长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019 年 09 月 12 日

市场数据

目前股价	13.64
总市值（亿元）	178.19
流通市值（亿元）	173.84
总股本（万股）	130,637
流通股本（万股）	127,452
12 个月最高/最低	15.29/6.71

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

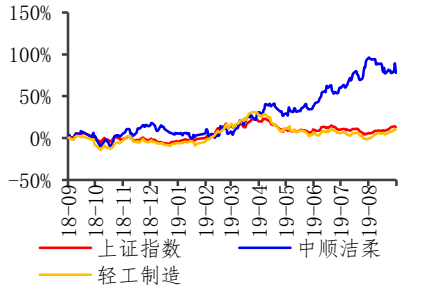
联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<盈利能力创新高，H2 仍值得期待>> 2019-08-06

<<布局竹浆纸一体线+员工持股，"太阳"焕新扩充品牌矩阵>> 2019-07-10

<<必选消费韧性凸显，卫生巾全新上市，股价创新高>> 2019-06-19

"产能+渠道"双轮驱动，深刻受益消费升级——中顺洁柔（002511）公司深度报告 20180319

栉风沐雨，砥砺前行——中顺洁柔（002511）2017 年报点评 20180417

公告预留股权激励授予方案，核心团队动能加码

——中顺洁柔（002511）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	6865	8273	9952
(+/-%)	20.9%	20.5%	20.3%
净利润	635	803	1012
(+/-%)	56.0%	26.5%	26.0%
摊薄 EPS	0.49	0.61	0.77
PE	28	22	18

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **股权激励预留部分方案出炉，多方位核心团队绑定。**公司公布股权激励预留部分的授予方案，其中，授予 114 名激励对象 240 万份股票期权，行权价格为 14.04 元/份；授予 64 名激励对象 350 万股限制性股票，授予价格为 7.02 元/股。激励对象包括公司核心人物刘金锋董事、副总经理，以及公司负责销售、采购、生产的中高层管理人员。2019-2022 合计摊销费用分别为 402/ 1417/ 743/ 328 万元。股权激励权益授予日为 2019 年 9 月 11。

- **刘金锋持股比例上升至，期权行权价格基数高激发动能。**此次股权激励预留部分授予后，刘金锋持股数量上升至 381.4 万，持股比例提升 16bps 至 0.29%，与公司的利益进一步绑定。此次期权行权价格根据公司的历史交易价格决定，由于公司股价近期迎来靓丽表现，行权及价格 14.04 元高于 9 月 11 日收盘价 13.64 元/股，此次激励有望充分激励公司核心团队，助力公司持续增长。

- **浆价维持低位支撑公司盈利能力，产品差异化营销到位长期看好。**从卓创数据来看，针叶浆、阔叶浆国际报价仍在下行通道，9 月份报价分别为 570、480 美元/吨，港口库存为 1290 千吨，仍处于高位。公司抓住消费者对纸巾触感的消费升级，以 Face & Lotion 等差异化产品，已经占据纸巾高端市场的领先地位。后续来看，公司凭借竹木混浆新产品太阳，有望获得低端市场竞争中关键的成本优势。我们认为公司市场份额有望在未来 3-5 年稳步扩大，行业地位逐渐提升。

- **投资建议：**长期来看，太阳填补 2C 低端市场空白，商消空间广阔，随着产能的稳步投放及个护新品的不断推出，公司市占率有望不断提升，成长空间广阔。木浆价格下行释放利润弹性得到持续验证，预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 0.49、0.61 元，对应 PE 分别为 28X、22X，维持"强烈推荐"评级。

- **风险提示：**原材料价格上涨风险；产能释放不及预期；行业产能扩张大于

需求，竞争加剧；扩品类推广不及预期；营销渠道建设不及预期。

表 1: 预留股票期权授予方案

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占预留部分股票期权总数的比例	占目前总股本的比例
刘金锋	董事、副总经理	100	41.67%	0.08%
中层管理人员（113 人）		140	58.33%	0.11%
合计		240	100.00%	0.18%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 2: 预留限制性股票授予方案

姓名	职务	获授的限制性数量（万股）	占预留部分限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
刘金锋	董事、副总经理	108	30.86%	0.08%
中层管理人员（63 人）		242	69.14%	0.19%
合计		350	100.00%	0.27%

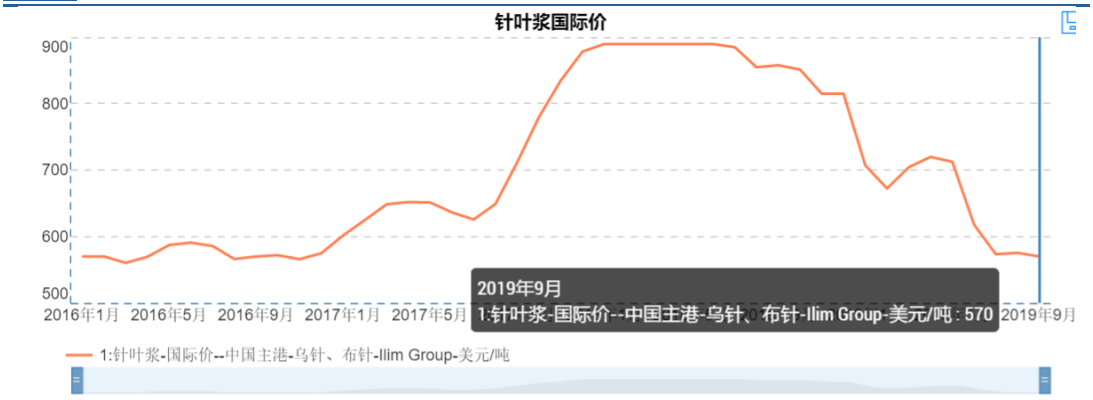
资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 3: 预留股权激励摊销费用

类别	总费用	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
股票期权	573.56	64.05	239.41	173.86	96.24
限制性股票	2,316.40	337.81	1,177.50	569.45	231.64
合计	2,889.96	401.86	1,416.91	743.31	327.88

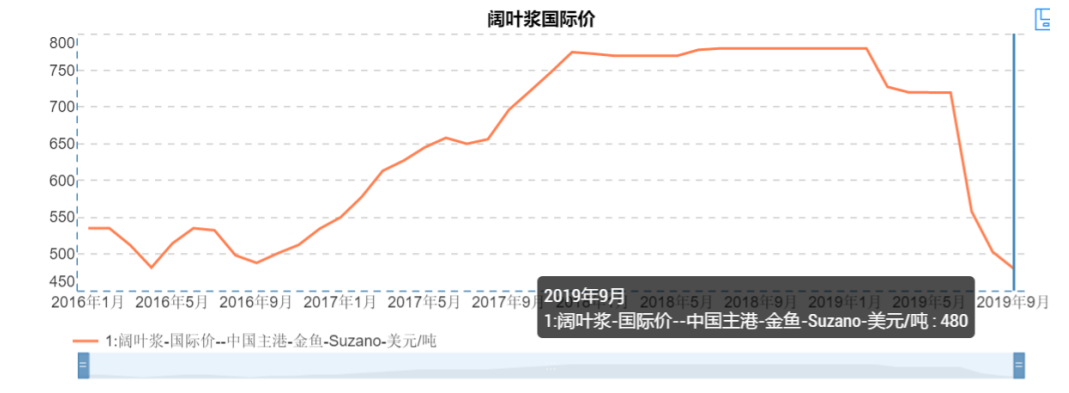
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 1: 针叶浆 CFR 价格持续下行



资料来源：卓创数据，长城证券研究所

图 2: 阔叶浆 CFR 价格持续下行



资料来源：卓创数据，长城证券研究所

图 3: 青岛港木浆库存维持高位

资料来源：卓创数据，长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表（百万）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4638.35	5678.52	6865.36	8272.76	9952.13
营业成本	3018.61	3744.11	4214.21	5119.49	6208.51
营业费用	886.08	1013.01	1307.12	1533.72	1805.26
管理费用	248.52	202.13	284.91	297.82	283.64
研发费用	0.00	107.53	137.31	165.46	199.04
财务费用	46.75	55.84	68.94	83.40	96.52
投资净收益	5.78	10.64	6.12	7.51	8.09
营业利润	414.42	502.90	785.41	998.26	1260.69
营业外收支	6.90	7.56	10.72	8.97	8.54
利润总额	421.32	510.46	796.13	1007.23	1269.23
所得税	72.25	103.47	161.37	204.16	257.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	349.07	406.99	634.75	803.06	1011.95
资产负债表					（百万）
流动资产	3014.17	2156.87	2595.89	3827.61	5212.78
货币资金	1085.72	415.03	521.94	1206.85	2316.55
应收票据及应收账款	608.15	741.07	874.31	1049.58	1238.26
其他应收款	8.19	8.88	11.31	13.39	16.77
存货	546.94	857.56	795.07	1212.57	1222.14
非流动资产	2777.68	2989.04	3209.98	3112.89	3012.09
固定资产	2321.22	2555.60	2784.25	2798.39	2754.17
资产总计	5791.85	5145.91	5805.87	6940.50	8224.87
流动负债	2572.39	1701.51	1705.14	2114.37	2461.74
短期借款	518.38	347.18	279.13	292.09	293.36
应付账款	586.00	577.36	723.50	842.17	1097.94
非流动负债	175.51	133.16	164.65	117.03	72.12
长期借款	150.00	74.60	106.10	58.48	13.57
负债合计	2747.90	1834.67	1869.79	2231.41	2533.87
股东权益	3043.94	3311.24	3916.40	4689.42	5671.32
股本	757.46	1286.69	1306.37	1306.37	1306.37
留存收益	1206.72	1538.06	2126.66	2871.33	3809.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	5791.85	5145.91	5805.87	6940.50	8224.87
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	585.44	437.25	735.49	924.46	1377.93
其中营运资本减少	-522.79	169.76	-139.86	-150.54	70.64
投资活动现金流	-982.81	88.34	-392.59	-91.45	-98.01
资本支出	398.76	568.42	220.94	-97.09	-100.80
筹资活动现金流	550.24	-1238.31	-235.98	-148.11	-170.22
现金净增加额	133.42	-703.63	106.91	684.90	1109.71

主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	21.8%	22.4%	20.9%	20.5%	20.3%
营业成本增长	23.7%	24.0%	12.6%	21.5%	21.3%
营业利润增长	27.9%	21.4%	56.2%	27.1%	26.3%
利润总额增长	25.8%	21.2%	56.0%	26.5%	26.0%
净利润增长	34.0%	16.6%	56.0%	26.5%	26.0%
获利能力					
毛利率(%)	34.9%	34.1%	38.6%	38.1%	37.6%
销售净利率(%)	7.5%	7.2%	9.2%	9.7%	10.2%
ROE(%)	11.5%	12.3%	16.2%	17.1%	17.8%
ROIC(%)	10.4%	12.4%	17.3%	21.3%	27.4%
营运效率					
销售费用/营业收入	19.1%	17.8%	19.0%	18.5%	18.1%
管理费用/营业收入	5.4%	3.6%	4.2%	3.6%	2.9%
研发费用/营业收入	0.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用/营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
投资收益/营业利润	1.4%	2.1%	0.8%	0.8%	0.6%
所得税/利润总额	17.1%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
应收账款周转率	8.07	8.42	8.50	8.60	8.70
存货周转率	6.24	5.33	5.10	5.10	5.10
流动资产周转率	1.82	2.20	2.89	2.58	2.20
总资产周转率	0.90	1.04	1.25	1.30	1.31
偿债能力					
资产负债率(%)	47.4%	35.7%	32.2%	32.2%	30.8%
流动比率	1.17	1.27	1.52	1.81	2.12
速动比率	0.66	0.68	0.83	1.07	1.45
每股指标（元）					
EPS	0.27	0.31	0.49	0.61	0.77
每股净资产	2.33	2.53	3.00	3.59	4.34
每股经营现金流	0.01	0.67	0.56	0.71	1.05
每股经营现金/EPS	0.05	2.15	1.16	1.15	1.36
估值比率					
P/E	51.05	43.78	28.07	22.19	17.61
PEG	0.70	0.66	0.81	0.69	0.50
P/B	5.85	5.38	4.55	3.80	3.14
EV/EBITDA	30.36	24.27	18.13	14.26	11.04
EV/SALES	3.94	3.17	2.59	2.06	1.60
EV/IC	4.00	4.59	4.06	3.33	2.63
ROIC/WACC	1.04	1.24	1.73	2.10	2.68
REP	3.84	3.71	2.35	1.59	0.98

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES