

浆价下跌业绩弹性顺利兑现， 消费成长逻辑延续，继续推荐

中顺洁柔 (002511)

事件

4月18日晚间，公司发布2019年一季度报。

1Q19公司实现营业收入15.41亿元，同比增长25.8%；归属于上市公司股东的净利润1.23亿元，同比增长25.2%，扣非后归属于上市公司股东的净利润1.22亿元，同比增长33.1%。

同时公告，拟以自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购总金额不低于人民币20,000万元，不超过人民币40,000万元；回购价格不超过人民币13.69元/股；若按13.69元/股回购价格计算，预计可回购股份数量约为14,609,204~29,218,407股，占公司目前总股本的1.12%~2.24%。

我们的分析和判断

产品渠道产能齐发力，推动收入持续增长。

产品方面：产品结构持续优化，加大对重点产品的推广投入，1Q19吨价环比上升。2018年公司FACE、LOTION、自然木等高毛利产品收入占比提升至63.4%，推出的母婴高端产品“新棉初白”棉柔巾市场反应良好，未来将继续推出高毛利率新品。

渠道方面：1Q19 GT、KA、EC、AFH四大渠道持续推进，公司产品已覆盖近1800个县市区，拥有逾2300个经销商。19年将继续完善空白县市区的布局。

产能方面：19年预计新增产能15万吨（10万吨湖北高端生活用纸项目和5万吨四川生产基地扩建项目），强化华中和西南地区布局，助力公司业绩稳健怎张。

纸浆价格回落，盈利能力改善。

1Q19公司主要原材料木浆价格较4Q18下跌9%，公司成本压力得到缓解。1Q19毛利率环比提升3pct至34.0%，净利率环比提升2.1pct至8.0%。我们预计2019年全球纸浆新产能不断投产下浆价有望稳中有降，公司原材料库存一般维持在3-6个月，前期高价纸浆库存消化后利润弹性有望进一步显现。

期间费用管控良好，经营现金流显著改善

1Q19公司期间费用率下降5.4pct至23.5%，其中销售/管理/

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

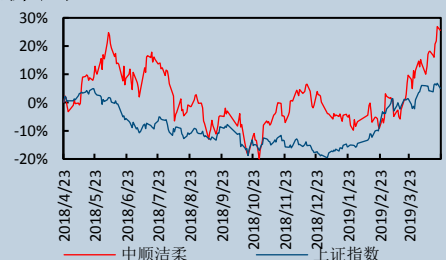
发布日期：2019年04月23日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	14.47/10.9	32.18/7.55	26.01/21.33
12月最高/最低价 (元)			16.1/6.72
总股本 (万股)			130,636.82
流通A股 (万股)			125,812.01
总市值 (亿元)			139.52
流通市值 (亿元)			134.37
近3月日均成交量 (万)			1,851.61
主要股东			
广东中顺纸业集团有限公司			28.76%

股价表现



相关研究报告

19.04.16	中顺洁柔:渠道、产能、扩品类、跌浆价，共驱新成长，维持“买入”
19.03.01	中顺洁柔:木浆与汇率暂拖累，生活纸与护理品双轮驱动
18.12.19	中顺洁柔:激励出，成长稳，木浆跌，弹性待

研发/财务费用率同比分别降低3.7/0.2/0.6/0.8pct至17.2%/3.7%/2.2%/0.4%。销售费用率显著降低主因一季度销售强劲费用投放较少，财务费用率降低主因归还公司债券利息支出减少，管理费用率虽受股权激励摊销费用影响仍略有下降。经营活动产生的现金流量净额为5.07亿元，去年同期为-2.1亿元，现金流显著改善主因收到货款增长以及原料价格下行减少备货支出。

投资建议：

公司对木浆价格判断有着扎实的经验支撑，库存周期把握较好，看好公司后期毛利率修复所带动的利润弹性。我们预计，中顺洁柔2019-2020年营业收入分别为67.56、79.89亿元，同比增长19.05%、18.17%；净利润分别为5.30、6.48亿元，同比增长30.22%、22.25%，对应PE为24.3x和19.9x，维持“买入”评级。

风险因素：

原材料价格大幅波动；行业竞争大幅加剧。

图表 1：中顺洁柔分季度财务数据（亿元）

单季	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业总收入	10.32	10.91	12.29	12.86	12.25	13.61	14.95	15.98	15.41
同比	20.86%	18.91%	26.77%	20.39%	18.65%	24.78%	21.65%	24.21%	25.78%
归母净利润	0.75	0.81	0.90	1.02	0.99	1.01	1.13	0.92	1.23
同比	65.23%	34.65%	19.75%	29.23%	30.93%	24.77%	25.31%	-10.56%	25.18%
累计	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1
营业总收入	10.32	21.23	33.52	46.38	12.25	25.86	40.81	56.79	15.41
同比	20.86%	19.85%	22.30%	21.76%	18.65%	21.80%	21.74%	22.43%	25.78%
归母净利润	0.75	1.56	2.47	3.49	0.99	2.00	3.13	4.04	1.23
同比	65.23%	47.82%	36.15%	34.04%	30.93%	27.73%	26.85%	15.87%	25.18%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：中顺、恒安、维达营收（亿元 RMB）及增速对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
恒安国际	169.05	188.84	186.63	192.77	180.8	205.14
同比		11.70%	-1.20%	3.30%	-6.21%	11.35%
维达国际	53.48	63.02	81.29	107.9	112.75	130.41
同比		17.80%	29.00%	32.70%	4.50%	10.34%
中顺洁柔	25.02	25.22	29.59	38.09	46.38	56.79
同比		0.80%	17.30%	28.70%	21.80%	22.43%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：中顺、恒安、维达归母净利润对比（亿元 RMB）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
恒安国际	29.75	31.01	32.6	35.97	37.94	38.00

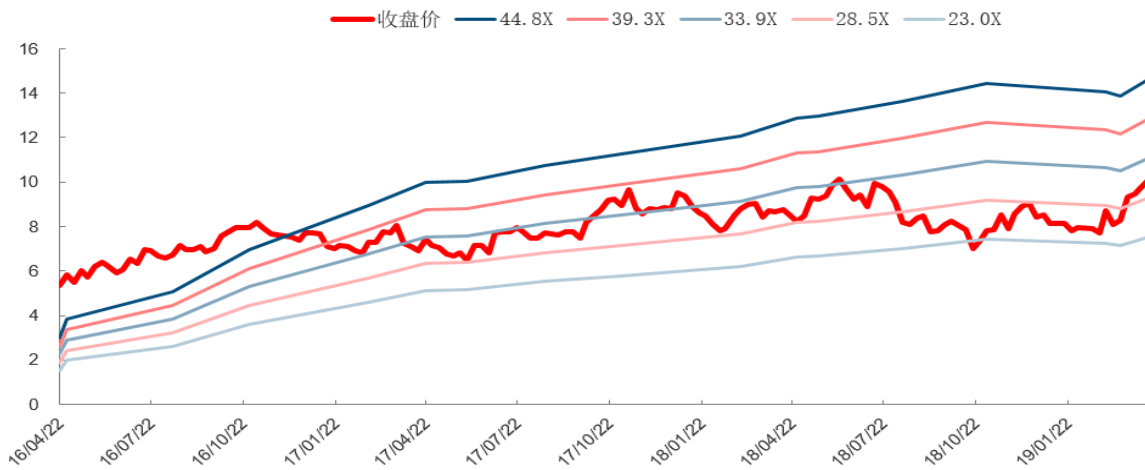
	同比	4.20%	5.10%	10.30%	5.50%	0.15%
维达国际	4.27	4.68	2.63	5.85	5.19	5.69
	同比	9.60%	-43.80%	122.40%	-11.30%	4.57%
中顺洁柔	1.16	0.68	0.88	2.6	3.49	4.07
	同比	-41.80%	30.70%	195.30%	34.00%	20.27%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4: 中顺、恒安、维达分业务营收对比 (亿元 RMB)

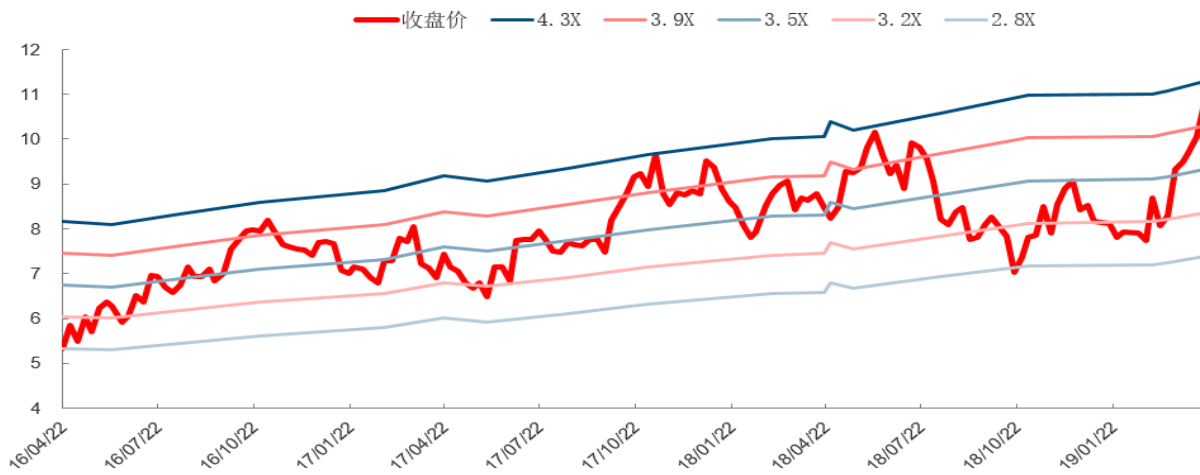
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
恒安国际-总计	169.05	188.84	186.63	192.77	198.25	205.14
生活用纸	80.23	85.65	90.48	90.66	93.9	102.27
卫生巾	46.96	58.6	64.37	65.69	69.72	65.94
纸尿裤	23.1	24.41	25.51	21.5	19.99	15.36
维达国际-总计	53.48	63.02	81.29	107.9	112.75	130.41
生活用纸		62.08	78.39	89.66	91.18	106.12
护理产品		0.91	2.84	18.19	21.55	24.25
中顺洁柔-总计	25.02	25.22	29.59	38.09	46.38	56.79

图表 5: 公司历史 PE band



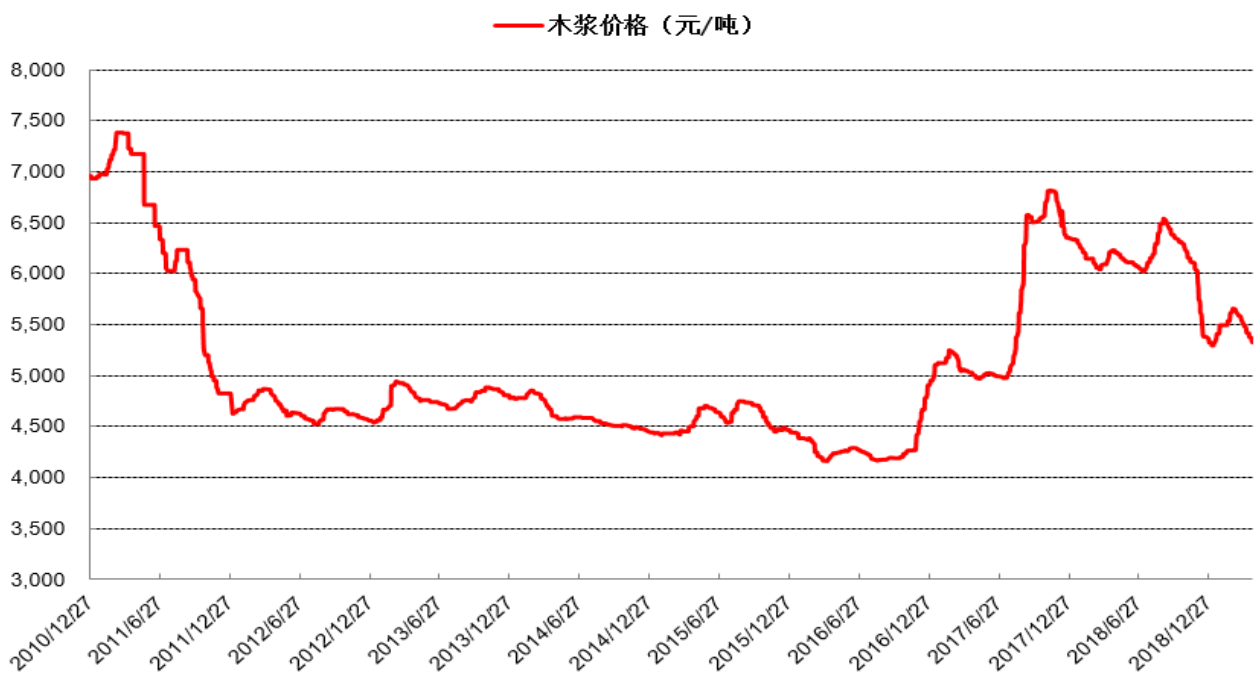
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 6：公司历史 PB band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 7：2010-2019 年木浆价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

报告贡献人

罗乾生：中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859