

## 盈利能力提升，Q4 收入端提速

### ——中顺洁柔（002511）2020 年业绩快报点评

买入（维持）

日期：2021 年 03 月 02 日

#### 事件：

2021 年 2 月 26 日，公司发布 2020 年业绩快报。2020 年，公司实现营业收入 78.5 亿元，同比+18.3%；实现归母净利润 9.1 亿元，同比+49.8%。

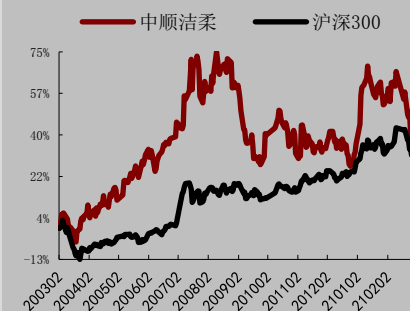
#### 投资要点：

- **业绩符合预期，2020 年实现亮眼增长。**2020 年，公司实现营业收入 78.5 亿元，同比+18.3%；实现归母净利润 9.1 亿元，同比+49.8%。其中，Q4 实现营收 22.9 亿元，同比+26.4%，环比+18.3%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比+40.3%，环比+6.4%。
- **原料价格低位叠加产品结构优化，公司盈利能力大幅提升。**公司 2020 年净利率达到 11.5%，同比提升 2.4pct，主要是由于：1) 原料木浆价格低位降低了公司生产成本，产品毛利率提升；2) 公司持续优化产品结构，Face、Lotion、自然木等高毛利产品占比提升。
- **近期木浆涨价有望带动生活用纸终端提价，公司原料库存充足后续成本无忧。**木浆价格在经历将近两年的低位后，近期有较大幅度的反弹。公司 2020 年通过固木浆等手段来抵御涨价风险，预计未来一年锁定成本低位无忧。而近期木浆的大幅反弹将迫使生活用纸终端提价，未来公司毛利率有望进一步拉升。
- **全国性布局的产能稳步释放，配合渠道销售保收入高增。**2020 年公司在湖北中顺工程一期的产能得到有效释放，未来全国性布局的产能预计将保持每年新增 10 万吨左右的节奏逐步释放。同时，公司 KA、GT、AFH、EC、SC、RC 六大渠道全面发力，尤其是电商渠道飞速扩张，配合产能释放保收入高增。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为生活用纸第一梯队企业，抵御原料涨价的工具充足，周期性不断弱化。未来高毛利产品有望进一步提升，太阳品牌和个护产品打开第二增长曲线，我们预计，公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 50%/26%/24%，对应 PE 分别为 34/27/21 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**汇率大幅波动、产品拓展不及预期、竞争加剧风险。

#### 基础数据

行业	轻工制造
公司网址	
大股东/持股	广东中顺纸业集团有限公司/29.16%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,311.21
流通 A 股(百万股)	1,275.29
收盘价(元)	23.18
总市值(亿元)	303.94
流通 A 股市值(亿元)	295.61

#### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2021 年 03 月 01 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20210116\_公司事项点评\_AAA\_中顺洁柔（002511）公司事项点评  
万联证券研究所 20201030\_中顺洁柔（002511）季报点评报告\_AAA\_盈利能力同比大幅提升，继续看好高端纸品龙头  
万联证券研究所 20201012\_中顺洁柔（002511）三季度业绩预告点评\_AAA\_2020Q1-Q3 业绩预计同增 50%-70%，盈利能力持续优化

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：李滢

电话：15521202580

邮箱：liyings@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,635	7,850	9,452	11,383
增长比率(%)	16.8%	18.3%	20.4%	20.4%
净利润(百万元)	604	905	1,142	1,419
增长比率(%)	48.4%	49.8%	26.2%	24.3%
每股收益(元)	0.46	0.69	0.87	1.08
市盈率(倍)	50.4	33.6	26.6	21.4

数据来源：Wind、万联证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2,744	3,525	4,310	5,663
货币资金	704	1,150	1,523	2,415
应收票据及应收账款	808	970	1,168	1,406
其他应收款	8	10	12	14
预付账款	15	43	51	61
存货	986	1,110	1,303	1,504
其他流动资产	223	243	253	263
<b>非流动资产</b>	3,282	3,695	4,126	4,534
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,921	3,297	3,676	4,047
在建工程	56	46	51	41
无形资产	169	214	259	304
其他长期资产	136	138	140	142
<b>资产总计</b>	6,026	7,220	8,436	10,197
<b>流动负债</b>	1,814	2,244	2,730	3,309
短期借款	15	200	300	400
应付票据及应付账款	781	935	1,093	1,303
预收账款	142	157	199	250
其他流动负债	876	952	1,138	1,356
<b>非流动负债</b>	135	125	112	112
长期借款	23	13	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	112	112	112	112
<b>负债合计</b>	1,949	2,369	2,842	3,422
股本	1,309	1,312	1,312	1,312
资本公积	761	761	529	529
留存收益	2,112	2,883	3,866	5,047
归属母公司股东权益	4,077	4,851	5,593	6,775
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	6,026	7,220	8,436	10,197

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1,360	995	1,289	1,616
净利润	604	905	1,142	1,419
折旧摊销	263	168	168	168
营运资金变动	450	-92	-27	17
其它	44	14	6	12
<b>投资活动现金流</b>	-729	-551	-552	-539
资本支出	-602	-547	-552	-537
投资变动	0	-3	-3	-3
其他	-127	-1	3	1
<b>筹资活动现金流</b>	-328	3	-364	-185
银行借款	300	175	88	100
债券融资	0	0	0	0
股权融资	105	3	0	0
其他	-732	-176	-451	-285
<b>现金净增加额</b>	305	446	373	893
期初现金余额	371	704	1,150	1,523
期末现金余额	676	1,150	1,523	2,415

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6,635	7,850	9,452	11,383
营业成本	4,005	4,266	5,115	6,098
营业税金及附加	43	63	76	91
销售费用	1,370	1,790	2,127	2,561
管理费用	295	408	496	603
研发费用	176	210	255	307
财务费用	21	23	33	39
资产减值损失	-19	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	5	3
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	719	1,104	1,381	1,717
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	4	12	2	2
<b>利润总额</b>	721	1,097	1,384	1,720
所得税	117	192	242	301
<b>净利润</b>	604	905	1,142	1,419
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	604	905	1,142	1,419
EBITDA	1,009	1,281	1,552	1,889
EPS (元)	0.46	0.69	0.87	1.08

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入 (%)	16.8%	18.3%	20.4%	20.4%
营业利润 (%)	43.1%	53.4%	25.1%	24.4%
归属于母公司净利润 (%)	48.4%	49.8%	26.2%	24.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	39.6%	45.7%	45.9%	46.4%
净利率 (%)	9.1%	11.5%	12.1%	12.5%
ROE (%)	14.8%	18.6%	20.4%	20.9%
ROIC (%)	15.1%	18.0%	19.3%	19.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	32.3%	32.8%	33.7%	33.6%
净负债比率 (%)	-15.6%	-18.7%	-21.3%	-29.3%
流动比率	1.51	1.57	1.58	1.71
速动比率	0.93	1.03	1.06	1.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.10	1.09	1.12	1.12
应收账款周转率	8.21	8.11	8.11	8.11
存货周转率	4.06	3.84	3.92	4.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.69	0.87	1.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.04	0.76	0.98	1.23
每股净资产 (最新摊薄)	3.11	3.70	4.26	5.17
<b>估值比率</b>				
P/E	50.35	33.61	26.63	21.42
P/B	7.46	6.27	5.44	4.49
EV/EBITDA	15.80	20.67	16.87	13.44

资料来源: Wind、万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场