

新一轮员工持股绑定利益，建设竹浆纸一体化项目

买入（维持）

2019年07月10日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,679	6,974	8,413	10,027
同比（%）	22.4%	22.8%	20.6%	19.2%
归母净利润（百万元）	407	598	724	874
同比（%）	16.6%	47.0%	21.0%	20.7%
每股收益（元/股）	0.32	0.46	0.55	0.67
P/E（倍）	37.43	25.86	21.37	17.70

投资要点

- 事件：**1) 公司拟在四川省达州市渠县建设 30 万吨竹浆纸一体化项目，其中竹浆建设规模为 31.8 万吨/年，生活用纸建设规模为 30 万吨/年。项目总投资 40.87 亿元，工程总工期 70 个月。(2) 公司拟实施第二期员工持股计划，拟集资金上限 5000 万元，按照 1:1 的比例设置优先级份额和劣后级份额，集合资金计划上限 1 亿元；股票来自此前回购，成本价格为 8.08 元/股，锁定期 1 年，占比不超过总股本的 0.91%。(3) 聘任戴振吉先生等 3 人为公司副总经理。
- 竹浆纸一体化生产，“太阳”品牌打造新利润增长点：**该 30 万吨竹浆纸一体化项目的制浆产线为一次性投入，预期三年内建设完成；造纸产线分三期建设，每期 10 万吨产量；项目达产后将贡献年收入 30.3 亿元、净利润 2.17 亿元。公司启用“太阳”作为的生活用纸品牌，与原有“洁柔”品牌齐头并进。“太阳”品牌主打竹浆纸，看好其贡献业绩增量。
- 上下利益绑定，激发团队活力：**本次员工持股计划对象包括董事长、CEO、等其他高管及核心骨干人员（不超过 80 人），受让价格 8.08 元较当前股价折价约 30%，有利于激发团队活力。此前在 18 年 12 月公司推出共计 4481.6 万股（占当时总股本 3.48%）的股权激励计划，业绩解锁条件为 19-21 年预计公司收入增速不低于 15%/18%/16%（根据 18 年归母净利润计算）。此外，公司聘任为副总经理的戴振吉先生来此前任金红叶团队运营总裁。我们认为，公司职业经理人团队发展方向明确，对管理层绑定深厚利于激发企业活力。
- 产品结构持续优化，电商渠道高增：**公司高端系列 Face、Lotion 及自然木快速发展，占比超过 65% 持续提升，并推出新棉初白、朵蕾蜜等高毛利新品，产品结构持续升级。渠道建设方面，公司电商渠道持续高增长并持续加码投入，19Q1 预计增长 50%+，传统渠道招商顺利、持续向区县下沉。
- 浆价下行利好毛利率修复：**截止 7 月 8 日，针叶浆/阔叶浆价格分别为 598/617 美元/吨，较年初下跌 28%/18%，且我们预期纸浆价格 7 月整体仍将维持弱势，持续利好公司毛利率回升。根据我们的测算，假设 19 年全年美元兑人民币稳定在 6.9 区间，木浆价格同降 10%，则中顺洁柔的毛利率将同比提升约 3 个百分点，利好盈利释放。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 69.74/84.13/100.27 亿，同增 22.8%/20.6%/19.2%；归母净利 5.98/7.24/8.74 亿，同增 47.0%/21.0%/20.7%。当前股价对应 PE 为 25.86X/21.37X/17.70X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动，渠道拓展不及预期，新品投放不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.84
一年最低/最高价	6.71/12.71
市净率(倍)	4.50
流通 A 股市值(百万元)	15090.26

基础数据

每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	36.41
总股本(百万股)	1306.37
流通 A 股(百万股)	1274.52

相关研究

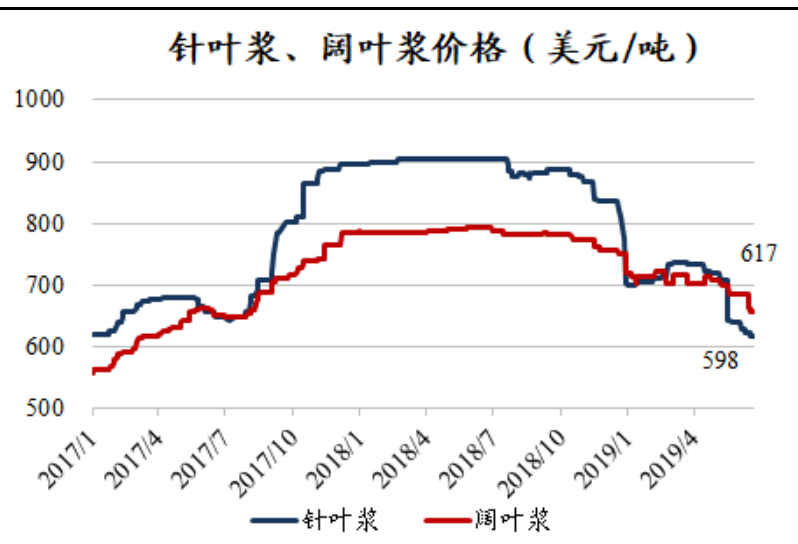
- 《中顺洁柔 (002511)：收入利润表现靓丽，毛利率环比大幅修复》2019-04-19
- 《中顺洁柔 (002511)：业绩符合预期，看好浆价下行盈利回升》2019-04-15
- 《中顺洁柔 (002511)：发布股权激励计划，上下绑定激发活力》2018-12-19

表 1：中顺洁柔季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	1,032.25	1,090.97	1,228.92	1,286.22	1,224.79	1,361.27	1,494.92	1,597.53	1,540.52
YOY	20.86%	18.91%	26.77%	20.39%	18.65%	24.78%	21.65%	24.20%	25.78%
归母净利润	75.28	81.13	90.19	102.46	98.56	101.22	113.02	94.18	123.38
YOY	65.23%	34.65%	19.75%	29.23%	30.93%	24.76%	25.31%	-8.08%	25.18%
毛利率	36.40%	35.93%	35.08%	32.73%	38.84%	34.38%	33.18%	30.96%	34.01%
期间费用率	26.77%	26.25%	26.33%	23.14%	28.95%	24.67%	24.82%	21.47%	23.51%
其中：销售费用率	20.48%	19.40%	20.11%	16.78%	20.97%	17.39%	18.36%	15.33%	17.24%
管理+研发费用率	5.21%	5.66%	5.42%	5.36%	6.75%	6.01%	5.62%	5.45%	5.89%
财务费用率	1.08%	1.19%	0.79%	1.00%	1.22%	1.27%	0.85%	0.68%	0.38%
归母净利率	7.29%	7.44%	7.34%	7.97%	8.05%	7.44%	7.56%	5.90%	8.01%
存货	625.89	655.69	576.02	546.94	865.76	1,050.85	986.01	857.56	799.15
较上年同期增减	-143.72	-51.55	20.97	125.75	239.87	395.16	409.99	310.62	-66.61
应收票据	2.59	4.09	9.61	9.43	6.86	12.77	8.08	2.83	1.48
较上年同期增减	-0.75	1.85	7.87	8.17	4.27	8.68	-1.53	-6.60	-5.39
应收账款	525.47	523.46	580.26	598.72	568.65	566.03	707.68	738.24	697.61
较上年同期增减	73.04	38.69	75.14	58.40	43.18	42.56	127.42	139.51	128.96
应付账款及应付票据	320.85	317.72	417.40	586.00	481.09	439.97	380.50	577.36	804.35
较上年同期增减	86.20	32.92	133.12	249.43	160.24	122.26	-36.90	-8.64	323.26
预收账款	38.19	20.99	51.68	61.59	24.33	32.08	37.15	59.37	29.01
较上年同期增减	13.03	6.12	31.35	6.06	-13.87	11.10	-14.53	-2.22	4.68
经营性现金流净额	-116.54	162.30	320.43	219.25	-209.59	-94.99	262.52	479.32	507.08
较上年同期增减	-89.84	-116.19	8.91	-146.30	-93.05	-257.29	-57.91	260.08	716.67
筹资性现金流净额	-48.32	10.33	-40.22	628.45	-688.37	244.86	-208.67	-586.13	-58.68
较上年同期增减	-99.36	260.66	244.53	606.87	-640.05	234.53	-168.45	-1214.58	629.69
资本开支	78.85	87.55	124.83	107.53	148.74	138.16	158.87	122.65	139.78
较上年同期增减	41.82	73.45	109.32	46.15	69.89	50.61	34.04	15.12	-8.97
ROE	2.74%	2.89%	3.14%	3.44%	3.19%	3.20%	3.49%	2.85%	3.65%
YOY (±)	0.89%	0.49%	0.22%	0.45%	0.44%	0.31%	0.35%	-0.59%	0.47%
资产负债率	38.15%	38.93%	40.81%	47.44%	38.21%	41.35%	38.54%	35.65%	36.41%
YOY (±)	-7.28%	-4.68%	1.04%	7.20%	0.06%	2.43%	-2.27%	-11.79%	-1.80%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：针叶浆、阔叶浆价格走势（美元/吨，截止 19 年 7 月 8 日）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2157	2712	3275	3929	营业收入	5679	6974	8413	10027
现金	415	652	1023	1315	减:营业成本	3744	4441	5347	6358
应收账款	738	896	1008	1030	营业税金及附加	38	47	56	67
存货	858	993	1064	1382	营业费用	1013	1269	1533	1829
其他流动资产	146	171	180	202	管理费用	310	405	496	591
非流动资产	2989	3209	3440	3671	财务费用	56	58	68	78
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	27	24	28	30
固定资产	2556	2771	2979	3183	加:投资净收益	11	6	8	8
在建工程	114	164	164	164	其他收益	0	0	0	0
无形资产	125	125	125	126	营业利润	503	746	903	1093
其他非流动资产	195	150	172	198	加:营业外净收支	8	4	5	3
资产总计	5146	5921	6715	7599	利润总额	510	750	908	1096
流动负债	1702	1856	2071	2256	减:所得税费用	103	152	184	222
短期借款	347	400	500	600	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	509	625	736	776	归属母公司净利润	407	598	724	874
其他流动负债	845	831	834	880	EBIT	612	859	1037	1250
非流动负债	133	133	133	133	EBITDA	830	922	1104	1320
长期借款	75	75	75	75					
其他非流动负债	59	59	59	59	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1835	1989	2204	2389	每股收益(元)	0.32	0.46	0.55	0.67
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.57	3.01	3.45	3.99
归属母公司股东权益	3311	3932	4511	5211	发行在外股份(百万股)	1287	1306	1306	1306
负债和股东权益	5146	5921	6715	7599	ROIC(%)	13.6%	15.5%	16.3%	16.9%
					ROE(%)	12.8%	16.5%	17.1%	18.0%
					毛利率(%)	34.1%	36.3%	36.4%	36.6%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.2%	8.6%	8.6%	8.7%
经营活动现金流	437	627	900	792	资产负债率(%)	35.7%	33.6%	32.8%	31.4%
投资活动现金流	88	-808	-817	-700	收入增长率(%)	22.4%	22.8%	20.6%	19.2%
筹资活动现金流	-1238	418	289	200	净利润增长率(%)	16.6%	47.0%	21.0%	20.7%
现金净增加额	-704	237	371	292	P/E	37.43	25.86	21.37	17.70
折旧和摊销	218	63	67	70	P/B	4.60	3.93	3.43	2.97
资本开支	568	575	525	525	EV/EBITDA	20.34	18.23	15.08	12.54
营运资本变动	14	401	348	469					

数据来源: 贝格数据, 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>

