

盈利能力同比大幅提升，继续看好高端纸品龙头

——中顺洁柔（002511）季报点评报告

买入（维持）

日期：2020年10月29日

事件：2020年10月29日，公司发布2020年三季报。2020Q1-Q3，公司实现营收55.55亿元（同比+15.26%），归母净利润6.72亿元（同比+53.42%），扣非归母净利润6.62亿元（同比+55.28%）。

投资要点：

- **Q3盈利能力同比大幅提升，销售费用率显著提高。**2020Q3，公司实现营收19.39亿元（同比+17.7%，环比-0.32%），归母净利润2.19亿元（同比+34.41%，环比-18.67%）。Q3实现毛利率46.70%（同比+5.3pct，环比-1.2pct），净利率11.29%（同比+1.4pct，环比-2.6pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为25.5%/5.1%/2.4%/-0.5%（同比+5.0pct/+0.3pct/-0.9pct/-1.2pct）。我们认为，在木浆价格Q3仍处低位的情况下，公司毛利率环比下滑的同时销售费用率大幅提升可能与Q3生活用纸行业竞争加剧、公司产品单价下调有关，但得益于公司产品结构的持续优化以及木浆低位带来的成本红利，公司的毛利率同比依然实现较大的增幅，并且即便是产品单价在Q3有所下调，也是在此前高位的基础上进行的，可调节的空间大，抵御竞争风险的能力强。
- **国外木浆价格反弹乏力，未来一段时间内成本红利确定。**公司所用的木浆源于国外进口，目前浆价仍在低位震荡，加之近期人民币升值，木浆采购成本还在下行。海外疫情反复导致下游需求疲软，木浆价格反弹缺乏动力。并且公司也在低位囤木浆（截止2020Q3，公司存货为17.6亿元，较2019年末增长78.3%），未来一定程度地抵御涨价风险。
- **深耕生活用纸的同时进军个护领域，产能稳步释放配合渠道销售保收入高增。**截止2020Q3，公司生活用纸收入占比97.7%，个护占比1.9%，我们判断，受益于疫情后人们卫生意识的提高，公司生活用纸、湿巾、卫生巾等品类的销售将维持较快的增长。产能按每年新增10万吨左右的节奏稳步释放，同时六大渠道全面发力，收入有望维持高增。
- **盈利预测与投资建议：继续看好公司的品牌力、产品结构的优化以及对渠道的把控能力，**预计公司2020-2022年归母净利润增速分别为52%/25%/24%；对应PE分别为31/24/20倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**疫情反复风险、存货跌价损失风险、行业竞争加剧风险。

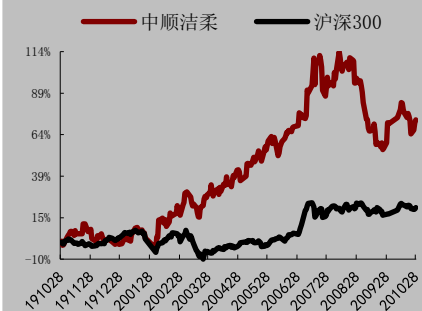
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,635	7,980	9,531	11,476
增长比率(%)	16.8%	20.3%	19.4%	20.4%
净利润(百万元)	604	920	1,153	1,435
增长比率(%)	48.4%	52.3%	25.4%	24.4%
每股收益(元)	0.46	0.70	0.88	1.09
市盈率(倍)	46.6	30.6	24.4	19.6

数据来源：WIND，万联证券研究所

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)	1,310.67
流通A股(百万股)	1,274.10
收盘价(元)	21.76
总市值(亿元)	285.20
流通A股市值(亿元)	277.24

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：2020年10月28日

相关研究

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
万联证券研究所 20200806_中顺洁柔（002511）2020年半年报点评_AAA_业绩表现亮眼，产品结构持续优化推高盈利水平
万联证券研究所 20200713_公司半年报点评_AAA_中顺洁柔（002511）半年度业绩预告点评

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：liying1@wlzq.com.cn

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,744	3,572	4,585	5,958
货币资金	704	1,155	1,778	2,686
应收票据及应收账款	808	986	1,178	1,418
其他应收款	8	10	12	14
预付账款	15	44	52	61
存货	986	1,135	1,314	1,516
其他流动资产	223	243	253	263
非流动资产	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
资产总计	6,026	7,267	8,711	10,492
流动负债	1,814	2,287	2,749	3,333
短期借款	15	200	300	400
应付票据及应付账款	781	955	1,102	1,314
预收账款	142	160	200	252
其他流动负债	876	972	1,147	1,367
非流动负债	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
负债合计	1,949	2,412	2,862	3,445
股本	1,309	1,311	1,311	1,311
资本公积	761	761	761	761
留存收益	2,112	2,889	3,883	5,080
归属母公司股东权益	4,077	4,855	5,849	7,047
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	6,026	7,267	8,711	10,492

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,360	1,011	1,298	1,632
净利润	604	920	1,153	1,435
折旧摊销	263	168	168	168
营运资金变动	450	-91	-29	18
其它	44	14	6	12
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-328	-8	-124	-185
银行借款	300	175	88	100
债券融资	0	0	0	0
股权融资	105	2	0	0
其他	-732	-186	-211	-285
现金净增加额	305	451	622	908
期初现金余额	371	704	1,155	1,778
期末现金余额	676	1,155	1,778	2,686

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,635	7,980	9,531	11,476
营业成本	4,005	4,359	5,157	6,148
营业税金及附加	43	64	76	92
销售费用	1,370	1,795	2,144	2,582
管理费用	295	415	500	608
研发费用	176	215	257	310
财务费用	21	23	31	35
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
营业利润	719	1,122	1,395	1,736
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	4	12	2	2
利润总额	721	1,115	1,398	1,739
所得税	117	195	245	304
净利润	604	920	1,153	1,435
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	604	920	1,153	1,435
EBITDA	1,009	1,299	1,564	1,904
EPS (元)	0.46	0.70	0.88	1.09

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入 (%)	16.8%	20.3%	19.4%	20.4%
营业利润 (%)	43.1%	56.0%	24.3%	24.5%
归属于母公司净利润 (%)	48.4%	52.3%	25.4%	24.4%
获利能力				
毛利率 (%)	39.6%	45.4%	45.9%	46.4%
净利率 (%)	9.1%	11.5%	12.1%	12.5%
ROE (%)	14.8%	18.9%	19.7%	20.4%
ROIC (%)	15.1%	18.3%	18.6%	19.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	32.3%	33.2%	32.9%	32.8%
净负债比率 (%)	-15.6%	-18.7%	-24.7%	-32.0%
流动比率	1.51	1.56	1.67	1.79
速动比率	0.93	1.02	1.15	1.30
营运能力				
总资产周转率	1.10	1.10	1.09	1.09
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
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.70	0.88	1.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.04	0.77	0.99	1.25
每股净资产 (最新摊薄)	3.11	3.70	4.46	5.38
估值比率				
P/E	46.65	30.62	24.42	19.63
P/B	6.91	5.80	4.82	4.00
EV/EBITDA	15.80	20.98	17.09	13.61

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