

中顺洁柔(002511)

点评报告

行业公司研究——造纸 II 行业一

证券研究报告

# 疫情全球扩散风险加剧，洁柔避险价值凸显

——点评报告

✍️：姜浩 执业证书编号：S1230518070004  
☎️：  
✉️：jianghao01@stocke.com.cn

## 评级

买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥14.81

## 单季度业绩

元/股

3Q/2019 0.12  
2Q/2019 0.12  
1Q/2019 0.09  
4Q/2018 0.07

## 核心观点：

近期疫情在全球扩散的风险提升，令避险情绪加剧，我们认为中顺洁柔的避险价值将再一次凸显。与此同时，随着国内物流的逐渐恢复，3月渠道补库有望拉动公司销量出现不俗的增长。

## 投资要点

### □ 外围疫情扩散风险加剧，避险情绪升温，对洁柔构成催化效应

随着日本、韩国感染新冠病毒的人数大幅上升，尤其韩国提升新冠肺炎疫情预警至最高级别，以及美国“吹哨人”的发声“感染或超1000例”，市场对疫情在全球扩散的担忧情绪加剧，外围市场以及大宗商品出现大幅下跌。我们认为中顺洁柔作为具备避险属性的标的，疫情扩散的加重将对公司构成催化效应。

### □ 国内物流逐渐恢复，3月补库将积极拉动公司销售的增长

因2月物流的停摆，以及国内居民在疫情期间对生活必需品的储备，我们判断目前渠道中的生活用纸库存已经下降至较低水平。随着国内物流逐渐恢复正常，我们认为3月渠道补库将拉动公司的销量增长，物流的恢复将对公司一季度的业绩增长起到积极的作用。

### □ 新品类有望在2020年驱动公司估值水平提升，并打开市值成长空间

基于对公司优秀的新产品研发能力以及现有销售团队的良好表现，我们对中顺洁柔2020年新品类的销售持乐观展望。对标恒安，中顺洁柔目前的销售净利率仍处于较低水平，一旦盈利能力显著高于生活用纸的新品类能够呈现出良好的销售势头，中顺洁柔中长期的内生长预期将得到显著提升，估值水平相应也将得到提振，市值成长瓶颈亦将被打破。

### □ 估值水平较为便宜，维持买入评级

我们预计公司2020-2021年EPS分别为0.60元和0.75元，当前股价对应估值分别为24.8倍和19.8倍，我们认为公司的估值水平较为便宜，并且公司从2020年起，有望进入估值提升的通道，维持“买入”评级。

## 财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	5678.52	6729.75	8207.18	9771.02
(+/-)	22.43%	18.51%	21.95%	19.05%
净利润	406.99	621.59	781.93	979.61
(+/-)	16.60%	52.73%	25.79%	25.28%
每股收益(元)	0.31	0.47	0.60	0.75
P/E	47.63	31.19	24.79	19.79



## 公司简介

## 相关报告

- 《三重预期差打开价值空间》2020.02.11
- 《疫情不是利空，是利好！坚定推荐！》2020.02.02
- 《第三季度营收增速放缓，预计四季度将恢复增长势头，维持买入评级》2019.10.24
- 《上半年业绩超预期，下半年有望继续乐观，买入评级》2019.08.07
- 《成本拐点已现，渠道发力助力业绩高速增长，维持买入》2019.04.19

报告撰写人：姜浩

数据支持人：姜浩

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2156.87	4018.16	5100.42	6228.47
现金	415.03	1930.04	2543.59	3332.48
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	741.07	907.15	1085.28	1294.94
其它应收款	8.88	11.63	13.83	16.21
预付账款	52.92	67.53	77.23	91.28
存货	857.56	802.70	1014.23	1244.64
其他	81.41	299.12	366.25	248.93
<b>非流动资产</b>	2989.04	2892.28	2922.52	2897.60
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2555.60	2515.79	2532.41	2535.34
无形资产	125.03	115.83	105.85	97.68
在建工程	113.66	113.39	126.24	97.93
其他	194.74	147.27	158.02	166.64
<b>资产总计</b>	5145.91	6910.44	8022.94	9126.07
<b>流动负债</b>	1701.51	2156.11	2666.87	2754.85
短期借款	347.18	298.52	388.02	344.57
应付款项	577.36	669.69	856.37	968.96
预收账款	59.37	85.94	99.87	115.28
其他	717.60	1101.95	1322.61	1326.04
<b>非流动负债</b>	133.16	386.91	206.73	242.27
长期借款	74.60	74.60	74.60	74.60
其他	58.56	312.31	132.13	167.67
<b>负债合计</b>	1834.67	2543.02	2873.60	2997.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权	3311.24	4367.42	5149.34	6128.95
<b>负债和股东权益</b>	5145.91	6910.44	8022.94	9126.07
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	单位: 百万元			
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	437.25	784.48	831.01	1122.97
净利润	406.99	621.59	781.93	979.61
折旧摊销	218.54	167.66	177.02	188.14
财务费用	55.84	30.00	38.00	40.00
投资损失	-10.64	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	536.53	-112.54	61.76	162.89
其它	-770.01	87.77	-217.70	-237.68
<b>投资活动现金流</b>	88.34	-104.39	-189.61	-143.86
资本支出	-150.41	-123.51	-202.47	-158.80
长期投资	1.33	3.98	-3.10	0.74
其他	237.42	15.13	15.96	14.20
<b>筹资活动现金流</b>	-1238.31	834.92	-27.85	-190.21
短期借款	-171.20	-48.66	89.51	-43.45
长期借款	-75.40	0.00	0.00	0.00
其他	-991.71	883.58	-117.35	-146.76
<b>现金净增加额</b>	-712.72	1515.01	613.55	788.90

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	5678.52	6729.75	8207.18	9771.02
<b>营业成本</b>	3744.11	4132.18	5033.53	5976.22
<b>营业税金及附加</b>	38.09	33.65	41.04	48.86
<b>营业费用</b>	1013.01	1325.76	1641.44	1920.01
<b>管理费用</b>	202.13	296.11	303.67	351.76
<b>研发费用</b>	107.53	168.24	205.18	244.28
<b>财务费用</b>	55.84	30.00	38.00	40.00
<b>资产减值损失</b>	27.48	-1.35	0.00	0.00
<b>公允价值变动损益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资净收益</b>	10.64	10.00	10.00	10.00
<b>其他经营收益</b>	1.95	13.00	13.00	13.00
<b>营业利润</b>	502.90	768.16	967.34	1212.91
<b>营业外收支</b>	7.56	4.00	4.00	4.00
<b>利润总额</b>	510.46	772.16	971.34	1216.91
<b>所得税</b>	103.47	150.57	189.41	237.30
<b>净利润</b>	406.99	621.59	781.93	979.61
<b>少数股东损益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	406.99	621.59	781.93	979.61
<b>EBITDA</b>	744.61	958.58	1154.47	1402.57
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.31	0.47	0.60	0.75
<b>主要财务比率</b>				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.43%	18.51%	21.95%	19.05%
营业利润	21.35%	52.74%	25.93%	25.39%
归属母公司净利润	16.60%	52.73%	25.79%	25.28%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34.07%	38.60%	38.67%	38.84%
净利率	7.17%	9.24%	9.53%	10.03%
ROE	12.81%	16.19%	16.43%	17.37%
ROIC	10.81%	12.57%	13.01%	14.27%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.65%	36.80%	35.82%	32.84%
净负债比率	31.01%	27.48%	31.21%	24.07%
流动比率	1.27	1.86	1.91	2.26
速动比率	0.76	1.49	1.53	1.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.04	1.12	1.10	1.14
应收帐款周转率	8.49	8.22	8.32	8.28
应付帐款周转率	6.84	7.25	6.99	7.01
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.31	0.47	0.60	0.75
每股经营现金	0.33	0.60	0.63	0.86
每股净资产	2.57	3.34	3.93	4.68
<b>估值比率</b>				
P/E	47.63	31.19	24.79	19.79
P/B	5.75	4.44	3.76	3.16
EV/EBITDA	14.93	18.94	15.36	11.96

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>