

收入利润表现靓丽，毛利率环比大幅修复 买入（维持）

2019年04月19日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,679	6,974	8,413	10,163
同比（%）	22.4%	22.8%	20.6%	20.8%
归母净利润（百万元）	407	571	704	871
同比（%）	16.6%	40.3%	23.4%	23.7%
每股收益（元/股）	0.32	0.44	0.54	0.67
P/E（倍）	32.75	23.70	19.21	15.53

投资要点

- **公司发布19年一季度报：**期内实现营收15.41亿元（+25.78%），归母净利润1.23亿元（+25.18%），扣非净利润1.22亿元（+33.13%），业绩增长略超预期。此外，公司拟以集中竞价方式回购不超过2921.8万股、不低于1360.9万股的社会公众股，占公司总股本的1.12%-2.24%，总金额为2-4亿元，回购价格不超过13.69元/股。
- **产品结构升级，渠道持续强化：**报告期内，公司高端系列Face、Lotion及自然木快速发展，占比超过65%持续提升，产品结构持续升级；加大研发投入，提升类新棉出白等高毛利新品的面市进程。渠道建设方面，公司增速最快的依然是电商渠道，同比增速预期达到50%+；传统渠道公司期内增加65个经销商覆盖并持续进行区县下沉，期内华北等大区有较好表现；工厂库存和渠道库存分别维持在35和30天，维持业内领先。
- **毛利率大幅修复，验证原材料拐点逻辑：**公司一季度毛利率34.01%，受到产品结构升级提升单价、原料成本压力缓解影响，环比增长3.05pct。2019Q1以来，针叶浆/阔叶浆环比持续弱势震荡，我们预期公司毛利率好转趋势延续。期内公司的期间费用率合计同比减少5.44pct至23.51%：其中销售费用率同减3.73pct至17.24%；管理+研发费用率同减0.86pct至5.89%；由于利息支出减少，财务费用率同减0.84pct至0.38%。对应公司期间净利率8.01%，环比提升2.11pct。此外，受益于二季度起增值税率普调，我们测算公司年内利润有望增厚近10%，利好公司盈利能力提升。
- **现金流表现良好，营运能力稳定：**报告期内，公司经营性现金流量5.07亿元，同比增长341.93%，现金流情况大幅改善，主要原因在于销售额增多，调整销售策略加快回款速度并减少支付材料，避免不必要的资金占用所致。期间应付账款8.04亿，同比增长67.19%，系应付材料款增加所致；应收账款6.98亿，同比增加22.7%；预收款0.29亿，同比增加19.24%；库存8亿，同比减少7.69%。
- **产能持续扩张，市场份额有望提升：**公司在建工程环比增加1.18亿元，系报告期湖北中顺项目工程投入增加所致。公司2019年预计分别在湖北和唐山投产10万吨和5万吨产能，进而全面形成华东、华南、华西、华北和华中的全国性生产布局，推动公司业绩长期稳定的增长。我国生活用纸规模近千亿，洁柔目前市场份额仅10%左右，有较大成长空间。此外公司2018年推出新一轮股权激励计划，加强内部绑定。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计19-21年分别实现营收69.74/84.13/101.63亿，同增22.8%/20.6%/20.8%；归母净利5.71/7.04/8.71亿，同增40.3%/23.4%/23.7%。当前股价对应PE为23.70X/19.21X/15.53X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动，渠道拓展不及预期，新品投放不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.36
一年最低/最高价	6.72/10.69
市净率(倍)	3.93
流通A股市值(百万元)	13034.12

基础数据

每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	36.41
总股本(百万股)	1306.37
流通A股(百万股)	1258.12

相关研究

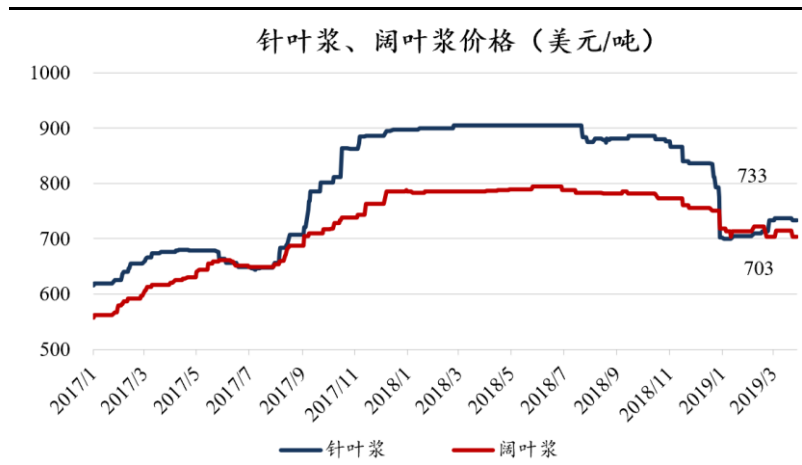
- 1、《中顺洁柔(002511)：业绩符合预期，看好浆价下行盈利回升》2019-04-15
- 2、《中顺洁柔(002511)：发布股权激励计划，上下绑定激发活力》2018-12-19
- 3、《中顺洁柔(002511)：Q3表现优于同行，产品创新、渠道深耕，市场份额持续提升》2018-10-29

表 1：中顺洁柔季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	1,032.25	1,090.97	1,228.92	1,286.22	1,224.79	1,361.27	1,494.92	1,597.53	1,540.52
YOY	20.86%	18.91%	26.77%	20.39%	18.65%	24.78%	21.65%	24.20%	25.78%
归母净利润	75.28	81.13	90.19	102.46	98.56	101.22	113.02	94.18	123.38
YOY	65.23%	34.65%	19.75%	29.23%	30.93%	24.76%	25.31%	-8.08%	25.18%
毛利率	36.40%	35.93%	35.08%	32.73%	38.84%	34.38%	33.18%	30.96%	34.01%
期间费用率	26.77%	26.25%	26.33%	23.14%	28.95%	24.67%	24.82%	21.47%	23.51%
其中：销售费用率	20.48%	19.40%	20.11%	16.78%	20.97%	17.39%	18.36%	15.33%	17.24%
管理+研发费用率	5.21%	5.66%	5.42%	5.36%	6.75%	6.01%	5.62%	5.45%	5.89%
财务费用率	1.08%	1.19%	0.79%	1.00%	1.22%	1.27%	0.85%	0.68%	0.38%
归母净利率	7.29%	7.44%	7.34%	7.97%	8.05%	7.44%	7.56%	5.90%	8.01%
存货	625.89	655.69	576.02	546.94	865.76	1,050.85	986.01	857.56	799.15
较上年同期增减	-143.72	-51.55	20.97	125.75	239.87	395.16	409.99	310.62	-66.61
应收票据	2.59	4.09	9.61	9.43	6.86	12.77	8.08	2.83	1.48
较上年同期增减	-0.75	1.85	7.87	8.17	4.27	8.68	-1.53	-6.60	-5.39
应收账款	525.47	523.46	580.26	598.72	568.65	566.03	707.68	738.24	697.61
较上年同期增减	73.04	38.69	75.14	58.40	43.18	42.56	127.42	139.51	128.96
应付账款及应付票据	320.85	317.72	417.40	586.00	481.09	439.97	380.50	577.36	804.35
较上年同期增减	86.20	32.92	133.12	249.43	160.24	122.26	-36.90	-8.64	323.26
预收账款	38.19	20.99	51.68	61.59	24.33	32.08	37.15	59.37	29.01
较上年同期增减	13.03	6.12	31.35	6.06	-13.87	11.10	-14.53	-2.22	4.68
经营性现金流净额	-116.54	162.30	320.43	219.25	-209.59	-94.99	262.52	479.32	507.08
较上年同期增减	-89.84	-116.19	8.91	-146.30	-93.05	-257.29	-57.91	260.08	716.67
筹资性现金流净额	-48.32	10.33	-40.22	628.45	-688.37	244.86	-208.67	-586.13	-58.68
较上年同期增减	-99.36	260.66	244.53	606.87	-640.05	234.53	-168.45	-1214.58	629.69
资本开支	78.85	87.55	124.83	107.53	148.74	138.16	158.87	122.65	139.78
较上年同期增减	41.82	73.45	109.32	46.15	69.89	50.61	34.04	15.12	-8.97
ROE	2.74%	2.89%	3.14%	3.44%	3.19%	3.20%	3.49%	2.85%	3.65%
YOY (±)	0.89%	0.49%	0.22%	0.45%	0.44%	0.31%	0.35%	-0.59%	0.47%
资产负债率	38.15%	38.93%	40.81%	47.44%	38.21%	41.35%	38.54%	35.65%	36.41%
YOY (±)	-7.28%	-4.68%	1.04%	7.20%	0.06%	2.43%	-2.27%	-11.79%	-1.80%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：针叶浆、阔叶浆价格走势（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

中顺洁柔三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2157	2700	3239	3923	营业收入	5679	6974	8413	10163
现金	415	625	986	1228	减:营业成本	3744	4475	5387	6492
应收账款	738	896	1008	1058	营业税金及附加	38	47	56	68
存货	858	1007	1065	1432	营业费用	1013	1269	1525	1833
其他流动资产	146	172	180	206	管理费用	310	405	487	588
非流动资产	2989	3209	3440	3672	财务费用	56	58	68	79
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	27	24	28	30
固定资产	2556	2771	2979	3183	加:投资净收益	11	6	8	8
在建工程	114	164	164	164	其他收益	0	0	0	0
无形资产	125	125	125	126	营业利润	503	712	879	1090
其他非流动资产	195	150	172	199	加:营业外净收支	8	4	5	3
资产总计	5146	5909	6680	7595	利润总额	510	716	884	1093
流动负债	1702	1865	2072	2291	减:所得税费用	103	145	179	222
短期借款	347	400	500	600	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	509	634	738	808	归属母公司净利润	407	571	704	871
其他流动负债	845	831	834	883	EBIT	612	825	1013	1248
非流动负债	133	133	133	133	EBITDA	830	888	1080	1318
长期借款	75	75	75	75					
其他非流动负债	59	59	59	59	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1835	1998	2205	2424	每股收益(元)	0.32	0.44	0.54	0.67
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.57	2.99	3.42	3.96
归属母公司股东权益	3311	3911	4474	5171	发行在外股份(百万股)	1287	1306	1306	1306
负债和股东权益	5146	5909	6680	7595	ROIC(%)	13.6%	15.0%	16.0%	17.0%
					ROE(%)	12.8%	15.8%	16.8%	18.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	34.1%	35.8%	36.0%	36.1%
经营活动现金流	437	604	878	773	销售净利率(%)	7.2%	8.2%	8.4%	8.6%
投资活动现金流	88	-808	-817	-700	资产负债率(%)	35.7%	33.8%	33.0%	31.9%
筹资活动现金流	-1238	414	300	169	收入增长率(%)	22.4%	22.8%	20.6%	20.8%
现金净增加额	-704	210	361	242	净利润增长率(%)	16.6%	40.3%	23.4%	23.7%
折旧和摊销	218	63	67	70	P/E	32.75	23.70	19.21	15.53
资本开支	568	575	525	525	P/B	4.03	3.46	3.02	2.62
营运资本变动	14	379	333	465	EV/EBITDA	18.01	16.78	13.66	11.17

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>