

业绩表现亮眼，产品结构持续优化推高盈利水平

——中顺洁柔 (002511) 2020 年半年报点评

买入 (维持)

日期: 2020 年 08 月 07 日

事件: 2020 年 8 月 6 日晚间, 公司发布 2020 年半年度报告。2020H1 公司实现营收 36.16 亿元(+13.99%); 实现归母净利润 4.53 亿元(+64.69%)。Q2 实现营收 19.45 亿元 (+19.21%), 归母净利润 2.69 亿元 (+77.74%)。2020H1 公司毛利率为 46.59% (+9.9pct), 净利率为 12.52% (+3.86pct)。

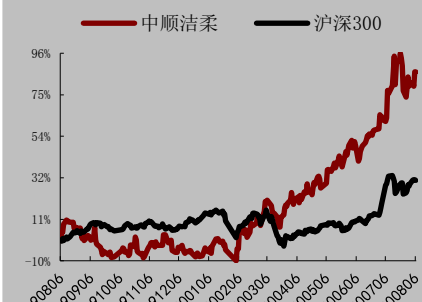
投资要点:

- **疫情下人们卫生意识提高促进相关产品的销售, 个护和口罩等新品类推进顺利。**疫情影响之下, 受益于人们卫生意识的提高和消费习惯的改变, 生活用纸、湿巾的消费量提升。2020H1, 公司生活用纸产品实现收入 35.33 亿元 (+13.35%)。另外, 公司在 2019 年 6 月推出朵蕾蜜品牌, 在个护领域再下一城。2020H1, 公司个护产品实现收入 6721.46 万元 (+15933.29%), 占营收比重从 2019H1 的 0.01% 提升至 1.86%, 显示个护产品推进顺利。2020 年 3 月, 公司迅速响应疫情所需, 推出口罩等防疫产品, 帮助增厚公司利润。
- **浆价低位震荡+高毛利产品占比提升推高公司利润。**近一年来浆价维持低位震荡, 生活用纸成本下降推高毛利率。截至 2020 年 6 月, 国内常熟港、保定、青岛港三港库存仍较充裕 (191.25 万吨)、国外纸浆下游市场恢复缓慢, 未来一段时间内预计浆价上涨动力不足, 公司有望继续享受成本红利。叠加新棉初白、Lotion、Face 和自然木等高毛利产品占比持续提升 (预计 2020H1 超过 70%), 公司盈利水平有望更上一层楼, 2020H1 生活用纸的毛利率达到 46.19% (+8.98pct)。
- **产能稳步释放, 渠道配合促销售高增长。**公司产能的全国性布局日臻完善, 目前唐山和湖北的工程项目进度已分别完成 23.13%、49.52%, 未来产能将稳步释放。同时 GT、KA、AFH、EC、RC、SC 六大渠道全面发力, 尤其是电商渠道飞速扩张 (预计 2020H1 增速超 45%), 配合产能释放保证销售高增长。
- **盈利预测与投资建议: 未来受益于浆价低位震荡、人们卫生意识提高带来的用纸需求提升, 我们认为公司将凭借高毛利产品占比提升、产能和品类扩张实现全年业绩亮眼增长, 预计公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 43%/20%/19%; EPS 为 0.66/0.79/0.94; 对应 PE 分别为 38/32/26 倍, 维持“买入”评级。**
- **风险因素:** 浆价大幅波动、产能释放不达预期、产品拓展不达预期。

基础数据

| | |
|-------------|-----------------------|
| 行业 | 轻工制造 |
| 公司网址 | https://www.zsjr.com/ |
| 大股东/持股 | 广东中顺纸业集团有限公司/29.16% |
| 实际控制人/持股 | 邓颖忠/38.06% |
| 总股本 (百万股) | 1,308.89 |
| 流通A股 (百万股) | 1,271.89 |
| 收盘价 (元) | 24.83 |
| 总市值 (亿元) | 331.28 |
| 流通A股市值 (亿元) | 321.91 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2020 年 08 月 06 日

相关研究

万联证券研究所 20200713_公司半年报点评_AAA_中顺洁柔 (002511) 半年度业绩预告点评

万联证券研究所 20200629_公司首次覆盖_AAA_中顺洁柔 (002511) 首次覆盖报告

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理: 李滢

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 6634.91 | 7893.79 | 9385.10 | 11248.13 |
| yoy (%) | 16.84% | 18.97% | 18.89% | 19.85% |
| 归母净利润 (百万元) | 603.83 | 860.62 | 1030.86 | 1229.89 |
| yoy (%) | 48.36% | 42.53% | 19.78% | 19.31% |
| EPS (元) | 0.46 | 0.66 | 0.79 | 0.94 |
| P/E (倍) | 53.82 | 37.76 | 31.53 | 26.43 |

数据来源: Wind, 万联证券研究所

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 2,744 | 3,206 | 3,823 | 4,664 | 营业收入 | 6,635 | 7,894 | 9,385 | 11,248 |
| 货币资金 | 704 | 796 | 1,034 | 1,428 | 营业成本 | 4,005 | 4,373 | 5,155 | 6,115 |
| 应收票据及应收账款 | 808 | 975 | 1,160 | 1,390 | 营业税金及附加 | 43 | 63 | 75 | 90 |
| 其他应收款 | 8 | 10 | 12 | 14 | 销售费用 | 1,370 | 1,776 | 2,159 | 2,643 |
| 预付账款 | 15 | 44 | 52 | 61 | 管理费用 | 295 | 410 | 493 | 596 |
| 存货 | 986 | 1,138 | 1,313 | 1,508 | 研发费用 | 176 | 213 | 258 | 315 |
| 其他流动资产 | 223 | 243 | 253 | 263 | 财务费用 | 21 | 21 | 29 | 34 |
| 非流动资产 | 3,282 | 3,737 | 4,191 | 4,639 | 资产减值损失 | -19 | -3 | -3 | -3 |
| 长期股权投资 | 0 | 5 | 15 | 25 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,921 | 3,274 | 3,632 | 3,992 | 投资净收益 | 0 | 1 | 5 | 3 |
| 在建工程 | 56 | 106 | 146 | 176 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 169 | 214 | 259 | 304 | 营业利润 | 719 | 1,050 | 1,247 | 1,488 |
| 其他长期资产 | 136 | 138 | 140 | 142 | 营业外收入 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 6,026 | 6,943 | 8,015 | 9,303 | 营业外支出 | 4 | 12 | 2 | 2 |
| 流动负债 | 1,814 | 2,104 | 2,460 | 2,930 | 利润总额 | 721 | 1,043 | 1,250 | 1,491 |
| 短期借款 | 15 | 15 | 17 | 19 | 所得税 | 117 | 183 | 219 | 261 |
| 应付票据及应付账款 | 781 | 958 | 1,102 | 1,307 | 净利润 | 604 | 861 | 1,031 | 1,230 |
| 预收账款 | 142 | 158 | 197 | 247 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 876 | 973 | 1,145 | 1,357 | 归属母公司净利润 | 604 | 861 | 1,031 | 1,230 |
| 非流动负债 | 135 | 135 | 130 | 125 | EBITDA | 1,009 | 1,226 | 1,414 | 1,656 |
| 长期借款 | 23 | 23 | 18 | 13 | EPS (元) | 0.46 | 0.66 | 0.79 | 0.94 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 112 | 112 | 112 | 112 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 1,949 | 2,239 | 2,590 | 3,055 | 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本 | 1,309 | 1,309 | 1,309 | 1,309 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 761 | 761 | 761 | 761 | 营业收入 (%) | 16.8% | 19.0% | 18.9% | 19.9% |
| 留存收益 | 2,112 | 2,739 | 3,459 | 4,283 | 营业利润 (%) | 43.1% | 46.0% | 18.7% | 19.4% |
| 归属母公司股东权益 | 4,077 | 4,703 | 5,424 | 6,248 | 归属于母公司净利润 (%) | 48.4% | 42.5% | 19.8% | 19.3% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 6,026 | 6,943 | 8,015 | 9,303 | 毛利率 (%) | 39.6% | 44.6% | 45.1% | 45.6% |
| | | | | | 净利率 (%) | 9.1% | 10.9% | 11.0% | 10.9% |
| | | | | | ROE (%) | 14.8% | 18.3% | 19.0% | 19.7% |
| | | | | | ROIC (%) | 15.1% | 18.3% | 18.7% | 19.5% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 32.3% | 32.3% | 32.3% | 32.8% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | -15.6% | -15.4% | -17.8% | -21.8% |
| | | | | | 流动比率 | 1.51 | 1.52 | 1.55 | 1.59 |
| | | | | | 速动比率 | 0.93 | 0.93 | 0.98 | 1.04 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.10 | 1.14 | 1.17 | 1.21 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 8.21 | 8.11 | 8.11 | 8.11 |
| | | | | | 存货周转率 | 4.06 | 3.84 | 3.92 | 4.06 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 0.46 | 0.66 | 0.79 | 0.94 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.04 | 0.73 | 0.89 | 1.08 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 3.11 | 3.59 | 4.14 | 4.77 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 53.82 | 37.76 | 31.53 | 26.43 |
| | | | | | P/B | 6.85 | 5.94 | 5.15 | 4.47 |
| | | | | | EV/EBITDA | 15.80 | 22.18 | 19.06 | 16.03 |

资料来源: Wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场