

中顺洁柔 (002511.SZ)

激励对象覆盖面广，利益绑定业绩可期

● 股票期权与限制性股票激励并行，激励计划实现最大限度覆盖

公司拟向激励对象授予权益总计 4,481.6 万份，约占目前公司总股本 3.48%，其中首次授予 3,881.6 万份，预留 600 万份，期权覆盖员工占比超 75%。首次授予股票期权行权价格为 8.67 元/股，限制性股票激励授予价格 4.33 元/股，行权目标 2019-2021 年营收较 2017 年增长不低于 41.60%、67.09%、94.03%，若考核目标实现，2021 年公司营收有望超过 90 亿元。

● 成本端原材料木浆价格下跌有望扩大盈利空间

受纸浆期货上市后快速下跌、港口库存攀升至历史高位等因素影响，木浆内盘价格回调创年内新低，外盘木浆期货报价持续回落，国内木浆原料价格下跌有望扩大公司盈利空间。三季度末公司存货较二季度末减少 0.65 亿元，存货较低，预计原材料平均成本下滑有望在 2019Q1 体现。

● 渠道端与产品结构调整相结合助力考核目标实现

公司注重渠道建设，2018 仍是渠道建设年，通过高毛利产品迭代推出公司实现不同渠道不同区域的针对性营销。GT 作为公司传统优势渠道，在加大空白市场网点开发、扩大 GT 网络布局方面存提升空间。KA 布局上，公司基本实现卖场直营，不断优化 KA 系统，提升分销效率。EC 是未来市场发展的趋势，通过团队搭建及组织架构梳理有望成为未来重要增长点。

● 盈利预测与投资建议

产品渠道双轮驱动构筑公司核心竞争力，高毛利产品占比提升调整产品结构，各生产基地产能投产计划打开增长瓶颈。暂不考虑激励计划影响，预计 2018-2020 年主营业务收入 57.47、69.70、83.99 亿元，归母净利润 4.41、5.48、6.87 亿元，当前市值对应 2018 年 25.09xPE，给予 2019 年 25xPE 预期，合理价值 10.75 元/股，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速超预期下行；环保监管趋严增加行业环保成本；木浆价格继续大幅上涨，公司拓展市场空白点进度低于预期，激励成本风险。

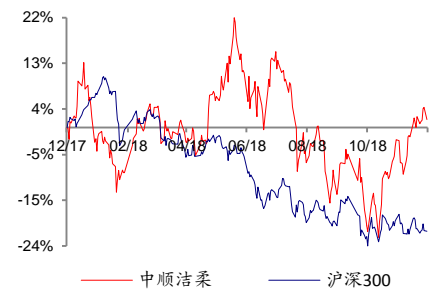
盈利预测：

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3809.35	4638.35	5746.97	6970.46	8398.81
增长率(%)	28.74	21.76	23.90	21.29	20.49
EBITDA(百万元)	572.60	617.33	784.97	920.50	1105.05
净利润(百万元)	260.42	349.07	441.46	547.88	687.41
增长率(%)	195.27	34.04	26.47	24.11	25.47
EPS(元/股)	0.52	0.46	0.34	0.43	0.53
市盈率(P/E)	38.61	36.91	25.09	20.22	16.12
市净率(P/B)	3.77	4.05	3.20	2.76	2.36
EV/EBITDA	17.38	20.64	13.09	11.00	8.82

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.61 元
合理价值	10.75 元
前次评级	买入
报告日期	2018-12-19

相对市场表现



分析师：赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BNN845



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



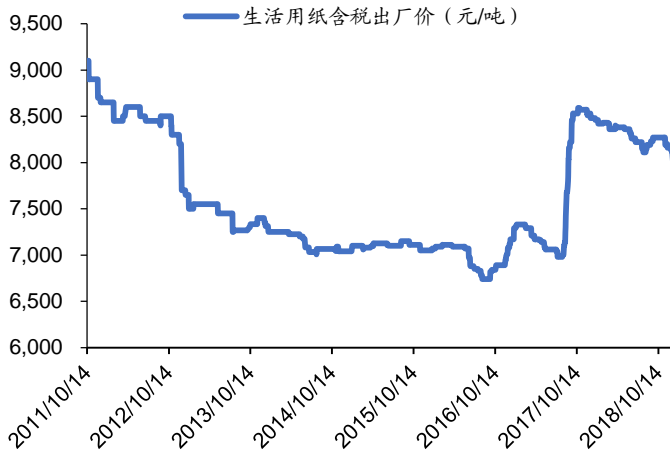
wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 中顺洁柔 (002511.SZ):收入 2018-10-28
平稳增长，原材料价格波动影响季度盈利
- 中顺洁柔 (002511.SZ):收入 2018-08-09
增速环比改善，产品多元化稳步推进
- 中顺洁柔 (002511.SZ):产品 2018-05-01
+渠道提升竞争力，享受行业赛道优势

图1: 生活用纸原纸价格持续高位



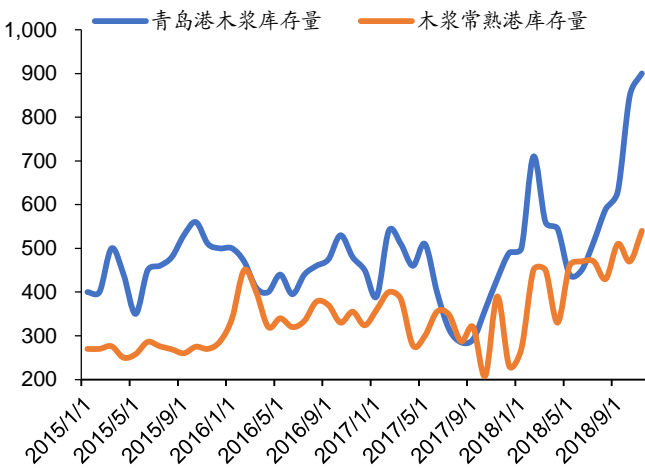
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图2: 木浆内盘价格已下调至5400元/吨附近



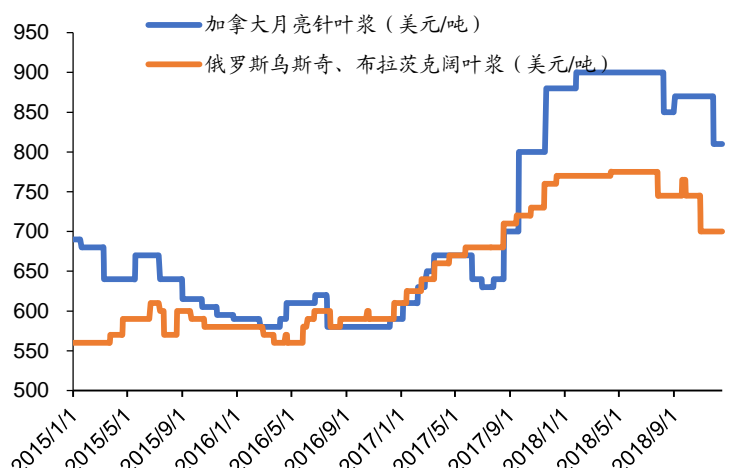
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图3: 木浆港口库存持续攀升 (千吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图4: 外盘木浆报价有所回落



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,074	3,014	2,542	3,633	4,873
货币资金	959	1,086	953	1,283	1,867
应收及预付	596	663	799	967	1,162
存货	421	547	789	883	1,045
其他流动资产	98	718	0	500	800
非流动资产	2,406	2,778	2,566	2,500	2,469
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,177	2,321	2,205	2,088	1,979
在建工程	8	198	208	267	354
无形资产	138	127	116	105	94
其他长期资产	82	132	38	40	43
资产总计	4,480	5,792	5,108	6,133	7,342
流动负债	963	2,572	1,496	1,792	2,113
短期借款	30	518	0	0	0
应付及预收	896	1,186	1,296	1,572	1,873
其他流动负债	38	868	200	220	240
非流动负债	853	176	153	334	534
长期借款	0	150	150	330	530
应付债券	829	0	0	0	0
其他非流动负债	24	26	3	4	4
负债合计	1,816	2,748	1,649	2,126	2,647
股本	505	757	1,287	1,287	1,287
资本公积	1,362	1,133	603	603	603
留存收益	908	1,207	1,648	2,196	2,883
归属母公司股东权	2,664	3,044	3,459	4,007	4,695
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	4,480	5,792	5,108	6,133	7,342

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	929	585	1,350	272	533
净利润	260	349	441	548	687
折旧摊销	165	171	175	179	184
营运资金变动	419	-5	605	-473	-342
其它	84	70	129	17	3
投资活动现金流	-131	-983	-27	-105	-143
资本支出	-128	-398	-29	-106	-144
投资变动	2	6	2	1	1
其他	-5	-590	0	0	0
筹资活动现金流	-449	531	-1,455	163	194
银行借款	433	722	-518	180	200
股权融资	81	0	0	0	0
其他	-963	-192	-937	-17	-5
现金净增加额	349	133	-133	330	584
期初现金余额	690	959	1,086	953	1,283
期末现金余额	1,039	1,093	953	1,283	1,867

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.7	21.8	23.9	21.3	20.5
营业利润增长	224.5	27.9	32.3	23.2	25.3
归属母公司净利润增	195.3	34.0	26.5	24.1	25.5
获利能力					
毛利率	35.9	34.9	36.1	36.7	37.3
净利率	6.8	7.5	7.7	7.9	8.2
ROE	9.8	11.5	12.8	13.7	14.6
ROIC	12.5	10.8	18.6	19.8	22.4
偿债能力(%)					
资产负债率	40.5	47.4	32.3	34.7	36.1
净负债比率	-3.8	13.6	-23.2	-23.8	-28.5
流动比率	2.15	1.17	1.70	2.03	2.31
速动比率	1.67	0.94	1.13	1.49	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.90	1.05	1.24	1.25
应收账款周转率	7.80	8.14	7.94	7.98	8.00
存货周转率	4.25	6.24	4.65	4.99	5.04
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.46	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流	1.84	0.77	1.05	0.21	0.41
每股净资产	5.27	4.02	2.69	3.11	3.65
估值比率					
P/E	38.6	35.3	25.1	20.2	16.1
P/B	3.8	4.1	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	17.4	20.6	13.1	11.0	8.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3809	4638	5747	6970	8399
营业成本	2441	3019	3671	4412	5262
营业税金及附加	35	39	35	44	57
销售费用	721	886	1098	1342	1638
管理费用	205	249	333	432	521
财务费用	59	47	56	62	71
资产减值损失	26	6	9	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	6	3	3	4
营业利润	324	414	548	676	846
营业外收入	13	10	10	10	10
营业外支出	2	3	5	5	4
利润总额	335	421	553	681	852
所得税	74	72	111	133	165
净利润	260	349	441	548	687
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	260	349	441	548	687
EBITDA	573	617	785	921	1105
EPS(元)	0.52	0.46	0.34	0.43	0.53

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。