

# 中顺洁柔 (002511.SZ)

## 新品类落地渠道持续完善, 兼具防御和成长性

**日用品社零增长稳定, 必选消费品防御属性凸显。**19年5月社会消费品零售总额为32956亿元, 同比增长8.6% (扣除价格因素实际增速为6.4%), 增速较上月提升1.4pcpts; 1-5月社零总额同比增长8.1%。其中日用品类5月社零同比增长11.4%, 增速较上月下降1.2pcpts; 1-5月累计同比增长14.5%, 18年初至今保持双位数增长。5月社零增速有所回暖, 日用品类增长维持双位数, 生活用纸作为必选消费品具备防御属性。同时下游需求仍较好, 面对C端分散的消费者, 生活用纸企业对下游企业议价能力较强, 预计增值税降税利好将大部分留在公司层面。

**木浆价格超预期下跌, 增厚公司利润。**国内木浆港口库存维持高位, 国际大厂停产计划并未明确, 叠加上游低库存运行策略, 木浆价格自19年3月开始持续下跌, 截止目前外盘针叶/阔叶浆价格分别较3月底下降13%/7%。悲观预期下纸浆期货1906/1909今日报价均下跌至4562元/吨, 分别较3月底价格下降14.3%/13.5%, 预计后市木浆价格仍将下行。人民币贬值部分对冲浆价下跌带来的利好, 但当前人民币汇率较3月底贬值3%, 小于浆价下跌幅度, 预计19Q2生活用纸企业原材料环比降幅在5%~8%。同时, 叠加增值税降税, 若售价维持稳定, 预计Q2毛利率环比有望提升3%~5%。

**新品类拓展, 产品结构继续优化。**公司主营生活用纸, 18年推出个人护理新品棉花柔巾, 6月卫生巾产品线上开始销售。卫生巾市场规模达到400亿元, 公司具备渠道和品牌优势, 新业务有望带来新增增长点。Face+Lotion+自然木为公司主推的三款高毛利产品, 19Q1收入占比提升至65%以上 (vs 18年占比63.4%), 其中Lotion收入增速达100%以上, 为公司19年发展重点, 并且公司仍在开发其他高毛利产品, 未来通过产品结构调整, 单吨售价仍有提升空间。

**渠道网络布局持续完善, 具备较高成长属性。**公司通过GT+EC+KA+AFH四大渠道加速网点布局, 公司15年至今依托经销商拓展实现快速增长, 其中商销渠道收入去年仅占比5%左右 (2.7亿元 vs 维达商销收入12.8亿元, 占比14%), 面对国内接近300亿的市场空间, 目前集中度尚低, 公司仍有较大拓展空间。经销商渠道, 截至18年末已覆盖的县市区达到1791个 (超目标达成), 经销商数量新增256个, 2019年目标新增县市区500个。公司电商渠道增长强劲, 依托线上渠道有望加速提升市占率。产能方面, 19年预计湖北将新增10万吨产能, 唐山将新增5万吨产能, 未来总产能将达到81万吨, 有望维持销量18%的增长。

**成本端压力持续缓解, 产品结构高端化, 全渠道布局进一步完善, 内生增长动能充足, 维持“买入”评级。**预计19-21年净利分别为5.5/6.6/7.8亿元, 同比35.0%/20.2%/17.5%, 对应PE 26.2X/21.8X/18.5X。

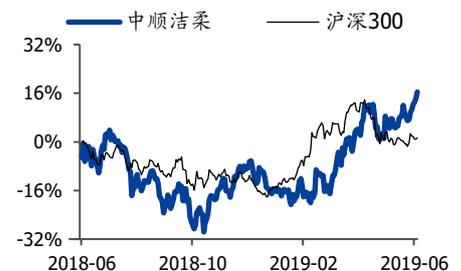
**风险提示:** 原材料价格波动风险、新产品销售不及预期风险、渠道拓展不及预期风险

买入 (维持)

### 股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	11.22
总市值(百万元)	14,657.45
总股本(百万股)	1,306.37
其中自由流通股(%)	97.43
30日日均成交量(百万股)	7.40

### 股价走势



### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号: S0680512050001

邮箱: dingtingting@gszq.com

### 相关研究

- 1、《中顺洁柔 (002511.SZ): 卫生巾新品落地, 个护领域探索成长空间》2019-06-06
- 2、《中顺洁柔 (002511.SZ): 产品结构高端化趋势助力业绩表现, 成本逐季向下拐点确立》2019-04-19
- 3、《中顺洁柔 (002511.SZ): 业绩拐点显现, 2019有望逐季向上》2019-04-15

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,638	5,679	6,664	7,942	9,372
增长率 yoy (%)	21.8	22.4	17.4	19.2	18.0
归母净利润 (百万元)	349	407	549	660	776
增长率 yoy (%)	34.0	16.6	35.0	20.2	17.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.43	0.31	0.42	0.51	0.59
净资产收益率 (%)	11.5	12.3	14.3	14.7	14.8
P/E (倍)	25.6	35.3	26.2	21.8	18.5
P/B (倍)	4.7	4.3	3.7	3.2	2.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3014	2157	2766	3012	3725
现金	1086	415	1013	635	1261
应收账款	599	738	831	1039	1167
其他应收款	8	0	10	2	12
预付账款	47	53	64	75	89
存货	547	858	747	1164	1091
其他流动资产	728	93	102	96	105
<b>非流动资产</b>	2778	2989	3271	3656	4076
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	2321	2556	2853	3249	3674
无形资产	127	125	115	106	97
其他非流动资产	330	308	303	301	305
<b>资产总计</b>	5792	5146	6037	6668	7801
<b>流动负债</b>	2572	1702	2100	2117	2518
短期借款	518	347	200	521	200
应付账款	586	509	742	748	1010
其他流动负债	1468	845	1158	847	1308
<b>非流动负债</b>	176	133	86	70	55
长期借款	150	75	62	46	31
其他非流动负债	26	59	24	24	24
<b>负债合计</b>	2748	1835	2186	2187	2573
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	757	1287	1306	1306	1306
资本公积	1133	609	609	609	609
留存收益	1207	1538	2010	2584	3263
归属母公司股东收益	3044	3311	3851	4481	5227
<b>负债和股东权益</b>	5792	5146	6037	6668	7801

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	585	437	1400	-41	1682
净利润	349	407	549	660	776
折旧摊销	171	219	177	210	249
财务费用	47	56	18	26	25
投资损失	-6	-11	-10	-10	-3
营运资金变动	-9	-281	666	-928	635
其他经营现金流	33	48	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-983	88	-448	-586	-666
资本支出	399	568	316	386	419
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-584	657	-132	-200	-246
<b>筹资活动净现金流</b>	550	-1238	-354	-72	-70
短期借款	488	-171	-147	0	0
长期借款	-679	-75	-13	-15	-15
普通股增加	252	529	20	0	0
资本公积增加	-229	-523	0	0	0
其他筹资现金流	717	-998	-214	-56	-55
<b>现金净增加额</b>	133	-704	598	-699	946

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4638	5679	6664	7942	9372
营业成本	3019	3744	4277	5094	6011
营业税金及附加	39	38	45	53	63
营业费用	886	1013	1219	1465	1734
管理费用	249	202	429	492	572
财务费用	47	56	18	26	25
资产减值损失	6	27	24	24	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	11	10	10	3
<b>营业利润</b>	414	503	661	797	946
营业外收入	10	10	10	10	5
营业外支出	3	3	3	3	5
<b>利润总额</b>	421	510	668	804	946
所得税	72	103	119	143	170
<b>净利润</b>	349	407	549	660	776
少数股东收益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	349	407	549	660	776
EBITDA	615	746	853	1025	1205
EPS (元/股)	0.43	0.31	0.42	0.51	0.59

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	21.8	22.4	17.4	19.2	18.0
营业利润 (%)	27.9	21.4	31.4	20.5	18.8
归属母公司净利润 (%)	34.0	16.6	35.0	20.2	17.5
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	34.9	34.1	35.8	35.9	35.9
净利率 (%)	7.5	7.2	8.2	8.3	8.3
ROE (%)	11.47	12.29	14.27	14.74	14.85
ROIC (%)	8.1	10.7	13.4	13.2	14.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.4	35.7	36.2	32.8	33.0
净负债比率 (%)	13.6	4.6	-19.1	-1.2	-19.4
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.0	0.8	1.0	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	8.1	8.5	8.5	8.5	8.5
应付账款周转率	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.31	0.42	0.51	0.59
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.01	0.67	1.07	-0.03	1.29
每股净资产 (最新摊薄)	2.33	2.53	2.95	3.43	4.00
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	25.6	35.3	26.2	21.8	18.5
P/B	4.72	4.34	3.73	3.21	2.75
EV/EBITDA	24.07	19.5	16.0	14.0	11.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com