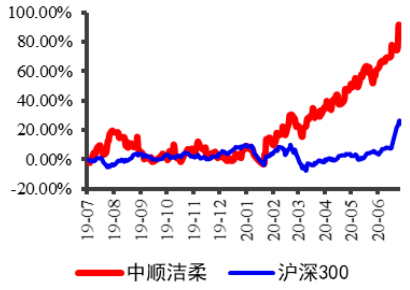
轻工/造纸　中顺洁柔（002511.SZ）　首次评级

报告原因：公司公告　**2020H1 业绩预告超预期，产品结构优化带动量利增长**　**买入**

2020 年 7 月 13 日　**公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 7 月 13 日

收盘价(元)：	24.33
年内最高/最低（元）：	11.61/25.85
流通 A 股/总股本（亿）：	12.72/13.09
流通 A 股市值（亿）：	309
总市值（亿）：	318

基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	0.14
摊薄每股收益：	0.14
每股净资产(元)：	3.25
净资产收益率：	4.40%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel：15011180295

Email：yangjingjing@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 7 月 13 日，公司发布 2020 年半年度业绩预告，公司预计 2020 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润 4.12 ~4.67 亿元，同比增长 50%-70%。

事件点评

➢ **受新冠肺炎疫情影响，公司相关产品销售快速增长，中长期看，生活用纸渗透率和人均消费量的提升大势所趋，公司业绩处于高增长轨道。**疫情防控的常态化显著提升我国居民的环境消毒、健康安全意识，培养个人良好卫生习惯，对生活用纸行业构成利好。公司作为国内生活用纸行业的第一梯队成员，仍将受益行业发展红利，看好下半年公司纸品产销量维持高速增长。

➢ **产品结构持续优化，高端、高毛利品类占比持续提升，重点单品、新品加速推广，优秀的研发实力和高研发支出激活多元化、品质化、个性化发展潜力。**从产品大类来看，公司非卷纸类产品毛利率超过 40%，而卷纸类产品毛利率不到 30%，2014-2017 年，公司非卷纸类产品收入占比由 50.42%提升至 57.40%，增加 6.98 个百分点。从具体产品来看，公司持续积极优化产品结构，开发高端新品投入市场，加速推动 Face、Lotion、自然木等高端、高毛利产品推广，提升重点品的销售占比。2019 年新棉初白、Face、Lotion 和自然木等高毛利产品收入占比提升至接近 70%，2020Q1 公司毛利率（45.12%）/净利率（10.98%）创下新高，持续位居国内生活用纸行业第一。此外，公司拥有完备的产品开发体系，下属研发部门具备较强的自主研发能力和优秀的产品配方工艺，2019 年公司研发费用为 1.76 亿元，同比增长 64.02%；研发人员数量达 438 人，同比增加 37.74%。

➢ **渠道建设日趋完善，产品渗透率和覆盖率显著提升，已实现线上线下全方位立体营销布局。**线下：GT（传统经销商渠道）、KA（大型连锁卖场渠道）、AFH（商用消费品渠道）、EC（电商渠道）、RC（新零售渠道）、SC（母婴渠道）六大传统渠道营销网络已覆盖全国绝大部分地（县）级市。线上：公司加大在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁、拼多多等电商平台的投入，组建专业的电商运营团队和商消服务团队。根据 wind，2019 年 11 月，受益于双十一大促，公司实现线上销售额 4.12 亿元，季度移动平均增长率为 30.87%，远高于公司 2019 年营收增长率（+16.84%）。

➢ **受国际原材料市场价格下降的影响，公司营业成本下降，盈利能力持续提升。国内港口木浆库存整体小幅增加，浆价依然承压，预计下半年维持偏弱震荡，成本端构成利好。**公司生产用主要原材料为纸浆，公司生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重为 40%-60%。2019 年以来，受国内市场需求转弱、全球贸易争端、汇率变动及浆市库存升高等因素影响，浆价大幅回落。根据卓创资讯，2020H1 国内木浆价格维持低位，主流参考均价同比下降约 23%。截至 2020 年 5 月底，青岛港、常熟港和保定港木浆库存分别上升 5 万吨、2 万吨和 1.18 万吨至 101 万吨、69 万吨和 10.94 万吨，环比分别上升 5.21%、2.99%和 12.09%。国内主要木浆港口贸易商库存攀升并维持高位振荡，港口库存去化仍需时间。

投资建议

➢ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润为 8.79、10.09、12.81 亿元，同比增长 45.46%、14.85%、26.94%，对应 EPS 为 0.67/0.77/0.98 元，PE 为 36.23/31.55/24.85 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

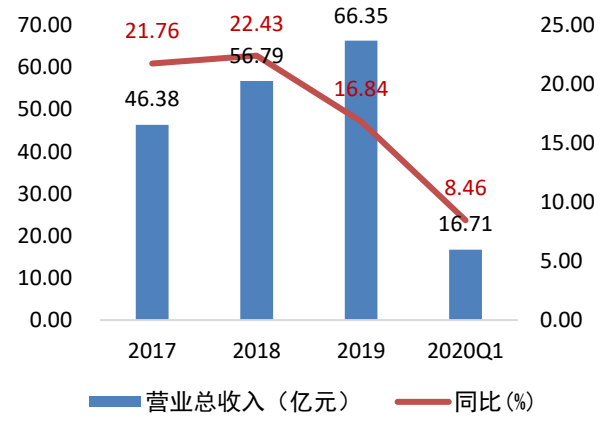
存在风险

➢ 宏观经济增长不及预期；原材料价格大幅波动；市场竞争加剧风险；新品推广不及预期；产能过剩风险。

会计年度		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）		5,678.52	6,634.91	7,742.95	9,136.68	10,616.82
	同比增长	22.43%	16.84%	16.70%	18.00%	16.20%
归母净利润（百万元）		406.99	603.83	878.97	1,009.46	1,281.41
	同比增长	16.60%	48.36%	45.56%	14.85%	26.94%
每股收益（元）		0.32	0.46	0.67	0.77	0.98
PE		76.92	52.74	36.23	31.55	24.85
PB		9.45	7.81	6.28	5.24	4.41

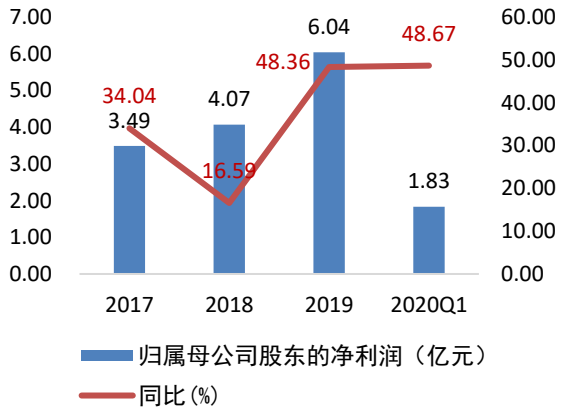
数据来源：wind、山西证券研究所

图 1：中顺洁柔近三年一期营业收入及同比增长率



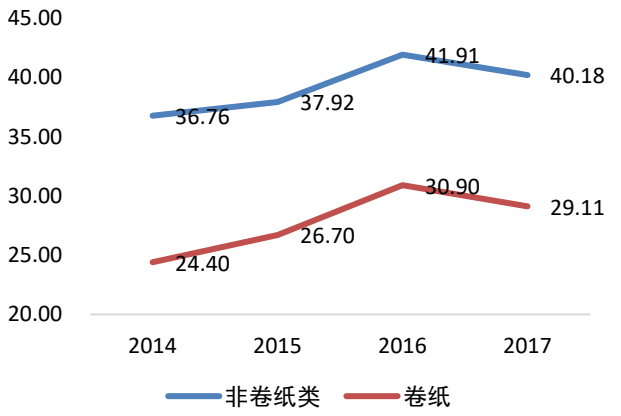
数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：中顺洁柔近三年一期净利润及同比增长率



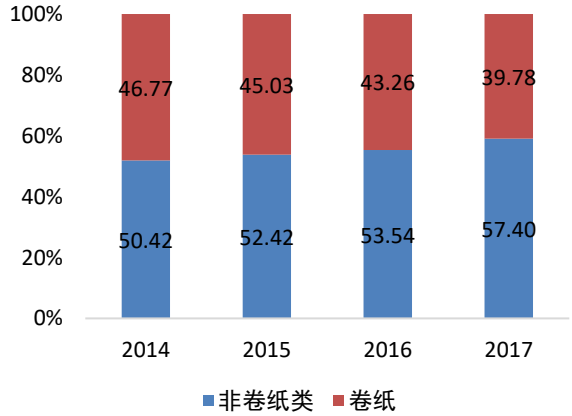
数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：中顺洁柔非卷纸类产品毛利率优势显著



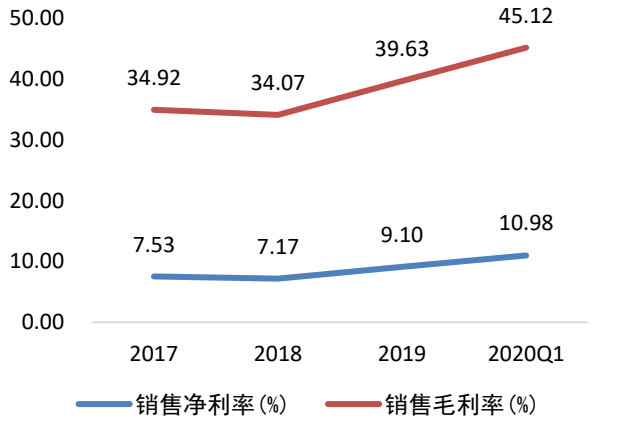
数据来源：山西证券研究所、wind

图 4：中顺洁柔非卷纸类产品收入占比加大



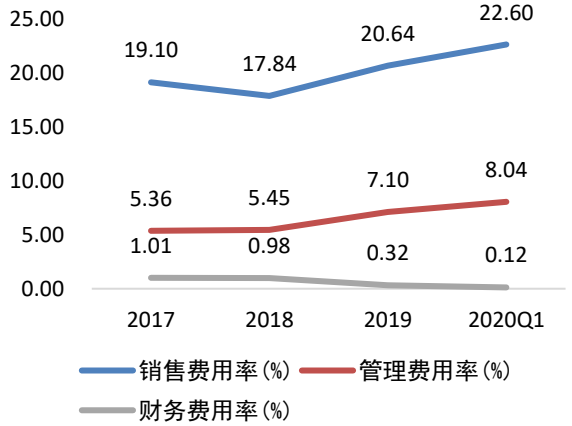
数据来源：山西证券研究所、wind

图 5：中顺洁柔 2020Q1 毛利率、净利率创新高



数据来源：山西证券研究所、wind

图 6：中顺洁柔期间费用率



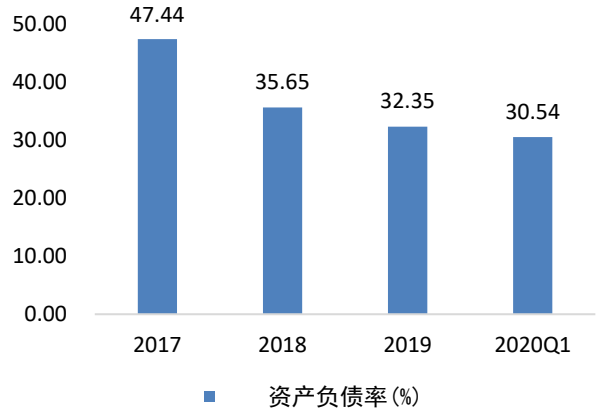
数据来源：山西证券研究所、wind

表 1：中顺洁柔研发投入情况

	2019 年	2018 年	变动比例
研发人员数量（人）	438	318	37.74%
研发人员数量占比	7.25%	5.53%	1.72%
研发投入金额（元）	176,374,287.34	107,533,844.55	64.02%
研发投入占营业收入比例	2.66%	1.89%	0.77%

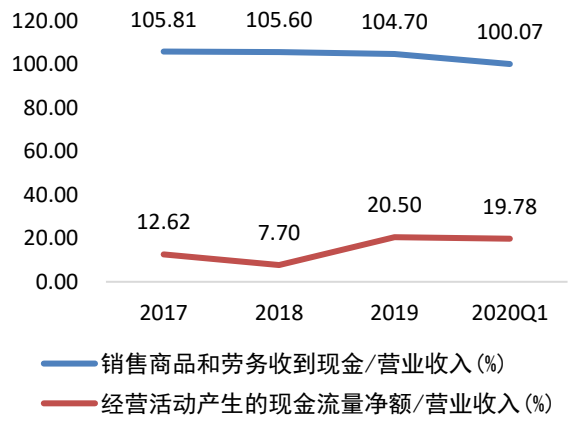
资料来源：山西证券研究所、中顺洁柔 2019 年报

图 7：中顺洁柔资产负债率持续下降



数据来源：山西证券研究所、wind

图 8：中顺洁柔现金比率



数据来源：山西证券研究所、wind

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,678.5**	**6,634.9**	**7,742.9**	**9,136.7**	**10,616.8**
减:营业成本	3,744.1	4,005.4	4,661.3	5,482.0	6,306.4
营业税费	38.1	42.8	49.6	58.7	68.1
销售费用	1,013.0	1,369.6	1,641.5	1,946.1	2,208.3
管理费用	202.1	294.5	367.8	438.6	506.4
财务费用	55.8	21.5	-10.0	1.0	1.0
资产减值损失	27.5	-19.1	-10.0	9.0	1.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	10.6	0.3	0.3	0.3	0.3
营业利润	**502.9**	**719.5**	**1,043.1**	**1,201.6**	**1,525.0**
加:营业外净收支	7.6	1.5	4.5	3.0	3.8
利润总额	**510.5**	**721.0**	**1,047.6**	**1,204.6**	**1,528.8**
减:所得税	103.5	117.2	168.7	195.1	247.4
净利润	**407.0**	**603.8**	**879.0**	**1,009.5**	**1,281.4**

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	415.0	703.7	1,688.2	1,799.8	2,649.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	747.1	816.0	1,024.2	1,208.5	1,404.3
应收票据	2.8	0.3	-	-	-
预付帐款	52.9	14.9	61.5	72.3	83.2
存货	857.6	986.4	638.5	751.0	863.9
其他流动资产	81.4	222.6	229.3	236.2	243.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	35.4	36.0	36.0	36.0	36.0
固定资产	2,555.6	2,921.4	3,155.5	3,399.5	3,532.9
在建工程	113.7	55.7	132.4	249.3	239.6
无形资产	125.0	168.7	162.7	156.6	150.6
其他非流动资产	159.1	86.6	89.2	91.9	94.7
资产总额	**5,145.9**	**6,026.3**	**7,230.0**	**8,012.2**	**9,306.6**
短期借款	347.2	14.7	293.4	293.4	237.2
应付票据	68.2	202.7	236.5	279.1	324.3
应付账款	509.1	578.2	701.3	824.7	948.8
其他流动负债	58.6	112.4	118.0	123.9	130.1
长期借款	74.6	22.5	-	-	-
其他非流动负债	58.6	112.4	118.0	123.9	130.1
负债总额	**1,834.7**	**1,949.3**	**2,157.7**	**1,930.4**	**2,083.1**
股本	1,286.7	1,308.9	1,308.9	1,308.9	1,308.9
资本公积与留存收益	1,538.1	2,112.2	2,991.1	4,000.6	5,153.9
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	**3,311.2**	**4,077.0**	**5,072.4**	**6,081.8**	**7,223.5**

现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	407.0	603.8	879.0	1,009.5	1,281.4
加:折旧和摊销	27.5	21.8	-	-	-
资产减值准备	218.5	262.6	245.4	245.4	382.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	42.6	12.8	-10.0	1.0	1.0
投资收益	-10.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	293.6	471.5	70.9	-542.8	-118.7
经营活动产生现金流量	**437.3**	**1,360.4**	**1,185.0**	**712.7**	**1,546.2**
投资活动产生现金流量	**88.3**	**-728.6**	**-550.3**	**-600.2**	**-499.7**
融资活动产生现金流量	**-1,238.3**	**-327.6**	**71.0**	**-1.0**	**-140.7**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	22.4%	16.8%	16.7%	18.0%	16.2%
营业利润增长率	21.4%	43.1%	45.0%	15.2%	26.9%
净利润增长率	43.0%	36.4%	6.2%	13.3%	31.8%
EBITDA增长率	48.9%	41.8%	9.7%	16.4%	26.9%
EBIT增长率	16.6%	39.3%	39.7%	16.3%	26.9%
NOPLAT增长率	16.6%	48.4%	45.6%	14.8%	26.9%
投资资本增长率	-1.6%	1.1%	7.1%	25.3%	5.3%
净资产增长率	8.8%	23.1%	24.4%	19.9%	18.8%
利润率					
毛利率	34.1%	39.6%	39.8%	40.0%	40.6%
营业利润率	8.9%	10.8%	13.5%	13.2%	14.4%
净利润率	7.2%	9.1%	11.4%	11.0%	12.1%
EBITDA/营业收入	15.5%	18.1%	16.5%	15.8%	18.0%
EBIT/营业收入	11.7%	14.2%	13.3%	13.2%	14.4%
投资回报率					
ROE	12.3%	14.8%	17.3%	16.6%	17.7%
ROA	7.9%	10.0%	12.2%	12.6%	13.8%
ROIC	13.4%	19.0%	26.2%	28.5%	28.8%
费用率					
销售费用率	17.8%	20.6%	21.2%	21.3%	20.8%
管理费用率	3.6%	4.4%	4.8%	4.8%	4.8%
财务费用率	1.0%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	22.4%	25.4%	25.8%	26.1%	25.6%
运营效率					
固定资产周转天数	155	149	141	129	118
流动资产周转天数	164	133	148	152	158
应收帐款周转天数	43	42	53	53	49
存货周转天数	68	83	63	46	64
总资产周转天数	347	303	308	300	294
偿债能力					
资产负债率	35.7%	32.3%	29.8%	24.1%	22.4%
负债权益比	55.4%	47.8%	42.5%	31.7%	28.8%
流动比率	1.27	1.51	1.79	2.25	2.68
速动比率	0.76	0.97	1.47	1.84	2.24
现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			

业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.32	0.46	0.67	0.77	0.98
BVPS(元)	2.57	3.11	3.88	4.65	5.52
PE(X)	76.9	52.7	36.2	31.5	24.9
PB(X)	9.5	7.8	6.3	5.2	4.4
P/FCF	-66.8	465.1	36.6	283.0	32.2
P/S	5.5	4.8	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	12.4	13.1	23.7	20.9	15.3
CAGR(%)	35.4%	28.5%	36.0%	35.4%	28.5%
PEG	217.5%	185.0%	100.5%	89.2%	87.2%

数据来源：wind、山西证券研究所

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336