

# 中顺洁柔 (002511): 低浆价助力业绩高增, 看好生活用纸龙头强者恒强

2020年03月02日

推荐/下调

中顺洁柔

公司报告

**事件:** 公司发布业绩快报, 2019 年实现营业收入 66.35 亿元, 同比增长 16.84%; 归母净利润 6.07 亿元, 同比增长 49.12%。其中第四季度营业收入 18.15 亿元, 同比增长 13.61%; 归母净利润 1.69 亿元, 同比增长 79.55%。

**低浆价助力业绩高增, 营收有望持续扩张。** 2019 年业绩高增符合预期, 主要受益于浆价回落至低位, 全年针叶浆、阔叶浆价平均下跌超 20%; 同时公司继续优化产品结构, 高毛利重点品占比预计已接近 70%。2020 年浆价仍有望低位震荡, 延续公司高毛利率水平。低浆价下中小纸企复产, 纸品售价下调, 行业竞争有所加剧, 导致 2019 年营收增速放缓。但公司产品渠道优势长期存在, 预计销售政策调整后, 2020 年营收增速或有所反弹。

**渠道产品双轮驱动, 双品牌布局巩固龙头地位。** (1) 渠道端, 公司在 GT、KA、EC、AFH 四大渠道建设上齐头并进, 持续深挖渠道红利。EC 渠道销售高增成为业绩有力支撑, 并助力市场地位提升, 公司 2019 年天猫“双 11”生活用纸销售额仅次于维达; GT 渠道未覆盖区域占全国县市区比例超 30%, AFH 渠道占收入比重仍偏低, 可拓展空间依然广阔。(2) 产品端, “洁柔”系列产品中高端定位稳固, 同时公司于 2019 年 7 月启用“太阳”品牌, 并投资建设竹浆纸一体化项目, 有望以低价优质产品参与中低端生活用纸市场竞争。双品牌布局有助于公司完成市占率的提升, 应对市场变化的能力进一步加强。

**市场空间持续扩大, 纸巾龙头强者恒强, 期待个护业务发展。** 我国生活用纸人均消费量约 7 千克/年, 不足成熟市场一半水平; 龙头纸企市占率不足 40%, 低于美、日等国 60%-70% 的水平。生活用纸市场将长期以中位数增速成长, 龙头纸企凭借更有力的产能扩张、更强的产品研发和渠道优势, 有望实现强者恒强, 看好公司纸巾业务长期发展。公司于 2019 年 6 月推出卫生巾品牌“朵蕾蜜”, 定位中高端, 借助已有渠道积极培育个护业务。平均用量提升+产品升级带动卫生巾市场不断增长, 行业利润率相比生活用纸更高, 期待公司未来在个护用品上的发力。

## 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	6,634.86	8,046.43	9,592.06
增长率(%)	21.76%	22.43%	16.84%	21.27%	19.21%
归母净利润(百万元)	349.07	406.99	607.47	767.69	916.68
增长率(%)	34.04%	16.60%	49.26%	26.37%	19.41%
净资产收益率(%)	11.47%	12.29%	15.53%	17.11%	17.71%
每股收益(元)	0.47	0.32	0.46	0.59	0.70
PE	31.17	45.78	31.57	24.98	20.92
PB	3.65	5.69	4.90	4.27	3.71

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 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:**  
2020-04-30 披露 2019 年年报

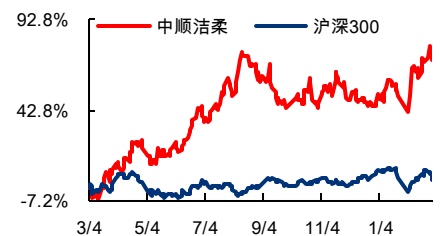
## 发债及交叉持股介绍:

无

## 交易数据

52 周股价区间(元)	15.38-7.99
总市值(亿元)	191.75
流通市值(亿元)	185.34
总股本/流通 A 股(万股)	130,889/126,513
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.3

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

## 研究助理: 王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

## 研究助理: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020 年-2021 年实现营业收入分别为 80.46 亿元、95.92 亿元; 归母净利润分别为 7.68 亿元和 9.17 亿元; EPS 分别为 0.59 元和 0.70 元, 对应 PE 分别为 25X 和 21X。给予 2020 年 29 倍估值, 对应目标价 17.01 元, 与现股价相比有 16.10% 的上涨空间。考虑近期股价上升已部分反映公司合理估值, 下调评级至“推荐”。

**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
<b>流动资产合计</b>	3014	2157	2638	3265	3883	<b>营业收入</b>	4638	5679	6635	8046	9592
货币资金	1086	415	730	966	1151	<b>营业成本</b>	3019	3744	4070	4983	5994
应收账款	599	738	863	1047	1248	营业税金及附加	39	38	46	56	67
其他应收款	8	9	10	13	15	营业费用	886	1013	1314	1529	1775
预付款项	47	53	57	62	68	管理费用	249	202	305	330	374
存货	547	858	892	1092	1314	财务费用	47	56	27	23	35
其他流动资产	718	81	81	81	81	研发费用	83	108	166	185	221
<b>非流动资产合计</b>	2778	2989	3428	3767	4057	资产减值损失	5.72	27.48	-1.35	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2321	2556	2918	3256	3550	投资净收益	5.78	10.64	0.14	0.00	0.00
无形资产	127	125	172	168	163	加: 其他收益	16.35	7.06	13.00	13.00	13.00
其他非流动资产	24	104	104	104	104	<b>营业利润</b>	414	503	719	953	1140
<b>资产总计</b>	5792	5146	6066	7032	7940	营业外收入	9.67	10.22	7.14	9.01	8.79
<b>流动负债合计</b>	2572	1702	2085	2456	2676	营业外支出	2.77	2.66	2.49	2.64	2.60
短期借款	518	347	216	492	651	<b>利润总额</b>	421	510	724	960	1146
应付账款	586	509	1004	1092	1149	所得税	72	103	117	192	229
预收款项	62	59	59	59	59	<b>净利润</b>	349	407	607	768	917
一年内到期的非流动负债	830	147	147	147	147	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	176	133	69	89	89	归属母公司净利润	349	407	607	768	917
长期借款	150	75	25	45	45	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	2748	1835	2154	2545	2765	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	21.76%	22.43%	16.84%	21.27%	19.21%
实收资本(或股本)	757	1287	1309	1309	1309	营业利润增长	27.85%	21.35%	43.06%	32.49%	19.56%
资本公积	1133	609	609	609	609	归属于母公司净利润增长	49.26%	26.37%	49.26%	26.37%	19.41%
未分配利润	1162	1491	1929	2483	3144	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	3044	3311	3912	4488	5175	毛利率(%)	34.92%	34.07%	38.65%	38.07%	37.51%
<b>负债和所有者权益</b>	5792	5146	6066	7032	7940	净利率(%)	7.53%	7.17%	9.16%	9.54%	9.56%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	6.03%	7.91%	10.02%	10.92%	11.55%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.47%	12.29%	15.53%	17.11%	17.71%
<b>经营活动现金流</b>	585	437	1200	775	910	<b>偿债能力</b>					
净利润	349	407	607	768	917	资产负债率(%)	47%	36%	36%	36%	35%
折旧摊销	293.66	339.77	0.00	276.29	325.61	流动比率	1.17	1.27	1.27	1.33	1.45
财务费用	47	56	27	23	35	速动比率	0.96	0.76	0.84	0.88	0.96
应收账款减少	0	0	-125	-184	-201	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.90	1.04	1.18	1.23	1.28
<b>投资活动现金流</b>	-983	88	-669	-620	-620	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	8.77	7.68	8.56
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	6	11	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.32	0.46	0.59	0.70
<b>筹资活动现金流</b>	550	-1238	-216	81	-105	每股净现金流(最新摊薄)	0.20	-0.55	0.24	0.18	0.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.02	2.57	2.99	3.43	3.95
长期借款增加	0	0	-50	20	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	252	529	22	0	0	P/E	31.17	45.78	31.57	24.98	20.92
资本公积增加	-229	-523	0	0	0	P/B	3.65	5.69	4.90	4.27	3.71
<b>现金净增加额</b>	153	-713	315	236	185	EV/EBITDA	15.25	21.15	19.26	15.03	12.54

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	中顺洁柔（002511）：低浆价下业绩释放，看好双品牌协同拓展市场	2019-10-24
公司报告	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	2019-08-08
行业深度报告	需求持续增长，龙头企业跑马圈地——生活用纸行业深度报告	2019-12-27

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

## 研究助理简介

### 王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019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。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526