

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级: 买入

四季度环比加速, 疫情下首选生活用纸板块

事件:

公司发布 2019 年业绩快报, 2019 年实现营业收入 66.35 亿元, 同比增长 16.8%; 归母净利润 6.07 亿元, 同比增长 49.1%。2019Q4 实现营业收入 18.14 亿元, 同比增长 13.6%; 归母净利润 1.69 亿元, 同比增长 79.5%。

点评:

四季度增速环比提升, 产品结构升级+浆价下行提振毛利率。2019Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别同比增长 25.8%/19.9%/10.2%/13.6%, 净利分别同比增长 25.2%/49.7%/44.2%/79.5%, 四季度增速环比提升。公司毛利率水平持续提升, 主要受益于高端产品占比提升和浆价下行。

(1) 浆价下行: 截止至 2019 年底针叶浆/阔叶浆价格分别为 670 美元/吨和 470 美元/吨, 同比下降 35.6%和 22.1%。(2) 产品结构: 公司持续优化产品结构, 提升 face、lotion 和自然木等高端产品占比。**疫情影响下必选消费板块具备需求刚性, 近期纸巾和湿巾需求高增, 预计一季度实现高增长。**由于海外疫情逐步爆发, 使得外销企业受到较大影响。国内疫情正逐步平息, 国内企业工厂和企业基本复工, 疫情对于内销企业的负面影响正逐渐消除。必选消费品受到影响较小, 我们建议关注需求偏刚性的生活用纸板块。由于前期推迟复工和大多企业推行远程办公, 使得居家时间延长增加囤货需求, 以及疫情使得居民卫生意识提高, 纸巾及湿巾日常使用需求将进一步上升。公司短期销售情况较好, 软抽销量和一、二线城市电商渠道销售额大幅提升, 预计公司一季度收入将实现高增长。

盈利预测与估值: 公司新增口罩业务贡献增量, 同时疫情推动需求高增, 上调盈利预测。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.46、0.57、0.66 元, 对应 PE 分别为 30X、24X、21X。给予“买入”评级。

风险提示: 木浆价格大幅上涨, 渠道开拓不及预期

股票数据

2020/2/28

6 个月目标价 (元)	17.32
收盘价 (元)	14.65
12 个月股价区间 (元)	7.92 ~ 15.77
总市值 (百万元)	19,175
总股本 (百万股)	1,309
A 股 (百万股)	1,309
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	27

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	13%	8%	67%
相对收益	15%	6%	60%

相关报告

- 《中顺洁柔 (002511): 取得医用口罩生产销售资质, 新增口罩业务》 --20200214
- 《中顺洁柔 (002511): 新增口罩贡献增量, 疫情推动生活用纸需求高增》 --20200212
- 《中顺洁柔 (002511): 三季度利润高增, 业绩符合预期》 --20191024
- 《中顺洁柔 (002511): 股权激励授予条件达成, 深刻激发团队积极性》 --20190912

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001
18016035291 Tang.kai@nescn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,638	5,679	6,635	7,823	9,160
(+/-)%	21.76%	22.43%	16.84%	17.91%	17.08%
归属母公司净利润	349	407	607	750	868
(+/-)%	34.04%	16.60%	49.12%	23.64%	15.65%
每股收益 (元)	0.27	0.31	0.46	0.57	0.66
市盈率	60.91	27.34	30.28	24.49	21.18
市净率	6.99	3.36	4.91	4.39	3.94
净资产收益率 (%)	11.47%	12.29%	16.23%	17.91%	18.63%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	1.09%	1.63%	2.17%
总股本 (百万股)	757	1,287	1,309	1,309	1,309

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	415	1,016	1,566	2,338
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	741	782	922	1,079
存货	858	795	925	1,086
其他流动资产	143	149	158	171
流动资产合计	2,157	2,741	3,571	4,674
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	2,556	2,598	2,609	2,377
无形资产	125	121	117	113
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	2,989	2,976	2,952	2,695
资产总计	5,146	5,717	6,523	7,369
短期借款	347	328	435	490
应付款项	577	647	753	884
预收款项	59	66	78	92
一年内到期的非流动负债	147	147	147	147
流动负债合计	1,702	1,831	2,145	2,467
长期借款	75	87	129	185
其他长期负债	59	59	59	59
长期负债合计	133	146	187	243
负债合计	1,835	1,977	2,332	2,710
归属于母公司股东权益合计	3,311	3,740	4,191	4,658
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	5,146	5,717	6,523	7,369

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,679	6,635	7,823	9,160
营业成本	3,744	4,144	4,825	5,662
营业税金及附加	38	40	63	85
资产减值损失	27	5	7	4
销售费用	1,013	1,281	1,508	1,766
管理费用	202	267	307	354
财务费用	56	30	28	32
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	11	0	0	1
营业利润	503	731	909	1,067
营业外收支净额	8	11	7	-6
利润总额	510	742	917	1,060
所得税	103	135	166	192
净利润	407	607	750	868
归属于母公司净利润	407	607	750	868
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	407	607	750	868
资产减值准备	27	5	7	4
折旧及摊销	219	215	233	234
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	43	33	39	50
投资损失	-11	0	0	-1
运营资本变动	-280	166	-73	-64
其他	32	-9	0	8
经营活动净现金流量	437	1,017	957	1,098
投资活动净现金流量	88	-198	-216	12
融资活动净现金流量	-1,238	-218	-191	-339
企业自由现金流	575	459	864	1,208

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	0.31	0.46	0.57	0.66
每股净资产 (元)	2.54	2.86	3.21	3.57
每股经营性现金流量 (元)	0.33	0.78	0.73	0.84
成长性指标				
营业收入增长率	22.43%	16.84%	17.91%	17.08%
净利润增长率	16.60%	49.12%	23.64%	15.65%
盈利能力指标				
毛利率	34.07%	37.54%	38.33%	38.19%
净利率	7.17%	9.15%	9.59%	9.47%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	43.36	43.00	43.00	43.00
存货周转率 (次)	68.46	70.00	70.00	70.00
偿债能力指标				
资产负债率	35.65%	34.58%	35.75%	36.78%
流动比率	1.27	1.50	1.66	1.89
速动比率	0.73	1.03	1.20	1.42
费用率指标				
销售费用率	17.84%	19.30%	19.28%	19.28%
管理费用率	3.56%	4.03%	3.93%	3.86%
财务费用率	0.98%	0.46%	0.36%	0.35%
分红指标				
分红比例	0.00%	32.95%	39.98%	46.09%
股息收益率	0.00%	1.09%	1.63%	2.17%
估值指标				
P/E (倍)	27.34	30.28	24.49	21.18
P/B (倍)	3.36	4.91	4.39	3.94
P/S (倍)	3.19	2.78	2.35	2.01
净资产收益率	12.29%	16.23%	17.91%	18.63%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学, 数学本科。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn