

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2018年12月19日
市场数据

目前股价	8.61
总市值（亿元）	110.78
流通市值（亿元）	108.27
总股本（万股）	128,669
流通股本（万股）	125,749
12个月最高/最低	10.69/6.72

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

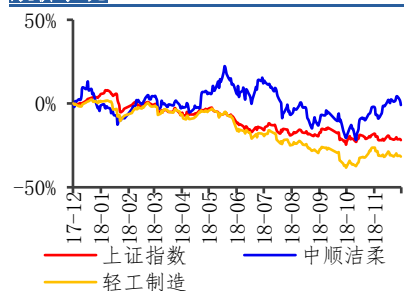
✉ xiaozhang@cgws.com

联系人（研究助理）：林彦宏

S1070117010015

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<< 纸浆期货上市首日跌停，盈利拐点如期而至 >> 2018-11-28

<< 增长保持稳健，静待毛利率拐点 >>

2018-10-29

<< 生活用纸增长稳健，扩品类成长再加码 >>

2018-08-07

“产能+渠道”双轮驱动，深刻受益消费升级

——中顺洁柔（002511）公司深度报告

20180319

栉风沐雨，砥砺前行 —— 中顺洁柔（002511）

2017 年报点评 20180417

提价有效对冲上游涨价，毛利率达历史新高

——中顺洁柔（002511）2018Q1 点评 20180425

股权激励再出击，2021 年营收目标直指 90 亿元

——中顺洁柔（002511）公司动态点评

盈利预测

	2018E	2019E	2020E
营业收入	5752	7074	8702
(+/-%)	24.0%	23.0%	23.0%
净利润	450	580	756
(+/-%)	28.9%	28.9%	30.4%
摊薄 EPS	0.35	0.45	0.59
PE	25	19	15

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**2018年12月18日，公司发布2018年股票期权与限制性股票激励计划，拟向4681名激励对象授予权益总计4481.6万份，约占总股本3.48%。其中拟共计授予1959.85万份股票期权，行权价格为每份8.67元，拟共计授予2521.75万份限制性股票，价格为4.33元。业绩考核以17年为基数，19/20/21年收入增长不低于41.6%/67.1%/94%。预计总摊销金额为1.47亿元，19/20/21/22年7206.91/4850.93/2423.70/287.70万元，由于本次激励规模较大，摊销数额较多，但预计40%可抵扣税收，此外实际授予量预计低于方案数量，实际影响略有削弱。本次激励的股票来源为公司向激励对象定向发行公司人民币A股普通股。
- 激励面拓宽，公司大团队活力有望被激发。**2015年公司进行管理层梳理，股权激励主要面向焕新的管理团队，经历三年的高速增长，公司已经坐稳生活用纸行业第四位，且向着更高的目标迈进。目前公司面临重要的发展窗口，一线员工在公司的渠道建设和管理上发挥着重要作用，本次股权激励人数和份数较2015年大幅提升，激励面拓宽，辐射广大一线员工，有望激发公司整体活力，公司大团队上下一心有望一起谱写中顺成长的全新故事。
- 业绩考核营收2021年直指90亿元，各渠道发展空间广阔。**若达到业绩考核目标，公司19/20/21年营业收入至少将达到65.67/77.5/90亿元，2017-2021 CAGR为18%+。公司渠道下沉及提升空间仍较为广阔：**GT：**全国2800多个区县市，公司目前仅覆盖1200个，计划18-20年每年新覆盖500个区县市。此外，公司嗅觉敏锐，将重点开发目前的新兴社区渠道。**KA：**公司与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福、步步高和永辉等大型连锁卖场建立良好的合作关系，并逐步将一些重点的卖场转为公司直营。**EC：**公司加大在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁、拼多多等电商平台的投入，并强化与搭建配置相应的供应链系统，同时强化日常的运营管理，组建专业的电商运营团队，瞄准业内第二。**AFH：**针对商用消费的渠道以及客户群体，公司亦成立了独立的商消服务团队，公司目前已完成

部分大客户的开发，未来还将持续开拓新客户，以及提升在存量客户中的份额。

- **棉柔巾开启扩品类新时代，个护领域空间广阔。**“新棉初白”棉花柔巾于7月23日发布，产品定位高端快消品，采用100%新棉花，绝无粘胶、涤纶等石化提炼纤维合成，全物理工艺，完全“0”漂白，符合美国FDA及欧盟AP食品接触纸检测标准。棉柔巾可做化妆棉、洗脸巾等个人清洁护理产品，涉及母婴、美妆等风口，渗透率有望快速提升。随着公司的推广，目前棉柔巾市场口碑较佳，已初具客户粘性。**棉柔巾产品是洁柔进军个护领域的第一步**，未来或扩品类至卫生巾、纸尿裤以及其他高毛利个护产品（仅卫生巾和卫生护垫16年的市场规模就达到了394.90亿元），立足渠道协同，**品类扩张或迎来爆发，驱动营收快速增长。**
- **投资建议：**公司是最具成长性的品牌生活用纸企业，扩品类打开生活用纸天花板，渠道下沉仍有空间。公司对渠道的把控力和拓展力较强，产品结构最优，毛利率业内第一，未来有望在恒顺达金四大家中脱颖而出。**短期内浆价大概率下行，预计四季度是成本高位，盈利拐点确定性较强。**预测公司2018-2020年EPS分别为0.35、0.45、0.59元，对应PE分别为25X、19X、15X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险；产能释放不及预期；行业产能扩张大于需求，竞争加剧；扩品类推广不及预期；营销渠道建设不及预期。

表 1: 两次股权激励的区别

	2015	2018
首次激励人数	242	4681（大批一线员工）
激励份额	1900 万股	1959.85 万份股票期权， 2171.75 万份公司限制性股票
授予价格	4.25 元/股	行权价格为 8.67 元/股， 限制性股票价格为 4.33 元/股
激励方式	仅限制性股票	期权+限制性股票

资料来源：公司公告，长城证券研究所

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3809.35	4638.35	5751.55	7074.41	8701.53	成长性					
营业成本	2441.19	3018.61	3675.82	4520.55	5560.27	营业收入增长	28.7%	21.8%	24.0%	23.0%	23.0%
销售费用	721.19	886.08	1098.55	1337.06	1625.44	营业成本增长	21.4%	23.7%	21.8%	23.0%	23.0%
管理费用	205.15	248.52	327.84	374.94	435.08	营业利润增长	224.5%	27.9%	29.4%	29.2%	30.7%
财务费用	59.19	46.75	63.51	86.46	96.77	利润总额增长	184.7%	25.8%	28.9%	28.9%	30.4%
投资净收益	1.93	5.78	5.78	5.78	5.78	净利润增长	195.3%	34.0%	28.9%	28.9%	30.4%
营业利润	324.13	414.42	536.11	692.90	905.76	盈利能力					
营业外收支	10.68	6.90	6.90	6.90	6.90	毛利率	35.9%	34.9%	36.1%	36.1%	36.1%
利润总额	334.82	421.32	543.01	699.80	912.66	销售净利率	6.8%	7.5%	7.8%	8.2%	8.7%
所得税	74.40	72.25	93.12	120.01	156.51	ROE	9.7%	11.5%	13.2%	15.0%	16.8%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.9%	7.8%	10.2%	12.0%	13.6%
净利润	260.42	349.07	449.89	579.79	756.15	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	18.9%	19.1%	19.1%	18.9%	18.7%
流动资产	2074.04	3014.17	2596.74	3082.05	3746.97	管理费用/营业收入	5.4%	5.4%	5.7%	5.3%	5.0%
货币资金	959.28	1085.72	838.23	942.31	1213.60	财务费用/营业收入	1.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%
应收账款	540.32	598.72	708.45	863.64	1070.03	投资收益/营业利润	0.6%	1.4%	1.1%	0.8%	0.6%
应收票据	1.26	9.43	0.00	11.97	2.13	所得税/利润总额	22.2%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
存货	421.19	546.94	631.97	817.86	965.43	应收账款周转率	7.80	8.14	8.80	9.00	9.00
非流动资产	2438.42	2777.68	3211.27	3719.93	4344.48	存货周转率	4.25	6.24	6.24	6.24	6.24
固定资产	2176.86	2321.22	2766.55	3278.91	3899.39	流动资产周转率	1.85	1.82	2.05	2.49	2.55
资产总计	4512.46	5791.85	5808.01	6801.98	8091.45	总资产周转率	0.84	0.90	0.99	1.12	1.17
流动负债	963.20	2572.39	2076.17	2615.42	3312.59	偿债能力					
短期借款	30.00	518.38	752.17	778.78	848.36	资产负债率	40.2%	47.4%	41.15%	43.1%	44.4%
应付款项	336.57	586.00	488.74	928.03	1327.86	流动比率	2.15	1.17	1.25	1.18	1.13
非流动负债	852.88	175.51	313.75	317.45	282.38	速动比率	1.72	0.96	0.95	0.87	0.84
长期借款	828.60	150.00	258.75	275.45	240.38	每股指标 (元)					
负债合计	1816.08	2747.90	2389.92	2932.87	3594.97	EPS	0.20	0.27	0.35	0.45	0.59
股东权益	2696.39	3043.94	3418.09	3869.11	4496.48	每股净资产	2.09	2.36	2.65	3.00	3.49
股本	505.26	757.46	1287.69	1287.69	1287.69	每股经营现金流	0.73	0.01	0.69	0.76	1.03
留存收益	908.13	1206.72	1558.98	2012.96	2605.02	每股经营现金/EPS	3.62	0.05	1.97	1.68	1.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债和权益总计	4512.46	5791.85	5808.01	6801.98	8091.45	PE	42.57	31.76	24.64	19.12	14.66
现金流量表					(百万)	PEG	1.38	0.44	0.34	0.63	0.50
经营活动现金流	928.87	585.44	884.09	975.70	1324.79	PB	4.11	3.64	3.24	2.87	2.47
其中营运资本减少	470.27	-522.79	205.16	111.07	221.46	EV/EBITDA	20.86	19.17	15.67	12.11	9.29
投资活动现金流	-130.72	-982.81	-594.12	-710.04	-874.97	EV/SALES	2.89	2.48	1.98	1.60	1.28
其中资本支出	128.02	398.76	404.10	521.66	624.55	EV/IC	3.08	2.52	2.50	2.24	1.94
融资活动现金流	-462.46	550.24	-771.25	-188.18	-248.12	ROIC/WACC	0.87	0.86	1.13	1.31	1.47
净现金总变化	349.16	133.42	-481.28	77.48	201.71	REP	3.53	2.92	2.22	1.71	1.32

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>