



**买入**

**23% ↑**

目标价格:人民币 24.85

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 20.30

002511.CH

价格:人民币 20.28

目标价格基础:35倍 17年市盈率

板块评级: 未有评级

# 中顺洁柔

## 三季度收入仍维持高速增长

公司公布三季报, 2016年前三季度实现收入27.4亿, 同比增长32.6%, 净利润1.81亿, 同比增长173.9%, 其中3季度收入增长26.3%, 净利润增长270.3%。公司预计全年利润同比增长183%-213%。我们将目标价格上调至24.85元, 评级上调至买入。

### 支撑评级的要点

- **渠道拓张带动营收增长。**公司3季度收入同比增长26.3%, 仍然保持了明显快于往年的增速, 体现了公司渠道拓张的持续效果, 说明全新营销团队对公司营销组织框架、渠道建设、产品转换与升级等优化举措成效渐显, 又一个季度的收入快速增长, 进一步验证渠道改善的逻辑。公司建立了KA直营, GT经销商客营, AFH居家外消通路及EC电商通路的营销组织, 不断加强全国主要零售系统的渠道终端控制力, 快速扩展开发空白网点以及提升网点的VPO(单店产值), 全国范围内构建了1,000多个经销商的营销网络。
- **低价浆、财务费用控制带来盈利能力回升。**维持低位的浆价让公司享受到了成本红利, 3季度毛利率进一步上涨到37%, 达到了上市以来单季度最高值, 净利率也达到了7.8%; 销售费用率同比略增0.4个百分点, 达到19.0%, 但是管理费用和财务费用明显的下降, 使得公司期间费用率同比减少3个百分点。4季度亚洲最大浆厂印尼OKI阔叶浆生产线即将投产, 贡献200万吨产能, 浆价仍然将在底部徘徊, 公司将能够持续享受低价浆。
- **生活用纸竞争格局暗变, 洁柔奋起直追。**从四大生活用纸企业来看, 除了没上市的金红叶, 恒安上半年纸巾业务收入45.7亿元, 同比增长4.7%, 相对往年有放缓迹象; 维达上半年纸巾业务收入42.9亿元, 自然增长率在14.5%, 较15年18.5%也有一定放缓迹象。洁柔前三季度营收增速在33%, 相对往年明显加速, 洁柔的品牌美誉度和产品优势一直突出, 随着公司渠道短板补足, 追赶的步伐明显加快。

### 评级面临的主要风险

- 营销拓展不达预期, 原材料成本大幅上升。

### 估值

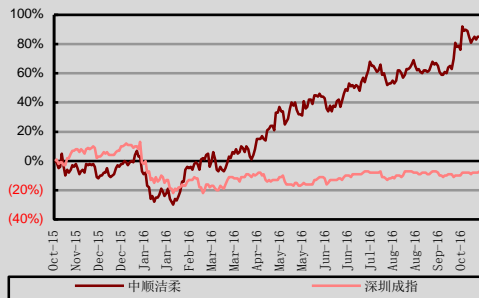
- 公司成本费用控制超预期, 我们上调公司2016-2018年盈利预测, 预计每股收益分别为0.52、0.71、0.88元/股, 同比增长201%、35%、24%, 给予2017年35倍市盈率, 目标价由20.30元上调至24.85元, 上调至**买入**评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	2,522	2,959	3,957	5,033	6,106
变动(%)	n.a.	17	34	27	21
净利润(人民币百万)	67	88	265	359	446
全面摊薄每股收益(人民币)	0.134	0.174	0.525	0.710	0.882
变动(%)	n.a.	30.7	200.7	35.3	24.2
先前预测每股收益(人民币)			0.379	0.579	0.778
调整幅度(%)			38.52	22.62	13.36
全面摊薄市盈率(倍)	151.9	116.2	38.7	28.6	23.0
价格/每股现金流量(倍)	39.1	23.9	50.1	40.4	30.7
每股现金流量(人民币)	0.52	0.85	0.41	0.50	0.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.1	27.9	17.1	14.1	12.1
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.048	0.105	0.142
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.2	0.5	0.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	97.0	12.3	12.6	84.9
相对深证成指	114.4	9.8	11.2	91.2

发行股数(百万)	506
流通股(%)	96
流通股市值(人民币百万)	9,807
3个月日均交易额(人民币百万)	68
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
广东中顺纸业集团有限公司	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2016年10月25日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
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

赵综艺

(8621)20328592

zongyi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516080001

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2015年 1-3 季度	2016年 1-3 季度	同比增长(%)
营业收入	2,067.43	2,740.96	32.58
营业税及附加	8.96	16.45	83.59
净营业收入	2,058.47	2,724.51	32.36
营业成本	1,411.98	1,768.68	25.26
销售费用	351.15	504.25	43.60
管理费用	128.77	158.83	23.34
营业利润	72.57	220.61	204.00
非经常性项目	13.71	6.46	(52.88)
经常性投资收益	6.43	0.44	(93.16)
净财务费用	80.38	51.97	(35.34)
利润总额	83.97	228.55	172.18
所得税	17.83	47.42	165.96
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	66.13	181.13	173.90
扣除非经常性损益的净利润	52.42	174.67	233.21
每股收益(元)	0.14	0.37	173.80
扣非后每股收益(元)	0.17	0.57	233.21
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	31.70	35.47	
经营利润率	4.06	8.34	
净利率	3.20	6.61	
扣非后净利率	2.54	6.37	

资料来源:万得, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,522	2,959	3,957	5,033	6,106
销售成本	(1,764)	(2,011)	(2,551)	(3,251)	(3,960)
经营费用	(475)	(590)	(815)	(1,067)	(1,318)
息税折旧前利润	283	358	592	716	828
折旧及摊销	(119)	(154)	(158)	(154)	(151)
经营利润(息税前利润)	163	204	434	561	677
净利息收入/(费用)	(57)	(68)	(47)	(49)	(50)
其他收益/(损失)	(124)	(167)	(181)	(178)	(175)
税前利润	94	118	354	478	594
所得税	(27)	(29)	(88)	(120)	(148)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	67	88	265	359	446
核心净利润	64	70	265	359	446
每股收益(人民币)	0.134	0.174	0.525	0.710	0.882
核心每股收益(人民币)	0.127	0.139	0.525	0.710	0.882
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.048	0.105	0.142
收入增长(%)	n.a.	17	34	27	21
息税前利润增长(%)	n.a.	25	112	29	21
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	27	65	21	16
每股收益增长(%)	n.a.	31	201	35	24
核心每股收益增长(%)	n.a.	10	276	35	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	94	118	354	478	594
折旧与摊销	119	154	158	154	151
净利息费用	65	74	57	59	60
运营资本变动	17	(13)	14	0	0
税金	27	29	88	120	148
其他经营现金流	(60)	68	(466)	(558)	(618)
经营活动产生的现金流	262	429	205	254	334
购买固定资产净值	(900)	22	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	0	6	0	0	0
其他投资现金流	435	(149)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(465)	(120)	(100)	(100)	(100)
净增权益	94	81	19	0	0
净增债务	(84)	(274)	49	0	0
支付股息	0	0	(24)	(53)	(72)
其他融资现金流	(122)	(173)	(214)	(83)	(82)
融资活动产生的现金流	(113)	(365)	(170)	(136)	(153)
现金变动	(316)	(56)	(65)	17	81
期初现金	994	661	690	625	642
公司自由现金流	(195)	315	115	163	244
权益自由现金流	(352)	(39)	97	94	175

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	661	690	625	642	723
应收帐款	339	436	583	742	900
库存	631	729	924	1,178	1,435
其他流动资产	345	180	240	306	371
流动资产总计	1,976	2,035	2,372	2,867	3,429
固定资产	2,192	2,269	2,229	2,177	2,129
无形资产	144	141	138	135	132
其他长期资产	201	58	44	44	44
长期资产总计	2,574	2,509	2,451	2,397	2,346
总资产	4,550	4,544	4,823	5,264	5,774
应付帐款	325	326	413	526	641
短期债务	214	286	300	300	300
其他流动负债	403	515	384	406	428
流动负债总计	942	1,127	1,097	1,232	1,369
长期借款	404	130	179	179	179
其他长期负债	854	853	853	853	853
股本	406	487	506	506	506
储备	1,944	1,947	2,188	2,494	2,868
股东权益	2,350	2,434	2,694	2,999	3,373
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,550	4,544	4,823	5,264	5,774
每股帐面价值(人民币)	4.65	4.81	5.33	5.93	6.67
每股有形资产(人民币)	5.44	4.71	5.06	5.67	6.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.11)	(0.56)	(0.29)	(0.32)	(0.48)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.2	12.1	14.9	14.2	13.6
息税前利润率(%)	6.5	6.9	11.0	11.2	11.1
税前利润率(%)	3.7	4.0	8.9	9.5	9.7
净利率(%)	2.7	3.0	6.7	7.1	7.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.1	1.8	2.2	2.3	2.5
利息覆盖率(倍)	2.2	2.6	6.5	8.1	9.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.4	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	151.9	116.2	38.7	28.6	23.0
核心业务市盈率(倍)	159.9	145.5	38.7	28.6	23.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	195.9	178.2	47.4	35.0	28.2
市净率(倍)	4.4	4.2	3.8	3.4	3.0
价格/现金流(倍)	39.1	23.9	50.1	40.4	30.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.1	27.9	17.1	14.1	12.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	130.5	123.4	118.3	118.0	120.4
应收帐款周转天数	49.1	53.8	47.0	48.0	49.1
应付帐款周转天数	47.0	40.2	34.1	34.1	34.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	9.2	14.8	16.1
净资产收益率(%)	2.9	3.6	10.3	12.6	14.0
资产收益率(%)	2.6	3.4	6.9	8.3	9.2
已运用资本收益率(%)	5.8	7.4	14.7	17.2	18.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
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