

回购股份彰显未来信心，新建产能抢占生活用纸市场

——中顺洁柔（002511）公司事项点评

买入（维持）

日期：2021年01月18日

**事件：**2021年1月6日，公司公告回购股份方案，1月14日，公司公告新建40万吨高档生活用纸项目。

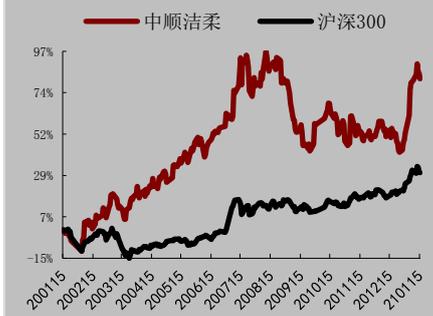
**投资要点：**

- **拟回购1.8-3.6亿元股份，彰显公司未来发展信心。**公司拟使用自有资金回购部分社会公众股股份，回购股份将全部用于股权激励计划或员工持股计划。本次回购总金额为1.8亿元-3.6亿元，回购价格不超过31.515元/股（含），预计回购股份571万股-1142万股，占公司总股本的比例为0.44%-0.87%。我们认为，本次回购股份彰显了公司未来发展信心，回购的股份之后用于股权激励或员工持股，将进一步绑定公司员工与公司利益，推动公司发展进步。
- **新建40万吨高档生活用纸项目，进一步抢占华东市场。**公司拟在江苏宿迁市新建40万吨高档生活用纸项目，总投资额约25.5亿元，将分期按需建设。第一期工程投资约6亿元，新建10万吨产能，目的是为快速满足华东区域现有的产销缺口，后续三期每期10万吨将参照华东市场产销变化而择机启动建设。此次产能的扩建在一定程度上补足华东产销缺口的同时，有助于公司优化运输及生产的成本，并进一步抢占华东市场的份额。
- **木浆涨价有望带动生活用纸终端提价，公司原料库存充足后续成本无忧。**木浆价格在经历将近两年的低位后，近期有较大幅度的反弹。公司去年通过不断囤木浆来抵御木浆涨价风险，截止2020Q3，公司存货17.58亿元，同比+60%，主要是原材料库存增加所致。预计目前公司原料库存将超过2020Q3，未来一年锁定成本低位无忧。而近期木浆的大幅反弹将迫使原料库存低位的生活用纸中小企业提价，生活用纸终端一致提价的可能性极大，公司毛利率有望进一步拉升。
- **盈利预测与投资建议：**原材料木浆价格上升有望促使生活用纸产商集体提价，公司原料成本锁定低位，毛利率有望拉高，叠加公司高毛利产品占比的提升以及产能的稳步释放，未来业绩有望维持亮眼增长，预计公司2020-2022年归母净利润增速分别为52%/25%/24%，对应PE分别为35/28/23倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**汇率大幅波动、产品拓展不达预期、竞争加剧风险。

**基础数据**

行业	轻工制造
公司网址	
大股东/持股	广东中顺纸业集团有限公司/29.16%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,311.21
流通A股(百万股)	1,275.29
收盘价(元)	24.85
总市值(亿元)	325.84
流通A股市值(亿元)	316.91

**个股相对沪深300指数表现**



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2021年01月15日

**相关研究**

万联证券研究所 20201030\_中顺洁柔(002511)季报点评报告\_AAA\_盈利能力同比大幅提升，继续看好高端纸品龙头  
万联证券研究所 20201012\_中顺洁柔(002511)三季度业绩预告点评\_AAA\_2020Q1-Q3业绩预计同增50%-70%，盈利能力持续优化  
万联证券研究所 20200806\_中顺洁柔(002511)2020年半年报点评\_AAA\_业绩表现亮眼，产品结构持续优化推高盈利水平

**分析师：** 陈雯

执业证书编号：S0270519060001  
电话：18665372087  
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

**研究助理：** 李滢

电话：15521202580  
邮箱：liyings@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,635	7,980	9,531	11,476
增长比率(%)	16.8%	20.3%	19.4%	20.4%
净利润(百万元)	604	920	1,152	1,432
增长比率(%)	48.4%	52.3%	25.2%	24.3%
每股收益(元)	0.46	0.70	0.88	1.09
市盈率(倍)	54.0	35.4	28.3	22.8

数据来源：Wind、万联证券研究所

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2,744	3,573	4,345	5,715
货币资金	704	1,156	1,537	2,443
应收票据及应收账款	808	986	1,178	1,418
其他应收款	8	10	12	14
预付账款	15	44	52	61
存货	986	1,135	1,314	1,516
其他流动资产	223	243	253	263
<b>非流动资产</b>	3,282	3,695	4,126	4,534
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,921	3,297	3,676	4,047
在建工程	56	46	51	41
无形资产	169	214	259	304
其他长期资产	136	138	140	142
<b>资产总计</b>	6,026	7,268	8,471	10,249
<b>流动负债</b>	1,814	2,287	2,749	3,333
短期借款	15	200	300	400
应付票据及应付账款	781	955	1,102	1,314
预收账款	142	160	200	252
其他流动负债	876	972	1,147	1,367
<b>非流动负债</b>	135	125	112	112
长期借款	23	13	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	112	112	112	112
<b>负债合计</b>	1,949	2,412	2,862	3,445
股本	1,309	1,312	1,312	1,312
资本公积	761	761	529	529
留存收益	2,112	2,889	3,881	5,076
归属母公司股东权益	4,077	4,856	5,609	6,803
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	6,026	7,268	8,471	10,249

**现金流量表**

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1,360	1,011	1,297	1,629
净利润	604	920	1,152	1,432
折旧摊销	263	168	168	168
营运资金变动	450	-91	-29	18
其它	44	14	6	12
<b>投资活动现金流</b>	-729	-551	-552	-539
资本支出	-602	-547	-552	-537
投资变动	0	-3	-3	-3
其他	-127	-1	3	1
<b>筹资活动现金流</b>	-328	-7	-364	-185
银行借款	300	175	88	100
债券融资	0	0	0	0
股权融资	105	3	0	0
其他	-732	-186	-451	-285
<b>现金净增加额</b>	305	453	381	905
期初现金余额	371	704	1,156	1,537
期末现金余额	676	1,156	1,537	2,443

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6,635	7,980	9,531	11,476
营业成本	4,005	4,359	5,157	6,148
营业税金及附加	43	64	76	92
销售费用	1,370	1,795	2,144	2,582
管理费用	295	415	500	608
研发费用	176	215	257	310
财务费用	21	23	33	38
资产减值损失	-19	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	5	3
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	719	1,122	1,393	1,733
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	4	12	2	2
<b>利润总额</b>	721	1,115	1,396	1,736
所得税	117	195	244	304
<b>净利润</b>	604	920	1,152	1,432
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	604	920	1,152	1,432
EBITDA	1,009	1,299	1,564	1,904
EPS (元)	0.46	0.70	0.88	1.09

**主要财务比率**

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入 (%)	16.8%	20.3%	19.4%	20.4%
营业利润 (%)	43.1%	56.0%	24.2%	24.4%
归属于母公司净利润 (%)	48.4%	52.3%	25.2%	24.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	39.6%	45.4%	45.9%	46.4%
净利率 (%)	9.1%	11.5%	12.1%	12.5%
ROE (%)	14.8%	18.9%	20.5%	21.0%
ROIC (%)	15.1%	18.3%	19.4%	19.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	32.3%	33.2%	33.8%	33.6%
净负债比率 (%)	-15.6%	-18.8%	-21.5%	-29.5%
流动比率	1.51	1.56	1.58	1.71
速动比率	0.93	1.02	1.06	1.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.10	1.10	1.13	1.12
应收账款周转率	8.21	8.11	8.11	8.11
存货周转率	4.06	3.84	3.92	4.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.70	0.88	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.77	0.99	1.24
每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.70	4.28	5.19
<b>估值比率</b>				
P/E	53.98	35.43	28.30	22.76
P/B	8.00	6.71	5.81	4.79
EV/EBITDA	15.80	20.37	16.74	13.32

资料来源: Wind、万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场