投资评级 优于大市 维持

股票数据

10 月 24 日收盘价(元)	12.83
52 周股价波动（元）	6.72-15.29
总股本/流通 A 股（百万股）	1306/1258
总市值/流通市值（百万元）	16757/17412

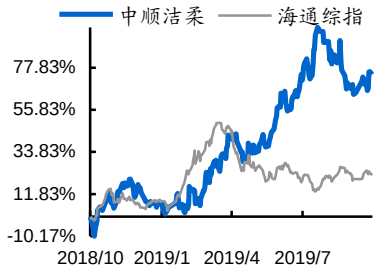
相关研究

《Q2 毛利率提升亮眼，盈利弹性持续释放》2019.08.07

《竞争优势显著，长期成长确定无虞》2019.06.23

《19Q1 现盈利拐点，业绩持续环比改善》2019.04.20

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	8.1	-4.6	5.1
相对涨幅（%）	9.1	-7.3	2.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:衣桢永
Tel:(021)23212208
Email:yzy12003@htsec.com
证书:S0850517100004
分析师:赵洋
Tel:(021)23154126
Email:zy10340@htsec.com
证书:S0850517100001

Q3 利润表现靓丽，全年收入增长无忧

投资要点:

- **事件:**（1）公司发布 19 年三季报，前三季度公司实现收入 48.2 亿元，同比增长 18.1%，实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 40.0%，实现扣非后净利润 4.3 亿元，同比增长 48.6%；单三季度公司实现收入 16.5 亿元，同比增长 10.2%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 44.2%，实现扣非后净利润 1.6 亿元，同比增长 61.6%；

- （2）公司副总经理戴振吉先生、岳勇先生计划自公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内，通过集中竞价或者大宗交易的方式合计减持公司股份不超过 408 万股，占公司总股本的 0.31%。

点评:

- **Q3 收入增速放缓，Q4 有望环比提速:** 公司 Q3 单季度收入增速为 10.2%，较于 19H1 的 22.7%有所下滑，我们认为主要是受到行业中小企业及竞品促销影响，原材料的下跌导致中小产能复产，以及竞品与中小企业的促销力度加强对公司销售产生一定压力，我们判断公司将积极开展促销等方式应对行业变化，四季度收入增速将环比提升。

- **盈利持续靓丽，利润释放贯穿全年:** 利润端公司表现持续靓丽，Q3 单季度归母净利润 1.6 亿元，同比增长 44.2%，单季度毛利率 41.4%、净利率 9.9%持续创新高，我们认为主要与原材料木浆价格下跌相关，由于木浆期货市场报盘价格与公司成本核算有较长周期，我们判断前期木浆价格的下跌对于洁柔全年利润贡献明显，Q4 利润弹性释放仍将持续。

  - **预计短期木浆价格小幅震荡可能性较大:** 自 18 年 Q4 木浆价格开始进入下行通道，18 年 11 月至 19 年 10 月，阔叶浆/针叶浆期货报盘价格分别下跌 28%、40%；对于木浆未来判断，一方面国内造纸进入旺季需求回暖，另一方面考虑到全球木浆需求整体表现平淡、库存高企，以及较多的漂阔产能投放，我们认为短期木浆价格难有决定性的趋势影响因素，小幅震荡可能性较大。

- **费用率有所提升，现金流入持续增长:** 公司前三季度销售费用率 19.6%（同比提升 0.78pct），管理费用率（含研发费用）为 6.7%（同比提升 1.11pct），财务费用率 0.5%(同比降低 0.57pct)；单三季度经营性现金流净额 3.0 亿元，同比增长 16.1%。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4638.35	5678.52	6795.19	8036.42	9382.94
(+/-)YoY(%)	21.76%	22.43%	19.66%	18.27%	16.76%
净利润(百万元)	349.07	406.99	629.21	764.73	922.92
(+/-)YoY(%)	34.04%	16.60%	54.60%	21.54%	20.68%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	0.31	0.48	0.59	0.71
毛利率(%)	34.92%	34.07%	35.87%	35.92%	36.15%
净资产收益率(%)	11.27%	11.85%	15.48%	15.84%	16.05%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

- **渠道成长空间仍大，太阳品牌抢夺中低端市场：**对于公司未来的成长性，我们判断一方面渠道成长空间仍大，未来能够通过新区域覆盖以及老区域深耕实现营收端的稳定增长，细分渠道来看电商以及商销渠道均有较大成长空间；另一方面，公司发布在四川建设 30 万吨竹浆纸一体化项目的公告，并将启用“太阳”品牌实现渠道下沉，我们认为布局上游原材料能保障“太阳”产品的成本优势，为中低端市场的扩张奠定坚实基础。

- **股权激励保障收入端增长：**18 年 12 月公司推出新一轮股权激励方案，目标以 2017 年营收为基数，19-21 年营收增长率不低于 41.6%、67.09%、94.03%，目标达成后公司收入将达 90 亿元，将与目前龙头企业规模并驾齐驱，我们认为新的股权激励目标将保障未来几年收入端的稳健增长。

- **盈利预测与评级：**我们预计 19-20 年净利润 6.2 亿、7.5 亿元，同比增速 53.2%，20.8%，目前 PE 估值对应 29 倍、24 倍，作为 A 股生活用纸最纯正标的，参考产品结构类似的维达国际，我们给予公司 19 年 28-30 倍 PE 估值，对应合理价值区间 13.44~14.4 元，给予“优于大市”评级。

- **风险提示：**（1）原材料价格波动风险；（2）行业供需结构恶化；（3）产能释放不及预期，产能利用率下降。

表 1 可比公司估值情况

上市公司	股票代码	收盘价（港元）	2019PE（倍）
恒安国际	01044.HK	51.30	13.9
维达国际	03331.HK	14.92	19.6

资料来源：wind，海通证券研究所。注：收盘价为 20191024 数据；

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	0.31	0.48	0.59	0.71
每股净资产	2.67	3.16	3.75	4.47
每股经营现金流	0.34	0.85	0.75	0.89
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000
价值评估（倍）				
P/E	34.29	28.89	24.79	20.60
P/B	3.77	3.19	2.68	2.25
P/S	2.31	1.93	1.64	1.40
EV/EBITDA	14.78	12.26	9.77	7.66
股息率（%）	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	34.07%	35.87%	35.92%	36.15%
净利润率	7.17%	9.26%	9.52%	9.84%
净资产收益率	11.85%	15.48%	15.84%	16.05%
资产回报率	7.72%	10.83%	11.18%	11.47%
投资回报率	15.23%	18.50%	21.95%	26.12%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	22.43%	19.66%	18.27%	16.76%
EBIT 增长率	52.70%	14.71%	20.87%	21.01%
净利润增长率	16.60%	54.60%	21.54%	20.68%
偿债能力指标				
资产负债率	34.8%	30.1%	29.4%	28.5%
流动比率	1.34	1.73	2.02	2.31
速动比率	0.80	1.18	1.47	1.75
现金比率	0.84	6.09	10.86	16.74
经营效率指标				
应收帐款周转天数	42.97	42.97	42.97	42.97
存货周转天数	68.46	68.46	68.46	68.46
总资产周转率	1.03	1.23	1.27	1.26
固定资产周转率	2.33	2.66	3.16	3.74

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**5678.52**	**6795.19**	**8036.42**	**9382.94**
营业成本	3744.11	4357.76	5149.52	5990.95
毛利率%	34.07%	35.87%	35.92%	36.15%
营业税金及附加	38.09	45.58	53.91	62.94
营业税金率%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
营业费用	1013.01	1223.14	1446.56	1688.93
营业费用率%	17.84%	18.00%	18.00%	18.00%
管理费用	202.13	387.33	442.00	497.30
管理费用率%	3.56%	5.70%	5.50%	5.30%
EBIT	681.18	781.39	944.43	1142.83
财务费用	55.84	11.42	4.48	4.48
财务费用率%	0.98%	0.17%	0.06%	0.05%
资产减值损失	27.48	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.64	11.64	11.64	11.64
营业利润	**502.90**	**781.61**	**951.59**	**1149.99**
营业外收支	7.56	7.56	7.56	7.56
利润总额	**510.46**	**789.17**	**959.15**	**1157.55**
EBITDA	899.72	1016.77	1204.09	1422.97
所得税	103.47	159.96	194.42	234.64
有效所得税率%	20.27%	20.27%	20.27%	20.27%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者净利润	**406.99**	**629.21**	**764.73**	**922.92**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	406.99	629.21	764.73	922.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非现金支出	246.02	235.37	259.66	280.14
非经营收益	63.85	-7.78	-14.72	-14.72
营运资金变动	-279.61	231.24	-42.85	-48.12
经营活动现金流	**437.25**	**1088.04**	**966.82**	**1140.22**
资产	-567.58	-257.69	-272.22	-282.36
投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	655.93	-11.64	-11.64	-11.64
投资活动现金流	**88.34**	**-246.06**	**-260.59**	**-270.73**
债权募资	-944.00	-347.18	0.00	0.00
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-294.32	-13.56	-4.48	-4.48
融资活动现金流	**-1238.31**	**-360.74**	**-4.48**	**-4.48**
现金净流量	**-712.72**	**481.25**	**701.76**	**865.01**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	415.03	896.28	1598.04	2463.05
应收款项	738.24	799.93	946.05	1104.57
存货	857.56	817.35	965.85	1123.67
其它流动资产	81.41	81.41	81.41	81.41
流动资产合计	2279.79	2793.07	3803.14	4999.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2555.60	2789.99	3024.38	3258.76
在建工程	113.66	146.11	193.09	250.21
无形资产	125.03	123.45	118.23	113.16
非流动资产合计	2989.04	3018.92	3039.05	3048.84
资产总计	**5268.83**	**5812.00**	**6842.19**	**8047.90**
短期借款	347.18	0.00	0.00	0.00
应付账款	509.12	637.30	753.09	876.15
预收账款	59.37	71.05	84.03	98.11
其它流动负债	0.84	0.84	0.84	0.84
流动负债合计	1701.51	1615.48	1880.93	2163.73
长期借款	74.60	74.60	74.60	74.60
其它长期负债	58.56	58.56	58.56	58.56
非流动负债合计	133.16	133.16	133.16	133.16
负债总计	**1834.67**	**1748.64**	**2014.09**	**2296.89**
实收资本	1286.69	1306.10	1306.10	1306.10
普通股股东权益	3434.16	4063.36	4828.10	5751.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和所有者权益合计	**5268.83**	**5812.00**	**6842.19**	**8047.90**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 24 日
资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

衣桢永　　造纸轻工行业
赵洋　　造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　合兴包装,吉宏股份,捷昌驱动,好莱客,太阳纸业,劲嘉股份,索菲亚,欧派家居,晨光文具,裕同科技,永新股份,志邦家居,中顺洁柔,顾家家居,尚品宅配,美凯龙

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。