

## 股权激励再推出, 彰显长期发展信心

### 投资要点

- 事件:** 公司拟向激励对象授予权益总计 4481.6 万份的股票期权及限制性股票, 其中股票期权 1959.85 万份, 激励对象总数为 4101 名, 行权价格为每份 8.67 元/股; 限制性股票 2521.75 万份, 授予人数 671 名, 授予价格每股 4.33 元。本次激励对象主要涉及财务总监等高管及中层管理人员。业绩考核目标为以 2017 年营业收入为基数, 2019/2020/2021 年营收增速分别不低于 41.6%、67.09%、94.03%, 即营收分别达到 65.7 亿、77.5 亿、90 亿元。根据公司预测, 总摊销费用 1.48 亿, 其中 2019-2022 年 7207 万、4851 万、2424 万和 288 万元。
- 营收承诺彰显快速发展信心。** 收入能否保持较快增长一直是市场关注重点。根据公司业绩承诺, 到 2021 年营收将达到 90 亿, 比肩前三大生活用纸企业收入规模, 近四年复合增速 18%, 展现出公司对于未来区域拓展、渠道下沉带动业绩快速增长的较强信心。当前公司新品叠出价格向高端化迁移, 存货天数持续下降终端动销健康, 经销商利润率处于行业合理水平, 渠道变革逻辑逐步兑现, 网点还有翻倍拓展空间, 销量仍是当前收入增长的主要驱动, 市占率处于上升期, 和竞品相比弯道超车机会明显。
- 浆价回落带来较大业绩弹性。** 今年木浆均价约 6100 元/吨, 当前内盘价格已大幅回落至 5400 元/吨。从供需情况看 2018-2020 年木浆供需失衡, 三年新增产能约 700 万吨, 但需求在纸景气度走弱后大幅收缩, 供需缺口在这两年快速扩大, 销量产能比回落至 90% 以下的水平, 因此我们认为 2020 年前木浆价格或有压力。木浆是公司主要原材料, 全部木浆均对外采购, 纸浆成本占公司生产成本的比重达到 50%-60%, 浆价回落叠加人民币汇率企稳, 明年毛利率将处于上行期, 利润弹性有望大幅释放, 但考虑到明年第一期摊销成本较高, 会在一定程度上拉低业绩增速。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.33、0.41、0.51 元, 对应 PE 26、21、17 倍。考虑到公司处于快速拓展期, 给予其一定溢价, 给予 19 年目标 PE 25 倍, 目标价 10.25 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险; 终端销售低于预期的风险; 汇率波动的风险。

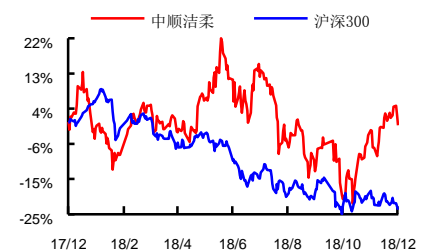
| 指标/年度         | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 4638.35 | 5687.78 | 6744.57 | 7891.14 |
| 增长率           | 21.76%  | 22.63%  | 18.58%  | 17.00%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 349.07  | 421.21  | 527.16  | 651.20  |
| 增长率           | 34.04%  | 20.67%  | 25.15%  | 23.53%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.27    | 0.33    | 0.41    | 0.51    |
| 净资产收益率 ROE    | 11.47%  | 12.37%  | 13.72%  | 14.85%  |
| PE            | 32      | 26      | 21      | 17      |
| PB            | 3.64    | 3.26    | 2.89    | 2.53    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 12.87     |
| 流通 A 股(亿股)   | 12.57     |
| 52 周内股价区间(元) | 6.8-16.83 |
| 总市值(亿元)      | 107.95    |
| 总资产(亿元)      | 53.64     |
| 每股净资产(元)     | 2.56      |

### 相关研究

- 中顺洁柔(002511): 毛利率暂时承压, 产品、渠道建设推进不改成长逻辑 (2018-10-29)
- 中顺洁柔(002511): 无惧浆价上涨, 盈利能力提升 (2018-08-07)
- 中顺洁柔(002511): 提价落实, 利润率显著提升 (2018-04-25)
- 中顺洁柔(002511): 产品结构继续优化, 提价对冲成本上行 (2018-04-17)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
| 营业收入          | 4638.35        | 5687.78        | 6744.57        | 7891.14        | 净利润               | 349.07         | 421.21         | 527.16         | 651.20         |
| 营业成本          | 3018.61        | 3743.00        | 4238.37        | 4867.91        | 折旧与摊销             | 171.23         | 213.93         | 229.24         | 244.01         |
| 营业税金及附加       | 39.04          | 49.09          | 57.73          | 67.74          | 财务费用              | 46.75          | -14.99         | -8.80          | -10.40         |
| 销售费用          | 886.08         | 1086.37        | 1382.64        | 1657.14        | 资产减值损失            | 5.72           | 5.00           | 5.00           | 5.00           |
| 管理费用          | 248.52         | 298.61         | 451.89         | 536.60         | 经营营运资本变动          | -624.36        | -316.81        | -213.32        | -275.30        |
| 财务费用          | 46.75          | -14.99         | -8.80          | -10.40         | 其他                | 637.03         | -61.82         | -6.03          | -10.85         |
| 资产减值损失        | 5.72           | 5.00           | 5.00           | 5.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>585.44</b>  | <b>246.51</b>  | <b>533.25</b>  | <b>603.66</b>  |
| 投资收益          | 5.78           | 5.00           | 10.00          | 10.00          | 资本支出              | -334.84        | -205.00        | -216.00        | -228.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -647.97        | 0.45           | -11.60         | -20.40         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-982.81</b> | <b>-204.55</b> | <b>-227.60</b> | <b>-248.40</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>414.42</b>  | <b>525.70</b>  | <b>627.74</b>  | <b>777.16</b>  | 短期借款              | 488.38         | 316.57         | -118.96        | -142.26        |
| 其他非经营损益       | 6.90           | 7.47           | 7.39           | 7.42           | 长期借款              | 150.00         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>421.32</b>  | <b>533.17</b>  | <b>635.13</b>  | <b>784.58</b>  | 股权融资              | 23.05          | 10.00          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 72.25          | 111.97         | 107.97         | 133.38         | 支付股利              | -50.48         | -70.54         | -89.81         | -108.74        |
| 净利润           | 349.07         | 421.21         | 527.16         | 651.20         | 其他                | -60.72         | -814.93        | 8.80           | 10.40          |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>550.24</b>  | <b>-558.90</b> | <b>-199.98</b> | <b>-240.60</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 349.07         | 421.21         | 527.16         | 651.20         | <b>现金流量净额</b>     | <b>133.42</b>  | <b>-516.94</b> | <b>105.68</b>  | <b>114.66</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
| 货币资金          | 1085.72        | 568.78         | 674.46         | 789.11         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 663.29         | 843.88         | 985.49         | 1156.00        | 销售收入增长率           | 21.76%         | 22.63%         | 18.58%         | 17.00%         |
| 存货            | 546.94         | 799.71         | 904.67         | 1094.00        | 营业利润增长率           | 27.85%         | 26.85%         | 19.41%         | 23.80%         |
| 其他流动资产        | 718.23         | 881.13         | 1044.76        | 1222.31        | 净利润增长率            | 34.04%         | 20.67%         | 25.15%         | 23.53%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 15.27%         | 14.59%         | 17.05%         | 19.17%         |
| 投资性房地产        | 36.75          | 25.90          | 27.50          | 27.90          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 2518.85        | 2509.79        | 2495.43        | 2476.29        | 毛利率               | 34.92%         | 34.19%         | 37.16%         | 38.31%         |
| 无形资产和开发支出     | 126.68         | 126.80         | 127.93         | 131.06         | 三费率               | 25.47%         | 24.09%         | 27.07%         | 27.67%         |
| 其他非流动资产       | 95.40          | 110.40         | 130.40         | 160.40         | 净利率               | 7.53%          | 7.41%          | 7.82%          | 8.25%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>5791.85</b> | <b>5866.39</b> | <b>6390.64</b> | <b>7057.06</b> | ROE               | 11.47%         | 12.37%         | 13.72%         | 14.85%         |
| 短期借款          | 518.38         | 834.95         | 715.98         | 573.72         | ROA               | 6.03%          | 7.18%          | 8.25%          | 9.23%          |
| 应付和预收款项       | 760.49         | 849.41         | 985.83         | 1148.42        | ROIC              | 11.49%         | 10.03%         | 11.67%         | 13.44%         |
| 长期借款          | 150.00         | 150.00         | 150.00         | 150.00         | EBITDA/销售收入       | 13.63%         | 12.74%         | 12.58%         | 12.81%         |
| 其他负债          | 1319.03        | 627.42         | 696.87         | 800.50         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2747.90</b> | <b>2461.77</b> | <b>2548.68</b> | <b>2672.64</b> | 总资产周转率            | 0.90           | 0.98           | 1.10           | 1.17           |
| 股本            | 757.46         | 1287.69        | 1287.69        | 1287.69        | 固定资产周转率           | 2.06           | 2.43           | 2.85           | 3.33           |
| 资本公积          | 1132.70        | 612.47         | 612.47         | 612.47         | 应收账款周转率           | 8.14           | 8.38           | 8.18           | 8.16           |
| 留存收益          | 1206.72        | 1557.39        | 1994.73        | 2537.19        | 存货周转率             | 5.53           | 4.92           | 4.62           | 4.54           |
| 归属母公司股东权益     | 3043.94        | 3404.61        | 3841.96        | 4384.42        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.81%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3043.94</b> | <b>3404.61</b> | <b>3841.96</b> | <b>4384.42</b> | 资产负债率             | 47.44%         | 41.96%         | 39.88%         | 37.87%         |
| 负债和股东权益合计     | 5791.85        | 5866.39        | 6390.64        | 7057.06        | 带息债务/总负债          | 24.32%         | 40.01%         | 33.98%         | 27.08%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.17           | 1.35           | 1.52           | 1.71           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.96           | 1.00           | 1.14           | 1.27           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 14.46%         | 16.75%         | 17.04%         | 16.70%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.27           | 0.33           | 0.41           | 0.51           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 2.36           | 2.64           | 2.98           | 3.40           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.45           | 0.19           | 0.41           | 0.47           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.04           | 0.05           | 0.07           | 0.08           |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
|               | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 632.40         | 724.64         | 848.18         | 1010.77        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 31.76          | 26.32          | 21.03          | 17.03          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.64           | 3.26           | 2.89           | 2.53           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.39           | 1.95           | 1.64           | 1.40           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 10.64          | 15.62          | 13.05          | 10.66          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.46%          | 0.64%          | 0.81%          | 0.98%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名     | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|--------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 汪文沁    | 高级销售经理  | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn       |
|    | 王慧芳    | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn       |
|    | 涂诗佳    | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn       |
|    | 杨博睿    | 销售经理    | 15558686883   | 15558686883 | ybz@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn    |
|    | 刘致莹    | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 余燕伶    | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn       |
|    | 花洁     | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn      |
|    | 孙瑶瑶    | 销售经理    | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
|    | 陈霄(广州) | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn  |