

中顺洁柔 (002511) 2019年三季报点评

业绩符合预期, 拓展太阳品牌竹浆纸发展前景广阔

事项:

❖ 公司公告 2019 年三季报, 2019 年 Q1-Q3 实现营业收入 48.2 亿元, 同比增长 18.11%; 实现归母净利润 4.38 亿元, 同比增长 39.96%; 实现扣非后归母净利润 4.26 亿元, 同比增长 48.58%。2019Q3 实现营业收入 16.47 亿元, 同比增长 10.21%; 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 44.16%; 实现扣非后归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 61.59%, 业绩符合预期。

评论:

❖ **产品结构不断优化, 高端产品发展迅速, 个人护理产品增加亮点:** 公司持续提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的占比, 目前 Face、Lotion、自然木等重点产品的占比超 65%, 营收增速超 30%。此外, 公司 2019 年 6 月份推出个人护理产品, 采用全新品牌“朵蕾蜜 (dolemi)”, 拓宽公司产品线。公司四大渠道 KA/GT/AFH/EC 全面发力, 三季度在木浆价格下跌的背景下面临竞争对手降价, 收入增速有所降低。

❖ **浆价下行释放成本压力, 毛利率显著提升。** 受益于毛利率的改善及费用率的控制, 2019Q1-Q3 净利率提升 1.41pct 至 9.08%。其中 2019Q3 净利率 9.89%, 同比提升 2.33pct, 环比提升 0.61pct。2019Q1-Q3 毛利率提升 3.03pct 至 38.29%, 其中 2019Q3 毛利率 41.37%, 同比提升 8.19pct, 环比增长 2.14pct, 主要系浆价大幅下调所致。2019Q1-Q3 期间费用率提高 1.33pct 至 26.87%; 销售费用率提升 0.78pct 至 19.60%; 管理费用率 6.73%, 同比提升 1.11%; 财务费用率下降 0.57pct 至 0.53%。2019Q3 销售费用率 20.45%, 环比降低 0.52%, 同比提升 2.1%; 管理费用率 8.10%, 同比提升 3.17pct, 环比提升 1.97pct。

❖ **产能布局&产业链条逐渐完善, 员工持股计划再添动力。** 2019 年公司湖北和唐山将分别有 10 万吨和 5 万吨产能投产, 料将有效提升公司华中、华北区域市场份额, 总产能预期将达到 81 万吨。此外, 2019 年 7 月公司拟投资建设 30 万吨竹浆纸一体化项目, 延伸产业链。同时, 公司发布第二期员工持股计划(草案), 资金总额上限为 5,000 万元。由于木浆价格大幅下行, 公司成本控制情况持续向好, 毛利率提升, 我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 6.03、7.38、9.04 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 27、22、18 倍, 维持“强推”评级; 根据公司盈利预测及可比公司市值, 维持目标价 15.31 元, 对应 2019 年 PE 33 倍。

❖ **风险提示:** 宏观下行消费不振, 原材料价格大幅上涨, 汇率大幅波动。

主要财务指标

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万) | 5,679 | 6,815 | 8,042 | 9,579 |
| 同比增速(%) | 22.4% | 20.0% | 18.0% | 19.1% |
| 归母净利润(百万) | 407 | 603 | 738 | 904 |
| 同比增速(%) | 16.6% | 48.1% | 22.5% | 22.5% |
| 每股盈利(元) | 0.31 | 0.46 | 0.57 | 0.69 |
| 市盈率(倍) | 40 | 27 | 22 | 18 |
| 市净率(倍) | 5 | 4 | 4 | 3 |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

强推 (维持)

目标价: 15.31 元

当前价: 12.75 元

华创证券研究所

证券分析师: 郭庆龙

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

执业编号: S0360518100001

证券分析师: 陈梦

电话: 010-66500831

邮箱: chenmeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360518110002

联系人: 葛文欣

电话: 010-63215669

邮箱: gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(万股) | 130,610 |
| 已上市流通股(万股) | 125,812 |
| 总市值(亿元) | 166.53 |
| 流通市值(亿元) | 160.41 |
| 资产负债率(%) | 36.0 |
| 每股净资产(元) | 2.9 |
| 12个月内最高/最低价 | 15.29/6.71 |

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中顺洁柔 (002511) 2019 年一季报点评: 业绩超预期, “产能+渠道” 双轮驱动, 毛利率水平迎来拐点》

2019-04-19

《中顺洁柔 (002511) 重大事项点评: 竹浆纸一体化项目完善产业布局, 员工持股计划再添动力》

2019-07-10

《中顺洁柔 (002511) 2019 年中报点评: 业绩超预期, “产品+渠道” 双轮驱动, 产能扩张及员工持股计划助力成长》

2019-08-07

附录：财务预测表
资产负债表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 415 | 959 | 1,589 | 2,313 |
| 应收票据 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 应收账款 | 738 | 852 | 1,005 | 1,197 |
| 预付账款 | 53 | 63 | 74 | 87 |
| 存货 | 858 | 1,016 | 1,193 | 1,415 |
| 其他流动资产 | 90 | 108 | 127 | 153 |
| 流动资产合计 | 2,157 | 3,001 | 3,992 | 5,170 |
| 其他长期投资 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,556 | 2,540 | 2,527 | 2,514 |
| 在建工程 | 114 | 164 | 214 | 264 |
| 无形资产 | 125 | 113 | 101 | 91 |
| 其他非流动资产 | 159 | 159 | 160 | 159 |
| 非流动资产合计 | 2,989 | 3,011 | 3,037 | 3,063 |
| 资产合计 | 5,146 | 6,012 | 7,029 | 8,233 |
| 短期借款 | 347 | 417 | 487 | 557 |
| 应付票据 | 68 | 81 | 95 | 113 |
| 应付账款 | 509 | 603 | 708 | 840 |
| 预收款项 | 59 | 71 | 84 | 100 |
| 其他应付款 | 448 | 448 | 448 | 448 |
| 一年内到期的非流动负债 | 147 | 147 | 147 | 147 |
| 其他流动负债 | 124 | 238 | 354 | 473 |
| 流动负债合计 | 1,702 | 2,005 | 2,323 | 2,678 |
| 长期借款 | 75.00 | 65.00 | 55.00 | 45.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 非流动负债合计 | 133 | 123 | 113 | 103 |
| 负债合计 | 1,835 | 2,128 | 2,436 | 2,781 |
| 归属母公司所有者权益 | 3,311 | 3,884 | 4,593 | 5,452 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所有者权益合计 | 3,311 | 3,884 | 4,593 | 5,452 |
| 负债和股东权益 | 5,146 | 6,012 | 7,029 | 8,233 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 479 | 668 | 749 | 854 |
| 现金收益 | 681 | 857 | 989 | 1,152 |
| 存货影响 | -311 | -159 | -177 | -222 |
| 经营性应收影响 | -166 | -151 | -192 | -234 |
| 经营性应付影响 | 14 | 119 | 132 | 166 |
| 其他影响 | 261 | 2 | -3 | -7 |
| 投资活动现金流 | 88 | -1,057 | -1,057 | -1,057 |
| 资本支出 | -367 | -260 | -260 | -260 |
| 股权投资 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 444 | -797 | -797 | -797 |
| 融资活动现金流 | -1,238 | 933 | 938 | 927 |
| 借款增加 | -929 | 60 | 60 | 60 |
| 股利及利息支付 | -165 | -48 | -45 | -55 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -144 | 921 | 923 | 922 |

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

| 单位：百万元 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 5,679 | 6,815 | 8,042 | 9,579 |
| 营业成本 | 3,744 | 4,436 | 5,209 | 6,180 |
| 税金及附加 | 38 | 46 | 54 | 64 |
| 销售费用 | 1,013 | 1,182 | 1,391 | 1,657 |
| 管理费用 | 202 | 243 | 286 | 341 |
| 财务费用 | 56 | 16 | 16 | 15 |
| 资产减值损失 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 其他收益 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 营业利润 | 503 | 748 | 918 | 1,126 |
| 营业外收入 | 10 | 11 | 11 | 11 |
| 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 510 | 756 | 926 | 1,134 |
| 所得税 | 103 | 153 | 188 | 230 |
| 净利润 | 407 | 603 | 738 | 904 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 407 | 603 | 738 | 904 |
| NOPLAT | 452 | 616 | 751 | 916 |
| EPS(摊薄) (元) | 0.31 | 0.46 | 0.57 | 0.69 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 22.4% | 20.0% | 18.0% | 19.1% |
| EBIT 增长率 | 21.0% | 36.3% | 21.9% | 22.0% |
| 归母净利润增长率 | 16.6% | 48.1% | 22.5% | 22.5% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 34.1% | 34.9% | 35.2% | 35.5% |
| 净利率 | 7.2% | 8.8% | 9.2% | 9.4% |
| ROE | 12.3% | 15.5% | 16.1% | 16.6% |
| ROIC | 13.0% | 15.2% | 15.8% | 16.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 35.7% | 35.4% | 34.7% | 33.8% |
| 债务权益比 | 18.9% | 17.7% | 16.3% | 14.8% |
| 流动比率 | 126.7% | 149.7% | 171.8% | 193.1% |
| 速动比率 | 76.3% | 99.0% | 120.5% | 140.2% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| 应收帐款周转天数 | 42 | 42 | 42 | 41 |
| 应付帐款周转天数 | 53 | 45 | 45 | 45 |
| 存货周转天数 | 68 | 76 | 76 | 76 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.31 | 0.46 | 0.57 | 0.69 |
| 每股经营现金流 | 0.37 | 0.51 | 0.57 | 0.65 |
| 每股净资产 | 2.54 | 2.97 | 3.52 | 4.17 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 40 | 27 | 22 | 18 |
| P/B | 5 | 4 | 4 | 3 |
| EV/EBITDA | 28 | 22 | 19 | 16 |

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|------|---------------|------------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 王栋 | 高级销售经理 | 0755-88283039 | wangdong@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjian@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyin@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com | |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|------------------------------------|---|-----------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 |
| 邮编: 100033 | 邮编: 518034 | 邮编: 200120 |
| 传真: 010-66500801 | 传真: 0755-82027731 | 传真: 021-50581170 |
| 会议室: 010-66500900 | 会议室: 0755-82828562 | 会议室: 021-20572500 |