

中顺洁柔 (002511)

证券研究报告

2019年02月28日

四季度汇率浆价拐点确立，19年预计逐季向上

公司18年实现营业总收入56.79亿元，同增22.4%；实现归母净利润4.04亿元，同增15.9%。18Q4单季度实现营业总收入15.98亿元，同增24.2%；实现归母净利润0.92亿元，同比下降10.6%。收入完全符合预期，归母净利润略低于市场预期。

公司18年全年业绩符合三季报披露预期范围。公司三季报披露18年全年净利润增长区间为15%~30%，公司18年收入业绩增长稳定主要依托新建产能释放、渠道布局进一步完善以及产品结构优化。1) 产能方面，18年公司唐山(2.5万吨)和云浮二期(12万吨)项目建设完工，带来新增产能共14.5万吨，公司总产能增加至65万吨，以支持销量的增长。全国化布局进一步完善，加强对华北和华南地区的控制，运输费用有望下降。2) 渠道方面，销售团队加强KA、GT、AFH、EC四大渠道的建设，并加快网络平台布局。通过全方位渠道搭建，进一步增强消费者对公司产品的可获得性。3) 产品方面，18年开发新品棉花柔巾，并优化产品结构，提升高端、高毛利产品占比，预计主打的Face+Lotion+自然木产品收入占比约65%。

18Q4人民币贬值与浆价最高点承压，19Q1人民币升值与外盘浆下跌确立拐点。原材料外盘木浆价格经历18上半年上涨，自18年8月开始回落，18Q3外盘针叶浆/阔叶浆分别环比回落2.6%/0.6%，18Q4继续环比下降4.3%/2.8%。但考虑到汇率因素，人民币自18年7月开始持续贬值，18Q3和Q4人民币兑美元中间价达到最高点，分别为6.80/6.92，分别环比上升6.6%/1.8%。由于公司有一个季度木浆库存，18Q3浆价和汇率对Q4产生影响，预计单四季度木浆成本环比仍提升。由于18Q4浆价开始回落，人民币贬值幅度有所收窄；同时19Q1木浆价格延续下降趋势，人民币开始升值，已较18Q4下降2.9%至6.72，预计19年成本端压力将有所缓解。

加速个护产品布局，渠道管理布局优化升级。产品方面，2018年新推出棉花柔巾，进军美妆和母婴棉柔巾新市场，并加快个人护理卫生巾等新品类开发。根据公司近日公告，公司完成工商登记变更，经营范围新增卫生用品、化妆品、无纺布制品、日用百货；子公司经营范围新增研发、生产和销售湿巾、卫生巾/裤型卫生巾、护垫、成人纸尿裤、美妆/卸妆棉片等个人护理产品。预计公司19年将加速研发和布局个人护理产品，将有望带来收入增量空间。渠道方面，加速空白区域覆盖，四大渠道共同发力构建全面销售网络，将助力产能向销量的顺利转换。公司加大经销商网点开拓，经销网络覆盖全国1200个城市，并继续加大经销商引导和一对一帮扶力度，推进渠道下沉“扫除”空白区域；重点卖场转由直营，电商、商销持续加大开发力度。

生活用纸行业需求稳步增长，产能供给放缓。国内生活用纸市场规模近千亿级，2017年约达1100亿元。但人均消费量却不足发达国家的一半。2017年国内生活用纸人均消费量仅6.3kg/年，而2015年欧美日等发达国家人均用纸消费量均超过15kg/年。国内生活用纸人均量有待提升，存在翻倍的空间。生活用纸为日常消费必需品，抵抗经济周期波动能力强。近年生活用纸消费量增长平稳，2012~2017年生活用纸产量/消费量CAGR分别为5.3%/5.0%。浆价大幅上涨，环保督查趋严，加速行业洗牌淘汰中小企业。2017年生活用纸总产能1300万吨，净增约135万吨产能。受环保限制生活用纸准入门槛抬升，未来产能和市场将继续向头部企业集中。根据我们统计，预计18/19年均净增55万吨产能。则18/19年新增产能同比增长4.2%/4.1%，未来增速将有较大幅度放缓。

公司依托产品高端化/差异化和渠道管理优势，持续增长动能清晰；原材料压力有效缓解，销量增长稳健，维持“买入”评级。根据公司18年业绩预告，我们下调盈利预测，预计18-20年净利分别为4.04/5.06/6.11亿元(前值：4.47/5.46/6.80亿元)，同比15.9%/25.0%/20.7%，对应PE 25.6X/20.5X/16.9X。

风险提示：原材料价格波动，渠道开拓不及预期，新品销售不及预期

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	8.04元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,286.69
流通A股股本(百万股)	1,257.49
A股总市值(百万元)	10,345.01
流通A股市值(百万元)	10,110.18
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	38.54
一年内最高/最低(元)	16.10/6.72

作者

范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com
李杨	分析师
SAC执业证书编号：S1110518110004	liyong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中顺洁柔-公司深度研究:藏器于身, 赴机在速!》2018-12-22
- 《中顺洁柔-公司点评:回购完成用于新一轮员工持股计划, 公司激励充足有利长期增长》2018-12-07
- 《中顺洁柔-季报点评:三季度短期成本端承压, 渠道产能扩张助推内生性增长》2018-10-29



财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,809.35	4,638.35	5,678.53	6,832.03	8,142.42
增长率(%)	28.74	21.76	22.43	20.31	19.18
EBITDA(百万元)	548.52	617.31	709.37	839.64	984.58
净利润(百万元)	260.42	349.07	404.45	505.73	610.59
增长率(%)	195.27	34.04	15.87	25.04	20.73
EPS(元/股)	0.20	0.27	0.31	0.39	0.47
市盈率(P/E)	39.72	29.64	25.58	20.46	16.94
市净率(P/B)	3.84	3.40	2.63	2.39	2.15
市销率(P/S)	2.72	2.23	1.82	1.51	1.27
EV/EBITDA	17.94	20.43	13.41	10.38	8.67

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	959.28	1,085.72	1,747.41	3,151.63	2,768.43
应收账款	547.38	606.91	806.24	893.97	1,132.34
预付账款	47.21	46.95	51.55	72.11	77.90
存货	421.19	546.94	642.97	768.55	912.75
其他	98.98	727.65	367.15	394.02	502.53
流动资产合计	2,074.04	3,014.17	3,615.31	5,280.27	5,393.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,176.86	2,321.22	2,232.71	2,109.06	1,964.32
在建工程	8.49	197.63	118.58	71.15	42.69
无形资产	137.91	126.61	122.68	118.74	114.80
其他	115.16	132.22	115.10	125.57	124.18
非流动资产合计	2,438.42	2,777.68	2,589.07	2,424.52	2,245.99
资产总计	4,512.46	5,791.85	6,204.38	7,704.79	7,639.93
短期借款	30.00	518.38	0.00	650.00	80.00
应付账款	700.15	1,009.51	1,002.92	1,444.36	1,464.85
其他	233.05	1,044.50	537.52	641.26	772.94
流动负债合计	963.20	2,572.39	1,540.45	2,735.62	2,317.78
长期借款	0.00	150.00	150.00	150.00	150.00
应付债券	828.60	0.00	551.98	460.19	337.39
其他	24.28	25.51	25.30	25.03	25.28
非流动负债合计	852.88	175.51	727.29	635.22	512.67
负债合计	1,816.08	2,747.90	2,267.73	3,370.84	2,830.46
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	505.26	757.46	1,286.69	1,286.69	1,286.69
资本公积	1,361.85	1,132.70	1,132.70	1,132.70	1,132.70
留存收益	2,269.98	2,339.42	2,649.96	3,047.26	3,522.79
其他	(1,440.71)	(1,185.63)	(1,132.70)	(1,132.70)	(1,132.70)
股东权益合计	2,696.39	3,043.94	3,936.65	4,333.95	4,809.48
负债和股东权益总	4,512.46	5,791.85	6,204.38	7,704.79	7,639.93

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	260.42	349.07	404.45	505.73	610.59
折旧摊销	165.30	171.23	171.50	175.02	177.13
财务费用	47.28	69.21	44.14	43.19	43.79
投资损失	(1.93)	(5.78)	(12.00)	(11.30)	(10.00)
营运资金变动	477.81	(630.58)	68.94	213.96	(471.60)
其它	(20.00)	632.29	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	928.87	585.44	677.04	926.60	349.91
资本支出	50.86	492.13	0.21	0.27	(0.25)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(181.58)	(1,474.94)	11.78	11.03	10.25
投资活动现金流	(130.72)	(982.81)	11.99	11.30	10.00
债权融资	858.60	1,498.30	1,027.82	1,645.45	1,081.06
股权融资	(31.09)	4.14	538.96	(41.93)	(42.42)
其他	(1,289.97)	(952.20)	(1,594.12)	(1,137.19)	(1,781.77)
筹资活动现金流	(462.46)	550.24	(27.34)	466.32	(743.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	335.69	152.86	661.69	1,404.22	(383.21)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,809.35	4,638.35	5,678.53	6,832.03	8,142.42
营业成本	2,441.19	3,018.61	3,710.11	4,401.10	5,242.27
营业税金及附加	34.51	39.04	47.80	57.51	68.54
营业费用	721.19	886.08	1,064.72	1,274.86	1,519.37
管理费用	205.15	248.52	318.00	440.25	494.78
财务费用	59.19	46.75	44.14	43.19	43.79
资产减值损失	25.91	5.72	12.02	5.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.93	5.78	12.00	11.30	10.00
其他	(3.86)	(26.57)	(24.00)	(22.60)	(20.00)
营业利润	324.13	414.42	493.73	621.43	763.66
营业外收入	12.74	9.67	14.60	13.50	12.00
营业外支出	2.05	2.77	2.77	2.77	2.77
利润总额	334.82	421.32	505.57	632.16	772.89
所得税	74.40	72.25	101.11	126.43	162.31
净利润	260.42	349.07	404.45	505.73	610.59
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	260.42	349.07	404.45	505.73	610.59
每股收益(元)	0.20	0.27	0.31	0.39	0.47

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.74%	21.76%	22.43%	20.31%	19.18%
营业利润	224.51%	27.85%	19.14%	25.86%	22.89%
归属于母公司净利润	195.27%	34.04%	15.87%	25.04%	20.73%
获利能力					
毛利率	35.92%	34.92%	34.66%	35.58%	35.62%
净利率	6.84%	7.53%	7.12%	7.40%	7.50%
ROE	9.66%	11.47%	10.27%	11.67%	12.70%
ROIC	9.73%	15.40%	12.94%	17.14%	23.61%
偿债能力					
资产负债率	40.25%	47.44%	36.55%	43.75%	37.05%
净负债率	1.10%	-0.06%	4.16%	-11.71%	-29.65%
流动比率	2.15	1.17	2.35	1.93	2.33
速动比率	1.72	0.96	1.93	1.65	1.93
营运能力					
应收账款周转率	7.69	8.04	8.04	8.04	8.04
存货周转率	6.63	9.58	9.54	9.68	9.69
总资产周转率	0.84	0.90	0.95	0.98	1.06
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.27	0.31	0.39	0.47
每股经营现金流	0.72	0.45	0.53	0.72	0.27
每股净资产	2.10	2.37	3.06	3.37	3.74
估值比率					
市盈率	39.72	29.64	25.58	20.46	16.94
市净率	3.84	3.40	2.63	2.39	2.15
EV/EBITDA	17.94	20.43	13.41	10.38	8.67
EV/EBIT	25.67	28.27	17.68	13.11	10.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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