消费升级与娱乐研究中心

中顺洁柔 (002511.SZ) 买入（维持评级）

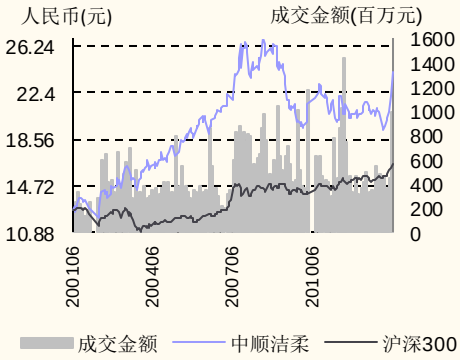
公司点评

市场价格（人民币）：24.05 元

回购展现自信，竞争力是底气所在

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.11
已上市流通 A 股(亿股)	12.75
总市值(亿元)	315.35
年内股价最高最低(元)	26.88/12.12
沪深 300 指数	5369
中小板综	13310



相关报告

1.《3Q 业绩持续靓丽，维持“买入”评级-中顺洁柔-三季报点评》，2020.10.29

2.《上调盈利预测，维持“买入”评级-中顺洁柔-中报点评》，2020.8.7

3.《一季报大超预期，维持“买入”评级-一季报大超预期，维持“买入...》，2020.4.30

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	6,635	7,766	9,070	10,820
营业收入增长率	22.43%	16.84%	17.05%	16.80%	19.29%
归母净利润(百万元)	407	604	903	1,115	1,338
归母净利润增长率	16.60%	48.36%	49.52%	23.55%	19.93%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.46	0.69	0.85	1.02
每股经营性现金流净额	0.34	1.04	0.77	1.06	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.29%	14.81%	19.67%	21.20%	22.06%
P/E	26.94	27.44	30.31	24.53	20.46
P/B	3.31	4.06	5.96	5.20	4.51

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 1 月 5 日公司发布公告，拟使用自有资金以集中竞价方式回购社会公众股，回购股份将全部用于员工激励。本次回购总金额为 1.8 亿元-3.6 亿元，回购价格不超过 31.515 元/股（含），回购实施期限为自董事会审议通过之日起 12 个月内。

经营分析

- **浆价走势已经出现趋势性扭转，龙头企业竞争优势凸显。**受全球经济复苏预期、国际海运费上扬以及浆厂迫切改善盈利的刺激，近期浆价连续上涨。虽然 2021 年全球商品浆预计将在下半年释放新增产能，但必须承认新一轮木浆价格上涨趋势已经形成，我们判断 2021-2023 年浆价中枢将呈现逐级上台阶的走势。根据公司三季报，2020 年 9 月底公司账面存货 17.6 亿元，较 6 月底增加 5.8 亿元，我们预估公司目前已经构建起大致 12 个月的木浆库存，庞大的木浆库存不仅令公司的原料能长时间保持低位，也为后续公司择机补库提供了足够的时间窗口，公司已经在成本端构建起强大的竞争优势。此外，人民币汇率 12 月底较 6 月底已经升值 7.8%，预期人民币汇率兑美元有望继续升值，因此公司目前拥有的庞大木浆库存，相较于小企业而言，更能享受人民币升值的红利。
  相较于浆价下行周期中的“鸡犬升天”，在浆价上行周期中，像公司这样的行业龙头，对比中小生活用纸企业，竞争优势更能得到有效的发挥。
- **成本红利趋弱，但生活用纸价格趋势亦将出现扭转。**生活用纸企业自 12 月初发布多次涨价函，据卓创资讯，当前原纸提价已落实 500-700 元/吨。我们认为浆价趋势变化，中小企业提价的意愿较龙头更为强烈，但因缺乏品牌影响力，其实际提价能力有限，因此我们认为浆价开启上行周期的过程中，中小生活用纸企业的生存境遇将较为困难，行业竞争格局将逐渐优化。上一轮浆价上涨周期中，公司已经证明了自身可以提价的能力。考虑到公司成本端有望长期维持低位，而纸价一旦上行，公司的毛利有望继续扩大。
- **电商强发力+个护布局，中长期依然具备不俗的成长空间。**3Q/4Q2020 年，公司在阿里全网销售额同比+41.6%/+30.3%，最近三年公司的电商团队表现优异，线上业务是四大龙头之中增长最快的企业，我们认为越发强悍的电商团队，叠加生活用纸目前只有线上仍存增长红利，将助力公司实现弯道超车，实现行业排名上升。纸巾业务快速增长的同时，公司已经储备了卫生巾、纸尿裤、口罩等个护产品，为将来在个护领域开疆拓土做好铺垫。

盈利调整和投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 0.69、0.85 和 1.02 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 30、25、20 倍，考虑到公司优秀的成长性以及逐渐在个护领域厉兵秣马，我们认为当前估值水平较低，给予“买入”评级。

风险提示

- 木浆价格大幅上涨的风险；销售费用率控制不力的风险；生活用纸和新产品销售低于预期的风险；公司高管岳勇等计划宣布 6 个月内减持不超过总股本的 0.21%，且过去 6 个月内公司高管戴振吉、岳勇进行过股票减持。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,638**	**5,679**	**6,635**	**7,766**	**9,070**	**10,820**
增长率		22.4%	16.8%	17.0%	16.8%	19.3%
主营业务成本	-3,019	-3,744	-4,005	-4,141	-4,949	-5,899
%销售收入	65.1%	65.9%	60.4%	53.3%	54.6%	54.5%
毛利	1,620	1,934	2,629	3,625	4,122	4,920
%销售收入	34.9%	34.1%	39.6%	46.7%	45.4%	45.5%
营业税金及附加	-39	-38	-43	-43	-54	-65
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-886	-1,013	-1,370	-1,895	-2,086	-2,489
%销售收入	19.1%	17.8%	20.6%	24.4%	23.0%	23.0%
管理费用	-249	-202	-295	-388	-417	-498
%销售收入	5.4%	3.6%	4.4%	5.0%	4.6%	4.6%
研发费用	0	-108	-176	-217	-245	-281
%销售收入	0.0%	1.9%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%
息税前利润（EBIT）	446	574	746	1,081	1,319	1,588
%销售收入	9.6%	10.1%	11.2%	13.9%	14.5%	14.7%
财务费用	-47	-56	-21	-1	-4	-6
%销售收入	1.0%	1.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-6	-27	-19	-9	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	0	3	3	3
%税前利润	1.4%	2.1%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	414	503	719	1,089	1,332	1,598
营业利润率	8.9%	8.9%	10.8%	14.0%	14.7%	14.8%
营业外收支	7	8	2	-8	4	4
税前利润	421	510	721	1,081	1,336	1,602
利润率	9.1%	9.0%	10.9%	13.9%	14.7%	14.8%
所得税	-72	-103	-117	-178	-220	-264
所得税率	17.1%	20.3%	16.3%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	349	407	604	903	1,115	1,338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**349**	**407**	**604**	**903**	**1,115**	**1,338**
净利率	7.5%	7.2%	9.1%	11.6%	12.3%	12.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	349	407	604	903	1,115	1,338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	177	246	282	290	318	353
非经营收益	65	64	22	17	8	0
营运资金变动	-5	-280	450	-197	-49	-58
经营活动现金净流	**585**	**437**	**1,358**	**1,013**	**1,393**	**1,633**
资本开支	-398	-568	-602	-869	-707	-757
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-584	656	-127	3	3	3
投资活动现金净流	**-983**	**88**	**-729**	**-866**	**-704**	**-754**
股权募资	0	0	105	-28	0	0
债权募资	638	-944	-497	338	-98	-159
其他	-108	-285	65	-372	-461	-542
筹资活动现金净流	**531**	**-1,229**	**-327**	**-61**	**-560**	**-700**
现金净流量	**133**	**-704**	**302**	**86**	**129**	**179**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,086	415	704	790	919	1,097
应收款项	616	750	816	878	1,026	1,223
存货	547	858	986	976	1,166	1,390
其他流动资产	765	134	238	255	262	269
流动资产	3,014	2,157	2,744	2,899	3,372	3,980
%总资产	52.0%	41.9%	45.5%	42.9%	44.2%	46.0%
长期投资	37	35	36	36	36	36
固定资产	2,519	2,669	2,977	3,502	3,844	4,203
%总资产	43.5%	51.9%	49.4%	51.8%	50.4%	48.6%
无形资产	127	125	182	237	289	340
非流动资产	2,778	2,989	3,282	3,862	4,256	4,666
%总资产	48.0%	58.1%	54.5%	57.1%	55.8%	54.0%
资产总计	**5,792**	**5,146**	**6,026**	**6,761**	**7,628**	**8,646**
短期借款	1,348	494	47	385	287	128
应付款项	1,111	1,088	1,559	1,441	1,696	2,022
其他流动负债	113	119	208	207	248	296
流动负债	2,572	1,702	1,814	2,033	2,231	2,446
长期贷款	150	75	23	23	23	23
其他长期负债	26	59	112	114	114	114
负债	**2,748**	**1,835**	**1,949**	**2,170**	**2,368**	**2,583**
普通股股东权益	**3,044**	**3,311**	**4,077**	**4,591**	**5,260**	**6,063**
其中：股本	757	1,287	1,309	1,311	1,311	1,311
未分配利润	1,162	1,491	2,059	2,601	3,270	4,073
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**5,792**	**5,146**	**6,026**	**6,761**	**7,628**	**8,646**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.461	0.316	0.461	0.689	0.851	1.020
每股净资产	4.019	2.573	3.115	3.501	4.012	4.624
每股经营现金净流	0.773	0.340	1.037	0.773	1.062	1.245
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.275	0.340	0.408
回报率						
净资产收益率	11.47%	12.29%	14.81%	19.67%	21.20%	22.06%
总资产收益率	6.03%	7.91%	10.02%	13.35%	14.62%	15.47%
投入资本收益率	8.14%	11.75%	14.96%	17.94%	19.66%	21.23%
增长率						
主营业务收入增长率	21.76%	22.43%	16.84%	17.05%	16.80%	19.29%
EBIT增长率	9.53%	28.59%	30.09%	44.86%	22.02%	20.37%
净利润增长率	34.04%	16.60%	48.36%	49.52%	23.55%	19.93%
总资产增长率	28.35%	-11.15%	17.11%	12.19%	12.83%	13.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.8	43.0	42.5	41.0	41.0	41.0
存货周转天数	58.5	68.5	84.0	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	54.2	53.4	49.5	49.9	49.9	49.9
固定资产周转天数	182.7	164.3	160.7	143.2	124.3	106.2
偿债能力						
净负债/股东权益	13.55%	4.65%	-15.55%	-8.32%	-11.58%	-15.61%
EBIT利息保障倍数	9.5	10.3	34.7	1,037.4	354.4	276.3
资产负债率	47.44%	35.65%	32.35%	32.09%	31.04%	29.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	38	82
增持	0	0	0	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.12**	**1.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-15	买入	10.06	N/A
2	2019-08-06	买入	13.14	N/A
3	2019-10-24	买入	13.63	N/A
4	2020-04-30	买入	17.90	23.27～23.27
5	2020-08-07	买入	24.83	29.80～29.80
6	2020-10-29	买入	21.76	N/A

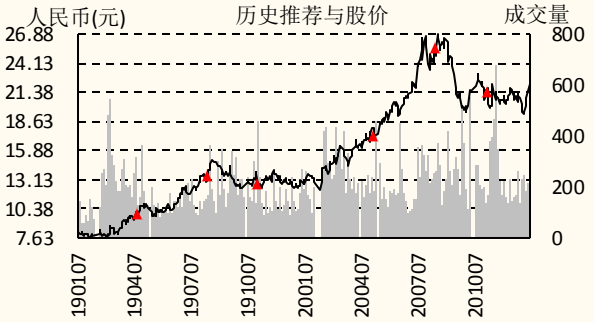
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402