

中顺洁柔 (002511)

盈利持续提升符合预期，产品渠道双优化筑高增长

——中顺洁柔 2019 年三季度报点评

	穆方舟 (分析师)	张心怡 (研究助理)	林昕宇 (分析师)
	0755-23976527	010-83939817	010-83939845
	mufangzhou@gtjas.com	zhangxinyi@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880118070083	S0880518080003

本报告导读:

公司发布 2019 年三季度报，业绩符合预期，浆价下行弹性显现，盈利水平显著回暖。

产品结构不断优化，渠道布局持续扩张，全国性产能布局持续进行，业绩高增长可期。
投资要点:

维持目标价 14.56 元，维持谨慎增持评级。公司发布 2019 年三季度报，受益于高毛利产品占比不断提升和浆价持续疲软，公司盈利水平继续环比改善。长期来看公司产品结构不断优化，渠道布局持续扩张，业绩高成长确定性较强。维持公司 2019~2021 年 EPS 为 0.42/0.50/0.59 元，给予 2019 年 35 倍 PE，维持目标价 14.56 元，维持谨慎增持评级。

成本弹性显现盈利继续提升，业绩符合预期。受益于木浆价格下行，生活用纸消费属性盈利弹性显现，公司 2019 前三季度实现营收 48.20 亿元，同增 18.11%，实现归母净利润 4.38 亿元，同增 39.96%，综合毛利率 38.29%；Q3 单季度营收和归母净利润分别同增 10.21% 和 44.16%，毛利率达到 41.37%，环比增长 2.14pct，盈利水平持续提升。

产品结构持续优化，完善优化已有销售渠道，开拓细化新销售模式。公司四大渠道 GT、KA、AFH、EC 齐头并进，不断细分和扁平化市场经营，扩大经销商网络布局。公司全国性产能布局持续进行，不断调整产品结构和加速重点新品推广，完善的销售网络和优质多元化的产品助力公司不断夯实市场基础，保证未来持续并稳定成长。

木浆价格低迷盈利弹性回归持续，全年高增长可期。三季度木浆价格维持低迷，木浆价格较年初跌幅超 23%，较去年平均价格下跌超 21%，生活用纸均价较 2018 年跌幅约 9%，根据敏感性分析，由此带来产品毛利率提升约 3.5~5pct。预计木浆价格将持续低迷，全年业绩高增长可期。

风险提示: 需求不及预期，原材料及纸价波动，市场竞争加剧

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,638	5,679	6,852	8,150	9,332
(+/-)%	22%	22%	21%	19%	15%
经营利润 (EBIT)	446	574	708	844	993
(+/-)%	10%	29%	23%	19%	18%
净利润 (归母)	349	407	543	659	777
(+/-)%	34%	17%	34%	21%	18%
每股净收益 (元)	0.27	0.31	0.42	0.50	0.59
每股股利 (元)	0.10	0.02	0.02	0.02	0.02

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.6%	10.1%	10.3%	10.4%	10.6%
净资产收益率 (%)	11.5%	12.3%	14.1%	14.6%	14.7%
投入资本回报率 (%)	10.7%	13.2%	17.6%	21.3%	24.9%
EV/EBITDA	20.64	14.03	16.90	13.92	11.59
市盈率	48.01	41.17	30.84	25.45	21.58
股息率 (%)	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 14.56

上次预测: 14.56

当前价格: 12.83

2019.10.28

交易数据

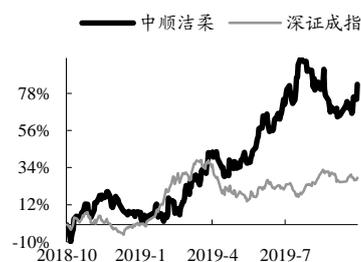
52 周内股价区间 (元)	6.72-15.29
总市值 (百万元)	16,757
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,306/1,258
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	18.50
日均成交值 (百万元)	249.46

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,822
每股净资产	2.93
市净率	4.4
净负债率	-11.45%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.08	0.09
Q2	0.08	0.12
Q3	0.09	0.13
Q4	0.07	0.08
全年	0.31	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-2%	74%
相对指数	4%	-5%	47%

相关报告

《浆价下行盈利显著提升，产品持续优化高增长可期》2019.08.07

《竹浆纸一体化打开盈利空间，员工持股彰显信心》2019.07.11

《浆价下行弹性显现，盈利水平环比显著回暖》2019.05.12

《业绩略低于预期，浆价回落盈利弹性可期》2019.03.04

《渠道产能阔步推进，业绩高增长将持续》2017.12.13

模型更新时间: 2019.10.24

股票研究

原材料
林纸产品

中顺洁柔 (002511)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **14.56**

上次预测: 14.56

当前价格: 12.83

公司网址

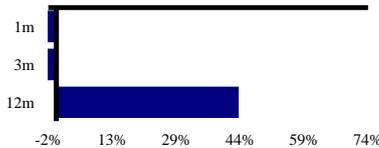
www.zhongshungroup.com

公司简介

公司是国内首家 A 股上市的生活用纸企业,专业生产生活用纸系列产品。

公司拥有“洁柔”、“太阳”等国内生活用纸知名品牌,主要产品为卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

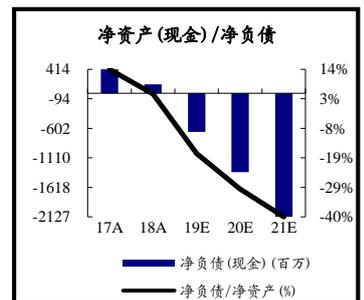
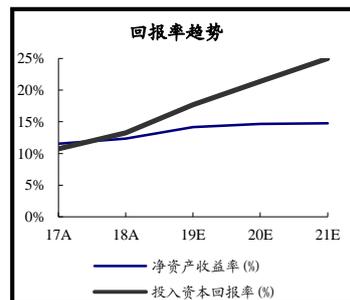
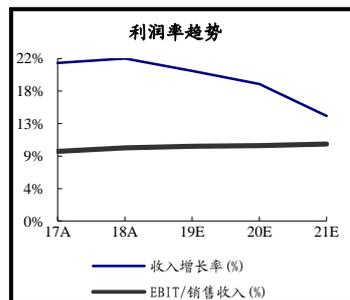
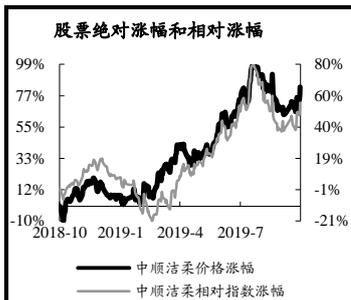
6.72-15.29

市值 (百万)

16,757

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	4,638	5,679	6,852	8,150	9,332
营业成本	3,019	3,744	4,343	5,157	5,894
税金及附加	39	38	47	55	63
销售费用	886	1,013	1,336	1,548	1,793
管理费用	166	202	274	374	394
EBIT	446	574	708	844	993
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	0	5	5
财务费用	47	56	32	26	21
营业利润	414	503	681	822	977
所得税	72	103	141	170	200
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	349	407	543	659	777
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,086	415	1,370	1,630	2,200
其他流动资产	1,928	1,742	1,857	2,102	2,427
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	2,321	2,556	2,515	2,407	2,241
无形及其他资产	456	433	370	447	523
资产合计	5,792	5,146	6,113	6,585	7,390
流动负债	2,572	1,702	2,184	1,997	2,026
非流动负债	176	133	75	75	75
股东权益	3,044	3,311	3,855	4,513	5,290
投入资本(IC)	3,457	3,465	3,191	3,154	3,164
现金流量表					
NOPLAT	370	457	562	671	789
折旧与摊销	171	219	244	262	270
流动资金增量	-98	467	-229	-4	99
资本支出	-398	-568	-296	-224	-180
自由现金流	45	575	281	705	978
经营现金流	585	437	1,078	936	950
投资现金流	-983	88	-191	-219	-175
融资现金流	550	-1,238	69	-457	-204
现金流净增加额	153	-713	955	259	570
财务指标					
成长性					
收入增长率	21.8%	22.4%	20.7%	18.9%	14.5%
EBIT 增长率	9.5%	28.6%	23.4%	19.2%	17.7%
净利润增长率	34.0%	16.6%	33.5%	21.2%	17.9%
利润率					
毛利率	34.9%	34.1%	36.6%	36.7%	36.8%
EBIT 率	9.6%	10.1%	10.3%	10.4%	10.6%
归母净利润率	7.5%	7.2%	7.9%	8.1%	8.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.5%	12.3%	14.1%	14.6%	14.7%
总资产收益率(ROA)	6.0%	7.9%	8.9%	10.0%	10.5%
投入资本回报率(ROIC)	10.7%	13.2%	17.6%	21.3%	24.9%
运营能力					
存货周转天数	59	68	71	66	68
应收账款周转天数	45	43	45	45	44
总资产周转天数	405	352	300	284	273
净利润现金含量	167.7%	107.4%	198.5%	142.1%	122.3%
资本支出/收入	8.6%	10.0%	4.3%	2.7%	1.9%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	35.7%	36.9%	31.5%	28.4%
净负债率	13.6%	4.6%	-17.2%	-30.1%	-40.2%
估值比率					
PE(现价)	48.01	41.17	30.84	25.45	21.58
PB	6.99	3.36	4.35	3.71	3.17
EV/EBITDA	20.64	14.03	16.90	13.92	11.59
P/S	2.10	2.91	2.41	2.03	1.77
股息率	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		