

木浆与汇率暂拖累， 生活纸与护理品双轮驱动

事件

2月27日，中顺洁柔发布2018年业绩快报，公司2018年度实现营业收入56.79亿元，同比增长22.43%；实现归母净利润4.04亿元，同比增长15.87%。

分季度来看，公司2018年Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为12.25、13.61、14.95、15.98亿元，同比分别增长18.65%、24.78%、21.65%、24.21%；归母净利润分别为0.99、1.01、1.13、0.92亿元，同比分别增长30.93%、24.77%、25.31%、-10.53%。公司净利低于我们之前的预期。

简评

1、产能、渠道拓展顺畅，推动业绩稳增长

公司2018年收入稳健主要源于公司年内产能投产放量、渠道稳步扩张。Q4单季来看，前期浆价高位攀升叠加人民币震荡贬值致使业绩有所承压，18Q4归母净利润同比下滑10.53%。2018Q1-Q3公司毛利率为35.28%，受浆价上涨影响同比下降0.48pct，其中Q3单季下降1.9pct至33.18%；汇率方面，2018年人民币兑美元累计贬值5.15%。后市来看，全球纸浆新产能不断投产下预计浆价稳中有降，后期利润弹性和长期成长可期。

产能方面：2017年底，公司云浮12万吨及唐山2.5万吨的高档生活用纸项目逐步建成投产，并于2018年放量。湖北新增高档生活用纸项目基地也于2018年内正式启动建设，一期新增产能10万吨，基本满足华中市场未来销售增长的需求，构筑利润新增长点。此外公司拟投资5亿元于四川基地扩建5万吨高档生活用纸项目，满足西南、西北、云贵市场未来销售增长的需求。公司未来每年新增产能10万吨+，助力公司业绩稳健成长。

渠道方面：2018年度公司KA、GT、AFH、EC四大渠道推进显效，网络平台化布局稳扎稳打。经销商渠道拓网点，直销到县，分销到镇，现有经销商经营能力提升，调结构，提单产。目前公司产品覆盖1200个县区，覆盖国内97%地级市，拥有2100多个经销商，华南、西南、西北市占率第一。

中顺洁柔 (002511)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2019年03月01日

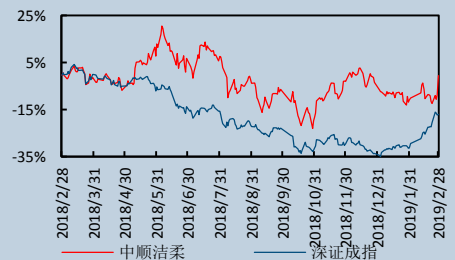
当前股价：8.04元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
3.34/-17.21	-6.18/-24.73	-9.27/5.11	
12月最高/最低价(元)			16.1/6.72
总股本(万股)			128,669.27
流通A股(万股)			125,748.55
总市值(亿元)			103.45
流通市值(亿元)			101.1
近3月日均成交量(万)			1,158.56
主要股东			
广东中顺纸业集团有限公司			29.2%

股价表现



相关研究报告

- 18.12.19 【中信建投造纸II】中顺洁柔(002511): 激励出, 成长稳, 木浆跌, 弹性待
- 18.10.29 【中信建投轻工制造】中顺洁柔(002511):Q3 稳增长进一步验证, 未来浆价如下跌带来业绩弹性
- 18.08.07 中顺洁柔(002511): Q2 收入加快, 盈利维持高位; 新品推, 产能拓, 真成长延续

2、产品结构逐步优化，对冲木浆成本压力

2018 年内木浆价格高位波动，公司通过动态调整定价策略、提升高毛利产品占比、精简费用支出、控制采购节奏等多种途径有效对冲原材料价格上涨影响，维持毛利率总体可控。公司持续加强终端 Face、Lotin、自然木等高毛利产品销售力度，并制定各大渠道的分销标准，7 月推出针对母婴的高端新品“新棉初白”棉花柔巾，产品结构持续优化，中高端占比逐步提升。

3、2018 激励计划出炉，利益绑定增长可期

12 月 18 日晚，公司发布 2018 年股票期权与限制性股票激励计划，其中 **a) 股票期权激励计划** 拟向激励对象共计授予 1959.85 万份股票期权，其中首次授予激励对象总人数为 4101 名，授予 1709.85 万份股票期权，约占激励计划公告时公司股本总额的 1.33%；**b) 限制性股票激励计划** 拟向激励对象共计授予 2521.75 万份限制性股票，其中首次授予激励对象总人数为 671 名，授予 2171.75 万股公司限制性股票，占激励计划公告时公司股本总额的 1.69%。

行权价方面，股票期权首次授予部分的行权价格为每份 8.67 元/股，限制性股票首次授予部分行权价为 4.33 元/股；**考核目标方面**：以 2017 年营业收入为基数，2019/2020/2021 年营业收入增长率分别不低于 41.60%/67.09%/94.03%。公司 2017 年营业收入为 46.38 亿元，对应考核收入目标分别不低于 65.67 亿/77.50 亿/90.00 亿元。

公司此轮激励力度大，覆盖面广，深度覆盖中基层一线业务骨干，有利于调动员工积极性，共谋公司长远发展。股权激励深度绑定上下利益，增强公司内生发展动力，高业绩增长承诺彰显管理层对公司未来成长的坚定信心。

4、小企业出局，看好中顺市占率继续提升

一是环保趋严，排污不达标的小企业被强制退场；二是小品牌研发能力弱、生产效率低、产品质量差，一方面相比大品牌成本控制能力逐步拉开差距，另一方面随消费升级持续，消费者将更多地选择消费品牌生活纸，小品牌将被动离场。看好渠道、产能拓展空间相比同业更广阔、成长潜力更高的中顺洁柔。

业绩对比来看，维达国际 18Q1-Q4 营收增速分别为 11.70%、4.70%、3.00% 及 11.50%，营业利润同比分别 12.97%、44.44%，-50.00%、11.56%，波动较大；而中顺 2018Q1-Q4 营收增速分别为 18.65%、24.78%、21.65%、24.21%；归母净利润增速为 30.93%、24.77%、25.31%、-10.53%；，业绩稳定性较高；**毛利率方面**，2018 年维达综合毛利率为 28.14%，同比下降 1.52pct；中顺 2018Q1-3 综合毛利率为 34.92%，同比下降 0.84pct。

投资建议：

公司对木浆价格判断有着扎实的经验支撑，库存周期把握较好，看好公司后期毛利率修复所带动的利润弹性。我们预计中顺洁柔 2019-2020 年营业收入分别为 67.58、79.74 亿元，同比增长 19.00%、18.00%；净利润分别为 4.85 亿和 5.72 亿元，同比增长 20.00%、18.00%，对应 PE 为 21.34x 和 18.08x，维持“买入”评级。

风险因素：

原材料价格大幅波动；行业竞争大幅加剧。

图表 1：中顺洁柔分季度财务数据（亿元）

单季	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业总收入	10.32	10.91	12.29	12.86	12.25	13.61	14.95	15.98
同比	20.86%	18.91%	26.77%	20.39%	18.65%	24.78%	21.65%	24.21%
归母净利润	0.75	0.81	0.90	1.02	0.99	1.01	1.13	0.92
同比	65.23%	34.65%	19.75%	29.23%	30.93%	24.77%	25.31%	-10.56%
累计	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A
营业总收入	10.32	21.23	33.52	46.38	12.25	25.86	40.81	56.79
同比	20.86%	19.85%	22.30%	21.76%	18.65%	21.80%	21.74%	22.43%
归母净利润	0.75	1.56	2.47	3.49	0.99	2.00	3.13	4.04
同比	65.23%	47.82%	36.15%	34.04%	30.93%	27.73%	26.85%	15.87%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：中顺、恒安、维达营收（亿元 RMB）及增速对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
恒安国际	169.05	188.84	186.63	192.77	198.25	101.37
同比		11.7%	-1.2%	3.3%	2.8%	16.3%
维达国际	53.48	63.02	81.29	107.90	112.75	61.87
同比		17.8%	29.0%	32.7%	4.5%	16.0%
中顺洁柔	25.02	25.22	29.59	38.09	46.38	25.86
同比		0.8%	17.3%	28.7%	21.8%	21.8%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：中顺、恒安、维达归母净利润对比（亿元 RMB）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
恒安国际	29.75	31.01	32.6	35.97	37.94	19.47
同比		4.2%	5.1%	10.3%	5.5%	5.0%
维达国际	4.27	4.68	2.63	5.85	5.19	3.52
同比		9.6%	-43.8%	122.4%	-11.3%	26.6%
中顺洁柔	1.16	0.68	0.88	2.60	3.49	2.00
同比		-41.8%	30.7%	195.3%	34.0%	27.7%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4：中顺、恒安、维达分业务收入对比（亿元 RMB）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
恒安国际-合计	169.05	188.84	186.63	192.77	198.25	101.37

上市公司简评报告

生活用纸	80.23	85.65	90.48	90.66	93.90	50.84
卫生巾	46.96	58.60	64.37	65.69	69.72	32.23
纸尿裤	23.10	24.41	25.51	21.50	19.99	8.11
维达国际-合计	53.48	63.02	81.29	107.90	112.75	61.87
生活用纸		62.08	78.39	89.66	91.18	49.98
护理产品		0.91	2.84	18.19	21.55	11.86
中顺洁柔-合计	25.02	25.22	29.59	38.09	46.38	25.86

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 5: 中顺、恒安、维达分业务毛利率对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
恒安国际-总计	45.1%	46.1%	47.6%	48.8%	46.9%	39.6%
生活用纸	34.1%	34.5%	35.6%	37.9%	32.9%	25.8%
卫生巾	66.3%	68.5%	72.6%	72.6%	72.2%	69.3%
纸尿裤	44.5%	45.3%	49.3%	50.8%	46.9%	39.9%
维达国际-总计	29.0%	30.2%	30.5%	31.7%	29.7%	29.7%
生活用纸			30.7%	32.1%	29.6%	29.4%
护理产品			26.3%	29.7%	29.9%	30.8%
中顺洁柔-总计	30.3%	30.0%	32.0%	35.9%	34.9%	36.5%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

报告贡献人

罗乾生：中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859