

中顺洁柔(002511)

2017年08月18日

员工持股核心再绑定，第二阶段发展拉开序幕

增持(首次)

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

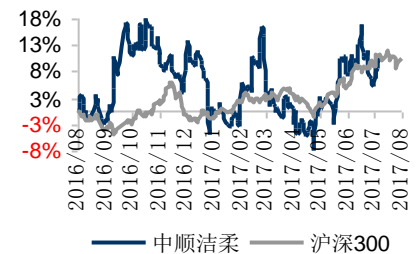
执业证书编号: S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,809.35	4,783.35	5,993.85	7,490.22
同比(%)	28.74	25.57	25.31	24.97
净利润(百万元)	260.42	354.53	473.82	601.50
同比(%)	195.27	36.14	33.65	26.95
毛利率(%)	35.92	37.30	37.80	38.10
ROE(%)	10.15	13.29	18.04	22.54
每股收益(元)	0.52	0.47	0.63	0.79
P/E	38.77	28.47	21.31	16.78
P/B	3.94	3.79	3.84	3.78

投资要点

- **公司发布2017年中报:** 2017年H1,公司实现营业收入21.23亿元,同比增19.85%;归母净利润1.56亿元,同比增47.81%;扣非净利润1.46亿元,同比增43.26%。其中,Q2单季度实现营业收入10.91亿元,同比增18.91%;归母净利润8113万元,同比增34.65%,业绩增长基本符合预期。同时,公司预计17年前三季度净利润为2.17-2.72亿元,同比增长20%-50%。
- **产能提升与渠道拓展并驱收入端增长:** 报告期内,公司成品纸收入20.7亿元,同比增长21.28%,半成品3732万,下降66.37%。期间公司不断加强渠道终端控制力,在传统强势市场做进一步下沉,同时逐步推进空白弱势市场的推广,扩大经销商网络布局。对于电商渠道,公司加大在天猫、京东、一号店、苏宁等电商平台的投入。在产品结构上,公司上半年加大对新品的开发,推出了洁柔自然木低白度系列高端产品,中高端产品收入占比持续提升。未来公司将继续在原有强势市场做大做强基础之上,进一步加强在空白市场渠道的投入。产能方面,公司新增云浮12万吨、唐山2.5万吨产能建设,来满足华南以西和华北、东北的产能需求,全部投产后,公司总产能将达到65万吨。
- **Q2毛利率略有下降,下半年维持稳定:** 公司上半年毛利率为36.16%,相较上年同期增长1.53%,但Q2毛利率相较Q1下降0.5个百分点,纸浆价格的上升逐步反应到生产成本中。公司通过大量囤积原材料以及提高非卷纸类中高端产品占比来维持较高的毛利水平。上半年公司继续加大市场投入,销售费用率提升1.87个百分点至19.93%,公司收入规模不断扩大,而管理费用率保持稳定,显示出公司在内部管理上的效率有所优化。财务费用下降1个百分点,主要系公司借款减少,利息支出减少所致。综合来看,受益于产品端毛利率的提升,公司上半年净利率达到7.37%(上年同期为5.87%)。
- **营运效率稳步提升,经营性现金流有所下滑:** 公司上半年现金流4576万元,同比下滑81.83%,下降的主要原因是公司应对原材料的涨价,大量囤积纸浆。期末存货达到6.56亿元,较期初增加2.35亿元。上半年公司存货周转天数与应收账款周转天数分别为72、45天,同比降低40、2天,反映公司存货管理能力与运营效率提升。
- **发布员工持股计划,核心团队再绑定:** 公司发布员工持股计划草案,本次持股计划拟筹集资金总额上限为1亿元,委托资产管理机构,并全额认购其设立的集合资金信托计划的劣后级份额。资产管理计划的上限为3亿,按照2:1的杠杆比例设置优先级份额和劣后级份额,通过二级市场购买的方式获得,锁定期1年,存续期为通过股东大会审议之日起24个月。此次员工持股计划将公司核心团队再次利益绑定,人员涵盖董事长、总裁、副总,到核心管理人员共十人,业务上涵盖决策层、销售端、产品端、采购端,管理端,目标定位一致,有助于公司长远发展。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.32
一年最低/最高价	10.41/14.71
市净率(倍)	3.57
流通A股市值(百万元)	10095

基础数据

每股净资产(元)	3.73
资本负债率(%)	38.93
总股本(百万股)	758
流通A股(百万股)	733

- **公司未来看点：短期调整后再出发，目标直指全国：**公司自 15 年初更换核心销售团队以来，收入及利润规模得到快速的增长，营销体系更为完善，渠道推广更为精准。15/16 年是新销售团队磨合的两年，传统强势渠道得到快速的发展，现在磨合期已过，17、18、19 年则是重点推广空白市场。公司目前华南、西南大区的销售占比仍较高，但结构占比逐年下滑，随着华东华中渠道的规模扩大，未来公司销售规模将继续保持稳定的提升。公司管理层对新营销团队的全力支持，使得团队在渠道扩展上面游刃有余，目前公司渠道铺设远未见顶，空白市场尚有较大的提升空间。随着渠道建设逐步完善，高毛利产品将得到进一步的推广。另外，公司在渠道多元化开展上面下功夫，完善了 GT、KA、AFH、EC 各渠道的管理建设，实现线上线下产品的销售。
- **投资建议：**公司更换销售团队以来，规模业绩得到快速的提升，运营质量改善明显，现通过员工持股计划将核心团队利益再绑定，说明公司对于未来全国化推广的信心，我们预计公司 17/18 年净利润 3.5、4.7 亿元，当前 101 亿市值对应 29/21 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**渠道推广不达预期，原材料涨价风险

中顺洁柔三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,074.04	2,365.75	2,427.51	2,599.29	营业收入	3,809.35	4,783.35	5,993.85	7,490.22
现金	959.28	927.12	742.77	632.50	营业成本	2,441.19	2,999.16	3,728.18	4,636.45
应收款项	540.32	652.74	805.78	994.90	营业税金及附加	34.51	43.34	54.31	67.86
存货	421.19	578.53	664.20	762.40	营业费用	721.19	911.92	1,151.39	1,492.56
其他	153.25	207.36	214.77	209.49	管理费用	205.15	263.70	327.93	401.48
非流动资产	2,438.42	2,534.43	2,598.80	2,735.75	财务费用	59.19	88.43	92.73	87.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1.93	2.87	3.74	2.85
固定资产	2,176.86	2,232.48	2,228.32	2,314.14	其他	-	-	-	-
无形资产	137.91	164.30	170.34	176.39	营业利润	324.13	449.82	605.61	768.46
其他	123.65	137.66	200.14	245.22	营业外净收支	10.68	10.59	13.00	11.42
资产总计	4,512.46	4,897.49	5,023.60	5,332.30	利润总额	334.82	460.41	618.61	779.89
流动负债	963.20	1,233.60	1,362.87	1,545.53	所得税费用	74.40	105.89	144.81	178.41
短期借款	30.00	176.71	164.16	123.62	少数股东损益	-	-	-	-
应付账款	310.80	575.80	642.55	872.29	归属母公司净利润	260.42	354.51	473.80	601.47
其他	622.40	481.09	556.16	549.61	EBIT	441.81	608.57	786.36	959.74
非流动负债	852.88	1,029.29	1,047.49	1,067.21	EBITDA	607.01	640.47	824.48	1,005.54
长期借款	-	177.97	195.77	215.35					
其他	852.88	851.32	851.72	851.86	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1,816.08	2,262.90	2,410.36	2,612.74	每股收益(元)	0.52	0.47	0.63	0.79
少数股东权益	-	-	-	-	每股净资产(元)	5.34	3.48	3.45	3.59
归属母公司股东权益	2,696.39	2,634.59	2,613.24	2,719.56	发行在外股份(百万股)	505.26	757.89	757.89	757.89
负债和股东权益总计	4,512.46	4,897.49	5,023.60	5,332.30	ROIC(%)	9.32%	12.39%	15.92%	18.90%
					ROE(%)	10.15%	13.29%	18.04%	22.54%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	11.60%	12.72%	13.12%	12.81%
经营活动现金流	928.87	500.11	596.55	944.37	销售净利率(%)	6.84%	7.41%	7.91%	8.03%
投资活动现金流	(130.72)	(219.31)	(147.70)	(238.78)	资产负债率(%)	40.25%	46.18%	47.95%	48.97%
筹资活动现金流	(462.46)	(312.94)	(633.20)	(815.85)	收入增长率(%)	28.74%	25.57%	25.31%	24.97%
现金净增加额	349.16	(34.85)	(184.38)	(110.29)	净利润增长率(%)	195.27%	36.14%	33.65%	26.95%
折旧和摊销	165.20	31.90	38.12	45.81	P/E	38.77	28.47	21.31	16.78
资本开支	128.02	165.58	93.99	184.75	P/B	3.94	3.79	3.84	3.78
营运资本变动	412.35	11.53	(25.75)	193.53	EV/EBITDA	18.04	17.85	14.27	12.01
企业自由现金流	1036.91	682.35	711.86	1159.16					

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

