

2021年02月28日

中顺洁柔 (002511.SZ)

消费复苏销量高增，低价囤浆锁定成本

■业绩快报：公司预计2020年实现收入78.50亿元，YoY+18.31%；归母净利润9.05亿元，YoY+49.82%。单四季度公司预计实现收入22.95亿元，YoY+26.43%；归母净利润2.33亿元，YoY+40.33%。收入增速符合市场预期，达到公司激励目标。业绩增速略低于市场预期，我们判断四季度促销活动多发，此外营业外项目影响较大，预计全年营业利润11.00亿元，YoY+52.91%，单四季度营业利润2.81亿元，YoY+50.60%。

■单四季度收入快速增长，销量增长是主要贡献力量：2020年生活用纸纸企加大促销力度，随着消费复苏趋势不断推进，我们判断公司全年销量实现快速增长。四季度公司收入YoY+26.43%，环比显著提升(Q1-3分别为8.46%、19.21%、17.70%)。我们判断主要受益于：1) 四季度为生活用纸消费旺季，根据卓创资讯，12月份浙江、河北、陕西的纸企连发涨价函，吨纸普涨200-300元，消费者囤货积极性较高；2) 四季度电商购物节频出，电商渠道收入快速提升，根据天猫监测数据，2020Q4洁柔线上销售额YoY+32.2%（行业销售额YoY+13.4%）。

■Q4电商促销活动较多，我们判断相关销售费用率维持在较高水平：四季度“双11”、“双12”等电商购物节频发，各生活用纸品牌大力投入促销抢占市场份额，有望延续前三季度销售费用高投入情形。

■木浆低价红利逐步消退，行业格局有望进一步改善，公司提前锁定盈利：疫情期间全球部分浆厂关停，随着需求的不断复苏，行业内供需缺口逐步形成并扩大，带动浆价提升。我们判断在浆价持续提升的情况下，小型纸企议价权较弱，不具备规模优势，可能选择退出竞争，龙头份额趋于集中；洁柔积极囤积低价浆，提前锁定2021年盈利空间。

■投资建议：公司作为生活用纸龙头企业，高毛利产品占比提升，弱势区域不断改善，管理机制持续完善，具有较好的成长性。预计公司2021年~2022年的EPS分别为0.81/0.91元，维持买入-A投资评级。

■风险提示：市场开拓不及预期，浆价超预期，消费复苏不及预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	5,678.5	6,634.9	7,850.1	9,094.3	10,359.0
净利润	407.0	603.8	904.5	1,062.5	1,188.1
每股收益(元)	0.31	0.46	0.69	0.81	0.91
每股净资产(元)	2.52	3.11	3.77	4.46	5.24

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	68.7	46.3	30.9	26.3	23.5
市净率(倍)	8.4	6.9	5.7	4.8	4.1
净利润率	7.2%	9.1%	11.5%	11.7%	11.5%
净资产收益率	12.3%	14.8%	18.3%	18.2%	17.3%
股息收益率	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
ROIC	13.4%	19.0%	29.2%	27.7%	35.3%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：27.62元

股价(2021-02-26) 21.33元

交易数据

总市值(百万元)	27,978.54
流通市值(百万元)	27,257.65
总股本(百万股)	1,311.70
流通股本(百万股)	1,277.90
12个月价格区间	14.52/26.88元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.02	-3.63	11.34
绝对收益	-11.24	4.92	39.2

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

张立聪

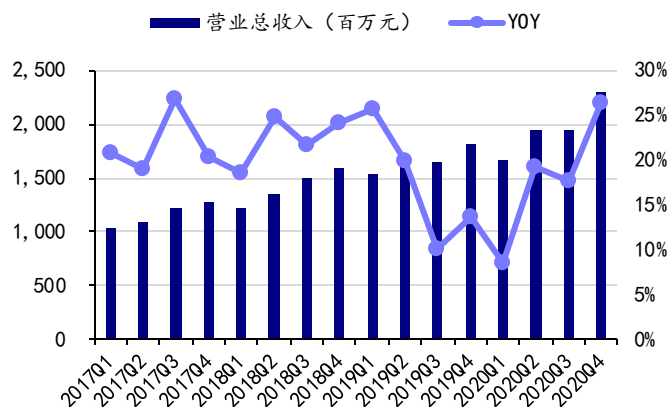
分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

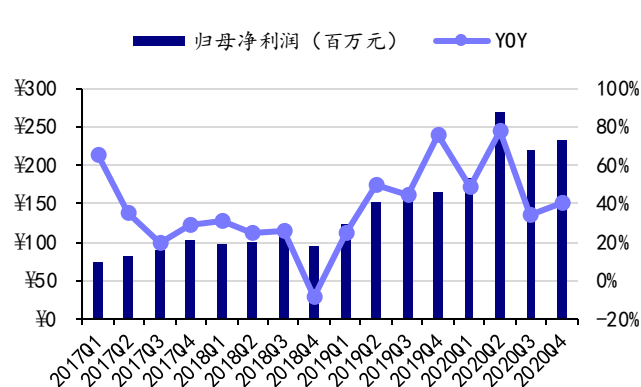
- 中顺洁柔：拟建40万吨产能，规模有望跻身一线/雷慧华 2021-01-14
- 中顺洁柔：回购彰显信心，浆价反弹龙头抗风险优势更明显/雷慧华 2021-01-06
- 中顺洁柔：收入稳中有升，盈利水平保持高位/雷慧华 2020-10-30
- 中顺洁柔：延续高增趋势，人民币升值盈利弹性进一步释放/雷慧华 2020-10-12
- 中顺洁柔：收入增长稳步加速，盈利能力屡创新高(更正)/雷慧华 2020-08-07

图 1：中顺洁柔收入



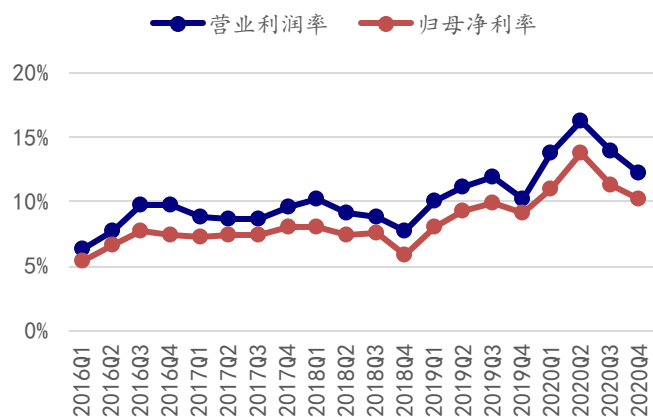
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：中顺洁柔归母净利润



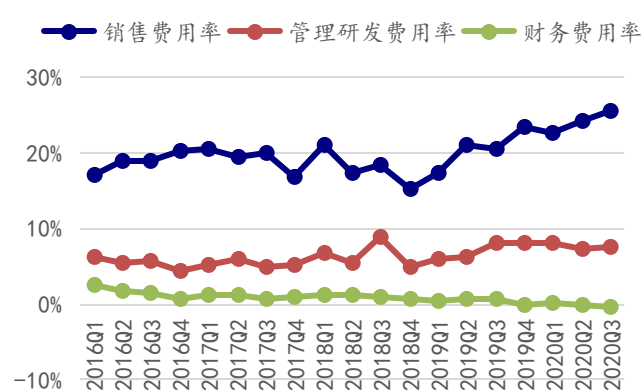
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：中顺洁柔利润率



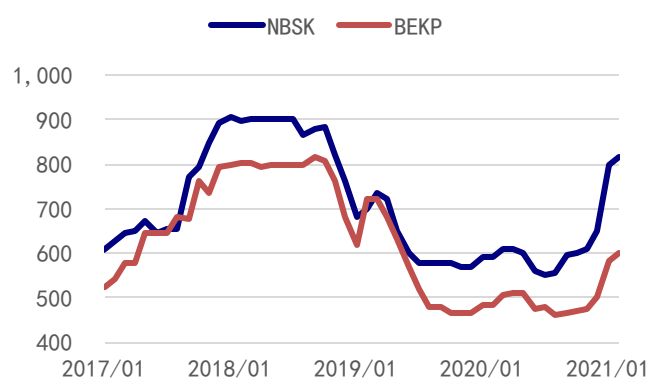
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：中顺洁柔费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：外盘浆价（美元/吨）



资料来源：卓创，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,678.5	6,634.9	7,850.1	9,094.3	10,359.0	成长性					
减:营业成本	3,744.1	4,005.4	4,171.1	5,075.2	5,824.3	营业收入增长率	22.4%	16.8%	18.3%	15.8%	13.9%
营业税费	38.1	42.8	55.0	63.7	72.5	营业利润增长率	21.4%	43.1%	48.9%	17.4%	12.6%
销售费用	1,013.0	1,369.6	1,927.2	2,018.9	2,279.0	净利润增长率	16.6%	48.4%	49.8%	17.5%	11.8%
管理费用	202.1	294.5	549.5	591.1	667.0	EBITDA 增长率	43.0%	36.4%	17.5%	15.0%	11.1%
财务费用	55.8	21.5	78.5	90.9	103.6	EBIT 增长率	48.9%	41.8%	22.1%	17.3%	12.7%
资产减值损失	27.5	-19.1	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	16.6%	39.3%	55.5%	17.6%	12.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.6%	1.1%	24.0%	-12.2%	9.8%
投资和汇兑收益	10.6	0.3	4.7	5.4	5.2	净资产增长率	8.8%	23.1%	21.2%	18.2%	17.5%
营业利润	502.9	719.5	1,071.4	1,257.8	1,415.8	利润率					
加:营业外净收支	7.6	1.5	6.7	5.7	5.4	毛利率	34.1%	39.6%	46.9%	44.2%	43.8%
利润总额	510.5	721.0	1,078.1	1,263.4	1,421.2	营业利润率	8.9%	10.8%	13.6%	13.8%	13.7%
减:所得税	103.5	117.2	173.6	200.9	233.1	净利润率	7.2%	9.1%	11.5%	11.7%	11.5%
净利润	407.0	603.8	904.5	1,062.5	1,188.1	EBITDA/营业收入	15.5%	18.1%	18.0%	17.9%	17.4%
						EBIT/营业收入	11.7%	14.2%	14.6%	14.8%	14.7%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	155	149	133	111	92
货币资金	415.0	703.7	1,017.5	2,246.8	2,942.7	流动营业资本周转天数	39	22	31	36	35
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	164	133	138	164	189
应收账款	747.1	816.0	1,029.0	1,103.4	1,319.8	应收账款周转天数	43	42	42	42	42
应收票据	2.8	0.3	12.6	0.4	11.9	存货周转天数	45	50	45	47	48
预付账款	52.9	14.9	44.1	13.6	36.5	总资产周转天数	347	303	288	290	294
存货	857.6	986.4	957.0	1,435.8	1,342.6	投资资本周转天数	209	178	170	152	131
其他流动资产	81.4	222.6	222.6	222.6	222.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.3%	14.8%	18.3%	18.2%	17.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	10.0%	13.9%	13.1%	13.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	13.4%	19.0%	29.2%	27.7%	35.3%
投资性房地产	35.4	36.0	36.0	36.0	36.0	费用率					
固定资产	2,555.6	2,921.4	2,866.0	2,735.8	2,564.6	销售费用率	17.8%	20.6%	24.6%	22.2%	22.0%
在建工程	113.7	55.7	52.9	41.4	30.7	管理费用率	3.6%	4.4%	7.0%	6.5%	6.4%
无形资产	125.0	168.7	162.7	156.6	150.6	财务费用率	1.0%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	159.3	100.4	125.7	130.2	115.4	三费/营业收入	22.4%	25.4%	32.6%	29.7%	29.4%
资产总额	5,145.9	6,026.3	6,526.1	8,122.7	8,773.4	偿债能力					
短期债务	347.2	14.7	-	-	-	资产负债率	35.7%	32.3%	24.3%	28.1%	21.7%
应付账款	957.4	1,213.4	938.5	1,657.3	1,324.8	负债权益比	55.4%	47.8%	32.0%	39.0%	27.8%
应付票据	68.2	202.7	23.2	33.2	31.5	流动比率	1.27	1.51	2.16	2.28	3.23
其他流动负债	328.7	383.6	556.7	511.7	465.4	速动比率	0.76	0.97	1.53	1.63	2.49
长期借款	74.6	22.5	-	-	-	利息保障倍数	11.90	43.86	14.65	14.83	14.67
其他非流动负债	58.6	112.4	65.5	78.8	85.6	分红指标					
负债总额	1,834.7	1,949.3	1,583.9	2,281.1	1,907.2	DPS(元)	0.02	0.07	0.11	0.12	0.12
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	7.3%	16.2%	16.2%	15.4%	13.8%
股本	1,286.7	1,308.9	1,311.0	1,311.0	1,311.0	股息收益率	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
留存收益	2,147.5	2,872.9	3,631.2	4,530.6	5,555.2						
股东权益	3,311.2	4,077.0	4,942.2	5,841.6	6,866.2						
						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	407.0	603.8	904.5	1,062.5	1,188.1	EPS(元)	0.31	0.46	0.69	0.81	0.91
加:折旧和摊销	218.5	262.6	264.4	277.6	288.0	BVPS(元)	2.52	3.11	3.77	4.46	5.24
资产减值准备	27.5	21.8	-	-	-	PE(X)	68.7	46.3	30.9	26.3	23.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	6.9	5.7	4.8	4.1
财务费用	42.6	12.8	78.5	90.9	103.6	P/FCF	-59.7	408.6	73.9	20.0	33.1
投资损失	-10.6	-0.3	-4.7	-5.4	-5.2	P/S	4.9	4.2	3.6	3.1	2.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	12.4	13.1	19.2	15.8	13.9
营运资金的变动	293.6	471.5	-883.8	347.0	-524.7	CAGR(%)	37.7%	25.3%	37.4%	37.7%	25.3%
经营活动产生现金流量	437.3	1,360.4	358.9	1,772.7	1,049.7	PEG	1.8	1.8	0.8	0.7	0.9
投资活动产生现金流量	88.3	-728.6	-195.3	-124.6	-94.8	ROIC/WACC	1.3	1.8	2.8	2.6	3.4
融资活动产生现金流量	-1,238.3	-327.6	150.1	-418.7	-259.1	REP	2.6	2.6	2.4	2.7	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

雷慧华、张立聪声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034