



002511.SZ

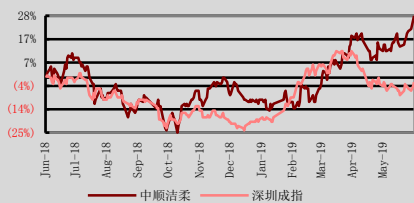
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.51

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	40.2	14.3	31.8	20.2
相对深证成指	12.4	11.9	38.6	24.0

发行股数(百万)	1,306
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	15,036
3个月日均交易额(人民币 百万)	143
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
广东中顺纸业集团有限公司	29

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年6月20日收市价为标准

相关研究报告

《中顺洁柔-产品与渠道双优化, 业绩表现亮眼》 20190419

《中顺洁柔-营收增长稳健, 业绩短期承压》 20190228

《中顺洁柔-股权激励绑定全员利益, 浆价下行预期受益》 20181220

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 造纸

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

刘凯娜

(8621)20328284

kaina.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300118030026

# 中顺洁柔

## 浆价下跌带来盈利弹性, 新品类增添成长极

事件: 6月份纸浆期货超预期下跌接近10%, 外盘报价同期也继续下行; 6月6日, 公司在京东超市首发推出卫生巾品牌朵蕾蜜(dolemi)。

- **木浆价格下跌超预期, 毛利率弹性年内有望持续体现。**由于中国的需求低于预期, 国内港口的库存以及全球木浆生产商库存都在历史最高位置, 国内纸浆期货的推出一定程度提高了国内市场的定价权, 因此, 3月份后浆价迎来了新一轮的下跌。目前阔叶浆价格较2月底分别下降了18%和8%, 较去年同比下跌了33%和8%, 考虑到人民币的贬值, 估算综合浆成本环比Q1下降了8-10%。当前的木浆价格已经在历史均值附近, 但高企的木浆库存和不达预期的国内需求, 可能使木浆价格中期内仍有一定下跌空间。洁柔成本60%来自于木浆, 10%的木浆价格变动将带来接近4%的毛利率弹性, 由于木浆价格自去年10月份开始下跌, 洁柔生产成本是加权移动平均计算, 在产品价格受益于结构优化较为稳定的情况下, 叠加增值税减税, Q2毛利率预计环比提升3%-5%, 年内剩余季度将继续体现盈利弹性。
- **卫生巾产品如期推出, 产品矩阵持续丰富。**经历了多年的积累沉淀后, 公司的品类扩张在18年下半年开始提速, 18年7月推出了新棉初白棉花柔巾, 进军美妆领域。今年6月6日在京东超市首先推出了卫生巾品牌朵蕾蜜(dolemi), 用马思纯作为洁柔&朵蕾蜜形象代言人, 新产品面层源自100%进口棉花, 蕴含5D极薄超能吸专利芯体, 与洁柔定位中高端的品牌形象一致, 丰富了公司的产品矩阵。由于销售渠道上的协同, 和洁柔品牌中高端的定位, 我们对于公司进入400亿级别的卫生巾市场前景持乐观态度。
- **产品结构持续优化, 渠道扩张有序进行。**19年Q1, Face/Lotion/自然木等高毛利产品分别同比增长超45%/100%/25%, 占比达到65%, 相对于18年的63.4%继续提升, 带动公司产品均价持续提高。渠道方面, 公司电商渠道增长强劲, 洁柔品牌618大促位列京东家清纸品销量排行榜三甲, 同比增长高达174%; 经销商渠道, 截至18年末已覆盖的县市区达到1791个, 2019年目标新增500个县市区; 商销渠道今年重点发力, 公司的渠道在不断的扩张深化。

估值

- 我们看好公司产品矩阵丰富后, 对于公司渠道扩张能力的增益, 产品结构的持续优化与国内消费升级趋势相匹配, 有助于巩固公司在生活用纸第一梯队的追赶势头。公司进行15年和18年两期股权激励, 员工积极性得以有效调动。作为必选消费品, 行业在经济周期底部的坚韧将支撑估值, 预计公司2019-2021年EPS分别为0.39/0.48/0.58元, 同比增长24.5%/22.5%/21.1%, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

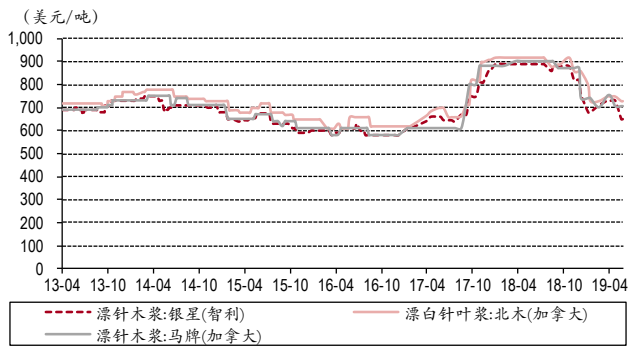
- 市场竞争加剧, 人民币贬值, 新产品市场推广不力

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	4,638	5,679	7,054	8,594	10,387
变动(%)	67	22	24	22	21
净利润(人民币 百万)	349	407	507	620	751
全面摊薄每股收益(人民币)	0.267	0.312	0.388	0.475	0.575
变动(%)	(30.0)	16.6	24.5	22.5	21.0
全面摊薄市盈率(倍)	43.1	36.9	29.7	24.2	20.0
价格/每股现金流量(倍)	25.7	34.4	20.4	33.0	15.2
每股现金流量(人民币)	0.45	0.33	0.56	0.35	0.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.3	19.4	16.0	13.8	11.5
每股股息(人民币)	0.058	0.023	0.078	0.095	0.115
股息率(%)	0.5	0.2	0.7	0.8	1.0

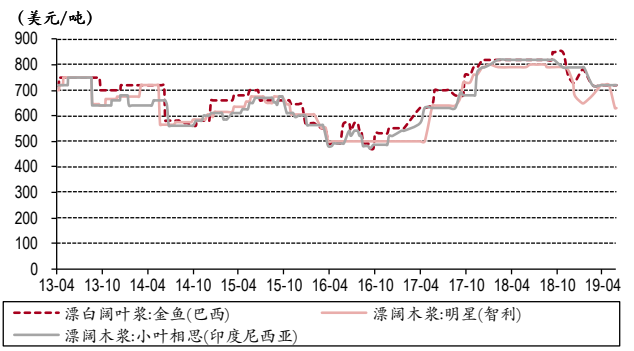
资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表1. 漂针浆价格走势



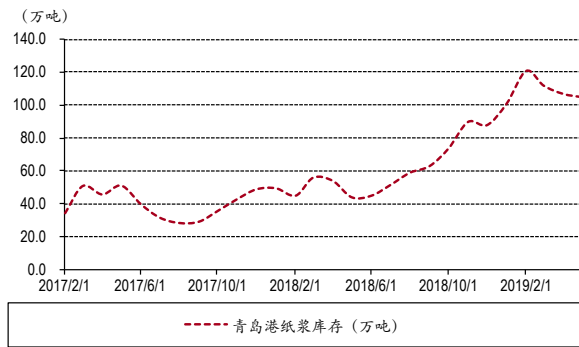
资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

图表2. 漂阔浆价格走势



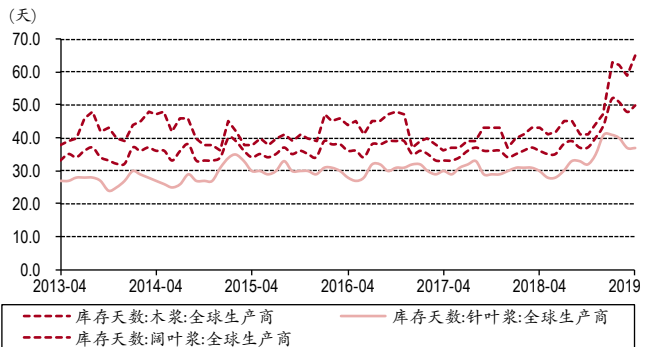
资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

图表3. 青岛港库存情况



资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

图表4. 全球木浆生产商库存天数



资料来源: PPPC, 万得, 中银国际证券

图表5. 卫生巾新品牌朵蕾蜜



资料来源: 百度, 中银国际证券

图表6. 化妆棉中新品新棉初白



资料来源: 百度, 中银国际证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	4,638	5,679	7,054	8,594	10,387
销售成本	(3,019)	(3,744)	(4,575)	(5,600)	(6,804)
经营费用	(992)	(1,161)	(1,569)	(1,941)	(2,375)
息税折旧前利润	628	773	909	1,053	1,209
折旧及摊销	(167)	(215)	(238)	(234)	(231)
经营利润(息税前利润)	461	559	672	819	978
净利息收入/(费用)	(36)	(45)	(37)	(38)	(30)
其他收益/(损失)	(164)	(214)	(230)	(227)	(224)
税前利润	421	510	635	778	942
所得税	(72)	(103)	(128)	(158)	(192)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	349	407	507	620	751
核心净利润	342	399	499	613	743
每股收益(人民币)	0.267	0.312	0.388	0.475	0.575
核心每股收益(人民币)	0.262	0.306	0.382	0.469	0.569
每股股息(人民币)	0.058	0.023	0.078	0.095	0.115
收入增长(%)	67	22	24	22	21
息税前利润增长(%)	(34)	21	20	22	19
息税折旧前利润增长(%)	(29)	23	18	16	15
每股收益增长(%)	(30)	17	24	22	21
核心每股收益增长(%)	(28)	17	25	23	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	421	510	635	778	942
折旧与摊销	167	215	238	234	231
净利息费用	43	49	44	48	43
运营资本变动	471	(350)	253	0	0
税金	72	103	128	158	192
其他经营现金流	(589)	(90)	(562)	(763)	(419)
经营活动产生的现金流	585	437	736	455	989
购买固定资产净值	(311)	(449)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	0	6	2	6	11
其他投资现金流	(672)	531	61	5	(6)
投资活动产生的现金流	(983)	88	(137)	(189)	(196)
净增权益	252	529	20	0	0
净增债务	150	(75)	125	0	0
支付股息	(76)	(30)	(101)	(124)	(150)
其他融资现金流	224	(1,663)	209	(101)	(17)
融资活动产生的现金流	550	(1,238)	252	(225)	(167)
现金变动	153	(713)	851	42	626
期初现金	959	1,086	415	1,266	1,307
公司自由现金流	(391)	529	605	277	806
权益自由现金流	(290)	402	680	218	750

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,086	415	1,266	1,307	1,933
应收帐款	599	738	881	1,071	1,297
库存	547	858	1,034	1,183	1,510
其他流动资产	783	146	194	636	441
流动资产总计	3,014	2,157	3,375	4,197	5,181
固定资产	2,321	2,556	2,531	2,508	2,487
无形资产	127	125	113	101	91
其他长期资产	258	254	206	211	223
长期资产总计	2,778	2,989	2,904	2,875	2,856
总资产	5,792	5,146	6,279	7,072	8,037
应付帐款	586	509	698	901	1,019
短期债务	518	347	600	600	600
其他流动负债	1,468	845	915	986	1,206
流动负债总计	2,572	1,702	2,213	2,487	2,825
长期借款	150	75	200	200	200
其他长期负债	26	59	59	59	59
股本	757	1,287	1,306	1,306	1,306
储备	2,286	2,025	2,502	3,021	3,647
股东权益	3,044	3,311	3,808	4,327	4,954
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,792	5,146	6,279	7,072	8,037
每股帐面价值(人民币)	2.33	2.53	2.91	3.31	3.79
每股有形资产(人民币)	3.85	2.48	2.83	3.23	3.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.55)	0.01	(0.36)	(0.39)	(0.87)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.5	13.6	12.9	12.3	11.6
息税前利润率(%)	9.9	9.8	9.5	9.5	9.4
税前利润率(%)	9.1	9.0	9.0	9.1	9.1
净利率(%)	7.5	7.2	7.2	7.2	7.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.5	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	9.3	10.8	13.3	14.0	17.5
净权益负债率(%)	净现金	0.2	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.8	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	43.1	36.9	29.7	24.2	20.0
核心业务市盈率(倍)	43.9	37.6	30.1	24.5	20.2
市净率(倍)	4.9	4.5	4.0	3.5	3.0
价格/现金流(倍)	25.7	34.4	20.4	33.0	15.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.3	19.4	16.0	13.8	11.5
周转率					
存货周转天数	n.a.	68.5	75.5	72.3	72.2
应收帐款周转天数	47.1	43.0	41.9	41.5	41.6
应付帐款周转天数	46.1	35.2	31.2	33.9	33.7
回报率					
股息支付率(%)	21.7	7.3	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	11.5	12.8	14.2	15.3	16.2
资产收益率(%)	6.6	8.1	9.4	9.8	10.3
已运用资本收益率(%)	12.6	15.1	16.3	17.0	18.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371