

浆价下行, 或迎来毛利率拐点

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年年报, 全年实现营业收入56.8亿元, 同比增长22.4%。实现归属于上市公司股东的净利润4.1亿元, 同比增长16.6%; 扣非后的归母净利润3.9亿元, 同比增长20.3%。其中单Q4公司实现营收16亿元, 同比增长24.2%; 实现归母净利润9400万元, 同比下降8.1%; 实现扣非后归母净利润1.1亿元, 同比增长10.5%。
- **多渠道发力, 收入保持快速增长。** 公司采取GT、KA、AFH、EC四大渠道齐头并进的发展模式, 并在2018年底新增加母婴和新零售渠道。全年公司电商渠道的营业收入增速达到了65%以上, 占比仅次于经销渠道, 表明电商运营模式改变后展现出巨大潜力。同时线下实施直销到县、分销到镇的渠道下沉策略, 产品覆盖的县市区达到1791个, 经销商数量新增256个, 区域拓展成效显著。此外还与沃尔玛等大型连锁卖场进行合作, 增加产品的曝光度, 并且收效显著, 其中最大的经销渠道增速也在11%以上。多渠道发力带动销量达到46.7万吨, 同比增长16.8%。
- **产品结构继续优化对冲浆价上涨压力。** 受第四季度原材料和汇率双双达到高点影响, 公司毛利率有所承压, 全年毛利率下滑0.9pp至34.1%, 其中Q4毛利率为31%, 同比下滑1.8pp。2018年原材料木浆均价上涨约30%, 公司通过优化产品结构, 提升高毛利产品占比, 对冲浆价上行压力。高毛利率产品的营收占总营收比重明显提升, 收入中卷纸占比36.5%, 非卷纸占比61.2%; 其中FACE、LOTION、自然木等高毛利产品收入占总营收比重由2017年41.2%增加到了63.4%。费用方面, 2018年销售费用同比增加14.3%, 销售费用率下降1.3pp, 达到17.8%, 费用控制初现成效。公司对产品研发非常重视, 不断推出高端新品, 2018年公司研发费用增长30%, 达到1.1亿元。
- **产能全国性布局, 营运能力提升。** 公司采取产能+渠道双轨驱动战略, 现拥有江门、云浮、四川、浙江、湖北和唐山六个生产基地, 形成全国性产能布局, 降低了产品运送费用和存货周转天数。18年末公司存货周转天数为67.5天, 同比小幅提升, 主要是公司在上半年储备了较多的原材料库存以备原材料价格上涨, 目前库存中50%是原材料, 40%是产品, 库存周转较为良好。全国工厂库存平均25天, 最低达到15天, 有效提高了公司的营运能力。同时公司积极提高产能, 2018年产能达到66万吨, 2019年将提高至81万吨, 鉴于国内生活用纸增长迅速且目前市场前四大家的市占率不足40%, 公司产能扩充符合市场趋势, 助力进一步抢占市场份额。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.39元、0.47元、0.58元, 对应PE 26倍、21倍、17倍, 考虑到公司处于渠道快速拓展期, 有较大的弯道超车机会, 增速远超同行平均, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险; 终端销售低于预期的风险; 汇率波动的风险。

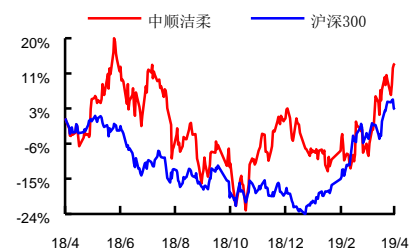
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5678.52	6849.58	8198.40	9735.42
增长率	22.43%	20.62%	19.69%	18.75%
归属母公司净利润(百万元)	406.99	510.89	618.42	751.94
增长率	16.60%	25.53%	21.05%	21.59%
每股收益EPS(元)	0.31	0.39	0.47	0.58
净资产收益率ROE	12.29%	13.49%	14.18%	14.86%
PE	32	26	21	17
PB	3.97	3.47	3.01	2.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.06
流通A股(亿股)	12.58
52周内股价区间(元)	6.8-15.98
总市值(亿元)	131.42
总资产(亿元)	51.46
每股净资产(元)	2.57

相关研究

1. 中顺洁柔(002511): 股权激励再推出, 彰显长期发展信心 (2018-12-20)
2. 中顺洁柔(002511): 毛利率暂时承压, 产品、渠道建设推进不改成长逻辑 (2018-10-29)
3. 中顺洁柔(002511): 无惧浆价上涨, 盈利能力提升 (2018-08-07)
4. 中顺洁柔(002511): 提价落实, 利润率显著提升 (2018-04-25)
5. 中顺洁柔(002511): 产品结构继续优化, 提价对冲成本上行 (2018-04-17)

关键假设：

假设 1：随着公司渠道下沉、网点不断开拓，预计未来三年每年新增县及镇网点 300-500 个；

假设 2：木浆价格回落带动毛利率弹性显现，预计 2019-2021 年毛利率分别为 34.9%、35.3%和 35.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入	3809.35	4638.35	5678.52	6849.58	8198.40	9735.42
增速	29%	22%	22%	21%	20%	19%
成本	2441.19	3018.61	3744.11	4457.72	5303.34	6272.95
毛利率	35.92%	34.92%	34.07%	34.92%	35.31%	35.57%
成品						
收入	3687.59	4507.88	5544.58	6708.94	8050.73	9580.37
yoy	27.9%	22.2%	23.0%	21%	20.0%	19.0%
成本	2323.59	2901.05	3618.6	4327.267	5168.57	6131.44
毛利率	36.99%	35.64%	34.74%	35.50%	35.8%	36.0%
半成品						
收入	77.87	33.21	33.90	35.60	37.37	39.24
yoy	57.36%	-57.35%	2.09%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	75.75	30.96	32.00	33.82	35.51	37.28
毛利率	2.72%	6.78%	5.60%	5.00%	5.0%	5%
其他业务						
收入	43.89	97.26	100.04	105.04	110.29	115.81
yoy	68.18%	121.61%	2.85%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	41.85	86.60	93.51	96.64	99.26	104.23
毛利率	4.65%	10.96%	6.53%	8.00%	10.0%	10%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5678.52	6849.58	8198.40	9735.42	净利润	406.99	510.89	618.42	751.94
营业成本	3744.11	4457.72	5303.34	6272.94	折旧与摊销	218.54	172.36	185.67	199.45
营业税金及附加	38.09	49.85	58.11	69.62	财务费用	55.84	-6.90	-10.68	-16.52
销售费用	1013.01	1267.17	1574.09	1898.41	资产减值损失	27.48	30.00	30.00	30.00
管理费用	202.13	431.52	491.90	564.65	经营营运资本变动	62.03	118.02	-123.04	-197.27
财务费用	55.84	-6.90	-10.68	-16.52	其他	-333.63	-87.87	-31.53	-35.42
资产减值损失	27.48	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	437.25	736.50	668.84	732.17
投资收益	10.64	5.00	10.00	10.00	资本支出	-141.52	-205.00	-216.00	-228.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	229.86	-5.65	-10.83	-20.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	88.34	-210.65	-226.83	-248.64
营业利润	502.90	625.21	761.64	926.32	短期借款	-171.20	-80.06	-267.11	0.00
其他非经营损益	7.56	7.31	7.32	7.31	长期借款	-75.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	510.46	632.52	768.95	933.63	股权融资	5.93	10.00	0.00	0.00
所得税	103.47	121.63	150.53	181.69	支付股利	0.00	-45.66	-45.16	-50.46
净利润	406.99	510.89	618.42	751.94	其他	-997.64	-140.20	10.68	16.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1238.31	-255.92	-301.59	-33.94
归属母公司股东净利润	406.99	510.89	618.42	751.94	现金流量净额	-703.63	269.93	140.42	449.59
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	415.03	684.96	825.38	1274.97	成长能力				
应收和预付款项	802.87	968.40	1158.43	1375.19	销售收入增长率	22.43%	20.62%	19.69%	18.75%
存货	857.56	965.15	1151.17	1432.33	营业利润增长率	21.35%	24.32%	21.82%	21.62%
其他流动资产	81.41	98.60	117.94	139.98	净利润增长率	16.60%	25.53%	21.05%	21.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	22.91%	1.72%	18.46%	18.43%
投资性房地产	35.42	30.67	31.50	32.14	获利能力				
固定资产和在建工程	2669.27	2700.86	2729.15	2753.66	毛利率	34.07%	34.92%	35.31%	35.57%
无形资产和开发支出	125.10	126.14	128.18	132.22	三费率	22.38%	24.70%	25.07%	25.13%
其他非流动资产	159.26	174.26	194.26	224.26	净利率	7.17%	7.46%	7.54%	7.72%
资产总计	5145.91	5749.04	6336.00	7364.74	ROE	12.29%	13.49%	14.18%	14.86%
短期借款	347.18	267.11	0.00	0.00	ROA	7.91%	8.89%	9.76%	10.21%
应付和预收款项	755.96	975.89	1164.95	1360.54	ROIC	11.68%	12.87%	14.86%	16.69%
长期借款	74.60	74.60	74.60	74.60	EBITDA/销售收入	13.69%	11.54%	11.42%	11.39%
其他负债	656.94	644.96	736.72	868.39	营运能力				
负债合计	1834.67	1962.56	1976.27	2303.53	总资产周转率	1.04	1.26	1.36	1.42
股本	1286.69	1306.37	1306.37	1306.37	固定资产周转率	2.33	2.66	3.14	3.69
资本公积	609.40	599.72	599.72	599.72	应收账款周转率	8.49	8.42	8.40	8.37
留存收益	1538.06	2003.29	2576.55	3278.03	存货周转率	4.92	4.47	4.72	4.60
归属母公司股东权益	3311.24	3786.47	4359.73	5061.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.60%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3311.24	3786.47	4359.73	5061.21	资产负债率	35.65%	34.14%	31.19%	31.28%
负债和股东权益合计	5145.91	5749.04	6336.00	7364.74	带息债务/总负债	22.99%	17.41%	3.77%	3.24%
					流动比率	1.27	1.49	1.76	1.95
					速动比率	0.76	0.96	1.14	1.29
					股利支付率	0.00%	8.94%	7.30%	6.71%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.39	0.47	0.58
					每股净资产	2.53	2.90	3.34	3.87
					每股经营现金	0.33	0.56	0.51	0.56
					每股股利	0.00	0.03	0.03	0.04
业绩和估值指标									
EBITDA	777.29	790.68	936.63	1109.25					
PE	32.29	25.72	21.25	17.48					
PB	3.97	3.47	3.01	2.60					
PS	2.31	1.92	1.60	1.35					
EV/EBITDA	16.51	15.85	12.92	10.48					
股息率	0.00%	0.35%	0.34%	0.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn