

Q2 收入加快，盈利维持高位； 新品推，产能拓，真成长延续

事件

2018 年 8 月 6 日晚间，中顺洁柔发布半年报业绩快报称，2018 年上半年公司实现营业收入为 25.86 亿元，较上年同期增 21.80%；实现归属于母公司所有者的净利润为 2 亿，较上年同期增 27.73%。

分季度来看，公司 2018Q2 单季度实现收入 13.61 亿，同比增 24.78%，实现净利润 1.01 亿，同比增 24.76%。

业绩稳健扎实符预期。

我们的分析和判断

产品创新、结构调整、渠道开拓、提价增效，多方位驱动真成长延续。

(1) 创新引领：产品结构优化，棉花柔巾发布上市，保持高盈利能力。一方面，公司产品结构持续优化，2018 年上半年公司提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的占比，加大了 Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度并制定出各大渠道的分销标准，提高各渠道的占有率，不断调整优化产品结构，对公司毛利水平的提升、业绩的提升起到了重大推动作用；

(2) 渠道为王：继续下沉，效率提升，发力电商。2018 年上半年，公司持续加强 KA/GT/AFH/EC 四大渠道的建设，销售网点不断扩展下沉，通过车铺车销、一日一店一改善，门店陈列与库存进行抢、占、挤、压等具体动作执行，为公司业绩增长提供持续的驱动力。此外，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，并强化与搭建配置相应的供应链系统，同时强化日常的运营管理，组建专业的电商运营团队。

(3) 果断缩紧促销力度+产品提价，应对浆价上涨。2017 年下半年纸浆大幅上涨，涨幅达到 50%，2018 年上半年价格依然保持在高位，对整个生活用纸行业带来很大的成本压力。公司生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重为 50%-60%，面对纸浆压力，公司 2017 年 10 月份至今累计提价约 15%，Q2 价格为执行 2018 年 1 月调整后的价格，公司及时应对有效化解纸浆成本压力。

受原材料成本上升、汇率影响等 Q2 毛利率有所下降。

(1) 2018Q2 公司毛利率环比和同比均有下降。同比有下降的原因在于：成本同比高位上涨；环比下降的原因在于：考虑到销售

请参阅最后一页的重要声明

中顺洁柔 (002511)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2018 年 08 月 07 日

当前股价：8.79 元

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
	-1.24/0.3	3.78/16.26	17.3/34.37
12 月最高/最低价 (元)			17.45/8.66
总股本 (万股)			128,768.97
流通 A 股 (万股)			125,670.65
总市值 (亿元)			113.19
流通市值 (亿元)			110.46
近 3 月日均成交量 (万)			880.8
主要股东			
广东中顺纸业集团有限公司			29.17%

股价表现



相关研究报告

18.04.25	中顺洁柔 (002511)：Q1 净利明显超预期，新成长趋势不断夯实
17.10.17	中顺洁柔深度：从“顺恒达金”四大龙头比较，看中顺的竞争崛起
17.10.10	中顺洁柔深度：激励实效，成本无虞，竞争崛起，延续真成长

持续性，提价幅度有缓和，原料成本因素、汇率因素环比都是有增强。

其中，汇率因素方面，2018年人民币汇率从年初6.45贬值约6%至目前的6.89，公司以外币结算的进口原材料采购业务量大，结算货币主要是港币和美元，对公司的经营业绩产生一定影响。公司积极应对，8月5日发布公告，为实现稳健经营，规避外汇市场的风险、降低外汇结算成本，公司及其子分公司2018年-2020年拟开展金融衍生品交易业务，合约量不超过5000万美元（含5000万美元）。我们认为随着公司金融衍生品交易业务对冲，后续汇兑损益影响有限。

此外，在中美贸易战环境下，公司从美国进口的木浆关税虽增加，但2018年初至目前，公司从美国进口木浆约40吨，相比公司预计的2018年消耗的45万吨左右可以忽略不计，因此预计木浆关税的增加对公司业绩无重要影响。

(2) 期间费用率方面，公司2018Q2销售费用率同比降2.00pct至17.39%，管理费用率同比将0.75pct至5.34%，财务费用率同比提高0.07pct至1.27%；公司2018Q2净利率7.44%，与上年持平，2018H1净利率同比提高0.36pct至7.73%。

最终在公司良好的成本管控下，公司2018Q2实现净利润1.01亿，同比增24.76%。值得一提的是，公司2018Q2一次性计提全年股权激励成本费用约1114万，影响公司Q2当季利润约10%，若剔除股权激励影响，公司利润增速同比提高明显（38%左右）。

高端新品推出，驱动后续盈利。

2018年7月23日，公司高端新品“新棉初白”棉花柔巾正式首发上市。“新棉初白”棉花柔巾采用100%新棉花，完全“0”漂白，符合美国FDA及欧盟AP食品接触纸检测标准。“新棉初白”棉花柔巾干湿两用、柔厚亲肤，可做化妆棉、洗脸巾等个人清洁护理产品，特别适用母婴尤其是新生儿、女性消费人群。新棉初白为公司目前最高端的产品，预计毛利率60%以上，将为公司后续盈利带来有利驱动。

产能继续拓展，长期成长可期。

2017年公司云浮12万吨及唐山2.5万吨的高档生活用纸项目逐步投产，年底公司产能达到65万吨。2018年公司湖北新增高档生活用纸项目基地正式启动建设，一期新增产能10万吨，满足华中市场未来销售增长的需求，增加公司的利润增长点。另外公司投资5亿元，四川基地扩建5万吨高档生活用纸项目，满足西南、西北、云贵市场未来销售增长的需求。公司未来每年新增产能10万吨+，将为公司长期成才提供有力支持。

投资建议：

我们预计中顺洁柔2018-2019公司营业收入为56.64、68.27亿元，同比增长22.12%、20.53%；净利润为4.56、5.88亿元，同比增长30.76%、28.85%，对应EPS为0.35、0.46元/股，当前PE为24.80x、19.25x，维持“买入”评级。

表 1：中顺洁柔分季度财务数据（亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
收入	10.32	10.91	12.29	12.86	12.25	13.61
同比	20.86%	18.91%	26.77%	20.39%	18.65%	24.78%
营业成本	9.41	9.97	11.24	11.82	11.09	12.38
同比	17.6%	17.8%	28.6%	22.3%	17.9%	24.1%
销售费用	2.11	2.12	2.47	2.16	2.57	2.37
同比	45.6%	20.9%	34.3%	-0.5%	21.5%	11.9%
管理费用	0.54	0.66	0.61	0.67	0.83	0.73

同比	-0.9%	33.7%	11.9%	44.4%	53.8%	9.4%
财务费用	0.11	0.13	0.10	0.13	0.15	0.17
资产减值损失	0.00	-0.02	-0.03	0.10	-0.02	0.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.01	0.05	0.08	0.02
营业利润	0.91	0.94	1.06	1.24	1.25	1.25
同比	67.2%	31.6%	11.2%	19.8%	36.7%	33.1%
利润总额	0.97	1.02	1.11	1.11	1.25	1.27
同比	70.5%	38.0%	13.9%	4.5%	29.0%	24.2%
所得税	0.22	0.21	0.21	0.09	0.26	0.26
净利润	0.75	0.81	0.90	1.02	0.99	1.01
同比	65.2%	34.6%	19.8%	29.2%	30.9%	24.8%
归母净利润	0.75	0.81	0.90	1.02	0.99	1.01
同比	65.23%	47.82%	36.15%	34.04%	30.93%	27.73%
扣非归母净利润	0.71	0.75	0.85	0.96	0.91	0.99
同比			16.53%	25.88%	29.05%	31.96%
盈利能力						
毛利率	36.40%	35.93%	35.08%	32.73%	38.84%	34.38%
营业利润率	8.82%	8.58%	8.60%	9.65%	10.17%	9.15%
归母净利润率	7.29%	7.44%	7.34%	7.97%	8.05%	7.44%
费用控制能力						
销售费用率	20.48%	19.40%	20.11%	16.78%	20.97%	17.39%
管理费用率	5.21%	6.10%	4.99%	5.20%	6.75%	5.34%
财务费用率	1.08%	1.19%	0.79%	1.00%	1.22%	1.27%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 2: 四家公司营业总收入 (亿元人民币)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018H
恒安国际	169.05	188.84	186.63	192.77	198.25		
YOY		11.7%	-1.2%	3.3%	2.8%		
维达国际	53.48	63.02	81.29	107.90	112.75	30.30	61.87
YOY		17.8%	29.0%	32.7%	4.5%	21.8%	16.0%
中顺洁柔	25.02	25.22	29.59	38.09	46.38	12.25	25.86
YOY		0.8%	17.3%	28.7%	21.8%	18.7%	21.8%
金红叶	70.5	81.28	95.37	97.86	104.8	26.88	
YOY		15.3%	17.3%	2.6%	7.1%		

资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

表 3: 四家公司归母净利润 (亿元人民币)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018H
恒安国际	29.75	31.01	32.6	35.97	37.94		

YOY		4.2%	5.1%	10.3%	5.5%		
维达国际	4.27	4.68	2.63	5.85	5.19		3.52
YOY		9.6%	-43.8%	122.4%	-11.3%		26.6%
中顺洁柔	1.16	0.68	0.88	2.60	3.49	0.99	2.00
YOY		-41.8%	30.7%	195.3%	34.0%	18.7%	27.7%
金红叶	1.09	1.51	1.64	3.61	2.44	0.50	
YOY		38.5%	8.6%	120.1%	-32.4%	4.2%	

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

表 4：四家公司分品类收入（亿元人民币）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018H
恒安国际-合计	169.05	188.84	186.63	192.77	198.25		
生活用纸	80.23	85.65	90.48	90.66	93.90		
卫生巾	46.96	58.60	64.37	65.69	69.72		
纸尿裤	23.10	24.41	25.51	21.50	19.99		
维达国际-合计	53.48	63.02	81.29	107.90	112.75	30.30	61.87
生活用纸		62.08	78.39	89.66	91.18	24.54	49.98
护理产品		0.91	2.84	18.19	21.55	5.76	11.86
中顺洁柔	25.02	25.22	29.59	38.09	46.38	12.25	25.86
金红叶	70.50	81.28	95.37	97.86	104.80	26.88	

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部（注：中顺洁柔、金红叶的业务不涉及护理产品）

表 5：四家公司生活用纸业务毛利率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
恒安国际	34.1%	34.5%	35.6%	37.9%	32.9%	
维达国际			30.7%	32.1%	29.6%	
中顺洁柔	30.5%	30.8%	32.7%	37.0%	35.6%	37.2%
金红叶	30.5%	28.3%	28.4%	30.3%	28.7%	

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，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。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名。

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

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

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@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