

2020年2月19日

张楠
H70294@capital.com.tw
目标价(元) 16.8

中顺洁柔(002511.SZ)

BUY 买入

生活用纸需求激增，新增口罩业务助力疫情防控

公司基本信息

產業別	轻工制造		
A 股价 (2020/2/19)	14.65		
深证成指 (2020/2/19)	11235.60		
股價 12 個月高/低	15.47/7.55		
總發行股數(百萬)	1308.89		
A 股數(百萬)	1265.13		
A 市值(億元)	185.34		
主要股東	广东中顺纸业集团有限公司 (28.76%)		
每股淨值(元)	2.94		
股價/賬面淨值	4.98		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	6.9	4.6	82.1

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2019.12.20	12.71	买入

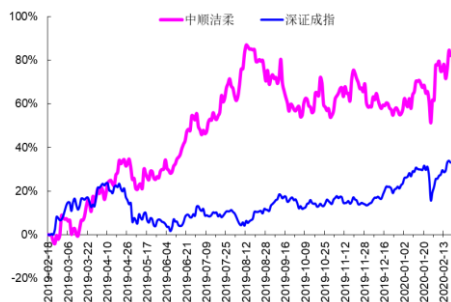
產品組合

成品纸 97.82%

机构投资者占流通 A 股比例

基金 17.0%
一般法人 53.0%

股价相对大盘走势



結論與建議:

事件: 公司全资子公司“云浮中顺”基于落实当地政府要求，迅速应对疫情所需，解决口罩生产供应不足问题，拟开展生产、销售医用口罩业务，并与12日取得云浮市市场监督管理局出具的应急医疗器械生产和应急医疗器械备案凭证，具备生产和销售医用口罩的资质，公司将尽快安排口罩生产。

■ **新增口罩业务，助力疫情防控。** 根据工信部数据显示，口罩生产企业当前最大日产能约2000万个，而国内每天口罩消耗量约1.8亿个，面对医疗防护物资紧缺的现状，公司积极响应当地政府要求，生产和销售医用口罩业务。公司本次将采购5条医用外科生产线，目前产能约35万片/日，设备将陆续运抵云浮基地并在安装调试合格后投入生产，预计2月底前形成产能。投产后，云浮中顺将视需求继续增加生产线以扩大产能至200万片/日。公司口罩产品在保障内部员工生产作业基础上，积极对外支援和输出，缓解国内口罩需求压力，同时贡献业绩增量。

■ **生活用纸需求激增，市场份额或将提升。** 此次疫情提高了居民的个人卫生意识，有利于消费者对生活用纸消费习惯的加强和升级。疫情期间由于居家时间一再延长，生活用纸的使用时间和频次将有所增加，带动消费需求增加。短期受到物流配送的影响，我们判断囤货需求有所增加，尤其在湿巾等中高端产品上。此外，疫情期间，区域性小品牌企业短期复工难，渠道和库存不足以支撑较长时间。而公司目前除湖北孝感和河北唐山工厂外，其他工厂均已复工，同时原材料库存较为充足，生产设备自动化程度高，在防疫方面准备较好，生产端受到影响较小。而较早的复工能够抢占消化疫情期间空出来的市场份额，对公司是一次提高市场占有率的机会。

■ **产品不断升级，渠道持续扩张。** 自2019年公司加快新产品的开发，湿巾、棉柔巾以及卫生巾产品均已成功上市，满足市场多层次和差异化的产品需求，产品结构的不断优化，使得高毛利产品收入占比达整个销售收入的70%左右。2015年引入新的销售团队之后深耕渠道建设，经销商、大卖场、商用消费等线下渠道不断拓宽，同时加大电商平台投入，强化供应链系统并组建专业的电商运营团队。目前公司渠道建设覆盖全国约62%地（县）级城市，预计2021年实现全覆盖。

■ **盈利预测:** 公司作为生活用纸龙头企业，不断拓宽产品线，提升高毛利产品的占比，同时对原有产品持续优化升级，差异化竞争将提升客户粘性。此外我们预计今年上半年木浆价格继续保持较低水平，公司仍会受益于原料价格下降带来的成本降低。我们预计2019-2021年公司将分别实现净利润5.91亿、7.19亿和8.6亿，分别同比增45.2%、21.7%和19.5%，EPS分别为0.45元、0.55元和0.66元，当前股价对应PE分别为33倍、

27 倍和 23 倍，看好公司未来成长空间，维持买入投资建议。

- 风险提示：疫情影响物流和生产、新产品销售不及预期，木浆价格上涨等

..... 繼續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	349.07	406.99	590.86	719.26	859.57
同比增减	%	34.04%	16.59%	45.18%	21.73%	19.51%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.46	0.32	0.45	0.55	0.66
同比增减	%	-10.54%	-31.36%	42.72%	21.73%	19.51%
A 股市盈率(P/E)	X	20.61	26.87	32.85	26.99	22.58
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.02	0.02	0.02	0.02
股息率 (Yield)	%	0.69%	0.23%	0.13%	0.13%	0.13%

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
營業收入	4,638.35	5,678.52	6,819.21	8,058.26	9,384.09
經營成本	3,018.61	3,744.11	4,322.43	5,151.47	6,005.58
毛利	1,619.74	1,934.41	2,496.79	2,906.80	3,378.51
營業稅金及附加	39.04	38.09	40.92	48.35	56.30
銷售費用	886.08	1,013.01	1,282.01	1,450.49	1,689.14
管理費用	165.81	202.13	272.77	322.33	375.36
財務費用	46.75	55.84	37.51	44.32	46.92
資產減值損失	5.72	27.48	5.00	25.00	25.00
投資收益	5.78	10.64	0.00	10.00	10.00
營業利潤	414.42	502.90	708.56	865.14	1,036.26
稅前利潤	421.32	510.46	720.56	877.14	1,048.26
所得稅	72.25	103.47	129.70	157.89	188.69
少數股東權益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
淨利潤	349.07	406.99	590.86	719.26	859.57

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,085.72	415.03	613.08	870.58	1,136.02
应收账款	546.94	857.56	900.44	945.46	992.73
存货	598.72	738.24	775.15	813.91	854.61
流动资产合计	3,014.17	2,156.87	2,388.67	2,729.95	3,083.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,321.22	2,555.60	2,683.38	2,817.55	2,958.43
在建工程	197.63	113.66	119.34	125.31	131.58
非流动资产合计	126.61	125.03	131.28	137.85	144.74
资产总计	5,791.85	5,145.91	6,103.33	6,585.34	7,086.52
流动负债合计	2,572.39	1,701.51	2,087.58	1,869.53	1,529.97
非流动负债合计	175.51	133.16	139.82	146.81	154.15
负债合计	2,747.90	1,834.67	2,227.40	2,016.34	1,684.12
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,043.94	3,311.24	3,875.92	4,569.01	5,402.40
负债及股东权益合计	5,791.85	5,145.91	6,103.33	6,585.34	7,086.52

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	585.44	437.25	1,311.75	1,049.40	839.52
投资活动产生的现金流量净额	(982.81)	88.34	(618.38)	(494.70)	(395.76)
筹资活动产生的现金流量净额	550.24	(1,238.31)	(495.32)	(297.19)	(178.32)
现金及现金等价物净增加额	133.42	(703.63)	198.05	257.50	265.44

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。