

中顺洁柔 (002511)

证券研究报告

2018年12月07日

回购完成用于新一轮员工持股计划，公司激励充足有利长期增长

2018年11月2日至2018年12月4日公司已完成回购计划，累计回购股份1170.96万股，占公司总股本的0.9101%，最高成交价为8.9元/股，最低成交价为7.5元/股，支付总金额9458.15万元（不含交易费用）。公司此次回购股份用于公司员工持股计划，若未成功实施，则变更用途为实施股权激励计划或相应注销全部回购股份。

再启新一轮员工持股计划，公司激励到位

2017年第一期员工持股计划公司购买1665.31万股，占总股本的2.2%，公司董事、监事和高级管理人员共4人认购总份额中的56.4%，其他核心骨干成员5人共认购总份额的44.6%。此次回购1170.96万股用于新一轮员工持股计划，对核心管理团队激励充足，深度绑定利益共同体，将有利于公司未来长期增长。

18Q4浆价回调，人民币贬值幅度大幅收窄，成本端压力缓解

Q3外盘浆价维稳，11月份外盘木浆报价下调。公司原材料木浆全部美元计价进口，主要面临汇率波动风险。当前中美贸易战局势缓和，12月3日美元对人民币汇率下跌0.74%至6.84，预计未来汇率波动带来的负面影响逐步减少。11月27日上市的针叶浆期货价格，主力产品已下跌至5086元/吨。与港口木浆库存高，今年以来下游文化纸/箱板瓦楞需求弱印证。木浆价格自17H2以来持续反弹，9月以来内盘浆受需求弱和投机盘释放回调，11月以来外盘浆报价回调，我们判断19年浆价再涨动能缺失，盘整和小幅回调是主旋律。

渠道布局优化升级，产品创新引领潮流

产品推陈出新加速创造新需求，2018年新推出棉花柔巾，继续引领高端生活用纸潮流。渠道方面，公司加大经销商网点开拓，经销网络覆盖全国1200个城市，并继续加大经销商引导和一对一帮扶力度，推进渠道下沉“扫除”空白区域；重点卖场转由直营，电商、商销持续加大开发力度。产能方面，全国产能布局再下一城，理顺供应链机制。公司全国共7大生产基地，2017年14.5万吨产能顺利投产，总产能达65万吨；2018年将继续新增10万吨产能，预计未来公司将每年新增10万吨产能，总产能有望达到120万吨。

公司依托产品高端化/差异化和渠道管理优势，持续增长动能清晰；原材料压力有效缓解；18年发布的新棉初白和卫生巾等新品构成新增长点，维持“买入”评级。预计18-19年净利分别为4.48亿和5.73亿，同比28.4%/27.8%，当前股价对应PE 25.5X/20.0X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料木浆价格上涨，新品销售不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,809.35	4,638.35	5,677.81	6,897.16	8,376.02
增长率(%)	28.74	21.76	22.41	21.48	21.44
EBITDA(百万元)	548.52	617.31	723.32	858.82	1,038.56
净利润(百万元)	260.42	349.07	448.35	572.84	722.27
增长率(%)	195.27	34.04	28.44	27.77	26.09
EPS(元/股)	0.20	0.27	0.35	0.45	0.56
市盈率(P/E)	43.88	32.73	25.48	19.95	15.82
市净率(P/B)	4.24	3.75	2.88	2.58	2.29
市销率(P/S)	3.00	2.46	2.01	1.66	1.36
EV/EBITDA	17.94	20.43	14.62	11.30	9.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.71元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,286.69
流通A股股本(百万股)	1,257.49
A股总市值(百万元)	11,207.09
流通A股市值(百万元)	10,952.70
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	38.54
一年内最高/最低(元)	17.45/6.72

作者

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

李杨 分析师
SAC执业证书编号：S1110518110004
liyong@tfzq.com

武楠 联系人
wnan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中顺洁柔-季报点评:三季度短期成本端承压，渠道产能扩张助推内生性增长》2018-10-29
- 《中顺洁柔-半年报点评:二季度收入业绩提速，新品渠道产能拓展构筑原动力》2018-08-07
- 《中顺洁柔-季报点评:一季度净利润增长超预期，维持买入评级》2018-04-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	959.28	1,085.72	1,766.15	2,588.64	2,822.69
应收账款	547.38	606.91	806.06	910.35	1,174.08
预付账款	47.21	46.95	49.57	74.16	77.94
存货	421.19	546.94	619.07	793.27	911.46
其他	98.98	727.65	367.14	394.15	503.64
流动资产合计	2,074.04	3,014.17	3,607.99	4,760.58	5,489.81
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,176.86	2,321.22	2,232.71	2,109.06	1,964.32
在建工程	8.49	197.63	118.58	71.15	42.69
无形资产	137.91	126.61	122.68	118.74	114.80
其他	115.16	132.22	115.10	125.57	124.18
非流动资产合计	2,438.42	2,777.68	2,589.07	2,424.52	2,245.99
资产总计	4,512.46	5,791.85	6,197.06	7,185.10	7,735.80
短期借款	30.00	518.38	0.00	0.00	0.00
应付账款	700.15	1,009.51	962.51	1,486.21	1,463.55
其他	233.05	1,044.50	536.91	643.29	776.70
流动负债合计	963.20	2,572.39	1,499.42	2,129.50	2,240.25
长期借款	0.00	150.00	150.00	150.00	150.00
应付债券	828.60	0.00	551.98	460.19	337.39
其他	24.28	25.51	25.30	25.03	25.28
非流动负债合计	852.88	175.51	727.29	635.22	512.67
负债合计	1,816.08	2,747.90	2,226.71	2,764.72	2,752.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	505.26	757.46	1,286.69	1,286.69	1,286.69
资本公积	1,361.85	1,132.70	1,132.70	1,132.70	1,132.70
留存收益	2,269.98	2,339.42	2,683.67	3,133.69	3,696.19
其他	(1,440.71)	(1,185.63)	(1,132.70)	(1,132.70)	(1,132.70)
股东权益合计	2,696.39	3,043.94	3,970.36	4,420.38	4,982.88
负债和股东权益总	4,512.46	5,791.85	6,197.06	7,185.10	7,735.80

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	260.42	349.07	448.35	572.84	722.27
折旧摊销	165.30	171.23	171.50	175.02	177.13
财务费用	47.28	69.21	17.11	(0.77)	(6.06)
投资损失	(1.93)	(5.78)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	477.81	(630.58)	53.98	229.51	(511.32)
其它	(20.00)	632.29	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	928.87	585.44	684.93	970.60	376.03
资本支出	50.86	492.13	0.21	0.27	(0.25)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(181.58)	(1,474.94)	5.78	5.73	6.25
投资活动现金流	(130.72)	(982.81)	5.99	6.00	6.00
债权融资	858.60	1,498.30	1,027.82	995.45	1,001.06
股权融资	(31.09)	4.14	566.00	2.03	7.43
其他	(1,289.97)	(952.20)	(1,604.31)	(1,151.58)	(1,156.47)
筹资活动现金流	(462.46)	550.24	(10.50)	(154.10)	(147.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	335.69	152.86	680.43	822.49	234.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,809.35	4,638.35	5,677.81	6,897.16	8,376.02
营业成本	2,441.19	3,018.61	3,635.61	4,403.67	5,315.34
营业税金及附加	34.51	39.04	47.79	58.05	70.50
营业费用	721.19	886.08	1,129.88	1,372.54	1,666.83
管理费用	205.15	248.52	300.92	365.55	443.93
财务费用	59.19	46.75	17.11	(0.77)	(6.06)
资产减值损失	25.91	5.72	17.78	19.56	24.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.93	5.78	6.00	6.00	6.00
其他	(3.86)	(26.57)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
营业利润	324.13	414.42	534.72	684.57	867.48
营业外收入	12.74	9.67	9.67	10.20	7.80
营业外支出	2.05	2.77	2.77	2.77	2.77
利润总额	334.82	421.32	541.62	692.00	872.51
所得税	74.40	72.25	93.27	119.16	150.25
净利润	260.42	349.07	448.35	572.84	722.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	260.42	349.07	448.35	572.84	722.27
每股收益(元)	0.20	0.27	0.35	0.45	0.56

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.74%	21.76%	22.41%	21.48%	21.44%
营业利润	224.51%	27.85%	29.03%	28.03%	26.72%
归属于母公司净利润	195.27%	34.04%	28.44%	27.77%	26.09%
获利能力					
毛利率	35.92%	34.92%	35.97%	36.15%	36.54%
净利率	6.84%	7.53%	7.90%	8.31%	8.62%
ROE	9.66%	11.47%	11.29%	12.96%	14.49%
ROIC	9.73%	15.40%	13.74%	18.16%	26.39%
偿债能力					
资产负债率	40.25%	47.44%	35.93%	38.48%	35.59%
净负债率	1.10%	-0.06%	4.13%	-12.83%	-16.44%
流动比率	2.15	1.17	2.41	2.24	2.45
速动比率	1.72	0.96	1.99	1.86	2.04
营运能力					
应收账款周转率	7.69	8.04	8.04	8.04	8.04
存货周转率	6.63	9.58	9.74	9.77	9.83
总资产周转率	0.84	0.90	0.95	1.03	1.12
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.27	0.35	0.45	0.56
每股经营现金流	0.72	0.45	0.53	0.75	0.29
每股净资产	2.10	2.37	3.09	3.44	3.87
估值比率					
市盈率	43.88	32.73	25.48	19.95	15.82
市净率	4.24	3.75	2.88	2.58	2.29
EV/EBITDA	17.94	20.43	14.62	11.30	9.13
EV/EBIT	25.67	28.27	19.16	14.20	11.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com