

中顺洁柔 (002511): 浆价下行助推业绩, 渠道强化品类优化提供中期下沉长期扩品逻辑确认

——中顺洁柔 2019 中报业绩点评

报告摘要:

事件: 公司发布 2019 年半年度报告, 业绩增速超预期。2019 年上半年, 公司实现营业收入 31.72 亿元 (+22.67%), 归母净利润 2.75 亿元 (+37.59%)。单季度看, 公司第二季度实现营业收入 16.32 亿元 (+19.88%), 归母净利润 1.51 亿元 (+49.66%)。

纸浆价格回落释放盈利弹性, 下半年有望延续高增。盈利高增源于单季度毛利率同比提升 4.85 个百分点至 39.23%, 主要受益木浆价格持续下跌。外购木浆成本占公司营业成本的 50-60%, 对盈利影响重大。浆价历经 2018 年高位运行后, 受全球新产能投产和非生活用纸需求疲软影响, 价格持续回落 (漂针木浆同比降价超 20%, 漂阔木浆同比降价约 8%)。考虑下半年全球宏观形势, 纸需求疲软压制浆价的逻辑将持续, 带来公司盈利弹性持续释放。

渠道强化战略空间广阔, 中期成长无忧。2015 年以来, 公司认识到渠道单一对销量的牵制, GT+KA+EC+AFH 四大渠道齐建设, 市场空间迅速打开。2019 年公司转入渠道强化阶段, 营收增速仍稳居高位, 表明渠道端仍有深挖空间, 支撑公司中期持续扩张。

(1) GT 渠道下沉远未止步。全国各县市区中, 公司未覆盖地区仍超 3 成, 有待经销商网络拓展延伸。公司积极帮扶经销商发展, 2018 年经销商数量增长近 30%, 打下良好渠道基础。配合未来湖北、唐山等地共 15 万吨新产能落地, 公司未来将进一步开拓薄弱区域和下线市场。

(2) EC 渠道成为增长新动能。电商零售近年来发展迅速, 亦适应公司长期扩品战略。随着公司加大投入力度, EC 营收增速持续高于 KA (2018 年增速超过 40%), 即将取代 KA 成为第二大渠道。2019 年 EC 渠道战果辉煌, 洁柔品牌位列京东 618 大促清纸品销售前三甲, 销量同比增长 174%。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,638.35	5,678.52	6,902.45	8,283.56	9,799.81
增长率 (%)	21.76%	22.43%	21.55%	20.01%	18.30%
净利润 (百万元)	349.07	406.99	629.15	752.14	896.88
增长率 (%)	34.04%	16.60%	54.58%	19.55%	19.24%
净资产收益率 (%)	11.47%	12.29%	16.11%	16.83%	17.44%
每股收益 (元)	0.47	0.32	0.49	0.58	0.70
PE	28.91	42.47	27.79	23.25	19.50
PB	3.38	5.28	4.48	3.91	3.40

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所 (按照 2019 年 8 月 7 日收盘价计算)

2019 年 08 月 08 日

推荐/首次

中顺洁柔 公司报告

公司简介:

公司是生活用纸行业龙头企业, 拥有知名品牌“洁柔”“太阳”, 主要产品为高档生活用纸系列产品、卫生用品、无纺布制品。公司采取 GT、KA、AFH、EC 四大渠道齐头并进的发展模式, 新增母婴和新零售渠道。近年来, 公司营收利润均取得较快增长。

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

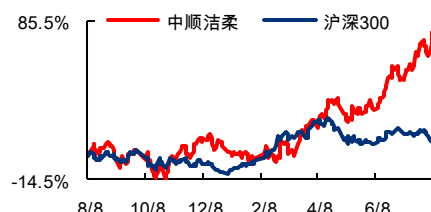
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.15-8.7
总市值 (亿元)	184.85
流通市值 (亿元)	180.34
总股本/流通 A 股 (万股)	130637/127452
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.93

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理

魏鹤翀

010-66554044

weihch@dxzq.net.cn

(3) AFH 渠道前景广阔。2018 年公司商消营收占比约 5%，相比同业有较大提升空间（维达商销收入占比约 15%）。公司商消渠道主要目标为大中型客户，公司可凭借产品优势匹配客户需求。在专业团队大力拓展下，2019 年上半年 AFH 渠道增速显著高于 GT、KA 渠道。

品类优化印证长期扩品逻辑，个护新品有望成新增长极。当前公司侧重于提升高端纸巾类产品占比，以提升盈利能力。2018 年 Lotion 系列部分单品进行升级，2019 年公司持续加深 Lotion 系列产品铺货。但产品结构优化终有极限，长期来看公司需要拓展产品品类，覆盖多元的消费者群体，探索新的收入增长点。

(1) 个人护理板块，公司继 2018 年推出棉花柔巾“新棉初白”后，于 6 月再推出卫生巾品牌“朵蕾蜜”，着眼于年轻的主力消费人群。公司潜心数年开辟个护品类，印证了长期扩品，拓展消费场景，探索市场空间的逻辑。经过初期消费者培育，公司有望凭借“全渠道强化+高质量差异化产品+优秀运营团队”的模式，复制纸巾产品的快速增长。个护产品需求广阔，公司大有可为。

(2) 此外，公司将启用“太阳”作为竹浆系生活用纸品牌，渗透中低端市场；并建设 30 万吨竹浆纸一体化项目，平滑成本波动。

盈利预测与投资评级：公司近期推出第二期员工持股计划，绑定管理层及核心员工利益。此前公司推出股票期权和限制性股票激励计划，解锁条件对应 2019/20/21 年营收增速 15.66%/18.00%/16.12%。我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 69.02 亿元、82.84 亿元、98.00 亿元；归母净利润分别为 6.29 亿元、7.52 亿元和 8.97 亿元；EPS 分别为 0.49 元、0.58 元和 0.70 元，对应 PE 分别为 27.79X、23.25X 和 19.50X。我们坚定看好公司业绩长期增长，给予 2020 年 30 倍估值，对应目标价 17.40 元，股价上涨空间 23%，给予“推荐”评级。

风险提示：1、原材料价格大幅波动；2、渠道建设不及预期；3、新品推广不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3014	2157	3383	4303	5069	营业收入	4638	5679	6902	8284	9800
货币资金	1086	415	1380	1905	2254	营业成本	3019	3744	4341	5284	6244
应收账款	599	738	898	1078	1275	营业税金及附加	39	38	48	58	69
其他应收款	8	9	11	13	15	营业费用	886	1013	1311	1491	1764
预付款项	47	53	57	63	69	管理费用	249	202	246	295	349
存货	547	858	951	1158	1369	财务费用	47	56	38	60	65
其他流动资产	718	81	81	81	81	资产减值损失	5.72	27.48	19.70	17.64	21.61
非流动资产合计	2778	2989	3097	3175	3231	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.78	10.64	6.12	7.51	8.09
固定资产	2321	2556	2574	2608	2644	营业利润	414	503	781	936	1117
无形资产	127	125	122	119	116	营业外收入	9.67	10.22	10.87	10.25	10.45
其他非流动资产	24	104	104	104	104	营业外支出	2.77	2.66	2.49	2.64	2.60
资产总计	5792	5146	6481	7478	8300	利润总额	421	510	789	943	1125
流动负债合计	2572	1702	2475	2899	3038	所得税	72	103	160	191	228
短期借款	518	347	1069	1355	1355	净利润	349	407	629	752	897
应付账款	586	509	595	724	855	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	62	59	59	59	59	归属母公司净利润	349	407	629	752	897
一年内到期的非流动	830	147	147	147	147	EBITDA	755	899	1036	1233	1442
非流动负债合计	176	133	55	65	75	EPS (元)	0.47	0.32	0.49	0.58	0.70
长期借款	150	75	55	65	75	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2748	1835	2530	2963	3113	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	21.76%	22.43%	21.55%	20.01%	18.30%
实收资本 (或股本)	757	1287	1287	1287	1287	营业利润增长	27.85%	21.35%	55.24%	19.86%	19.37%
资本公积	1133	609	609	609	609	归属于母公司净利	54.58%	19.55%	54.58%	19.55%	19.24%
未分配利润	1162	1491	1945	2487	3134	获利能力					
归属母公司股东权益	3044	3311	3906	4470	5143	毛利率(%)	34.92%	34.07%	37.11%	36.22%	36.29%
负债和所有者权益	5792	5146	6436	7434	8255	净利率(%)	7.53%	7.17%	9.11%	9.08%	9.15%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	585	437	675	802	957	偿债能力					
净利润	349	407	629	752	897	资产负债率(%)	47%	36%	39%	40%	38%
折旧摊销	293.66	339.77	0.00	233.73	256.14	流动比率	1.17	1.27	1.37	1.48	1.67
财务费用	47	56	38	60	65	速动比率	0.96	0.76	0.98	1.08	1.22
应付账款的变化	0	0	-160	-180	-197	营运能力					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.90	1.04	1.19	1.19	1.25
投资活动现金流	-983	88	-339	-325	-329	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.34	10.37	12.51	12.57	12.41
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	6	11	6	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.32	0.49	0.58	0.70
筹资活动现金流	550	-1238	629	48	-280	每股净现金流(最新)	0.20	-0.55	0.75	0.41	0.27
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.02	2.57	3.04	3.47	4.00
长期借款增加	0	0	-20	10	10	估值比率					
普通股增加	252	529	0	0	0	P/E	28.91	42.47	27.79	23.25	19.50
资本公积增加	-229	-523	0	0	0	P/B	3.38	5.28	4.48	3.91	3.40
现金净增加额	153	-713	965	525	349	EV/EBITDA	14.18	19.63	16.78	13.91	11.66

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后任职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。