

# 中顺洁柔 (002511)

证券研究报告

2021年06月02日

## 今日继续回购 3056 万元，彰显公司信心！

**6月1日公告：**公司今日回购 92.22 万股，占总股本 0.0703%，成交总金额 3056.15 万元，成交价区间 32.63- 33.31 元/股，回购均价 33.14 元/股；截至目前，公司累计回购 1166.58 万股，占总股本 0.8892%，成交金额 3.00 亿元（不含交易费用），成交价区间 23.27-33.31 元/股，回购均价 25.74 元/股。

**5月21日公告：**公司上调本轮回购股份的价格以及回购金额。其中，回购价格上限由 31.515 元/股（含）上调为 45 元/股（含）；回购金额区间由 1.8 亿元-3.6 亿元上调为 3.3 亿元-6.6 亿元。此外，公司推出第三期员工持股计划。合计集合资金 4 亿元（每份份额 1 元），按照 1:1 比例配置优先及劣后级份额，其中员工认购上限为 2 亿劣后级份额（高管 1 亿，其他员工 1 亿），合格机构投资者认购上限为 2 亿优先级份额。

**浆价高位下，公司受益低价吨浆和强议价力。**公司作为行业龙头将从两方面受益，市场份额或进一步提升：（1）公司在浆价低位时大批量采购锁定成本。公司 21Q1 存货 16.18 亿元，相较 2019 年末 9.86 亿元存货大幅提高。（2）生活用纸行业涨价通道中大厂议价力更强。公司从出厂端收紧促销费和终端提价两步涨价，整体吨利水平有望持续扩大。

**高端高毛利产品占比持续提升，中长期布局太阳品牌和个护品类提升发展空间。**公司持续优化产品结构，提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的销售占比，加大了 Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度并制定出各大渠道的分销标准，提高各渠道的占有率。此外，2019 年重启“太阳”品牌，定位中低端市场，30 万吨竹浆纸一体化项目降低成本，未来将助力公司市占率提升，有望在中长期带来业绩增量。

**强化渠道建设，产能扩张支撑业绩增长。**渠道方面，公司加强 KA、GT、AFH、EC、SC、RC 六大渠道的建设，同时加大投放线上资源，电商渠道取得较为亮眼的业绩，目前，已经与天猫、京东、拼多多、淘宝、唯品会、苏宁、快手、抖音、云集、网易等知名平台达成合作。产能方面，2021 年 4 月湖北中顺二期 10 万吨高档生活用纸项目竣工验收，补足华中市场销售增长缺口，降低成本；2021 年 1 月宿迁 40 万吨高档生活用纸开始建设，满足华东地区销售需求，公司中长期业绩增长得到支撑。

**盈利预测与估值：**公司产品高端化/差异化和渠道管理优势突出，全国性产能布局进一步完善，新聘总裁转向职业经理人模式，21Q1 持续超预期。我们预计公司 21/22 年归母净利润分别为 13.0/17.6 亿元，对应 PE 分别为 34X/25X，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，行业竞争加剧，新产品拓展不及预期等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,634.91	7,823.53	9,388.23	11,078.12	13,072.18
增长率(%)	16.84	17.91	20.00	18.00	18.00
EBITDA(百万元)	1,203.70	1,590.76	1,700.13	2,197.22	2,693.36
净利润(百万元)	603.83	905.89	1,302.45	1,754.80	2,194.49
增长率(%)	48.36	50.02	43.78	34.73	25.06
EPS(元/股)	0.46	0.69	0.99	1.34	1.67
市盈率(P/E)	72.55	48.36	33.63	24.96	19.96
市净率(P/B)	10.74	8.69	6.98	5.49	4.31
市销率(P/S)	6.60	5.60	4.67	3.95	3.35
EV/EBITDA	13.13	16.46	23.99	18.51	13.44

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.39 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,311.95
流通 A 股股本(百万股)	1,278.15
A 股总市值(百万元)	41,044.24
流通 A 股市值(百万元)	39,993.37
每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	30.29
一年内最高/最低(元)	33.50/18.64

### 作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中顺洁柔-公司点评:上调回购金额区间为 3.3 亿-6.6 亿元，彰显公司信心》 2021-05-22
- 《中顺洁柔-公司点评:5 月金股中顺洁柔：今日继续回购 5361 万元！》 2021-05-08
- 《中顺洁柔-年报点评报告:20 年利润增长 50%基础上 Q1 继续超预期，上调盈利预测！》 2021-04-29

## 1. 上调回购价及金额彰显公司信心，员工激励绑定利益共同体

### 1.1. 上调回购价及金额彰显公司信心

公司自 2021 年 1 月 5 日起开启回购计划，计划用自有资金 1.8-3.6 亿元在二级市场回购，回购价格上限为 31.515 元/股（含），预计回购股份 571 万股-1142 万股，分别占公司总股本的 0.44%-0.87%，并将回购股份全部用于下一轮股权激励或员工持股计划；自 1 月 27 日开启首次回购，截止目前，期间展开多次回购，公司累计回购 1074.36 万股，占总股本 0.8189%，成交总金额 2.70 亿元（不含交易费用），成交价区间 23.27-30.60 元/股，回购均价 25.11 元/股；随着回购股数及股价接近上限，公司 5 月 21 日公告，将回购价格上限 31.515 元/股（含）上调为 45 元/股（含）；回购金额区间由 1.8 亿元-3.6 亿元上调为 3.3 亿元-6.6 亿元。按照回购股份价格上限 45 元/股测算，拟回购股份数量区间为 733 万股~1467 万股，相应股本占比为 0.56%~1.12%。此外，董事长、多位高管增持股份，实控人及高管承诺不减持/质押，进一步彰显公司发展信心。

表 1：本轮回购计划梳理

时间	累计回购股份数量 (万股)	占公司总股本比 例 (%)	最高成交 价 (元)	最低成交 价 (元)	成交总金额 (万元) (不含交易费用)
2021.1.27	200.9374	0.15%	24.12	23.47	4821.88
2021.1.28	629.6977	0.48%	24.12	23.36	14954.43
2021.1.29	651.1477	0.50%	24.12	23.27	15455.05
2021.1.31	651.1477	0.50%	24.12	23.27	15455.05
2021.2.4	716.2977	0.55%	24.12	23.27	17004.09
2021.2.28	716.2977	0.55%	24.12	23.27	17004.09
2021.3.23	815.5077	0.62%	25.8	23.27	19563.71
2021.3.24	898.3877	0.68%	25.8	23.27	21612.52
2021.3.31	898.3877	0.68%	25.8	23.27	21612.52
2021.4.30	898.3877	0.68%	25.8	23.27	21612.52
2021.5.7	1074.3577	0.82%	30.6	23.27	26973.55
2021.5.21	回购价格上限由 31.515 元/股（含）上调为 45 元/股（含）； 回购金额区间由 1.8 亿元-3.6 亿元上调为 3.3 亿元-6.6 亿元				
2021.6.1	1166.5777	0.89%	33.31	23.27	30029.71

资料来源：中顺洁柔公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 员工激励绑定利益共同体

公司 5 月 21 日公告，推出第三期员工持股计划。合计集合资金 4 亿元（每份份额 1 元），按照 1:1 比例配置优先及劣后级份额，其中员工认购上限为 2 亿劣后级份额（高管 1 亿，其他员工 1 亿），合格机构投资者认购上限为 2 亿优先级份额。此外，公司正在实施股权激励计划及实控人兜底承诺增持倡议，多重激励将进一步增强公司凝聚力。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	703.75	1,125.20	2,897.92	2,997.49	7,474.32
应收票据及应收账款	808.07	1,052.15	1,166.15	1,446.59	1,636.45
预付账款	14.88	26.82	68.80	23.71	78.72
存货	986.41	1,661.27	901.98	2,299.61	1,261.66
其他	230.88	174.48	165.52	198.78	181.93
<b>流动资产合计</b>	<b>2,743.99</b>	<b>4,039.92</b>	<b>5,200.37</b>	<b>6,966.17</b>	<b>10,633.08</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,921.39	2,792.59	2,774.16	2,728.36	2,653.13
在建工程	55.73	275.90	201.54	168.93	131.36
无形资产	168.73	169.36	163.58	157.81	152.04
其他	136.43	200.67	179.58	159.26	163.28
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,282.29</b>	<b>3,438.52</b>	<b>3,318.87</b>	<b>3,214.35</b>	<b>3,099.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,026.27</b>	<b>7,478.44</b>	<b>8,519.24</b>	<b>10,180.52</b>	<b>13,732.88</b>
短期借款	14.72	142.94	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	780.87	996.41	885.71	1,390.21	1,321.96
其他	1,018.80	1,145.94	1,249.27	687.65	2,110.05
<b>流动负债合计</b>	<b>1,814.38</b>	<b>2,285.29</b>	<b>2,134.98</b>	<b>2,077.86</b>	<b>3,432.00</b>
长期借款	22.50	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	112.38	151.00	107.31	123.57	127.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>134.88</b>	<b>151.00</b>	<b>107.31</b>	<b>123.57</b>	<b>127.30</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,949.27</b>	<b>2,436.29</b>	<b>2,242.29</b>	<b>2,201.43</b>	<b>3,559.30</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,308.89	1,311.49	1,311.95	1,311.95	1,311.95
资本公积	760.73	907.01	907.01	907.01	907.01
留存收益	2,872.91	3,827.14	4,964.99	6,667.15	8,861.64
其他	(865.52)	(1,003.49)	(907.01)	(907.01)	(907.01)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,077.00</b>	<b>5,042.15</b>	<b>6,276.94</b>	<b>7,979.10</b>	<b>10,173.59</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,026.27</b>	<b>7,478.44</b>	<b>8,519.24</b>	<b>10,180.52</b>	<b>13,732.88</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	603.83	905.89	1,302.45	1,754.80	2,194.49
折旧摊销	262.57	311.62	158.56	164.19	168.57
财务费用	12.78	6.08	(15.74)	(26.44)	(46.96)
投资损失	(0.33)	(3.87)	(4.95)	(10.00)	(15.00)
营运资金变动	472.21	(280.87)	522.47	(1,657.68)	2,164.33
其它	9.33	(110.66)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,360.37</b>	<b>828.20</b>	<b>1,962.80</b>	<b>224.86</b>	<b>4,465.43</b>
资本支出	559.44	357.36	103.69	63.75	46.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,288.01)	(739.23)	(158.74)	(133.75)	(81.27)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(728.57)</b>	<b>(381.88)</b>	<b>(55.05)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(35.00)</b>
债权融资	69.62	142.94	59.83	30.74	30.19
股权融资	172.08	177.09	114.59	28.35	48.87
其他	(569.32)	(389.14)	(309.45)	(114.39)	(32.65)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(327.62)</b>	<b>(69.11)</b>	<b>(135.03)</b>	<b>(55.29)</b>	<b>46.41</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>304.19</b>	<b>377.22</b>	<b>1,772.72</b>	<b>99.57</b>	<b>4,476.84</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>6,634.91</b>	<b>7,823.53</b>	<b>9,388.23</b>	<b>11,078.12</b>	<b>13,072.18</b>
营业成本	4,005.42	4,590.90	5,445.18	6,369.92	7,464.21
营业税金及附加	42.82	56.11	67.60	76.90	87.58
营业费用	1,369.55	1,544.56	1,736.82	1,960.83	2,247.11
管理费用	294.52	364.91	416.73	465.28	549.03
研发费用	176.37	190.30	187.76	207.16	244.45
财务费用	21.48	(18.00)	(15.74)	(26.44)	(46.96)
资产减值损失	(19.05)	(15.86)	(2.48)	(25.00)	(30.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.33	3.87	4.95	10.00	15.00
其他	24.01	2.86	(9.89)	(20.00)	(30.00)
<b>营业利润</b>	<b>719.47</b>	<b>1,103.87</b>	<b>1,557.30</b>	<b>2,059.47</b>	<b>2,571.75</b>
营业外收入	5.85	5.43	7.17	10.00	15.00
营业外支出	4.32	20.91	9.30	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>721.00</b>	<b>1,088.39</b>	<b>1,555.17</b>	<b>2,064.47</b>	<b>2,581.75</b>
所得税	117.17	182.50	252.72	309.67	387.26
<b>净利润</b>	<b>603.83</b>	<b>905.89</b>	<b>1,302.45</b>	<b>1,754.80</b>	<b>2,194.49</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>603.83</b>	<b>905.89</b>	<b>1,302.45</b>	<b>1,754.80</b>	<b>2,194.49</b>
每股收益(元)	0.46	0.69	0.99	1.34	1.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.84%	17.91%	20.00%	18.00%	18.00%
营业利润	43.06%	53.43%	41.08%	32.25%	24.87%
归属于母公司净利润	48.36%	50.02%	43.78%	34.73%	25.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.63%	41.32%	42.00%	42.50%	42.90%
净利率	9.10%	11.58%	13.87%	15.84%	16.79%
ROE	14.81%	17.97%	20.75%	21.99%	21.57%
ROIC	18.97%	27.33%	33.45%	53.02%	44.22%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.35%	32.58%	26.32%	21.62%	25.92%
净负债率	-15.55%	-19.48%	-45.21%	-37.18%	-73.17%
流动比率	1.51	1.77	2.44	3.35	3.10
速动比率	0.97	1.04	2.01	2.25	2.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.57	8.41	8.46	8.48	8.48
存货周转率	7.20	5.91	7.33	6.92	7.34
总资产周转率	1.19	1.16	1.17	1.18	1.09
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.46	0.69	0.99	1.34	1.67
每股经营现金流	1.04	0.63	1.50	0.17	3.40
每股净资产	3.11	3.84	4.78	6.08	7.75
<b>估值比率</b>					
市盈率	72.55	48.36	33.63	24.96	19.96
市净率	10.74	8.69	6.98	5.49	4.31
EV/EBITDA	13.13	16.46	23.99	18.51	13.44
EV/EBIT	16.77	20.35	26.46	20.01	14.34

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com