

林纸产品/原材料

中顺洁柔 (002511)

浆价下行弹性显现，盈利水平环比显著回暖

——中顺洁柔 2019 年一季报业绩点评

	穆方舟 (分析师)	张心怡 (研究助理)	林昕宇 (分析师)
	0755-23976527	010-59312799	0755-23976212
	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 年一季报，符合预期，浆价下行弹性显现，盈利水平环比显著回暖。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:

上调目标价至 10.92 元，维持谨慎增持评级。公司发布 2019 年一季报，高价原材料库存消耗后，受益于浆价持续疲软，公司盈利水平显著改善。长期来看公司产品结构不断优化，渠道布局持续扩张，业绩高增长可期。维持公司 2019~2021 年 EPS 为 0.39/0.46/0.56 元，给予 2019 年 28 倍 PE，上调目标价至 10.92 元，维持谨慎增持评级。

成本弹性显现盈利环比改善，业绩符合预期。受益于木浆价格下行，公司成本压力缓解，2019Q1 实现营收 15.41 亿元，同增 25.78%，实现归母净利润 1.23 亿元，同增 25.18%，实现扣非后归母净利润 1.22 亿，同增 33.13%，综合毛利率 34.01%，单季度环比提升 3.05pct，盈利水平显著改善。

产品结构不断优化，渠道布局持续扩张。公司不断调整产品结构和加速重点产品及新品推广，2018 年对 Lotion 系列部分单品产品升级，7 月推出高端新品“新棉初白”棉花柔巾，未来将持续推出高毛利率新品优化产品结构。公司持续完善细化渠道建设，单独建立母婴、新零售渠道，KA/GT/AFH/EC 等渠道全面发力，渠道拓展未来发展空间广阔。

新增产能助力业绩稳定增长，股份回购彰显公司信心。公司全国性产能布局持续进行，2019 年将新增武汉 10 万吨和唐山 5 万吨产能，增强公司在中华和华中地区的竞争力，全国总产能预计达到 81 万吨。同时，公司拟以自筹资金回购不低于 2 亿元不超过 4 亿元公司股份，回购价格不超过 13.69 元/股，彰显公司对未来发展信心。

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	6,697	7,991	9,324
(+/-)%	22%	22%	18%	19%	17%
经营利润 (EBIT)	446	574	656	779	948
(+/-)%	10%	29%	14%	19%	22%
净利润 (归母)	349	407	503	606	736
(+/-)%	34%	17%	24%	20%	21%
每股净收益 (元)	0.27	0.31	0.39	0.46	0.56
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.6%	10.1%	9.8%	9.7%	10.2%
净资产收益率 (%)	11.5%	12.3%	13.2%	13.7%	14.3%
投入资本回报率 (%)	10.7%	13.2%	16.4%	19.8%	24.0%
EV/EBITDA	20.64	14.03	13.64	11.17	8.96
市盈率	60.93	27.35	25.67	21.31	17.55
股息率 (%)	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 10.92

上次预测: 9.75

当前价格: 9.89

2019.05.12

交易数据

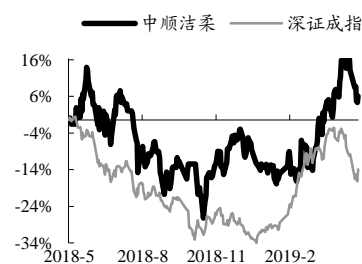
52 周内股价区间 (元)	6.72-16.10
总市值 (百万元)	12,920
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,306/1,258
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	19.11
日均成交值 (百万元)	172.94

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,441
每股净资产	2.63
市净率	3.8
净负债率	-8.39%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.08	0.09
Q2	0.08	0.10
Q3	0.09	0.11
Q4	0.07	0.09
全年	0.31	0.39

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	25%	7%
相对指数			

相关报告

《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: 2019.05.12

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: **10.92**

上次预测: 9.75

当前价格: 9.89

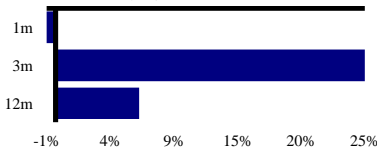
公司网址

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

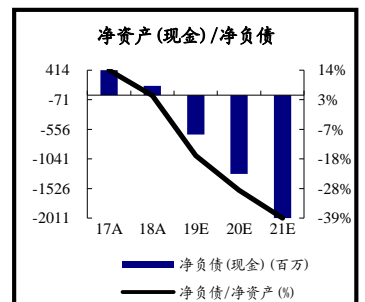
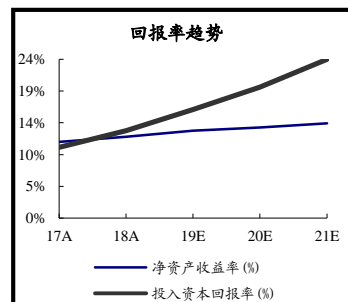
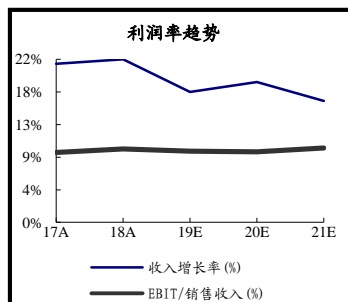
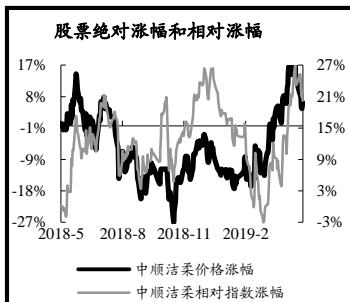
6.72-16.10

市值 (百万)

12,920

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	6,697	7,991	9,324
营业成本	3,019	3,744	4,371	5,209	6,059
税金及附加	39	38	46	54	63
销售费用	886	1,013	1,239	1,454	1,706
管理费用	166	202	244	352	375
EBIT	446	574	656	779	948
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	5	5	0
财务费用	47	56	32	27	22
营业利润	414	503	629	757	926
所得税	72	103	130	156	190
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	349	407	503	606	736
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,086	415	1,339	1,598	2,086
其他流动资产	1,928	1,742	1,843	2,092	2,459
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	6,068	6,544	7,309
流动负债	2,572	1,702	2,179	2,048	2,077
非流动负债	176	133	75	75	75
股东权益	3,044	3,311	3,814	4,421	5,157
投入资本(IC)	3,457	3,465	3,172	3,132	3,146
现金流量表					
NOPLAT	370	457	521	619	754
折旧与摊销	171	219	244	262	270
流动资金增量	-98	467	-248	-7	103
资本支出	-398	-568	-296	-224	-180
自由现金流	45	575	222	650	947
经营现金流	585	437	1,052	887	912
投资现金流	-983	88	-186	-219	-180
融资现金流	550	-1,238	59	-409	-244
现金流净增加额	153	-713	924	259	488
财务指标					
成长性					
收入增长率	21.8%	22.4%	17.9%	19.3%	16.7%
EBIT 增长率	9.5%	28.6%	14.3%	18.8%	21.8%
净利润增长率	34.0%	16.6%	23.6%	20.5%	21.4%
利润率					
毛利率	34.9%	34.1%	34.7%	34.8%	35.0%
EBIT 率	9.6%	10.1%	9.8%	9.7%	10.2%
归母净利润率	7.5%	7.2%	7.5%	7.6%	7.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.5%	12.3%	13.2%	13.7%	14.3%
总资产收益率(ROA)	6.0%	7.9%	8.3%	9.3%	10.1%
投入资本回报率(ROIC)	10.7%	13.2%	16.4%	19.8%	24.0%
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	306	288	271
净利润现金含量	167.7%	107.4%	209.0%	146.4%	123.8%
资本支出/收入	8.6%	10.0%	4.4%	2.8%	1.9%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	35.7%	37.1%	32.4%	29.4%
净负债率	13.6%	4.6%	-16.8%	-29.1%	-39.0%
估值比率					
PE(现价)	60.93	27.35	25.67	21.31	17.55
PB	6.99	3.36	3.39	2.92	2.51
EV/EBITDA	20.64	14.03	13.64	11.17	8.96
P/S	1.62	2.24	1.90	1.59	1.36
股息率	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%



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	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		