

中顺洁柔 (002511) 2019年三季度报点评

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	zhangjiani@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