

# 中顺洁柔 (002511.SZ)

## 动态分析

### 中报表现超预期，盈利能力逐季好转

轻工制造 | 造纸 III

投资评级

**买入-A(维持)**

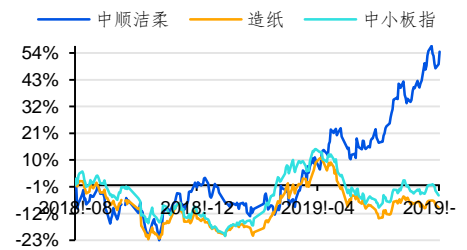
股价(2019-08-06)

13.59 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	17,753.54
流通市值(百万元)	17,320.66
总股本(百万股)	1,306.37
流通股本(百万股)	1,274.52
12个月价格区间	6.72/13.99 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.48	42.91	54.44
绝对收益	14.3	34.84	50.15

#### 分析师

叶中正

 SAC 执业证书编号: S0910516080001  
 yezhongzheng@huajinsec.cn  
 0755-83224377

#### 报告联系人

杨维维

 yangweiwei@huajinsec.cn  
 0755-83231652

#### 相关报告

中顺洁柔：渠道建设转向渠道强化，盈利能力有望提升 2019-04-15

中顺洁柔：中报业绩符合预期，产品结构优化+销售渠道下沉+产能扩张助力全年增长 2018-08-07

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2019 年半年度报告，2019H1 实现营业收入 31.72 亿元，同比增长 22.67%；归母净利润为 2.75 亿元，同比增长 37.59%。其中 Q2 单季度实现营业收入为 16.32 亿元，同比增长 19.88%；归母净利润 1.51 亿元，同比增长 49.66%。
- ◆ **营收稳增长，利润端逐季好转。**公司 2019 年上半年通过调整产品结构、全方位进行营销布局，销售额实现稳步增长，营收、归母净利润同比增长 22.72%、37.59%。其中，2019Q2 单季度营收、净利润同比增长 19.88%、49.66%。Q2 净利润增速提升，主要是由于 Face、Lotion、自然木等重点产品占比提升及原材料纸浆价格的下降。相应的，公司毛利率、净利率水平也表现逐季提升，2019Q2 毛利率为 39.23%，同比环比分别提升了 4.85、5.22pct；净利率为 9.28%，同比环比分别提升了 1.85、1.27pct。期间费用率较为平稳。公司现金流回笼情况大幅好转，上半年公司经营产生的现金净额为 7.35 亿元，同比增长 341%，维持上市以来的较高水平。
- ◆ **产品结构持续优化，个护新产品推出贡献增量。**公司持续优化产品结构，提高 Face、Lotion、自然木等重点产品在各渠道的占有率，截至 2019 年 4 月，公司重点品类收入占比超 60%。与此同时，公司不断加大研发投入，推出新产品、新品类丰富产品线，2019H1 公司研发费用为 0.64 亿元，同比增长 8.80%，占营业收入比例为从 2018 年的 1.89%提升至 2019H1 的 2.02%。高研发投入下，公司继“新棉初白”之后，2019 年 6 月推出个护产品“朵蕾蜜”卫生巾产品，并聘请公司聘请金马影后马思纯作为公司洁柔&朵蕾蜜的代言人，增强品牌影响力和竞争力。2019 年 7 月拟建设 30 万吨竹浆纸一体化项目，公司将启用“太阳”作为该项目品牌，利用国内特色竹资源优势获取原材料，开拓国内中端生活用纸市场。渠道方面，KA/GT/AFH/EC 四大渠道齐头并进，均取得了不错的增长，产品覆盖的县市区达到 60%以上。2019 年公司持续加大在各大电商平台的投入，逐渐将一些重点卖场转为公司直营，并在 2018 年底新增母婴和新零售渠道，驱动业绩增长。
- ◆ **浆价下行叠加增值税下调，盈利能力逐季提升。**公司主要原材料纸浆价格 2018 年保持高位运行，漂针叶浆、漂阔叶浆进口平均单价分别保持在 800-880 美元/吨、700-750 美元/吨，2019 年以来纸浆价格大幅下降，漂针叶浆、漂阔叶浆进口平均单价目前分别为 696、611.2 美元/吨，较去年同期分别下降了 20.53%、17.35%。其次，Q2 增值税从 16%下调至 13%，有利于公司采购的成本下降，盈利能力逐季提升。并且从纸浆来看，目前青岛、常熟、保定等港口木浆库存逐月上升，外盘针叶浆、阔叶浆报价平稳，下半年纸浆价格预计将保持低位，盈利能力有望持续提升。
- ◆ **投资建议：**看好浆价下移、增值税下调以及公司产品结构优化带来的盈利能力的提升，以及新品推出进军个护领域带来的增长潜力，我们提高对公司的盈利预测，预计公司 2019 年至 2021 年净利润分别为 5.83、7.14、8.56 亿元，对应的 PE 分别为 29、24、20 倍，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**纸浆价格大幅波动风险；汇率波动的风险；新产品推广不达预期。

## 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4,638.3	5,678.5	6,815.0	8,057.4	9,446.9
同比增长(%)	21.8%	22.4%	20.0%	18.2%	17.2%
营业利润(百万元)	414.4	502.9	721.8	885.1	1,063.5
同比增长(%)	27.9%	21.4%	43.5%	22.6%	20.2%
净利润(百万元)	349.1	407.0	583.4	714.0	855.8
同比增长(%)	34.0%	16.6%	43.3%	22.4%	19.9%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.45	0.55	0.66
PE	49.2	42.2	29.4	24.0	20.1
PB	5.6	5.2	4.2	3.7	3.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、半年报业绩点评：营收稳增长，利润端逐季好转	4
二、产品结构持续优化，个护新产品推出贡献增量	5
三、浆价下行叠加增值税下调，盈利能力逐季提升	6
四、第二期员工股权激励计划发布，完善公司利益共享机制	7
五、盈利预测与估值	7
（一）盈利预测	7
（二）可比公司估值	7
六、风险提示	8

## 图表目录

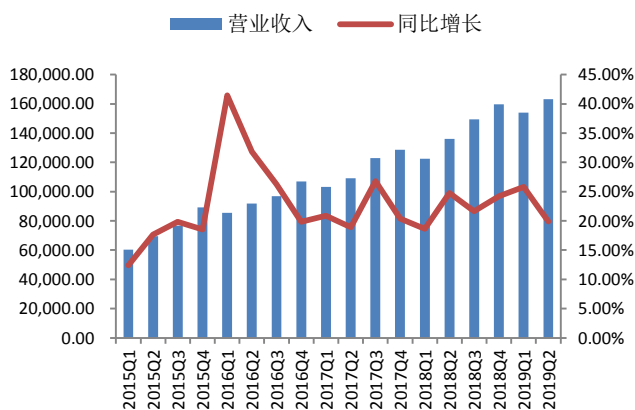
图 1：分季度营业收入（单位：万元）	4
图 2：分季度归母净利润（单位：万元）	4
图 3：分季度毛利率及净利率	4
图 4：分季度期间费用率	4
图 5：应收账款及存货周转天数	5
图 6：经营性现金流净额（单位：万元）	5
图 7：公司业务结构按产品划分（单位：万元）	6
图 8：主要产品毛利率	6
图 9：研发费用（单位：万元）	6
图 10：“朵蕾蜜”卫生巾产品	6
图 11：纸浆进口平均单价与公司毛利率对比	7
图 12：港口木浆库存（单位：万吨）	7
表 1：可比公司估值	7

## 一、半年报业绩点评：营收稳增长，利润端逐季好转

公司 2019 年上半年通过调整产品结构、全方位进行营销布局，销售额实现稳步增长，上半年实现销售收入 31.72 亿元，同比增长 22.72%；实现归属上市公司股东净利润为 2.75 亿元，同比增长 37.59%。

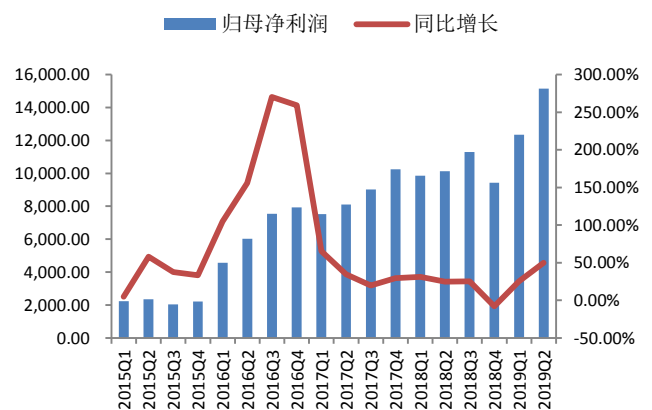
分季度来看，2019Q1、Q2 单季度营业收入分别为 15.41、16.32 亿元，同比增长分别为 25.78%、19.88%；归母净利润分别为 1.23、1.51 亿元，同比增长分别为 25.18%、49.66%。Q2 净利润增速提升，主要是由于 Face、Lotion、自然木等重点产品占比提升及原材料纸浆价格的下降，相应的公司毛利率、净利率水平也表现逐季提升，2019Q2 毛利率为 39.23%，同比环比分别提升了 4.85、5.22pct；净利率为 9.28%，同比环比分别提升了 1.85、1.27pct。期间费用率较为平稳，2019Q2 期间费用率 25.64%，同比环比分别变动了-0.70、2.13pct。

图 1：分季度营业收入（单位：万元）



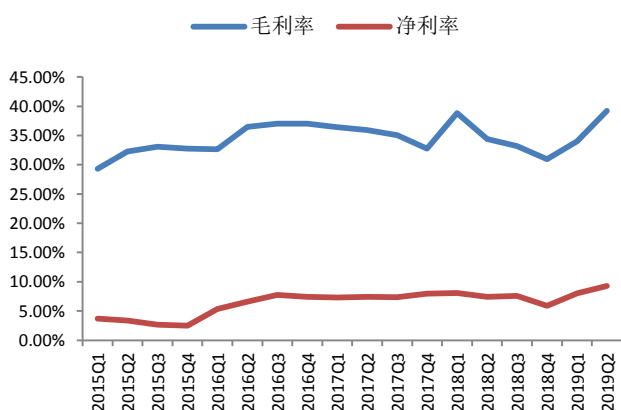
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：分季度归母净利润（单位：万元）



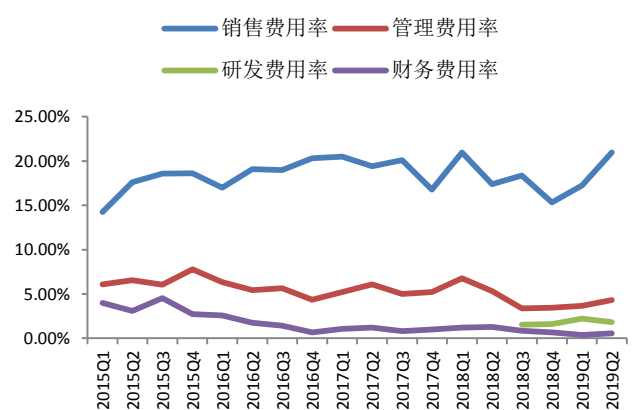
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：分季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：分季度期间费用率

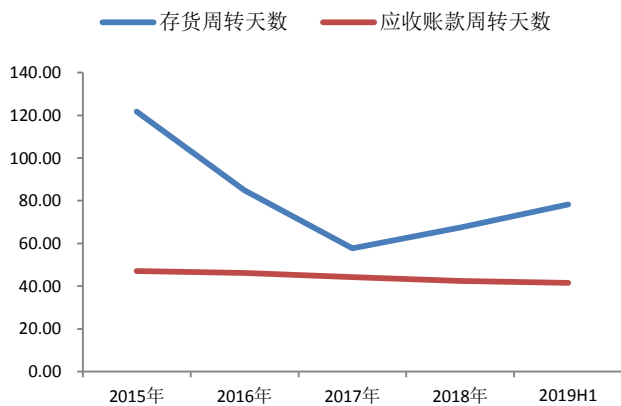


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司现金流回笼情况大幅好转，上半年公司经营活动产生的现金净额为 7.35 亿元，同比增长 341%，维持上市以来的较高水平。存货周转加快，应收账款提升。截至 2019 年 6 月底，公司存货达 8.89 亿元，同比下降 15.40%；存货周转天数为 78.27，同比下降了 9.29 天；应收账

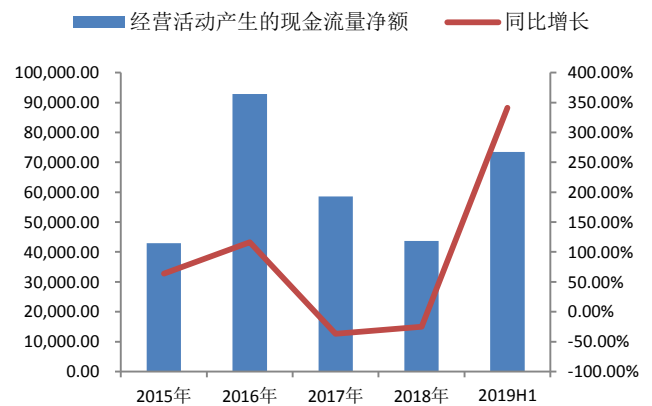
款及应收票据总额达 7.30 亿元，同比增长 26.13%；应收账款周转天数为 41.56 天，同比提升了 1.02 天。

图 5: 应收账款及存货周转天数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 经营性现金流净额 (单位: 万元)



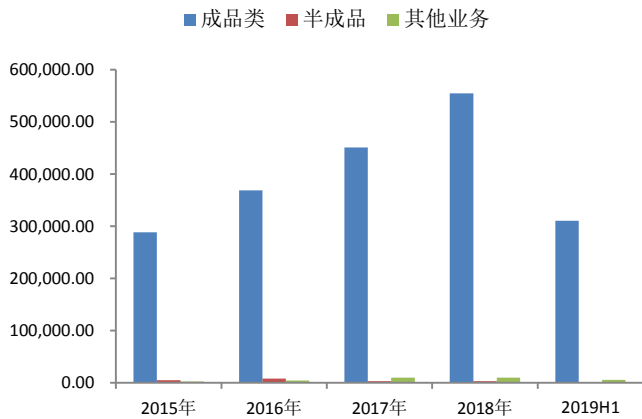
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、产品结构持续优化，个护新产品推出贡献增量

产品方面,上半年公司持续优化产品结构,持续加深 Lotion 系列产品的全面铺货,提高 Face、Lotion、自然木等重点产品在各渠道的占有率,根据公司公告,截至 2019 年 4 月,公司重点品类收入占比超 60%。在加大对重点高毛利产品销售占比的同时,公司不断加大研发投入,推出新产品、新品类丰富产品线,2019H1 公司研发费用为 0.64 亿元,同比增长 8.80%,占营业收入比例为从 2018 年的 1.89%提升至 2019H1 的 2.02%。高研发投入下,公司新品逐渐推出,继 2018 年 7 月推出高端新品“新棉初白”棉花柔巾后,2019 年 6 月推出个护产品“朵蕾蜜”卫生巾产品,并聘请公司聘请金马影后马思纯作为公司洁柔&朵蕾蜜的代言人,进一步提升“洁柔”、“朵蕾蜜”品牌知名度,增强品牌影响力和竞争力。2019 年 7 月与四川达州市渠县人民政府正式签订了投资协议,拟建设 30 万吨竹浆纸一体化项目,实现竹-浆-纸一体化的生产模式。公司将启用“太阳”作为该项目生活用纸品牌,利用国内特色竹资源优势获取原材料,进军国内中端生活用纸市场,有利于公司产业链的延伸以及“洁柔”、“太阳”双品牌的共同发展驱动业绩增长。

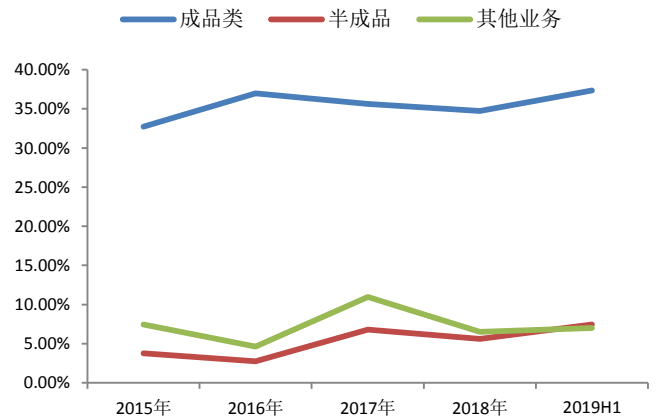
渠道方面,公司 KA/GT/AFH/EC 四大渠道齐头并进,从一季度来看,公司四大渠道同比环比均取得了不错的增长,产品覆盖的县市区达到 60%以上。2019 年公司持续加大在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁等电商平台的投入,与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福、步步高和永辉等大型连锁卖场建立良好合作关系,逐渐将一些重点卖场转为公司直营。2018 年底公司新增母婴和新零售渠道,在四大渠道的基础上,丰富渠道建设,提高公司盈利水平。

图 7：公司业务结构按产品划分（单位：万元）



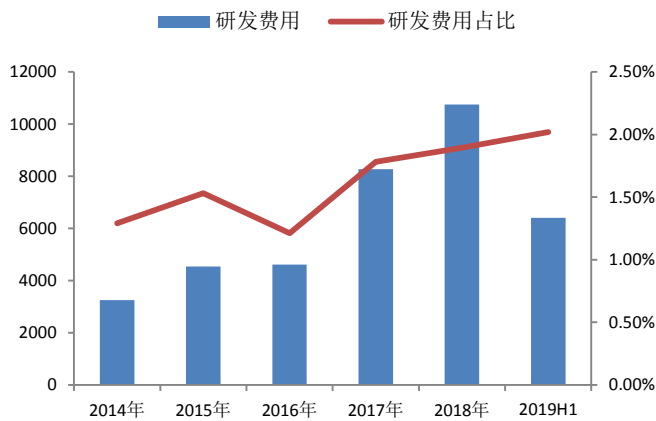
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：主要产品毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：研发费用（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：“朵蕾蜜”卫生巾产品

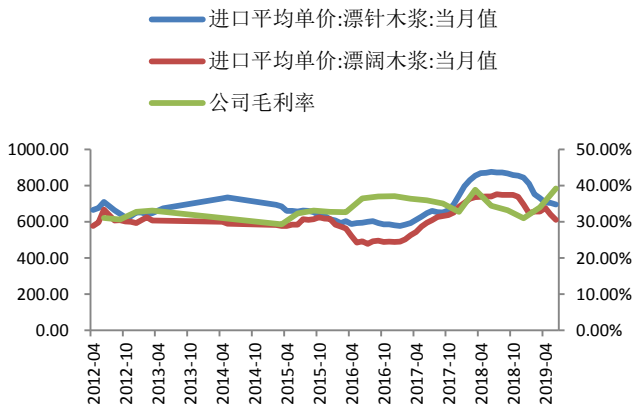


资料来源：公司官网，华金证券研究所

### 三、浆价下行叠加增值税下调，盈利能力逐季提升

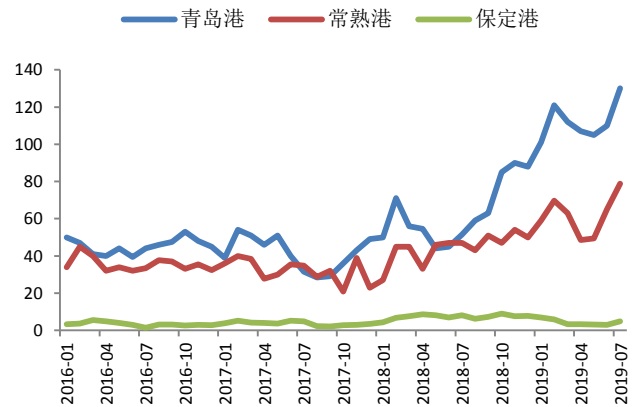
公司主要原材料为纸浆，生产耗用的纸浆成本占公司生产成本比重达 40%-60%，上半年浆价持续下跌，成本端有望利好。从浆价来看，2018 年纸浆保持高位运行，漂针叶浆、漂阔叶浆进口平均单价分别保持在 800-880 美元/吨、700-750 美元/吨，原材料成本压力较大，2019 年以来纸浆价格大幅下降，漂针叶浆、漂阔叶浆进口平均单价目前分别为 696、611.2 美元/吨，较去年同期分别下降了 20.53%、17.35%。目前青岛、常熟、保定等港口库存逐月上升，外盘针叶浆、阔叶浆报价平稳。其次，Q2 增值税从 16% 下调至 13%，有利于公司采购的成本下降，毛利率提升。

图 11: 纸浆进口平均单价与公司毛利率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 港口木浆库存 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

## 四、第二期员工股权激励计划发布, 完善公司利益共享机制

2019年4月, 公司计划开展股份回购, 拟以自有资金回购资金总额2亿元至4亿元, 回购股份价格不超过13.69元/股, 回购股份将用于员工持股计划。2019年7月, 公司发布第二期员工持股计划(草案), 参与对象主要为公司董事长、总经理及副总经理等高管以及其他核心骨干员工, 其中董事和高管共9人, 认购总份额为2,800万份, 占员工持股计划总份额的比例预计为56%; 其他员工预计不超过71人, 认购总份额预计不超过2,200万份, 占员工持股计划总份额的比例预计为44%。受让公司回购专用账户回购的股份的价格为8.08元/股。公司再次发布员工持股计划, 进一步建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制, 实现股东、公司和员工利益的一致, 提高公司竞争力, 确保公司长期稳定发展。

## 五、盈利预测与估值

### (一) 盈利预测

看好浆价下移、增值税下调以及公司产品结构优化带来的盈利能力的提升, 以及新品推出进军个护领域带来的增长潜力, 我们提高对公司的盈利预测, 预计公司2019年至2021年营业收入分别为68.15、80.57、94.47亿元, 净利润分别为5.83、7.14、8.56亿元, 对应的PE分别为29、24、20倍, 维持“买入-A”建议。

### (二) 可比公司估值

表 1: 可比公司估值

股票代码	股票简称	最新价	总市值(亿元)	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
1044.HK	恒安国际	55.45	659.68	15.21	13.86	12.49	3.15	3.55	3.94
3331.HK	维达国际	14.50	173.27	26.69	19.46	16.3	0.48	0.66	0.79

平均值				20.95	16.66	14.40	1.82	2.11	2.37
002511.SZ	中顺洁柔	13.59	177.54	42.18	29.42	24.04	0.31	0.45	0.55

资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 恒安国际、维达国际最新价以及 EPS 以港币为单位, 其他数据均为人民币为单位, 数据日期为截至 2019 年 8 月 6 日

## 六、风险提示

(1) 纸浆价格大幅波动风险。公司主要原材料为纸浆, 生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的 40%-60%, 如纸浆价格发生大幅波动, 公司成本端压力较大。

(2) 汇率波动风险。公司进口机器设备和纸浆、产品海外销售主要采用港币、美元、欧元作为结算货币, 公司面临一定的汇率波动风险。

(3) 新产品销售不达预期。新品“新棉初白”以及“朵蕾蜜”产品存在销售不及预期风险。

(4) 新市场开拓不及预期。公司目前尚有较多空白城市需要拓展, 存在空白区域的拓展不及预期风险。



## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)