

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2019年07月10日
市场数据

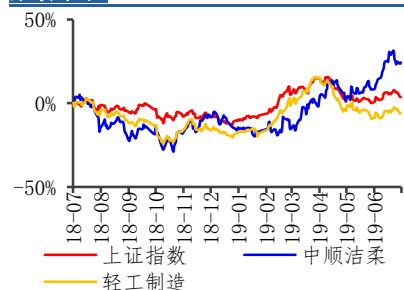
目前股价	11.84
总市值（亿元）	154.67
流通市值（亿元）	150.90
总股本（万股）	130,637
流通股本（万股）	127,452
12个月最高/最低	12.71/6.71

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

- <<必选消费韧性凸显，卫生巾全新上市，股价创新高>> 2019-06-19
- <<日用品持续领跑社零数据，洁柔稳定价值凸显>> 2019-05-15
- <<Q1业绩超预期，渠道、产品两手抓，盈利拐点确认>> 2019-04-19
- “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
- 提价有效对冲上游涨价，毛利率达历史新高

布局竹浆纸一体线+员工持股，“太阳”焕新扩充品牌矩阵

——中顺洁柔（002511）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	6866	8255	9914
(+/-%)	20.9%	20.2%	20.1%
净利润	535	660	778
(+/-%)	31.4%	23.4%	17.9%
摊薄 EPS	0.41	0.51	0.60
PE	29	23	20

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：布局 30 万吨竹浆纸一体化项目，第二期员工持股发布。**
 - 项目投资：**公司拟投资 40.87 亿元于四川省达州市李渡工业园区建设 30 万吨/年竹浆纸一体化项目，其中竹浆、生活用纸产能分别为 31.8、30 万吨/年。预计工程总工期 70 个月（近 6 年），建设完成后年收入为 30.3 亿元，年税后利润为 2.17 亿元，投资回收期 12.04 年（含建设期）。项目资金将主要通过自有资金、辅以银行借款等融资方式募集。
 - 2) 员工持股：**董事会审议通过第二期员工持股草案，筹集资金总额上限为 5,000 万元，相关资产管理机构认购信托计划劣后级份额，上限为 10,000 万元。参加本员工持股计划的董事和高级管理人员合计 9 人，占员工持股计划总份额的比例预计为 56%，其他员工预计不超过 71 人，认购总份额占员工持股计划总份额的比例为 44%。本员工持股计划受让公司回购专用账户回购的股份的价格为 8.08 元/股。
- **布局竹浆平滑成本，发力副牌“太阳”完善品牌矩阵。**成本端来看，中国林木资源稀缺，生活用纸生产原材料多采用进口木浆，受国际木浆价格波动影响较大。中国竹林面积约占世界竹林面积的 1/3，是世界上竹林资源最为丰富的国家。竹浆性能介于针叶浆与阔叶浆之间，与草木浆相比较优，是木浆的有效替代品，提升竹浆配比有助于平滑成本波动。近年来行业层面来看，生活用纸原材料中的竹浆占比逐年攀升。公司的竹浆制浆产线一次性投入，三年内建设完成；造纸产线分三期建设，每期投放 10 万吨产量，期间剩余的竹浆公司可外售获得收益。公司把握竹浆资源，致力塑造定位中低端的副牌“太阳”，与“洁柔”的中高端定位互补。公司以中高低端全系列覆盖的产品矩阵，剑指 2025 年前 200 亿生活用纸销售额的目标。
- **二期员工持股如期而至，核心团队利益绑定。**公司第一期员工持股计划 2831.02 万股已出售完毕并终止。2018 年 10 月 30 日至 12 月 4 日，公司通过股份回购专用账户累计回购股份 1170.96 万股准备用以二期员工持

——中顺洁柔(002511)2018Q1 点评 20180425

股计划。本次员工持股计划顺利接驳一期，绑定核心团队利益。当前公司生活用纸发展势头良好，个护领域开拓顺利，公司通过股权激励+员工持股多层次、全方位地激发公司活力，提升渠道的广度及深度，向卫生个护龙头进发。

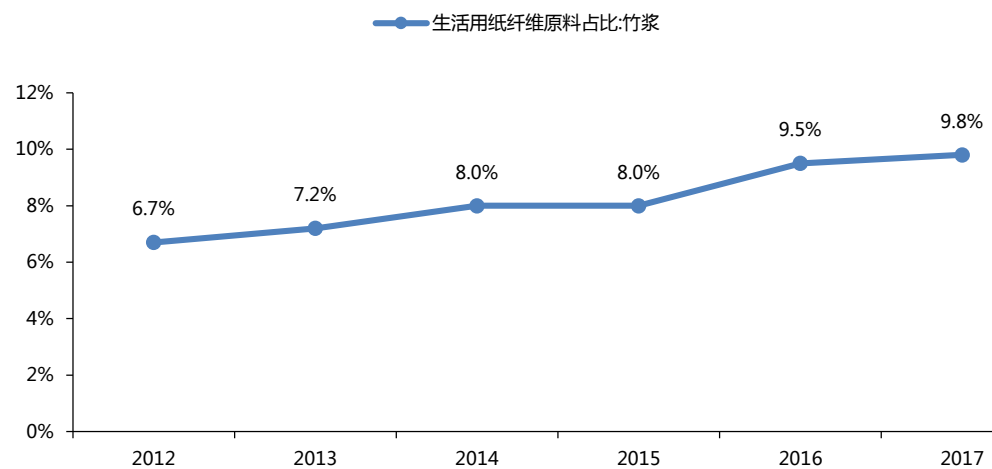
- **投资建议：**去年同期公司成本位于高位，Q2 成本端持续下行，收入端价格受益于减税降费保持较强韧性，预期 Q2 业绩弹性较大。此外，今年公司发力商销渠道，商销空间广阔，公司零售端优势有望逐步传导，两端生产协同提升产能利用率及利润率。随着产能的稳步投放及新品的不断推出，公司市占率有望不断提升，成长性较佳。预测公司 2019-2020 年 EPS 分别为 0.41、0.51 元，对应 PE 分别为 29X、23X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险；产能释放不及预期；行业产能扩张大于需求，竞争加剧；扩品类推广不及预期；营销渠道建设不及预期。

表 1: 竹浆纸一体化项目资金投入明细

项目	资金 (亿元)
建设投资	38.92
制浆产线	17.80
造纸产线	21.12
建设期利息	0.28
铺底流动资金	1.67
总计	40.87

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 1: 竹浆占生活用纸原材料的比例逐年攀升



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 2: 第二期员工持股参与人员及份额分配

序号	持有人	职务	持有份额 (万份)	占本持股计划总份额的比例
1	邓颖忠	董事长	750	15%
2	邓冠彪	总经理、副董事长	300	6%
3	邓冠杰	董事、副总经理	300	6%
4	刘金锋	董事、副总经理	300	6%
5	周启超	董事、董事会秘书、副总经理	300	6%
6	董晔	财务总监	100	2%
7	戴振吉	副总经理	300	6%
8	岳勇	副总经理	300	6%
9	叶龙方	副总经理	150	3%
10	其他核心骨干员工、有卓越贡献的其他员工 (71 人)		2,200	44%
合计: 共 80 人			5,000	100%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4638.3	5678.5	6866.2	8254.9	9914.2	成长性					
营业成本	3018.6	3744.1	4423.9	5349.2	6444.2	营业收入增长	21.8%	22.4%	20.9%	20.2%	20.1%
销售费用	886.08	1013.0	1235.9	1469.3	1764.7	营业成本增长	23.7%	24.0%	18.2%	20.9%	20.5%
管理费用	248.52	309.66	402.36	445.77	530.41	营业利润增长	27.9%	21.4%	31.9%	23.7%	18.0%
财务费用	46.75	55.84	68.97	83.18	100.60	利润总额增长	25.8%	21.2%	31.4%	23.4%	17.9%
投资净收益	5.78	10.64	7.57	8.29	8.44	净利润增长	34.0%	16.6%	31.4%	23.4%	17.9%
营业利润	414.42	502.90	663.34	820.39	968.19	盈利能力					
营业外收支	6.90	7.56	7.34	7.41	7.39	毛利率	34.9%	34.1%	35.6%	35.2%	35.0%
利润总额	421.32	510.46	670.68	827.80	975.58	销售净利率	7.5%	7.2%	7.8%	8.0%	7.8%
所得税	72.25	103.47	135.95	167.80	197.75	ROE	11.5%	12.3%	13.9%	14.8%	14.9%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.8%	10.6%	12.7%	13.3%	13.0%
净利润	349.07	406.99	534.74	660.01	777.83	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	19.1%	17.8%	18.0%	17.8%	17.8%
流动资产	3014.1	2156.8	2981.5	4666.5	6773.2	管理费用/营业收入	5.4%	5.5%	5.9%	5.4%	5.4%
货币资金	1085.7	415.03	861.22	2038.3	3814.8	财务费用/营业收入	1.0%	1.0%	1.00%	1.01%	1.01%
应收账款	598.72	738.24	877.35	1042.4	1236.7	投资收益/营业利润	1.4%	2.1%	1.1%	1.0%	0.9%
应收票据	9.43	2.83	10.39	2.52	16.76	所得税/利润总额	17.1%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
存货	546.94	857.56	877.31	1220.4	1306.7	应收账款周转率	8.14	8.49	8.50	8.60	8.70
非流动资产	2777.6	2989.0	2965.3	2865.0	2753.9	存货周转率	6.24	5.33	5.10	5.10	5.10
固定资产	2321.2	2555.6	2644.5	2586.5	2499.2	流动资产周转率	1.82	2.20	2.67	2.16	1.73
资产总计	5791.8	5145.9	5946.8	7531.5	9527.1	总资产周转率	0.90	1.04	1.24	1.22	1.16
流动负债	2572.3	1701.5	2005.5	3008.3	4282.1	偿债能力					
短期借款	518.38	347.18	279.13	292.09	293.36	资产负债率	47.4%	35.7%	35.49	40.7%	45.3%
应付款项	586.00	577.36	596.86	1002.8	1703.7	流动比率	1.17	1.27	1.49	1.55	1.58
非流动负债	175.51	133.16	105.19	57.21	31.18	速动比率	0.96	0.76	1.05	1.15	1.28
长期借款	150.00	74.60	50.19	15.21	-10.82	每股指标 (元)					
负债合计	2747.9	1834.6	2110.7	3065.5	4313.3	EPS	0.27	0.31	0.41	0.51	0.60
股东权益	3043.9	3311.2	3836.0	4466.0	5213.8	每股净资产	2.33	2.53	2.94	3.42	3.99
股本	757.46	1286.6	1306.3	1306.3	1306.3	每股经营现金流	0.01	0.67	0.70	1.10	1.56
留存收益	1206.7	1538.0	2033.9	2645.9	3367.2	每股经营现金/EPS	0.05	2.14	1.71	2.17	2.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	5791.8	5145.9	5946.8	7531.5	9527.1	PE	44.31	38.00	28.93	23.44	19.89
现金流量表					(百万)	PEG	0.61	0.57	1.07	0.99	0.83
经营活动现金流	585.44	437.25	915.55	1432.8	2042.1	PB	5.08	4.67	4.03	3.46	2.97
其中营运资本减少	-522.7	169.76	125.83	481.94	942.39	EV/EBITDA	26.45	21.10	17.10	13.49	10.56
投资活动现金流	-982.8	88.34	-171.2	-110.3	-110.2	EV/SALES	3.43	2.76	2.18	1.67	1.21
其中资本支出	398.76	568.42	-20.18	-87.28	-111.0	EV/IC	3.48	3.99	3.55	2.86	2.16
融资活动现金流	550.24	-1238.	-298.0	-145.2	-155.4	ROIC/WACC	0.78	1.07	1.27	1.31	1.28
净现金总变化	133.42	-703.6	446.19	1177.1	1776.4	REP	4.46	3.74	2.78	2.17	1.69

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>