

中顺洁柔 (002511)

证券研究报告

2021年01月14日

拟投资 25.5 亿元，新建 40 万吨高档生活用纸项目

公司拟在江苏宿迁新建 40 万吨高档生活用纸项目，项目总规划 40 万吨产能，总投资额约 25.5 亿元人民币。公司计划第一期拟以自有资金投资约 6 亿元，实现年产约 10 万吨高档生活用纸。建成达产后预计可实现年销售收入约 12 亿元人民币，利润约 1 亿元，税后投资回收期约 7 年（含建设期）。后续三期则每期规划产能 10 万吨，将参照华东区域市场产需变化而择机启动建设。

全国产能布局进一步完善，新产能可满足华东及周边市场需求。华东是国内生活用纸最大的市场，公司此次新建产能将增强议价能力、降低成本，同时提升在该区域的市场份额。生活用纸单品体积大、单位价值低、运输半径小的特性，使得企业在全国性扩张过程中，需配套全国性生产基地，以及时响应地方销售需求。随着公司销售规模不断扩大，对产能的要求逐步提升，此前公司依托下全资子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成华东、华南、华西、华北和华中中的生产布局。此次布局江苏，将进一步加强华东地区的渠道拓展，助推公司业绩增长。

因近期原材料浆价提升，当前整个生活纸行业处于提价通道。根据卓创资讯，近期进口针叶浆/阔叶浆周度均价 5775 元/4326 元每吨，较 20 年 8 月 22 日的 4463 元/3567 元每吨分别提价 1312 元/759 元每吨。伴随近期木浆价格上行，部分纸企执行涨价函内容，生活用纸价格具备支撑。生活用纸原纸从价格方面看，根据卓创资讯，截至 1 月 7 日，山东地区喷浆木浆大轴厂提未税主流成交价 6025 元/吨，环比上周走高 225 元/吨，涨幅 3.88%；河北地区喷浆木浆大轴厂提未税主流成交 6000 元/吨，环比走高 150 元/吨，涨幅 2.56%，行业整体处于提价通道。

公司作为行业龙头将从两方面受益，市场份额或进一步提升，行业往有利于龙头企业提升份额、更加良性竞争的方向发展：（1）木浆价格低位时大批量采购以锁定成本，根据公司三季报，截至 2020 年三季报末，公司存货为 17.58 亿元，创历年新高，较 19 年末增长 7.72 亿元，增长 78.27%，主要是原材料库存增加所致，20Q3 主要进口原材料针叶浆、阔叶浆价格均处于低位，公司在木浆价格低位下积极囤浆锁定成本；（2）涨价通道中大厂议价力更强，整体吨利水平或有望持续扩大。

盈利预测与估值：公司产品高端化/差异化和渠道管理优势突出，多方面拓展未来增长空间，个护产品陆续上线，“太阳”品牌或为公司第二增长曲线，预计公司 2021/2022 年归母净利分别为 12.0 亿/14.5 亿元，同比分别增长 19.87%/20.82%，对应 PE 分别为 28X/23X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，回购方案无法或部分实施风险，汇率波动，行业竞争加剧，新品拓展不及预期，项目审批、建设施工尚存不确定性等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,678.52	6,634.91	7,603.87	9,140.89	10,812.84
增长率(%)	22.43	16.84	14.60	20.21	18.29
EBITDA(百万元)	882.80	1,203.70	1,328.54	1,552.82	1,865.72
净利润(百万元)	406.99	603.83	1,003.01	1,202.34	1,452.62
增长率(%)	16.60	48.36	66.11	19.87	20.82
EPS(元/股)	0.31	0.46	0.76	0.92	1.11
市盈率(P/E)	81.67	55.05	33.14	27.64	22.88
市净率(P/B)	10.04	8.15	6.60	5.46	4.54
市销率(P/S)	5.85	5.01	4.37	3.64	3.07
EV/EBITDA	12.37	13.13	24.11	19.41	15.75

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.34 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,311.70
流通 A 股股本(百万股)	1,277.90
A 股总市值(百万元)	33,238.45
流通 A 股市值(百万元)	32,382.04
每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	33.41
一年内最高/最低(元)	27.15/11.65

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

刘佳昆 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080004
liujiakun@tfzq.com

尉鹏洁 联系人
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中顺洁柔-公司点评:拟回购股份用于员工激励,彰显公司未来发展信心》2021-01-07
- 《中顺洁柔-季报点评:前三季度利润如期高增长,看好全年业绩表现》2020-10-31
- 《中顺洁柔-公司点评:前三季度业绩预增 50%-70%,看好全年业绩表现》2020-10-12

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	415.03	703.75	1,591.61	3,581.56	4,963.61
应收票据及应收账款	741.07	808.07	1,014.21	643.55	1,317.43
预付账款	52.92	14.88	91.12	29.56	108.70
存货	857.56	986.41	652.13	1,497.76	1,000.64
其他	90.30	230.88	355.01	226.72	277.89
流动资产合计	2,156.87	2,743.99	3,704.08	5,979.15	7,668.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,555.60	2,921.39	2,837.59	2,764.28	2,684.27
在建工程	113.66	55.73	69.44	89.66	83.80
无形资产	125.03	168.73	162.68	156.62	150.57
其他	194.74	136.43	161.74	166.20	151.39
非流动资产合计	2,989.04	3,282.29	3,231.45	3,176.77	3,070.03
资产总计	5,145.91	6,026.27	6,935.53	9,155.91	10,738.29
短期借款	347.18	14.72	70.37	159.16	358.16
应付票据及应付账款	577.36	780.87	573.15	1,131.94	962.99
其他	776.98	1,018.80	1,049.45	1,383.86	1,292.82
流动负债合计	1,701.51	1,814.38	1,692.97	2,674.95	2,613.97
长期借款	74.60	22.50	140.75	318.32	716.31
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	58.56	112.38	65.48	78.81	85.56
非流动负债合计	133.16	134.88	206.23	397.13	801.87
负债合计	1,834.67	1,949.27	1,899.20	3,072.08	3,415.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,286.69	1,308.89	1,311.70	1,311.70	1,311.70
资本公积	609.40	760.73	760.73	760.73	760.73
留存收益	2,147.47	2,872.91	3,724.63	4,772.13	6,010.75
其他	(732.32)	(865.52)	(760.73)	(760.73)	(760.73)
股东权益合计	3,311.24	4,077.00	5,036.33	6,083.83	7,322.45
负债和股东权益总计	5,145.91	6,026.27	6,935.53	9,155.91	10,738.29

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	406.99	603.83	1,003.01	1,202.34	1,452.62
折旧摊销	218.54	262.57	136.15	139.14	141.93
财务费用	42.59	12.78	0.09	3.98	18.72
投资损失	(10.64)	(0.33)	(0.33)	(0.33)	(0.33)
营运资金变动	330.89	472.21	(625.59)	781.44	(553.79)
其它	(551.12)	9.33	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	437.25	1,360.37	513.32	2,126.56	1,059.14
资本支出	334.26	559.44	106.90	66.68	43.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(245.92)	(1,288.01)	(166.57)	(146.34)	(92.92)
投资活动现金流	88.34	(728.57)	(59.67)	(79.67)	(49.67)
债权融资	568.88	69.62	547.60	649.47	1,254.76
股权融资	(118.97)	171.10	108.44	(3.05)	(17.79)
其他	(1,688.22)	(568.33)	(221.83)	(703.36)	(864.39)
筹资活动现金流	(1,238.31)	(327.62)	434.20	(56.94)	372.57
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(712.72)	304.19	887.86	1,989.95	1,382.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,678.52	6,634.91	7,603.87	9,140.89	10,812.84
营业成本	3,744.11	4,005.42	4,251.48	5,282.75	6,410.81
营业税金及附加	38.09	42.82	54.69	62.02	73.64
营业费用	1,013.01	1,369.55	1,520.77	1,800.76	1,946.31
管理费用	202.13	294.52	361.94	402.20	486.58
研发费用	107.53	176.37	212.91	173.68	173.01
财务费用	55.84	21.48	0.09	3.98	18.72
资产减值损失	27.48	(19.05)	10.01	6.15	(0.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.64	0.33	0.33	0.33	0.33
其他	(23.22)	24.01	(0.67)	(0.67)	(0.67)
营业利润	502.90	719.47	1,192.30	1,409.71	1,705.07
营业外收入	10.22	5.85	8.58	8.22	7.55
营业外支出	2.66	4.32	3.25	3.41	3.66
利润总额	510.46	721.00	1,197.63	1,414.51	1,708.96
所得税	103.47	117.17	194.62	212.18	256.34
净利润	406.99	603.83	1,003.01	1,202.34	1,452.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	406.99	603.83	1,003.01	1,202.34	1,452.62
每股收益(元)	0.31	0.46	0.76	0.92	1.11

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.43%	16.84%	14.60%	20.21%	18.29%
营业利润	21.35%	43.06%	65.72%	18.23%	20.95%
归属于母公司净利润	16.60%	48.36%	66.11%	19.87%	20.82%
获利能力					
毛利率	34.07%	39.63%	44.09%	42.21%	40.71%
净利率	7.17%	9.10%	13.19%	13.15%	13.43%
ROE	12.29%	14.81%	19.92%	19.76%	19.84%
ROIC	13.40%	18.97%	30.20%	31.37%	49.08%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	35.65%	32.35%	27.38%	33.55%	31.81%
净负债率	4.65%	-15.55%	-20.73%	-48.19%	-50.65%
流动比率	1.27	1.51	2.19	2.24	2.93
速动比率	0.76	0.97	1.80	1.68	2.55

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	8.42	8.57	8.35	11.03	11.03
存货周转率	8.09	7.20	9.28	8.50	8.66
总资产周转率	1.04	1.19	1.17	1.14	1.09

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.31	0.46	0.76	0.92	1.11
每股经营现金流	0.33	1.04	0.39	1.62	0.81
每股净资产	2.52	3.11	3.84	4.64	5.58

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	81.67	55.05	33.14	27.64	22.88
市净率	10.04	8.15	6.60	5.46	4.54
EV/EBITDA	12.37	13.13	24.11	19.41	15.75
EV/EBIT	16.44	16.77	26.86	21.32	17.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com