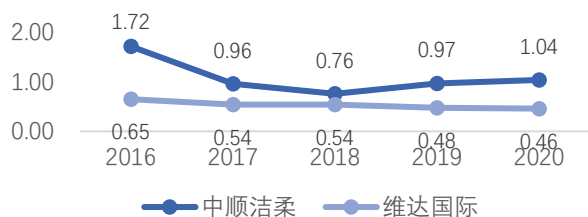
**短期偿债能力良好。**近六年中顺洁柔的短期偿债能力指标包括流动比率、速动比率和现金比率均比维达国际高，表现出较好的短期偿债能力。

流动比率反映企业流动资产对流动负债的保障程度，中顺洁柔的流动比率从2017年开始稳步上升，在2020年达到1.77，预计未来会继续提高；（图表24）

速动比率反映企业速动资产对流动负债的保障程度，中顺洁柔2020年的速动比率为1.04；（图表25）

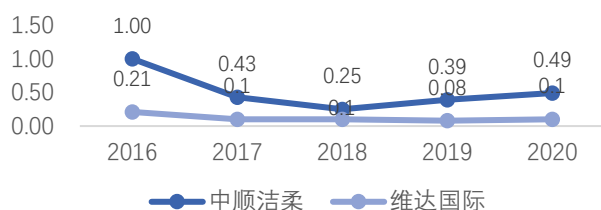
现金比率反应企业可用现金及变现方式清偿流动负债的能力，中顺洁柔2020年的现金比率为0.49。（图表26）

图表25：速动比率



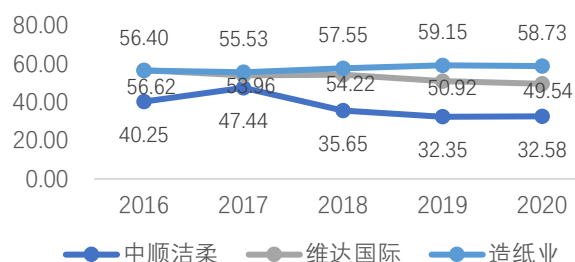
数据来源：Wind

图表26：现金比率



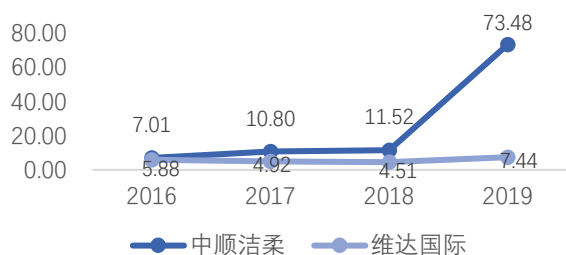
数据来源：Wind

图表27：资产负债率 (%)



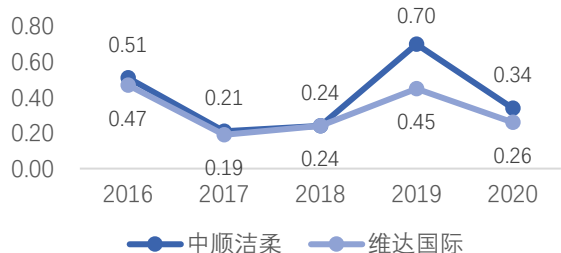
数据来源：Wind

图表28：已获利息倍数



数据来源：Wind

图表29：现金流量利息保障倍数



数据来源：Wind

**长期偿债能力稳定。**中顺洁柔的资产负债率有逐渐下降的趋势，2015-2020年造纸业的平均资产负债率稳定在55%以上，中顺洁柔的资产负债率低于行业平均水平，也低于维达国际的资产负债率，表明中顺洁柔利用债权人提供资金进行经营活动的能力较弱，债权人发放贷款的安全程度较高。（图表27）

已获利息倍数反映企业的经营收益支付债务利息的能力，近五年中顺洁柔最低已获利息倍数为7.01，高于行业平均水平。（图表28）

现金流量利息保障倍数反映企业经营活动现金流量净额偿还利息的能力，中顺洁柔的现金流量利息保障倍数大于维达国际的现金流量利息保障倍数，在2020年达到0.34，表明中顺洁柔有充足的现金储备来偿还利息。（图表29）

### 3. 营运能力

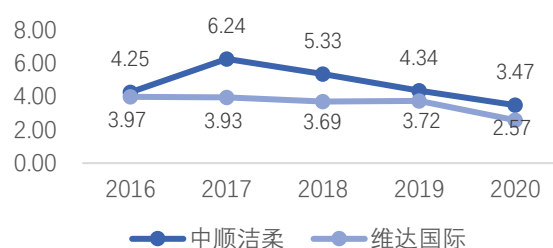
**中顺洁柔的存货周转率较高，**表明其存货变现的速度快，周转额大，资金占用水平低，存货占用水平低，存货积压的风险小，企业的变现能力以及资金使用效率好。（图表30）

**应收账款周转率**反映了企业应收账款变现速度的快慢及管理效率的高低，中顺洁柔的应收账款周转率较稳定，2017-2020年维持在8以上，表明其资产流动性较强，可以减少收账费用和坏账损失，从而相对增加企业流动资产的投资收益。（图表31）

**总资产周转率**反映了企业全部资产的使用效率，中顺洁柔的总资产周转率稳定增长，2020年达到1.16，说明全部资产的经营效率高，取得的收入多。（图表32）

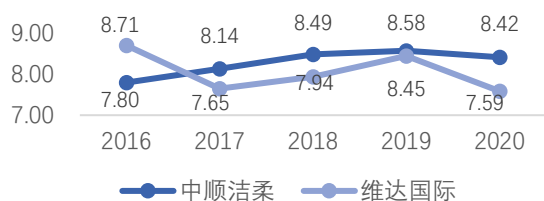
**固定资产周转率**反映企业固定资产周转情况，从而衡量固定资产利用效率，中顺洁柔的固定资产周转情况良好，企业充分利用了固定资产，固定资产投资得当，固定资产结构合理，能够充分发挥其效率。（图表33）

图表30：存货周转率



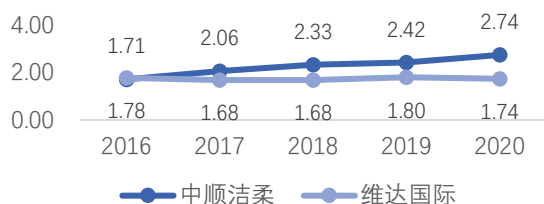
数据来源：Wind

图表31：应收账款周转率



数据来源：Wind

图表33：固定资产周转率



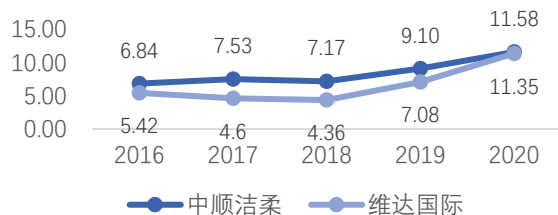
数据来源：Wind

图表34：销售毛利率（%）



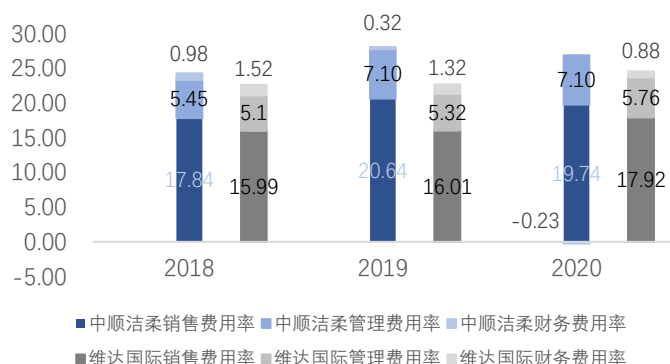
数据来源：Wind

图表35：销售净利率（%）



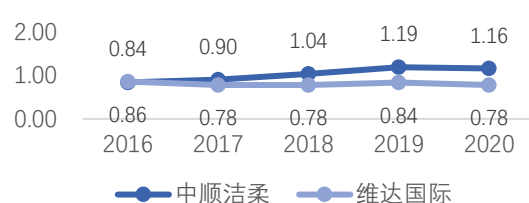
数据来源：Wind

图表36：期间费用率（%）



数据来源：Wind

图表32：总资产周转率



数据来源：Wind

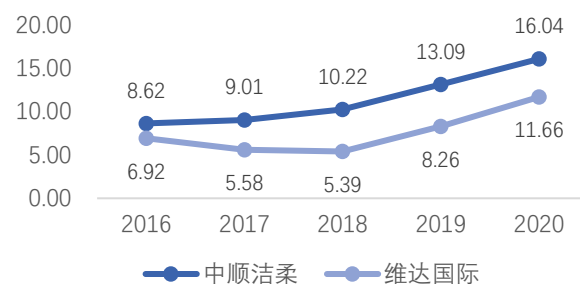
#### 4. 盈利能力

销售毛利率反映了企业产品销售的初始获利能力,是企业净利润的起点,没有足够高的毛利率便不能形成较大的盈利。近五年中顺洁柔的销售毛利率处于稳定状态,且有略微上升趋势,与造纸及纸制品业比较,中顺洁柔的毛利率显著高于同业水平,与相似企业相比,也高于维达国际的销售毛利率,说明公司产品附加值高,产品定价高,存在成本上的优势,有竞争力。(图表34)

销售净利率衡量企业在一定时期的销售收入获取的能力,企业在增加销售收入的同时,必须要相应获得更多的净利润才能使销售净利润保持不变或有所提高。近五年中顺洁柔的销售净利率持续上升,且高于维达国际的销售净利率,表明中顺洁柔有较好盈利能力。(图表35)

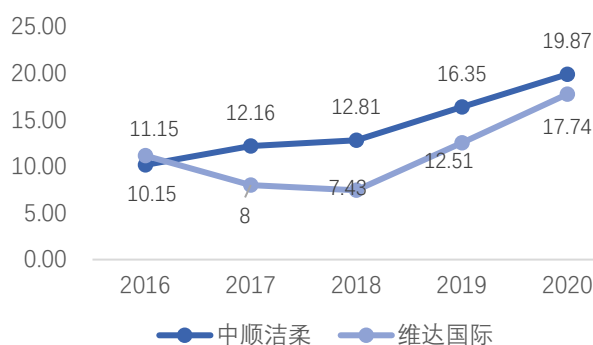
期间费用反映管理层运营能力,期间费用足够低的企业可以获得更多盈利。纵向对比,2018-2020年中顺洁柔的销售费用率、管理费用率和财务费用率处于波动状态;横向对比,中顺洁柔的销售费用率和管理费用率都高于维达国际,财务费用率略微低于维达国际。中顺洁柔的期间费用还有很大的下降空间,需要企业提高管理运营效率,降低成本与费用。(图表36)

图表37：总资产报酬率（%）



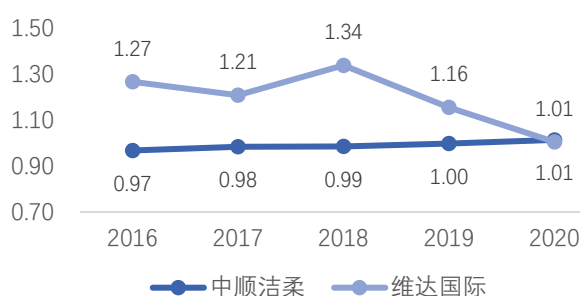
数据来源：Wind

图表38：净资产收益率（%）



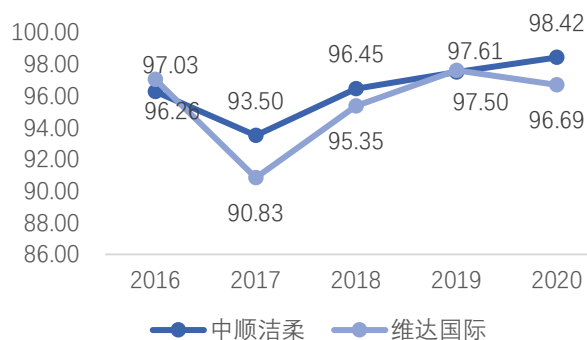
数据来源：Wind

图表39：营业利润/利润总额



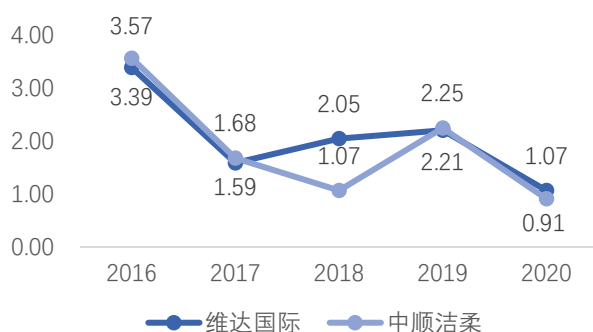
数据来源：Wind

图表40：扣除非经常损益后的净利润/净利润（%）



数据来源：Wind

图表41：经营性现金净流量 / 净利润



数据来源：Wind

**总资产报酬率**反映企业资产的综合利用效果，受商品经营盈利能力和资产运营效率两方面影响。2016-2020年中顺洁柔的总资产报酬率持续增长，且显著高于维达国际的总资产报酬率，表明中顺洁柔的利用效率较高，在增加收入和节约资金等方面取得良好效果。（图表37）

**净资产收益率**是衡量企业盈利能力的重要指标，也是衡量股东资金使用效率的重要指标。2016-2020年中顺洁柔的净资产收益率稳定增长，在2020年达到19.87%，与维达国际相比，中顺洁柔的净资产收益率在近四年均高于其水平，表明中顺洁柔对股东投入资本的利用效率较高，有较好的盈利能力。（图表38）

## 5. 盈余质量

中顺洁柔主营业务的盈利能力还需提高。主营业务利润比重是衡量企业盈利稳定性、持续性的重要指标。只有当主营业务利润占企业利润的绝大部分时，才能保证企业的经营方向。中顺洁柔的主营业务比重低于维达国际，但近五年数据都接近于1，中顺洁柔还需要扎根于主营业务，培育核心盈利能力，不断提高主营业务利润比例，才能持续发展并增加企业的价值。（图表39）

**扣除非经常性损益后的净利润占净利润的比例**反映了企业非经常性损益对当期净利润的影响。虽然非经常性损益属于盈余的一部分，但是不能代表企业的“创造价值”的能力。此外，非经常性损益易于被操纵，因此扣除非经常性损益后的净利润占净利润的比例越高越好。近五年中顺洁柔扣除非经常性损益后的净利润占净利润的比例都高于90%，且在大部分时间高于维达国际的比例，说明中顺洁柔的盈余质量和盈余持续性较好。（图表40）

**经营性现金净流量与净利润的比值**反映了净利润中有多大比例是通过经营活动收回现金以及净利润受经营现金流的保障程度。经营现金流量是保障企业稳定发展的现金流，应急利润易于被操纵，现金流的持续性强度要高于应急利润。经营性现金净流量与净利润的比值可在一定程度上防止因企业利润操纵而给报表使用者带来的误导。2016-2020年中顺洁柔的比值波动较大，且有下降的趋势，从2016年的3.57降至2020年的0.91。从这一指标看，中顺洁柔的盈余质量和盈余持续性还需提高。（图表41）



## 盈余预测

采用结构性盈余预测，2021第一季度业绩超出预期，上调2021年盈余预测，2021年至2023年预测营业收入按20.0%/19.5%/18.2%的增长率增长，根据过去利润表各科目与营业收入的比值预测出未来三年的值。预测2021至2023年的资产周转率依次为1.024/1.018/0.997，通过过去资产负债表各个项目占资产总额比例的历史数据预测出未来三年的值。（图42）

图表42：财务报表预测

利润表预测						资产负债表预测					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6635	7824	9391	11222	13263	流动资产	2744	4040	5204	6496	8204
营业成本	4005	4591	5539	6587	7785	现金	704	1125	3053	2463	4922
营业税金及附加	43	56	68	77	92	应收票据及应收账款	808	1052	1181	1487	1666
营业费用	1370	1545	1690	2020	2387	其他应收款	8	16	11	22	16
管理费用	295	365	432	516	597	预付账款	15	27	39	29	57
研发费用	176	190	207	247	292	存货	986	1661	625	2304	1326
财务费用	21	(18)	(63)	(80)	(110)	其他流动资产	223	159	295	189	217
资产减值损失	(19)	(16)	(19)	(22)	(27)	非流动资产	3282	3439	3965	4528	5095
其他收益	16	29	17	17	20	长期投资	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	2921	2793	3347	3920	4492
投资净收益	0	4	5	5	4	无形资产	169	169	170	171	176
资产处置收益	0	(2)	(2)	(2)	(1)	其他非流动资产	192	477	449	437	426
营业利润	719	1104	1558	1898	2269	资产总计	6026	7478	9169	11023	13299
营业外收入	6	5	8	7	7	流动负债	1814	2285	2786	3172	3657
营业外支出	4	21	8	9	10	短期借款	15	143	143	260	143
利润总额	721	1088	1558	1896	2265	应付票据及应付账款	781	996	1148	1402	1612
所得税	117	183	274	336	387	其他流动负债	1019	1146	1495	1509	1903
净利润	604	906	1284	1560	1878	非流动负债	135	151	188	195	196
少数股东损益	0	0	0	0	0	长期借款	23	0	37	44	45
归母净利润	604	906	1284	1560	1878	其他非流动负债	112	151	151	151	151
EBITDA	965	1375	1751	2136	2545	负债合计	1949	2436	2974	3366	3853
EPS(元)	0.46	0.69	0.98	1.19	1.43	少数股东权益	0	0	0	0	0
						股本	1309	1311	1312	1312	1312
						资本公积	761	907	907	907	907
						留存收益	2112	2920	4012	5366	6967
						归属母公司股东权益	4077	5042	6195	7657	9446
						负债和股东权益	6026	7478	9169	11023	13299

数据来源：Wind

## 价值评估

### 1. 自由现金流贴现法

#### β 的计算

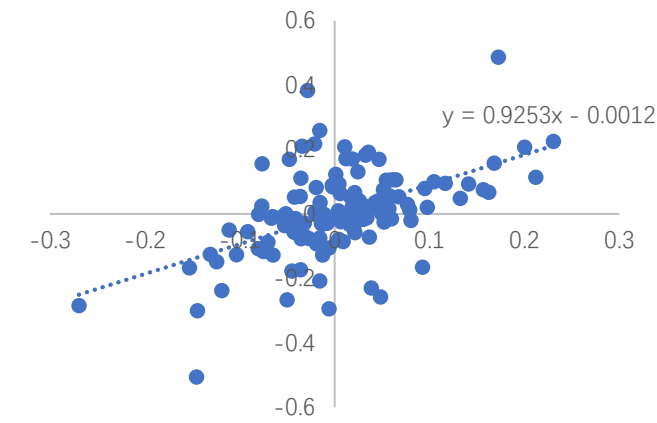
取定期整存整取一年利率为无风险利率，深证综合指数为市场指数，根据2011年1月至2021年5月的月度数据计算出中顺洁柔的β值为0.93。（图43）

计算WACC为8.4%，永续增长率为5%。（图44）

根据自由现金流贴现法预测出企业价值为342.4亿元，股权价值为391.7亿元，股票价格为29.9元每股。（图45）



图表43：计算β



数据来源：CSMAR

图表44：计算WACC

WACC 计算过程	
无风险利率	1.5%
股权风险溢价	8.0%
Beta	0.93
股本成本	8.9%
债务成本	9.0%
有效税率	17%
债务成本 * (1-T)	7.5%
E/V	67.4%
D/V	32.6%
WACC	8.4%

图表45：自由现金流贴现法

Discounted cash flow						企业价值	
		历史数据		预测数据		净现值	2,979.8
(单位：百万元)		12/31/16	12/31/17	12/31/18	12/31/19	WACC	8.4%
经营业务现金流量						终值	
						永续增长率	5%
营业收入	6,635.0	7,824.0	9,391.0	11,222.0	13,263.0	终值	39,862.0
% 营业收入			20%	19%	18%	Implied EV/EBITDA	15.7x
EBITDA	965.0	1,375.0	1,751.0	2,136.0	2,545.0	终值的现值	31,263.7
%EBITDA			19%	19%	19%	净现值	2,979.8
EBIT	951.3	1,348.4	1,725.3	2,105.3	2,508.7	企业价值	34,243.4
%EBIT			18%	19%	19%	负债	-
所得税税率	16%	17%	18%	18%	17%	现金	4,922.00
EBIT* (1-Tax)	796.9	1,121.6	1,421.9	1,732.2	2,080.1	净债务 / (净现金)	(4,922.00)
(plus) 折旧与摊销	13.7	26.6	25.7	30.7	36.3	股权价值	39,165.4
(less) 营运资本的变动值			(430.0)	(485.9)	(549.1)	流通在外的普通股数量	1,311.5
(less) 资本性支出			(143.6)	(196.2)	(262.9)	股票价格	29.9
无杠杆自由现金流			873.9	1,080.8	1,304.4		

数据来源：CSMAR、Wind

## 2. 敏感性分析

将企业加权平均资本成本与永续增长率在其一定的合理范围内变动，0.5%的永续增长率和加权平均资本成本变化会引起股票价格1至28元不等变化。5%左右的永续增长率和8.5%左右的加权平均资本成本可信度较高，股票价格波动范围为26.2至33.7元。（图表46）

图表46：敏感性分析

		股票价格						
WACC	永续增长率							
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
	8.0%	26.6	29.6	33.7	39.4	47.9	62.1	90.5
	8.5%	24.0	26.4	29.4	33.4	39.0	47.5	61.6
	9.0%	22.0	23.8	26.2	29.2	33.1	38.7	47.1
	9.5%	20.3	21.8	23.7	26.0	28.9	32.9	38.4
	10.0%	18.9	20.2	21.7	23.5	25.8	28.7	32.6
	10.5%	17.8	18.8	20.1	21.5	23.3	25.6	28.5

图表47：市盈率、市净率以及企业价值倍数

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	64.1	42.7	30.2	24.8	20.6
P/B	9.5	7.7	6.3	5.1	4.1
EV/EBITDA	39.6	27.5	20.5	17.2	13.4

## 投资建议

根据自由现金流贴现法估计出的29.9元的股票价格以及预测出的盈余，可以得到企业未来三年的市盈率、市净率以及企业价值倍数。2021/2022/2023年的P/E依次为30.2/24.8/20.6，P/B依次为6.3/5.1/4.1，EV/EBITDA依次为20.5/17.2/13.4。因此，给出买入建议。（图表47）

## 风险提示

- 新品拓展不及预期，洁柔抑菌纸等产品尚处于产品培育期，存在新品拓展不及预期的风险。
- 宏观经济不达预期，造纸业与宏观经济联系紧密，若宏观经济增速放缓，可能影响造纸行业需求。
- 原材料价格波动，若木浆价格出现波动，企业盈利能力相应可能受到影响。
- 环保政策变化，若环保政策出现趋紧或放松，可能导致供给端产能减少或增加。
- 需求增长不及预期，环保政策变化将影响行业需求增速。
- 行业竞争加剧，行业竞争加剧会影响企业发展，存在未来生活用纸市场竞争加剧的风险。
- 汇率波动，汇率对公司盈利能力有较显著影响，存在汇率大幅波动的风险。

# 附录

## 1. 利润表（单位：万元，CNY）

中顺洁柔[002511.SZ] - 利润表	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
营业总收入	295,897.66	380,934.91	463,834.96	567,851.76	663,491.44	782,352.84
营业收入	295,897.66	380,934.91	463,834.96	567,851.76	663,491.44	782,352.84
营业总成本	286,552.03	348,714.51	424,472.46	518,820.01	591,015.87	672,879.06
营业成本	201,126.97	244,119.32	301,861.22	374,410.51	400,542.11	459,090.40
税金及附加	1,277.87	3,451.33	3,904.16	3,808.99	4,281.62	5,611.29
销售费用	51,704.99	72,119.08	88,607.68	101,301.42	136,955.38	154,456.22
管理费用	19,811.74	20,515.12	24,852.27	20,213.25	29,451.69	36,491.43
研发费用				10,753.38	17,637.43	19,029.86
财务费用	10,460.33	5,918.91	4,674.78	5,584.39	2,147.64	-1,800.15
其中：利息费用				5,167.51	1,345.21	290.36
减：利息收入				315.12	350.44	820.21
加：其他收益			1,635.10	706.14	1,601.26	2,922.43
投资净收益	642.90	193.02	577.88	1,063.74	33.37	386.81
资产减值损失	2,170.14	2,590.76	572.35	2,748.07	-1,905.35	-1,586.37
信用减值损失					-277.86	-646.22
资产处置收益			-133.84	-511.32	19.83	-163.07
营业利润	9,988.53	32,413.42	41,441.64	50,290.32	71,946.82	110,387.36
加：营业外收入	2,251.28	1,273.67	966.95	1,021.81	585.16	542.97
减：营业外支出	479.68	205.35	276.81	265.71	432.10	2,091.29
其中：非流动资产处置净损失	407.63	169.07				
利润总额	11,760.13	33,481.73	42,131.78	51,046.42	72,099.87	108,839.05
减：所得税	2,940.52	7,440.08	7,225.22	10,347.10	11,716.61	18,250.14
净利润	8,819.61	26,041.66	34,906.56	40,699.32	60,383.27	90,588.91
持续经营净利润			34,906.56	40,699.32	60,383.27	90,588.91
归属于母公司所有者的净利润	8,819.61	26,041.66	34,906.56	40,699.32	60,383.27	90,588.91
综合收益总额	8,819.61	26,041.66	34,906.56	40,699.32	60,383.27	90,588.91
归属于母公司普通股股东综合收益总额	8,819.61	26,041.66	34,906.56	40,699.32	60,383.27	90,588.91
每股收益：						
基本每股收益	0.1800	0.5400	0.4700	0.3200	0.4700	0.7000
稀释每股收益	0.1800	0.5200	0.4700	0.3200	0.4600	0.6900

## 2. 资产负债表（单位：万元，CNY）

中顺洁柔[002511.SZ] - 资产负债表	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
流动资产：					
货币资金	95,927.54	108,571.52	41,502.97	70,374.66	112,519.62
应收票据及应收账款	54,158.00	60,814.80	74,106.54	80,807.48	105,214.84
应收票据	125.80	942.63	282.99	30.19	72.44
应收账款	54,032.20	59,872.18	73,823.54	80,777.29	105,142.39
预付款项	4,721.15	4,695.41	5,291.72	1,487.78	2,681.91
其他应收款(合计)	705.95	818.54	888.30	824.04	1,582.49
其他应收款	705.95	818.54	888.30	824.04	1,582.49
存货	42,119.11	54,693.75	85,756.12	98,640.57	166,127.45
划分为持有待售的资产				5,707.31	5,707.31
一年内到期的非流动资产	1.77				
其他流动资产	9,770.75	71,822.66	8,141.25	16,556.78	10,158.46
流动资产合计	207,404.28	301,416.70	215,686.90	274,398.62	403,992.07

非流动资产:					
投资性房地产	2,213.21	3,675.29	3,541.97	3,603.94	3,457.54
固定资产(合计)	217,685.87	232,121.88	255,560.50	292,139.21	279,258.73
固定资产	217,685.87	232,121.88	255,560.50	292,139.21	279,258.73
在建工程(合计)	849.20	19,763.45	11,366.31	5,573.42	27,590.46
在建工程	849.20	19,763.45	11,366.31	5,573.42	27,590.46
无形资产	13,791.11	12,661.15	12,503.10	16,873.18	16,935.58
商誉	6.47	6.47	6.47	6.47	6.47
长期待摊费用	28.04	21.03	14.02	1,368.64	2,663.60
递延所得税资产	5,054.37	7,150.71	5,467.83	8,033.11	11,136.74
其他非流动资产	4,213.64	2,368.07	10,444.00	630.60	2,802.80
非流动资产合计	243,841.91	277,768.05	298,904.19	328,228.57	343,851.90
资产总计	451,246.18	579,184.74	514,591.10	602,627.18	747,843.97
流动负债:					
短期借款	3,000.00	51,838.00	34,717.53	1,472.15	14,294.29
应付票据及应付账款	33,657.04	58,599.55	57,736.02	78,086.66	99,640.70
应付票据	2,576.77		6,823.78	20,265.39	23,488.76
应付账款	31,080.27	58,599.55	50,912.24	57,821.28	76,151.94
预收款项	5,553.16	6,159.12	5,937.33	14,247.66	
合同负债					13,733.36
应付职工薪酬	5,708.41	5,726.59	7,350.89	10,641.36	12,352.46
应交税费	5,614.57	5,563.75	4,571.29	10,167.06	11,260.81
其他应付款(合计)	42,786.75	46,359.96	45,128.18	63,583.45	75,484.46
应付利息	3,759.95	3,817.40	83.75	17.33	0.00
应付股利	92.43	190.92	214.06	45.25	143.75
其他应付款	38,934.38	42,351.64	44,830.37	63,520.87	75,340.71
一年内到期的非流动负债		82,992.29	14,710.00	3,240.00	
其他流动负债					1,762.81
流动负债合计	96,319.93	257,239.26	170,151.24	181,438.34	228,528.89
非流动负债:					
长期借款		15,000.00	7,460.00	2,250.00	
应付债券	82,860.10				
递延所得税负债	32.89		1,400.46	3,001.61	3,590.37
递延收益-非流动负债	2,394.61	2,551.09	4,455.12	8,236.78	11,510.12
非流动负债合计	85,287.61	17,551.09	13,315.58	13,488.39	15,100.48
负债合计	181,607.54	274,790.35	183,466.83	194,926.74	243,629.37
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	50,525.80	75,746.45	128,669.27	130,889.13	131,148.71
资本公积金	136,185.00	113,269.79	60,940.39	76,073.14	90,700.65
减:库存股	7,885.61	5,293.57	12,291.68	10,479.26	9,648.09
盈余公积金	2,708.25	4,512.38	4,730.47	5,320.56	6,146.93
未分配利润	88,105.20	116,159.34	149,075.82	205,896.88	285,866.41
归属于母公司所有者权益合计	269,638.64	304,394.39	331,124.27	407,700.45	504,214.61
所有者权益合计	269,638.64	304,394.39	331,124.27	407,700.45	504,214.61
负债和所有者权益总计	451,246.18	579,184.74	514,591.10	602,627.18	747,843.97

3. 现金流量表（单位：万元，CNY）

中顺洁柔[002511.SZ] - 现金流量表	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
经营活动产生的现金流量：						
销售商品、提供劳务收到的现金	320,468.97	405,893.77	490,766.11	599,631.82	694,697.41	764,154.15
收到的税费返还	197.84	49.31	7.71	211.64	2,926.71	804.37
收到其他与经营活动有关的现金	3,370.44	2,560.78	14,195.99	8,696.86	24,936.43	15,270.55
经营活动现金流入小计	324,037.25	408,503.87	504,969.82	608,540.32	722,560.55	780,229.08
购买商品、接受劳务支付的现金	215,635.29	220,126.64	324,150.95	430,169.37	421,363.91	499,955.56
支付给职工以及为职工支付的现金	24,447.26	31,896.90	41,214.72	48,677.81	54,366.07	66,510.92
支付的各项税费	18,219.48	32,141.41	34,650.82	32,441.63	32,061.18	53,494.14
支付其他与经营活动有关的现金	22,817.18	31,452.36	46,409.58	53,526.03	78,731.90	77,448.37
经营活动现金流出小计	281,119.21	315,617.30	446,426.07	564,814.84	586,523.06	697,408.99
经营活动产生的现金流量净额	42,918.04	92,886.56	58,543.74	43,725.48	136,037.49	82,820.09
投资活动产生的现金流量：						
取得投资收益收到的现金	642.90	193.02	578.84	1,063.74	33.37	386.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	237.51	50.82	30.75	83.95	115.58	4,882.87
收到其他与投资活动有关的现金	21,000.00	5,000.00	5,513.96	64,528.80		12,710.50
投资活动现金流入小计	21,880.41	5,243.84	6,123.54	65,676.49	148.95	17,980.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,901.50	12,801.84	39,875.94	56,842.35	60,295.40	51,167.74
支付其他与投资活动有关的现金	16,000.00	5,513.96	64,528.80		12,710.50	5,000.00
投资活动现金流出小计	33,901.50	18,315.80	104,404.74	56,842.35	73,005.90	56,167.74
投资活动产生的现金流量净额	-12,021.09	-13,071.96	-98,281.20	8,834.14	-72,856.95	-38,187.56
筹资活动产生的现金流量：						
吸收投资收到的现金		8,093.28			10,479.26	2,810.17
取得借款收到的现金	50,152.77	43,347.74	72,229.74	152,679.76	29,951.46	38,389.30
收到其他与筹资活动有关的现金		7,982.79	1,042.64		11,075.38	
筹资活动现金流入小计	50,152.77	59,423.81	73,272.38	152,679.76	51,506.10	41,199.47
偿还债务支付的现金	67,484.79	97,189.10	8,391.74	247,079.54	79,629.08	30,105.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,283.80	8,365.39	9,735.87	16,512.29	4,592.51	9,998.98
支付其他与筹资活动有关的现金	10,915.11	115.25	121.15	12,919.31	46.01	8,005.61
筹资活动现金流出小计	86,683.70	105,669.74	18,248.76	276,511.15	84,267.60	48,110.31
筹资活动产生的现金流量净额	-36,530.93	-46,245.93	55,023.62	-123,831.38	-32,761.51	-6,910.85
汇率变动对现金的影响	127.23	1,347.53	-1,944.54	908.46	67.71	-317.95
现金及现金等价物净增加额	-5,506.75	34,916.20	13,341.62	-70,363.30	30,486.74	37,403.73
期初现金及现金等价物余额	64,725.17	59,218.42	94,134.62	107,476.25	37,112.95	67,599.69
期末现金及现金等价物余额	59,218.42	94,134.62	107,476.25	37,112.95	67,599.69	105,003.41

4. 销售百分比利润表

中顺洁柔[002511.SZ] - 利润表	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业总成本	96.84	91.54	91.51	91.37	89.08	86.01
营业成本	67.97	64.08	65.08	65.93	60.37	58.68
税金及附加	0.43	0.91	0.84	0.67	0.65	0.72
销售费用	17.47	18.93	19.10	17.84	20.64	19.74
管理费用	6.70	5.39	5.36	3.56	4.44	4.66
研发费用				1.89	2.66	2.43
财务费用	3.54	1.55	1.01	0.98	0.32	-0.23
其中：利息费用				0.91	0.20	0.04
减：利息收入				0.06	0.05	0.10
加：其他收益			0.35	0.12	0.24	0.37
投资净收益	0.22	0.05	0.12	0.19	0.01	0.05
资产减值损失	0.73	0.68	0.12	0.48	-0.29	-0.20
信用减值损失					-0.04	-0.08
资产处置收益			-0.03	-0.09	0.00	-0.02
营业利润	3.38	8.51	8.93	8.86	10.84	14.11
加：营业外收入	0.76	0.33	0.21	0.18	0.09	0.07
减：营业外支出	0.16	0.05	0.06	0.05	0.07	0.27
其中：非流动资产处置净损失	0.14	0.04				
利润总额	3.97	8.79	9.08	8.99	10.87	13.91
减：所得税	0.99	1.95	1.56	1.82	1.77	2.33
净利润	2.98	6.84	7.53	7.17	9.10	11.58
持续经营净利润			7.53	7.17	9.10	11.58
归属于母公司所有者的净利润	2.98	6.84	7.53	7.17	9.10	11.58
综合收益总额	2.98	6.84	7.53	7.17	9.10	11.58
归属于母公司普通股股东综合收益总额	2.98	6.84	7.53	7.17	9.10	11.58



## 5. 销售百分比资产负债表

中顺洁柔[002511.SZ] - 资产负债表	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>流动资产:</b>						
货币资金	23.32	25.18	23.41	7.31	10.61	14.38
应收票据及应收账款	14.81	14.22	13.11	13.05	12.18	13.45
应收票据	0.07	0.03	0.20	0.05	0.00	0.01
应收账款	14.74	14.18	12.91	13.00	12.17	13.44
预付款项	0.59	1.24	1.01	0.93	0.22	0.34
其他应收款(合计)	0.26	0.19	0.18	0.16	0.12	0.20
其他应收款	0.26	0.19	0.18	0.16	0.12	0.20
存货	24.63	11.06	11.79	15.10	14.87	21.23
划分为持有待售的资产					0.86	0.73
一年内到期的非流动资产		0.00				
其他流动资产	5.17	2.56	15.48	1.43	2.50	1.30
流动资产合计	68.78	54.45	64.98	37.98	41.36	51.64
<b>非流动资产:</b>						
投资性房地产	0.77	0.58	0.79	0.62	0.54	0.44
固定资产(合计)	76.69	57.15	50.04	45.00	44.03	35.69
固定资产	76.69	57.15	50.04	45.00	44.03	35.69
在建工程(合计)	1.00	0.22	4.26	2.00	0.84	3.53
在建工程	1.00	0.22	4.26	2.00	0.84	3.53
无形资产	4.75	3.62	2.73	2.20	2.54	2.16
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.01	0.00	0.00	0.21	0.34
递延所得税资产	1.38	1.33	1.54	0.96	1.21	1.42
其他非流动资产	0.20	1.11	0.51	1.84	0.10	0.36
非流动资产合计	84.79	64.01	59.89	52.64	49.47	43.95
资产总计	153.58	118.46	124.87	90.62	90.83	95.59
<b>流动负债:</b>						
短期借款	9.66	0.79	11.18	6.11	0.22	1.83
应付票据及应付账款	11.19	8.84	12.63	10.17	11.77	12.74
应付票据	0.19	0.68		1.20	3.05	3.00
应付账款	11.00	8.16	12.63	8.97	8.71	9.73
预收款项	0.63	1.46	1.33	1.05	2.15	
合同负债						1.76
应付职工薪酬	1.19	1.50	1.23	1.29	1.60	1.58
应交税费	0.68	1.47	1.20	0.81	1.53	1.44
其他应付款(合计)	9.75	11.23	9.99	7.95	9.58	9.65
应付利息	1.27	0.99	0.82	0.01	0.00	
应付股利		0.02	0.04	0.04	0.01	0.02
其他应付款	8.48	10.22	9.13	7.89	9.57	9.63
一年内到期的非流动负债	4.99		17.89	2.59	0.49	
其他流动负债						0.23
流动负债合计	38.08	25.29	55.46	29.96	27.35	29.21
<b>非流动负债:</b>						
长期借款	4.39		3.23	1.31	0.34	
应付债券	27.96	21.75				
递延所得税负债	0.01	0.01		0.25	0.45	0.46
递延收益-非流动负债	0.87	0.63	0.55	0.78	1.24	1.47
非流动负债合计	33.24	22.39	3.78	2.34	2.03	1.93
负债合计	71.32	47.67	59.24	32.31	29.38	31.14
<b>所有者权益(或股东权益):</b>						
实收资本(或股本)	16.45	13.26	16.33	22.66	19.73	16.76
资本公积金	43.07	35.75	24.42	10.73	11.47	11.59
减: 库存股		2.07	1.14	2.16	1.58	1.23
盈余公积金	0.92	0.71	0.97	0.83	0.80	0.79
未分配利润	21.83	23.13	25.04	26.25	31.03	36.54
归属于母公司所有者权益合计	82.26	70.78	65.63	58.31	61.45	64.45
所有者权益合计	82.26	70.78	65.63	58.31	61.45	64.45
负债和所有者权益总计	153.58	118.46	124.87	90.62	90.83	95.59

## 6. 同比增长率利润表

中顺洁柔[002511.SZ] - 利润表	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	17.34	28.74	21.76	22.43	16.84	17.91
营业收入	17.34	28.74	21.76	22.43	16.84	17.91
营业总成本	17.87	21.69	21.72	22.23	14.52	13.85
营业成本	14.00	21.38	23.65	24.03	6.98	14.62
税金及附加	40.90	170.09	13.12	-2.44	12.41	31.06
销售费用	30.81	39.48	22.86	14.33	35.20	12.78
管理费用	17.93	3.55	21.14	21.91	45.70	23.90
研发费用				30.01	64.02	7.89
财务费用	44.20	-43.42	-21.02	19.46	-61.54	-183.82
其中：利息费用				3.85	-73.97	-78.42
减：利息收入				-53.38	11.21	134.05
加：其他收益				-56.81	126.76	82.51
投资净收益	2,341.63	-69.98	199.39	84.08	-96.86	1,059.01
资产减值损失	-1.70	19.38	-77.91	380.14	-169.33	16.74
信用减值损失						-132.57
资产处置收益			-67.00	-282.03	103.88	-922.46
营业利润	9.90	224.51	28.17	21.35	43.06	53.43
加：营业外收入	94.15	-43.42	-23.09	5.67	-42.73	-7.21
减：营业外支出	-41.66	-57.19	154.43	-4.01	62.62	383.98
其中：非流动资产处置净损失	-35.52	-58.52				
利润总额	24.76	184.71	25.84	21.16	41.24	50.96
减：所得税	9.90	153.02	-2.89	43.21	13.24	55.76
净利润	30.66	195.27	34.04	16.59	48.36	50.02
持续经营净利润			34.04	16.59	48.36	50.02
归属于母公司所有者的净利润	30.66	195.27	34.04	16.59	48.36	50.02
综合收益总额	30.66	195.27	34.04	16.59	48.36	50.02
归属于母公司普通股股东综合收益总额	30.66	195.27	34.04	16.59	48.36	50.02

## 7. 同比增长率资产负债表

中顺洁柔[002511.SZ] - 资产负债表	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
流动资产：						
货币资金	4.31	39.04	13.18	-61.77	69.57	59.89
应收票据及应收账款	6.57	23.61	12.29	21.86	9.04	30.20
应收票据	-97.12	-39.60	649.29	-69.98	-89.33	139.95
应收账款	28.67	23.91	10.81	23.30	9.42	30.16
预付款项	-33.56	168.38	-0.55	12.70	-71.88	80.26
其他应收款(合计)	1.62	-8.36	15.95	8.52	-7.23	92.04
其他应收款	1.62	-8.36	15.95	8.52	-7.23	92.04
存货	15.51	-42.21	29.86	56.79	15.02	68.42
划分为持有待售的资产						0.00
其他流动资产	-35.88	-36.18	635.08	-88.66	103.37	-38.64
流动资产合计	2.98	1.91	45.33	-28.44	27.22	47.23
非流动资产：						
投资性房地产	-3.34	-3.46	66.06	-3.63	1.75	-4.06
固定资产(合计)	3.51	-4.07	6.63	10.10	14.31	-4.41
固定资产	3.51	-4.07	6.63	10.10	14.31	-4.41
在建工程(合计)	-82.33	-71.16	2,227.30	-42.49	-50.97	395.04
在建工程	-82.33	-71.16	2,227.30	-42.49	-50.97	395.04
无形资产	-2.45	-1.97	-8.19	-1.25	34.95	0.37
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	-77.71	482.91	-25.00	-33.33	9,662.00	94.62
递延所得税资产	12.13	24.18	41.48	-23.53	46.92	38.64
其他非流动资产	-42.10	623.14	-43.80	341.03	-93.96	344.46
非流动资产合计	-2.51	-2.81	13.91	7.61	9.81	4.76
资产总计	-0.13	-0.70	28.35	-11.15	17.11	24.10
流动负债：						

短期借款	33.32	-89.50	1,627.93	-33.03	-95.76	870.98
应付票据及应付账款	2.00	1.64	74.11	-1.47	35.25	27.60
应付票据		363.11			196.98	15.91
应付账款	0.29	-4.54	88.54	-13.12	13.57	31.70
预收款项	-17.75	199.18	10.91	-3.60	139.97	
应付职工薪酬	28.45	62.39	0.32	28.36	44.76	16.08
应交税费	-30.23	180.41	-0.91	-17.84	122.41	10.76
其他应付款(合计)	45.97	48.26	8.35	-2.66	40.90	18.72
应付利息	0.00	0.00	1.53	-97.81	-79.31	-100.00
应付股利			106.56	12.12	-78.86	217.65
其他应付款	56.77	55.12	8.78	5.85	41.69	18.61
一年内到期的非流动负债	16.28			-82.28	-77.97	
流动负债合计	19.59	-14.52	167.07	-33.85	6.63	25.95
非流动负债:						
长期借款	-67.82			-50.27	-69.84	
应付债券	0.14	0.15				
递延所得税负债	24.44	14.27			114.33	19.61
递延收益-非流动负债	-6.37	-7.30	6.53	74.64	84.88	39.74
非流动负债合计	-21.82	-13.28	-79.42	-24.13	1.30	11.95
负债合计	-4.08	-13.94	51.31	-33.23	6.25	24.99
所有者权益(或股东权益):						
实收资本(或股本)	20.00	3.81	49.92	69.87	1.73	0.20
资本公积金	-5.98	6.87	-16.83	-46.20	24.83	19.23
减: 库存股			-32.87	132.20	-14.75	-7.93
盈余公积金	0.00	0.00	66.62	4.83	12.47	15.53
未分配利润	14.98	36.43	31.84	28.34	38.12	38.84
归属于母公司所有者权益合计	3.58	10.78	12.89	8.78	23.13	23.67
所有者权益合计	3.58	10.78	12.89	8.78	23.13	23.67
负债和所有者权益总计	-0.13	-0.70	28.35	-11.15	17.11	24.10

## 8. 同比增长率现金流量表

中顺洁柔[002511.SZ] - 现金流量表	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
经营活动产生的现金流量:						
销售商品、提供劳务收到的现金	19.16	26.66	20.91	22.18	15.85	10.00
收到的税费返还	62.67	-75.07	-84.37	2,645.17	1,282.88	-72.52
收到其他与经营活动有关的现金	-39.47	-24.02	454.36	-38.74	186.73	-38.76
经营活动现金流入小计	17.99	26.07	23.61	20.51	18.74	7.98
购买商品、接受劳务支付的现金	13.28	2.08	47.26	32.71	-2.05	18.65
支付给职工以及为职工支付的现金	18.47	30.47	29.21	18.11	11.69	22.34
支付的各项税费	40.50	76.41	7.81	-6.38	-1.17	66.85
支付其他与经营活动有关的现金	-6.64	37.85	47.56	15.33	47.09	-1.63
经营活动现金流出小计	13.17	12.27	41.45	26.52	3.84	18.91
经营活动产生的现金流量净额	63.64	116.43	-36.97	-25.31	211.12	-39.12
投资活动产生的现金流量:						
取得投资收益收到的现金	2,341.63	-69.98	199.88	83.77	-96.86	1,059.01
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净	76.76	-78.60	-39.49	172.99	37.68	4,124.77
收到其他与投资活动有关的现金	366.67	-76.19	10.28	1,070.28		
投资活动现金流入小计	369.47	-76.03	16.78	972.52	-99.77	11,971.15
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-51.21	-28.49	211.49	42.55	6.07	-15.14
支付其他与投资活动有关的现金	10.34	-65.54	1,070.28			-60.66
投资活动现金流出小计	-33.77	-45.97	470.03	-45.56	28.44	-23.06
投资活动产生的现金流量净额	74.16	-8.74	-651.85	108.99	-924.72	47.59
筹资活动产生的现金流量:						
吸收投资收到的现金						-73.18
取得借款收到的现金	-4.71	-13.57	66.63	111.38	-80.38	28.17
收到其他与筹资活动有关的现金			-86.94			
筹资活动现金流入小计	-7.31	18.49	23.30	108.37	-66.27	-20.01
偿还债务支付的现金	25.82	44.02	-91.37	2,844.32	-67.77	-62.19
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-4.01	0.98	16.38	69.60	-72.19	117.72
支付其他与筹资活动有关的现金	251.43	-98.94	5.12	10,563.83	-99.64	17,301.43
筹资活动现金流出小计	32.60	21.90	-82.73	1,415.23	-69.52	-42.91
筹资活动产生的现金流量净额	-224.41	-26.59	218.98	-325.05	73.54	78.91
汇率变动对现金的影响	170.80	959.16	-244.30	146.72	-92.55	-569.61
现金及现金等价物净增加额	82.65	734.06	-61.79	-627.40	143.33	22.69
期初现金及现金等价物余额	-32.90	-8.51	58.96	14.17	-65.47	82.15
期末现金及现金等价物余额	-8.51	58.96	14.17	-65.47	82.15	55.33

## 9. 成长能力分析

中顺洁柔[002511.SZ] - 成长能力		2015	2016	2017	2018	2019	2020
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	
同比增长率							
每股收益-基本 (%)		28.57	200.00	34.29	14.29	46.88	48.94
每股收益-稀释 (%)		28.57	188.89	34.29	14.29	43.75	50.00
每股经营活动产生的现金流量净额 (%)		36.37	108.48	-57.96	-56.04	205.86	-39.24
营业总收入同比增长率 (%)		17.34	28.74	21.76	22.43	16.84	17.91
营业收入增长率 (%)		17.34	28.74	21.76	22.43	16.84	17.91
营业利润 (%)		9.90	224.51	28.17	21.35	43.06	53.43
利润总额 (%)		24.76	184.71	25.84	21.16	41.24	50.96
归属母公司股东的净利润 (%)		30.66	195.27	34.04	16.59	48.36	50.02
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益 (%)		7.43	257.41	30.20	20.27	49.98	51.44
经营活动产生的现金流量净额 (%)		63.64	116.43	-36.97	-25.31	211.12	-39.12
净资产收益率 (%)		26.14	166.53	18.74	7.18	20.50	21.31
相对年初增长率							
每股净资产增长率 (%)		-13.68	6.72	-24.70	-35.96	21.04	23.43
总资产增长率 (%)		-0.13	-0.70	28.35	-11.15	17.11	24.10
股东权益增长率 (%)		3.58	10.78	12.89	8.78	23.13	23.67
营业收入增长率 (%)							

## 10. 资本结构偿债能力分析

中顺洁柔[002511.SZ] - 资本结构与偿债能力		2015-12-31	2016	2017	2018	2019	2020
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	
资本结构							
资产负债率 (%)		46.44	40.25	47.44	35.65	32.35	32.58
剔除预收账款后的资产负债率 (公告口径) (%)		46.03	39.02	46.38	34.50	29.98	30.74
剔除预收账款后的资产负债率 (%)		46.22	39.50	46.88	34.90	30.71	31.32
长期资本负债率 (%)		28.78	24.03	5.45	3.87	3.20	2.91
长期资产适合率 (%)		149.44	161.93	137.60	132.49	140.33	180.55
权益乘数		1.87	1.67	1.90	1.55	1.48	1.48
流动资产/总资产 (%)		44.79	45.96	52.04	41.91	45.53	54.02
非流动资产/总资产 (%)		55.21	54.04	47.96	58.09	54.47	45.98
有形资产/总资产 (%)		49.57	55.57	49.13	60.85	63.29	63.31
非流动负债权益比率 (%)		40.41	31.63	5.77	4.02	3.31	2.99
流动负债权益比率 (%)		46.30	35.72	84.51	51.39	44.50	45.32
归属母公司股东的权益/全部投入资本 (%)		63.64	75.85	67.01	85.34	98.32	97.24
带息债务/全部投入资本 (%)		36.36	24.15	32.99	14.66	1.68	2.76
流动负债/负债合计 (%)		53.40	53.04	93.61	92.74	93.08	93.80
非流动负债/负债合计 (%)		46.60	46.96	6.39	7.26	6.92	6.20
资本固定化比率 (%)		103.08	90.43	91.25	90.27	80.51	68.20
偿债能力							
流动比率		1.81	2.15	1.17	1.27	1.51	1.77
速动比率		1.16	1.72	0.96	0.76	0.97	1.04
保守速动比率		1.01	1.57	0.66	0.68	0.84	0.96
现金比率		0.61	1.00	0.43	0.25	0.39	0.49
现金到期债务比 (%)		97.78	1,665.60	43.42	77.73	544.64	219.20
现金流量利息保障倍数		5.36	15.29	11.77	8.46	101.13	285.23
产权比率		0.87	0.67	0.90	0.55	0.48	0.48
归属母公司股东的权益/负债合计		1.15	1.48	1.11	1.80	2.09	2.07
归属母公司股东的权益/带息债务		1.75	3.14	2.03	5.82	58.56	35.27
有形资产/负债合计		1.07	1.38	1.04	1.71	1.96	1.94
有形资产/带息债务		1.62	2.92	1.90	5.50	54.78	33.12



有形资产/净债务	3.21		6.90	20.35		
息税折旧摊销前利润/负债合计	0.17	0.31	0.23	0.42	0.51	0.57
经营活动产生的现金流量净额/负债合计	0.20	0.51	0.21	0.24	0.70	0.34
经营活动产生的现金流量净额/带息债务	0.31	1.08	0.39	0.77	19.54	5.79
经营活动产生的现金流量净额/流动负债	0.38	0.96	0.23	0.26	0.75	0.36
经营活动产生的现金流量净额/净债务	0.61		1.42	2.84		
经营活动产生的现金流量净额/非流动负债(%)	0.44	1.09	3.34	3.28	10.09	5.48
非筹资性现金净流量与流动负债的比率(%)	27.42	82.86	-15.45	30.89	34.82	19.53
非筹资性现金净流量与负债总额的比率(%)	14.64	43.95	-14.46	28.65	32.41	18.32
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	2.59	7.01	10.80	11.52	73.48	
长期债务与营运资金比率	1.08	0.77	0.40	0.29	0.15	0.09
长期负债占比(%)	45.37	45.63	5.46	4.07	1.15	0.00
有形净值债务率(%)	93.69	72.42	96.57	58.59	51.11	51.46
净债务/股权价值(%)	16.01	6.97	-0.82	3.76	0.93	-2.32
带息债务/股权价值(%)	27.64	13.83	6.96	13.67	3.43	0.25
EBITDA/带息债务	0.25	0.65	0.42	1.37	14.27	9.76
全部债务/EBITDA	4.00	1.59	2.36	0.82	0.27	0.27
EBITDA/利息费用	4.73	9.98	14.78	16.02	99.87	

## 11. 营运能力分析

中顺洁柔[002511.SZ] - 营运能力	2015-12-31	2016	2017	2018	2019	2020
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	
营运能力						
营业周期(天)	168.83	130.93	101.93	109.90	124.81	146.58
存货周转天数(天)	121.69	84.79	57.73	67.52	82.87	103.81
应收账款周转天数(天)	47.14	46.14	44.20	42.38	41.94	42.78
存货周转率(Wind计算)	2.96	4.25	6.24	5.33	4.34	3.47
存货周转率(公布值)						
应收账款周转率(Wind计算)	7.64	7.80	8.14	8.49	8.58	8.42
应收账款周转率(公布值)						
流动资产周转率(次)	1.48	1.85	1.82	2.20	2.71	2.31
固定资产周转率(次)	1.33	1.71	2.06	2.33	2.42	2.74
总资产周转率(次)	0.65	0.84	0.90	1.04	1.19	1.16
应付账款周转率(次)	6.19	7.67	6.73	6.84	7.37	6.85
应付账款周转天数(天)	58.19	46.92	53.48	52.65	48.86	52.53
净营业周期(天)	110.64	84.01	48.46	57.25	75.94	94.06
营运资本周转率(次)	3.05	3.77	5.97	12.66	9.58	5.83
非流动资产周转率(次)	1.16	1.54	1.78	1.97	2.12	2.33

## 12. 盈利能力和盈利质量分析

中顺洁柔[002511.SZ] - 盈利能力与收益质量	2015-12-31	2016	2017	2018	2019	2020
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	
盈利能力						
净资产收益率(摊薄)(%)	3.62	9.66	11.47	12.29	14.81	17.97
净资产收益率(加权)(%)	3.69	10.21	12.28	12.67	16.42	19.86
净资产收益率(平均)(%)	3.69	10.15	12.16	12.81	16.35	19.87
净资产收益率(扣除/摊薄)(%)	2.88	9.30	10.72	11.85	14.44	17.68
净资产收益率(扣除/加权)(%)	2.93	9.82	11.49	12.22	16.01	19.55
净资产收益率(扣除/平均)(%)	2.93	9.77	11.37	12.35	15.94	19.55
净资产收益率-增发条件(%)	2.93	9.82	11.49	12.22	16.01	19.55
净资产收益率(年化)(%)	3.69	10.15	12.16	12.81	16.35	19.87
总资产报酬率(%)	4.21	8.62	9.01	10.22	13.09	16.04
总资产报酬率(年化)(%)	4.21	8.62	9.01	10.22	13.09	16.04
总资产净利率(%)	1.94	5.75	6.78	7.44	10.81	13.42
总资产净利率(年化)(%)	1.94	5.75	6.78	7.44	10.81	13.42
投入资本回报率(%)	3.71	8.23	9.50	10.58	15.25	19.32
人力投入回报率(ROP)(%)	88.09	115.58	113.52	112.58	128.78	156.90



投入资本回报率(%)	3.71	8.23	9.50	10.58	15.25	19.32
人力投入回报率(ROP)(%)	88.09	115.58	113.52	112.58	128.78	156.90
销售净利率(%)	2.98	6.84	7.53	7.17	9.10	11.58
销售毛利率(%)	32.03	35.92	34.92	34.07	39.63	41.32
销售成本率(%)	67.97	64.08	65.08	65.93	60.37	58.68
销售期间费用率(%)	27.70	25.87	25.47	24.28	28.06	26.61
净利润/营业总收入(%)	2.98	6.84	7.53	7.17	9.10	11.58
营业利润/营业总收入(%)	3.38	8.51	8.93	8.86	10.84	14.11
息税前利润/营业总收入(%)	6.47	10.25	10.01	9.84	11.02	13.84
EBITDA/营业总收入(%)	11.80	14.59	13.70	13.69	14.97	17.83
营业总成本/营业总收入(%)	96.84	91.54	91.51	91.37	89.41	86.29
销售费用/营业总收入(%)	17.47	18.93	19.10	17.84	20.64	19.74
管理费用/营业总收入(%)	6.70	5.39	5.36	5.45	7.10	7.10
财务费用/营业总收入(%)	3.54	1.55	1.01	0.98	0.32	-0.23
研发费用/营业总收入(%)				1.89	2.66	2.43
资产减值损失/营业总收入(%)	0.73	0.68	0.12	0.48	-0.29	-0.20
成本费用利润率(%)	3.12	7.60	8.31	8.12	10.61	13.97
资产减值损失/营业利润(%)	21.73	7.99	1.38	5.46	-2.65	-1.44
主营业务比率(%)	84.94	96.81	98.36	98.52	99.79	101.42
收益质量						
经营活动净收益/利润总额(%)	79.47	96.23	93.43	96.05	97.49	98.53
价值变动净收益/利润总额(%)	5.47	0.58	1.37	2.08	0.05	0.36
营业外收支净额/利润总额(%)	15.06	3.19	1.64	1.48	0.21	-1.42
所得税/利润总额(%)	25.00	22.22	17.15	20.27	16.25	16.77
扣除非经常损益后的净利润/净利润(%)	79.53	96.26	93.50	96.45	97.50	98.42
营业利润/利润总额	0.85	0.97	0.98	0.99	1.00	1.01

13. β 的计算

回归统计	
Multiple R	0.523553
R Square	0.274108
Adjusted R Square	0.268254
标准误差	0.114738
观测值	126

方差分析					
	df	SS	MS	F	ignificance F
回归分析	1	0.616436	0.616436	46.82432	3.17E-10
残差	124	1.632445	0.013165		
总计	125	2.248881			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	-0.00118	0.010254	-0.11529	0.9084	-0.02148	0.019113	-0.02148	0.019113
X Variable 1	0.925323	0.135225	6.84283	3.17E-10	0.657674	1.192971	0.657674	1.192971