



002511.SZ

买入

原评级: 增持

市场价格: 人民币 8.34

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.6)	3.0	3.3	(1.9)
相对深证成指	22.0	8.7	13.2	30.6

发行股数(百万)	1,287
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	10,487
3个月日均交易额(人民币 百万)	67
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
广东中顺纸业集团有限公司	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年12月20日收市价为标准

相关研究报告

《中顺洁柔》20181028

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 造纸

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

\*刘凯娜为本报重要贡献者

# 中顺洁柔

## 股权激励绑定全员利益, 浆价下行预期受益

公司公布 2018 年股票期权与限制性股票激励计划: 公司拟向 4101 名激励对象首次授予 1,709.85 万份股票期权, 预留 250 万份股票期权, 行权价格为每股 8.67 元; 拟向 671 名激励对象首次授予 2,171.75 万股公司限制性股票, 预留 350 万股限制性股票, 授予价格为每股 4.33 元。

### 支撑评级的要点

- **核心骨干与公司利益绑定, 稳定营收增速预期。**本次计划续接上一个三年期股权激励, 将 4771 名激励对象(公司财务总监、中层管理人员、核心技术/业务人员)的利益与公司业绩进行捆绑, 加之 17 年已经进行的员工持股计划, 覆盖面广, 有利于充分调动员工积极性。考核目标以 2017 年营收为基数, 2019-2021 年增速分别为 41.60%、67.09%、94.03%, 若以我们预测的 56.4 亿元为 2018 年营收, 则 2019-2021 年公司营收增速分别不低 16.4%、18.0%、16.1%, 2017-2021 年营收 CAGR 为 18.0%, 2021 年预计实现营收约 90 亿元, 彰显公司业绩信心。
- **纸浆价格预期回落, 19 年盈利弹性待释放。**纸浆占公司生产成本的 50%-60%, 截至 2018 年 12 月 14 日, 针叶浆、阔叶浆现货价格分别降至 5575 元/吨、5200 元/吨, 较去年同期下降 21.3%、16.1%, 纸浆期货主力品种 SP1906 自正式挂牌交易首日的 5830 元跌至 5066 元, 跌幅明显, 显示了对于未来浆价的悲观预期。由于中国需求低于预期, 港口库存高企, 我们预计外盘浆价半年内仍有 5%-10% 左右下降空间, 明年浆价中枢低于 18 年, 将给公司带来 19 年业绩弹性。
- **品类持续扩张, 营收内生增长中枢有望上行。**一方面, 公司持续进行渠道扩张与下沉, 18Q3 将全国分为 8 个大区深耕细作, 加大对薄弱地区的覆盖力度, 空白市场开拓与已有市场加密同步进行; 另一方面, 公司今年 6 月推出自然木, 7 月推出棉花柔巾, 预计后续有更多品类推出, 丰富产品品类, 培育新营收增长点, 公司内生增长中枢有望上行至 20%。

### 评级面临的主要风险

- 浆价走势超预期, 生活用纸行业产能过剩加剧, 新品推广不达预期。

### 估值

- 公司股权激励计划高度绑定核心骨干利益, 充分调动其工作积极性, 与此同时, 公司渠道扩张顺利, 产品结构持续优化, 成本端压力有边际降低趋势。我们上调 2018-2020 年每股收益为 0.34/0.45/0.54 元, 同比增长 26%、31%、20%, 当前股价对应 18 年 PE24.3X, 上调至买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,809	4,638	5,640	6,787	8,106
变动(%)	29	22	22	20	19
净利润(人民币 百万)	260	349	441	577	691
全面摊薄每股收益(人民币)	0.202	0.271	0.343	0.449	0.537
变动(%)	73.8	34.2	26.3	30.8	19.8
原预测摊薄每股收益(人民币)			0.343	0.424	0.521
变动(%)			0.0	5.8	3.0
全面摊薄市盈率(倍)	41.2	30.7	24.3	18.6	15.5
价格/每股现金流量(倍)	11.6	18.3	16.3	12.2	14.1
每股现金流量(人民币)	0.72	0.45	0.51	0.68	0.59
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.0	16.4	13.8	11.2	9.4
每股股息(人民币)	0.189	0.196	0.103	0.135	0.161
股息率(%)	2.3	2.4	1.2	1.6	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,809	4,638	5,640	6,787	8,106
销售成本	(2,441)	(3,019)	(3,745)	(4,451)	(5,293)
经营费用	(824)	(991)	(1,131)	(1,429)	(1,759)
息税折旧前利润	544	628	764	907	1,054
折旧及摊销	(161)	(167)	(186)	(197)	(209)
经营利润(息税前利润)	383	461	578	710	845
净利息收入/(费用)	(51)	20	(0)	5	3
其他收益/(损失)	(154)	(214)	(215)	(202)	(211)
税前利润	335	422	533	697	834
所得税	(74)	(72)	(92)	(120)	(144)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	260	349	441	577	691
核心净利润	250	342	434	569	684
每股收益(人民币)	0.202	0.271	0.343	0.449	0.537
核心每股收益(人民币)	0.194	0.266	0.338	0.442	0.532
每股股息(人民币)	0.189	0.196	0.103	0.135	0.161
收入增长(%)	29	22	22	20	19
息税前利润增长(%)	87	20	25	23	19
息税折旧前利润增长(%)	52	15	22	19	16
每股收益增长(%)	74	34	26	31	20
核心每股收益增长(%)	109	37	27	31	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	335	422	533	697	834
折旧与摊销	161	167	186	197	208
净利息费用	56	(7)	16	8	9
运营资本变动	91	648	(216)	2	(4)
税金	74	72	92	120	144
其他经营现金流	212	(716)	48	(145)	(429)
经营活动产生的现金流	929	585	658	880	762
购买固定资产净值	(175)	(352)	(352)	(352)	(352)
投资减少/增加	0	0	6	2	6
其他投资现金流	44	(631)	(1)	(2)	4
投资活动产生的现金流	(131)	(983)	(346)	(352)	(342)
净增权益	19	252	529	0	(1)
净增债务	(130)	150	0	0	0
支付股息	(243)	(253)	(132)	(173)	(207)
其他融资现金流	(108)	401	(1,154)	22	11
融资活动产生的现金流	(463)	550	(758)	(151)	(196)
现金变动	336	153	(446)	377	224
期初现金	690	959	1,086	640	1,017
公司自由现金流	803	(385)	327	541	433
权益自由现金流	612	(240)	296	520	411

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	959	1,086	640	1,017	1,243
应收帐款	540	599	772	911	1,075
库存	421	547	887	870	1,078
其他流动资产	153	783	509	677	969
流动资产总计	2,074	3,014	2,807	3,476	4,364
固定资产	2,177	2,321	2,489	2,645	2,790
无形资产	138	127	114	103	92
其他长期资产	73	258	258	264	260
长期资产总计	2,438	2,778	2,933	3,084	3,214
总资产	4,512	5,792	5,740	6,559	7,578
应付帐款	311	586	603	716	911
短期债务	30	518	303	304	300
其他流动负债	622	1,468	834	1,094	1,405
流动负债总计	963	2,572	1,740	2,114	2,616
长期借款	0	150	150	150	150
其他长期负债	853	26	26	26	26
股本	505	758	1,287	1,287	1,287
储备	2,191	2,287	2,538	2,983	3,500
股东权益	2,697	3,044	3,825	4,270	4,787
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,512	5,792	5,740	6,559	7,578
每股帐面价值(人民币)	2.10	2.37	2.97	3.32	3.72
每股有形资产(人民币)	5.06	3.85	2.88	3.24	3.65
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.84)	(0.55)	(0.15)	(0.44)	(0.62)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.3	13.5	13.5	13.4	13.0
息税前利润率(%)	10.1	9.9	10.2	10.5	10.4
税前利润率(%)	8.8	9.1	9.4	10.3	10.3
净利率(%)	6.8	7.5	7.8	8.5	8.5
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.2	1.6	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	6.3	88.5	18.6	33.3	39.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.0	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	41.2	30.7	24.3	18.6	15.5
核心业务市盈率(倍)	43.0	31.3	24.7	18.9	15.7
市净率(倍)	4.0	3.5	2.8	2.5	2.2
价格/现金流(倍)	11.6	18.3	16.3	12.2	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.0	16.4	13.8	11.2	9.4
周转率					
存货周转天数	n.a.	58.5	69.9	72.1	67.2
应收帐款周转天数	51.8	44.8	44.3	45.2	44.7
应付帐款周转天数	29.8	35.3	38.5	35.5	36.6
回报率					
股息支付率(%)	93.5	72.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	9.6	12.2	12.8	14.3	15.3
资产收益率(%)	6.6	7.4	8.3	9.6	9.9
已运用资本收益率(%)	14.2	14.7	14.8	16.1	17.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371