

中顺洁柔 (002511)

造纸/轻工制造

发布时间: 2019-05-17

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

日用品零售保持高增速, 长期投资价值凸显

事件:

4月社会零售消费品零售总额数据公布,4月共计实现社会消费品零售总额 30586 亿元,同比增长 7.2%; 1-4 月实现总额 128376 亿元,同比增长 8.0%。其中日用品实现零售总额 438 亿元,同比增长 12.6%; 1-4 月合计实现总额 1851 亿元,同比增长 15.3%。

点评:

日用品消费持续高增速, 公司投资价值凸显。4月日用品实现零售总额实现 12.6%的增速,连续六个月领先所有品类。生活用纸作为必选消费品,公司为生活用纸龙头,投资价值凸显。

供需疲弱, 纸浆价格下行; 预计纸浆后市继续下行, 持续增厚公司利润。2018 年我国纸及纸板产销分别为 10435/ 10439 万吨,分别同比减少 6.24%/4.20%。其中生活用纸产销分别达到 970/ 901 万吨,分别同比增长 1.04%/1.24%,是纸品中唯一一个产销双升的品类,彰显了其较强的消费韧性。我国为全球最大的纸浆进口国,我国造纸行业整体需求下滑,使得国际浆价持续下跌。19 年至今阔木浆均价为 690 美元/吨,同比下跌 12.93%,合人民币 4652.94 元/吨,同比下跌 7.53%。针叶浆均价为 751.67 美元/吨,同比下跌 18.29%,合人民币 5074.69 元/吨,同比下跌 13.15%。当前全球木浆港口库存达 201 万吨,远高于 2018 年全年平均的 123 万吨,处于 20 年来的最高水平。其中,我国主要地区木浆库存总量约 150 万吨,远高于 2018 年的约 95 万吨。我们预计纸浆短期供需格局不会反转,后市浆价将继续下行。原材料价格下跌,预计将持续增厚公司利润。

盈利预测: 预计 19-21 年 EPS 分别为 0.44、0.56、0.68 元,对应 PE 为 24X、19X、15X。维持“买入”评级。

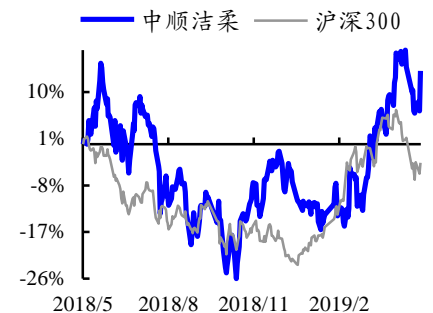
风险提示: 原材料价格大幅提升,国内销售不及预期

股票数据

2019/5/16

6个月目标价(元)	14.21
收盘价(元)	10.32
12个月股价区间(元)	6.72~11.23
总市值(百万元)	13,482
总股本(百万股)	1,306
A股(百万股)	1,306
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	14

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	30%	11%
相对收益	13%	18%	15%

相关报告

《中顺洁柔(002511): 毛利率环比大幅提升, 收入增速靓丽》-20190419

《中顺洁柔(002511): 多渠道扩张, 业绩符合预期》-20190415

《业绩符合预期, 新品值得期待》-20180807

《山鹰纸业(600567): 增资云印, 互联网平台赋能包装企业》-20190507

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,638	5,679	7,512	9,339	11,217
(+/-)%	21.76%	22.43%	32.28%	24.33%	20.11%
归属母公司净利润	349	407	570	727	888
(+/-)%	34.04%	16.60%	40.13%	27.48%	22.20%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.44	0.56	0.68
市盈率	60.93	27.35	23.64	18.54	15.17
市净率	6.99	3.36	3.54	3.04	2.58
净资产收益率(%)	11.47%	12.29%	14.98%	16.38%	16.98%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.70%	0.71%	0.71%
总股本(百万股)	757	1,287	1,306	1,306	1,306

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

Tangkai@nesc.cn

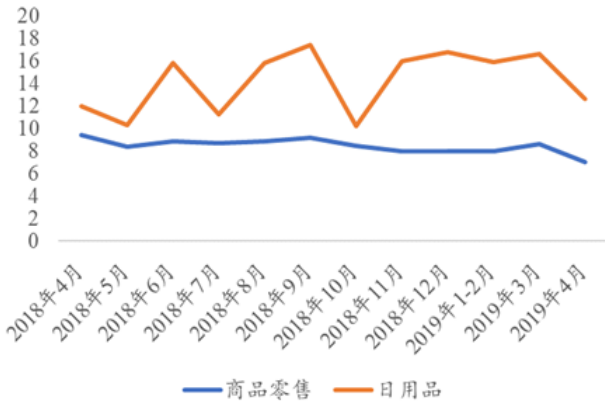
联系人: 张兆函

执业证书编号: S0550118100011

zhanzh_6601@nesc.cn

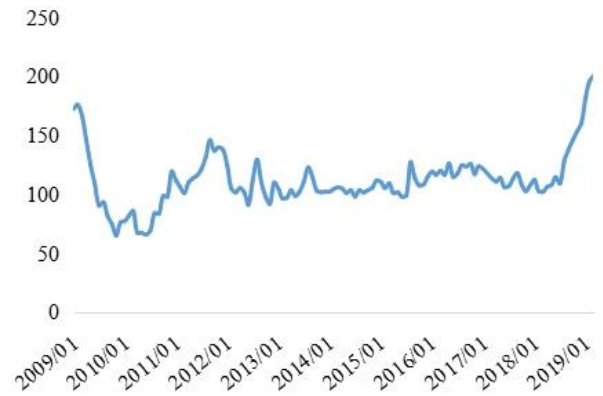
2019年原材料主要进口国无美国，不受贸易战影响。2019年5月13日，我国财政部发文称，将自2019年6月1日0时起，对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率，其中对11种木浆相关产品维持此前的5%关税不变。公司木浆的主要进口国为芬兰、加拿大、瑞典、智利、俄罗斯等国家，2019年无从美国进口木浆的计划，原材料价格不受贸易战影响。

图 1: 日用品消费增速持续高于商品零售销售增速 (%)



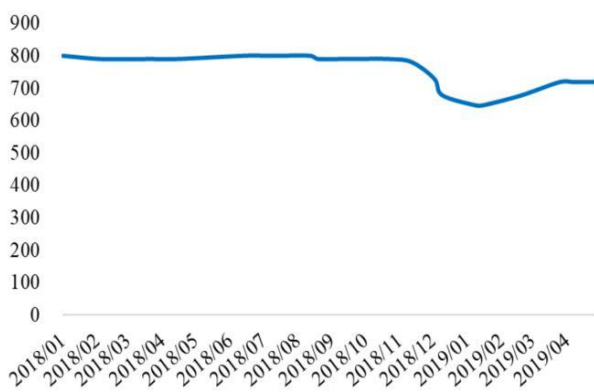
数据来源: Wind, 东北证券

图 2: 全球木浆港口库存 (万吨)



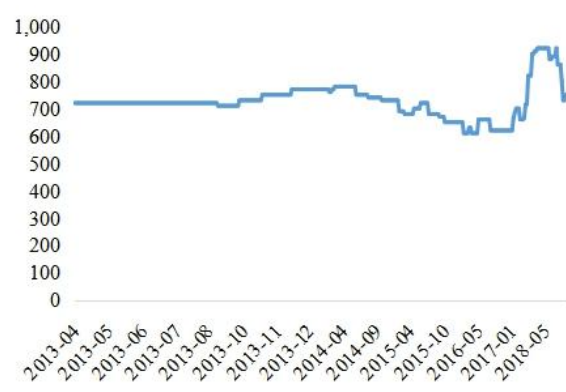
数据来源: Wind, 东北证券

图 3: 漂白阔木浆: 明星 (智利) (美元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 漂白针叶浆: 北木 (加拿大) (美元/吨)



数据来源: 百川资讯, 东北证券

表 1: 2018 年纸及纸板生产和消费情况 (万吨)

品种	生产量			消费量		
	2017年	2018年	同比 (%)	2017年	2018年	同比 (%)
总量	11130	10435	-6.24	10897	10439	-4.20
1.新闻纸	235	190	-19.15	267	237	-11.24
2.未涂布印刷书写纸	1790	1750	-2.23	1744	1751	0.40
3.涂布印刷纸	765	705	-7.84	634	604	-4.73
其中: 铜版纸	675	655	-2.96	585	581	-0.68
4.生活用纸	960	970	1.04	890	901	1.24

5.包装用纸	695	690	-0.72	707	701	-0.85
6.白纸板	1430	1335	-6.64	1299	1219	-6.16
其中：涂布白纸板	1370	1275	-6.93	1238	1158	-6.46
7.箱纸板	2385	2145	-10.06	2510	2345	-6.57
8.瓦楞原纸	2335	2105	-9.85	2396	2213	-7.64
9.特种纸及纸板	305	320	4.92	249	261	4.82
10.其他纸及纸板	230	225	-2.17	201	207	2.99

数据来源：中国造纸业协会，东北证券

专注消费者研究，长期配置价值高。生活用纸属于高频低单值产品，是最受益消费升级的品类。长期以来，公司在专注于产品舒适性的持续改善、给消费者更舒适的产品的时候，通过消费者研究，及时捕捉消费理念的变化。我们认为，公司跳脱了传统的产品思路，专注于消费者研究，将打造差异化产品，从无序的价格竞争中脱颖而出，具备极强的长期配置价值。

图 5：公司与故宫合作联名款纸巾：缠枝莲纹



数据来源：公开资料收集，东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	415	1,348	2,182	3,174
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	741	885	1,100	1,321
存货	858	927	1,159	1,400
其他流动资产	143	159	176	196
流动资产合计	2,157	3,320	4,617	6,091
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	2,556	2,312	2,056	1,798
无形资产	125	122	116	114
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	2,989	2,692	2,398	2,117
资产总计	5,146	6,012	7,015	8,209
短期借款	347	347	347	347
应付款项	577	755	944	1,140
预收款项	59	75	93	112
一年内到期的非流动负债	147	147	147	147
流动负债合计	1,702	2,072	2,443	2,844
长期借款	75	75	75	75
其他长期负债	59	59	59	59
长期负债合计	133	133	133	133
负债合计	1,835	2,205	2,577	2,977
归属于母公司股东权益合计	3,311	3,807	4,438	5,231
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	5,146	6,012	7,015	8,209

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,679	7,512	9,339	11,217
营业成本	3,744	4,836	6,043	7,301
营业税金及附加	38	50	61	68
资产减值损失	27	21	11	8
销售费用	1,013	1,460	1,794	2,144
管理费用	202	276	335	405
财务费用	56	20	2	-15
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	11	13	13	16
营业利润	503	706	916	1,104
营业外收支净额	8	8	3	12
利润总额	510	714	919	1,115
所得税	103	144	192	227
净利润	407	570	727	888
归属于母公司净利润	407	570	727	888
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	407	570	727	888
资产减值准备	27	21	11	8
折旧及摊销	219	245	257	259
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	43	29	29	29
投资损失	-11	-13	-13	-16
运营资本变动	-280	124	-97	-86
其他	32	2	2	-9
经营活动净现金流量	437	979	915	1,074
投资活动净现金流量	88	57	43	42
融资活动净现金流量	-1,238	-104	-124	-124
企业自由现金流	575	745	1,106	1,231

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	0.31	0.44	0.56	0.68
每股净资产 (元)	2.53	2.91	3.40	4.00
每股经营性现金流量 (元)	0.33	0.75	0.70	0.82
成长性指标				
营业收入增长率	22.43%	32.28%	24.33%	20.11%
净利润增长率	16.60%	40.13%	27.48%	22.20%
盈利能力指标				
毛利率	34.07%	35.62%	35.29%	34.91%
净利率	7.17%	7.59%	7.79%	7.92%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	43.36	43.00	43.00	43.00
存货周转率 (次)	68.46	70.00	70.00	70.00
偿债能力指标				
资产负债率	35.65%	36.68%	36.73%	36.27%
流动比率	1.27	1.60	1.89	2.14
速动比率	0.73	1.12	1.38	1.61
费用率指标				
销售费用率	17.84%	19.44%	19.21%	19.11%
管理费用率	3.56%	3.68%	3.59%	3.61%
财务费用率	0.98%	0.27%	0.02%	-0.13%
分红指标				
分红比例	0.00%	16.58%	13.11%	10.73%
股息收益率	0.00%	0.70%	0.71%	0.71%
估值指标				
P/E (倍)	27.35	23.64	18.54	15.17
P/B (倍)	3.36	3.54	3.04	2.58
P/S (倍)	2.34	1.79	1.44	1.20
净资产收益率	12.29%	14.98%	16.38%	16.98%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯, 4年证券从业经验, 并拥有多年管理咨询行业从业经历, 现任轻工制造行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn