

**强烈推荐-A (维持)**

**中顺洁柔 002511.SZ**

目标估值: 24 元  
 当前股价: 18.35 元  
 2017 年 04 月 13 日

**新产能扩张谋篇全国，龙头地位助盈利持续抬升**

**基础数据**

上证综指	3287
总股本(万股)	50526
已上市流通股(万股)	48360
总市值(亿元)	93
流通市值(亿元)	89
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	7.8
资产负债率	39.8%
主要股东	广东中顺纸业集团有
主要股东持股比例	29.14%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-8	51
相对表现	-6	-16	41



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《中顺洁柔(002511)——渠道开拓&低成本效应，产能扩张可期》2016-08-16
- 2、《中顺洁柔(002511)——业绩符合预期，渠道改善有望带动高增长提速》2016-08-10
- 3、《中顺洁柔(002511)——业绩超预期，继续看好渠道改善&成本下降》2016-04-25

**郑恺**

021-68407559  
 zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

**濮冬燕**

021-68407301  
 pudongyan@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

**李宏鹏**

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

生活用纸行业格局已经形成，龙头企业在牢固占据优势地位的同时盈利能力持续提升。随着公司唐山和武汉新产能扩建，中顺洁柔全国生产和销售网络逐步健全，看好公司长期发展。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.53、0.68、0.77 元，同比增长 36.9%、28.3%、13.2%，维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **新营销团队发力渠道助力收入大涨：**公司新营销团队于 2015 年一季度成立，通过升级优化产品结构，铺设多元销售渠道，改善营销结构三个方面，提升公司销售能力，实体和线上渠道销量名列前茅，业绩大涨。2015 年，中顺洁柔销售收入和净利润都“逆袭”分别实现了 17.34%和 30.66%的高增长，并在 2016 年进一步“爆发”，销售收入和净利润增长分别高达 28.74%、195.30%。
- **背倚多元品牌，精准定位市场，产能布局全国：**中顺洁柔主打“洁柔”“太阳”两大品牌，产品品类丰富，包装多元时尚，并针对客户群体多元化设计。在强大的品牌号召力和优秀的产品品质保证下，中顺洁柔不断巩固原有销售区域并扩增新产能，同其他纸企展开竞争。目前公司的主要产能在华东地区和西南地区，公司先后公告将在湖北和河北扩建新产能，以填补公司在华北、东北和华中市场的空白，扩展全国销售和生 产网络。
- **木浆成本和期间费用增速双双降低，盈利可期：**预计全世界纸浆总化学浆产能将在 2017 年和 2018 年分别增加约 323 万吨和 339 万吨，占全球总纸浆产能的 1.8%，1.9%，纸浆行业产能集中投放将冲击纸浆价格，公司成本压力最大的时候已经过去，同时公司费用扩张趋势结束，成本和费用有望实现双降。
- **公司逐渐步入品牌输出的盈利增长轨道，维持“强烈推荐-A”评级：**我们看好生活用纸行业格局固化后，龙头企业的盈利能力持续抬升。随着销售网络的持续深耕，公司现有产能的利用率有望持续提升；随着新产能陆续释放，公司的全国销售和生 产网络布局兴城。预计 2016、2017、2018 年 EPS 分别为 0.56、0.80、1.01 元，同比增长 218%、43%、26%，对应当前股价 PE 分别为 33、23、18 倍，给予目标价 24 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示：**生活用纸行业消费严重下滑，行业格局发生巨大变化

**财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2522	2959	3989	5783	7146
同比增长	1%	17%	35%	45%	24%
营业利润(百万元)	91	100	362	527	671
同比增长	-24%	10%	262%	46%	27%
净利润(百万元)	68	88	281	402	508
同比增长	-42%	31%	218%	43%	26%
每股收益(元)	0.17	0.18	0.56	0.80	1.01
PE	110.3	101.3	32.9	23.0	18.2
PB	3.2	3.7	3.4	3.1	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一 营销发力驱动公司业绩大涨.....	4
1.1 新营销团队令公司焕然一新.....	4
1.1.1 营销发力带来新的改进.....	5
1.1.2 销售驱动公司未来发展.....	5
1.2 中顺洁柔发力线上渠道.....	6
二 好品牌助力产能布局全国.....	7
2.1 洁柔&太阳双品牌闪耀.....	7
2.2 新产能扩张填补空白区域.....	8
三 成本&费用双降促使盈利提升.....	9
3.1 木浆新产能投放或助公司成本节约.....	9
3.2 费用率扩张趋势接近结束.....	12
四 调整后估值回归合理区间，维持“强烈推荐-A”评级.....	12

## 图表目录

图 1: 公司营业收入增速 2015 年触底回升.....	4
图 2: 公司净利润 2014 年触底.....	4
图 3: 公司 2015 年公司产销量均大幅提升.....	4
图 4: 中顺洁柔单季营业收入快速增长.....	5
图 5: 中顺洁柔单季归母净利润快速增长.....	5
图 6: 2017 年 3 月电商平台抽纸销售额占比.....	7
图 7: 2017 年 3 月电商平台厨房用纸销售额占比.....	7
图 8: 2017 年 3 月电商平台手帕纸销售额占比.....	7
图 9: 2017 年 3 月电商平台卫生纸销售额占比.....	7
图 10: 洁柔 Face 系列.....	8
图 11: 洁柔 Lotion 系列.....	8
图 12: 洁柔 C&S 系列.....	8
图 13: 太阳系列.....	8
图 14: 中顺洁柔 2016 年产能分布图.....	8
图 15: 纸浆价格近期反弹.....	9
图 16: 历年中顺洁柔销售费用率、管理费用率和财务费用率.....	12

表 1: 股权激励对象名单.....	6
表 2: 中顺洁柔两大品牌.....	8
表 3: 生活用纸成本结构测算.....	9
表 4: 2016 年-2020 年新投放浆产能.....	10
表 5: 中顺洁柔销售费用分拆.....	12
表 6: 可比公司平均估值在 2017 年 33X.....	13
附: 财务预测表.....	14

## 一 营销发力驱动公司业绩大涨

中顺洁柔作为生活用纸四大龙头企业，在 2015 年一季度引入新的销售团队以后，采用了新的营销方式。产品的升级结构优化，多元渠道的协同发力，营销结构的改善，给公司带来了新气象。

### 1.1 新营销团队令公司焕然一新

中顺洁柔公司在 2015 年之前处于“好产品、弱渠道、弱品牌”的尴尬境地。商品质量虽然好，但是由于渠道铺设单一造成销售不理想、品牌认知度弱。2014 年之前营业总收入增速缓慢，甚至在 2014 年营业收入基本无增长，而与此同时，升高的费用成本使得公司的净利润连连缩减，2014 年净利润大幅下降了 41.78%。而中顺洁柔在 2015 年一季度成立新的销售团队以后，一改往日渠道销售颓势。随着营销的发力，公司 2015 年的产销量较 2014 年大幅增长，产销量分别为 25.89 万吨和 24.93 万吨，同比增长 20.3% 和 15.7%。销量的增加带来了收入和利润，在 2015 年，中顺洁柔销售收入和净利润都“逆袭”分别实现了 17.34% 和 30.66% 的高增长，并在 2016 年进一步“爆发”，销售收入和净利润增长分别高达 28.74%、195.30%。

图 1：公司营业收入增速 2015 年触底回升



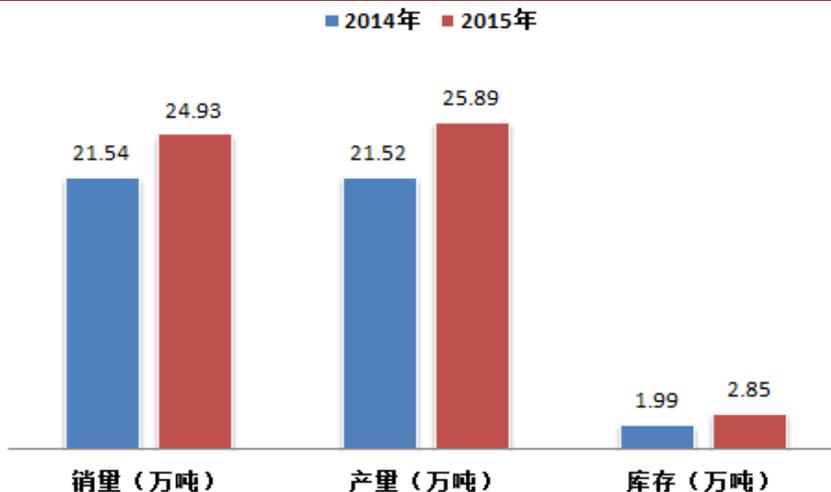
资料来源：Wind，招商证券

图 2：公司净利润 2014 年触底



资料来源：Wind，招商证券

图 3：公司 2015 年公司产销量均大幅提升



资料来源：公司年报，招商证券

### 1.1.1 营销发力带来新的改进

生活用纸作为快速消费品，品牌和渠道成为竞争胜负手。公司 2015 年一季度开始，组建了全新的营销团队，渠道改善明显。随着公司在渠道上的改进和扩张，公司经营拐点出现，业绩逐季改善。

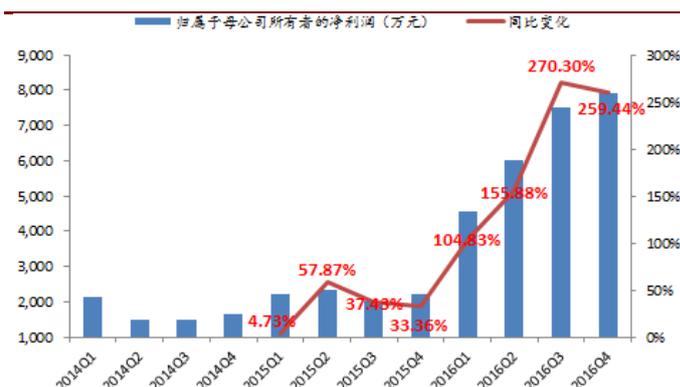
从收入端，公司 2015 年 1-4 季度营业收入同比分别增加 12.38%、17.65%、19.84%、18.50%；营业收入同比增速逐季度加快；2016 年 1-4 季度营业收入同比分别增加 41.48%、31.84%、26.25%、19.84%，增速较 2016 年上了一个台阶。从利润端，2015 年 1-4 季度归母净利润同比增加 4.73%、57.87%、37.43%、33.36%，净利润同比增速从二季度加速，公司的经营改善明显；2016 年 1-4 季度归母净利润同比增加 104.83%、155.88%、270.30%、259.44%。近利润同比增速逐季度加快，反映了新的营销团队对公司渠道的改进效果明显。

图 4：中顺洁柔单季营业收入快速增长



资料来源：公司公告，招商证券

图 5：中顺洁柔单季归母净利润快速增长



资料来源：公司公告，招商证券

### 1.1.2 销售驱动公司未来发展

根据中顺洁柔 2015 年年报披露，公司员工合计 4295 人，其中销售人员 1452 人，占到全部人员的 31.86%。全新的销售团队自 2015 年组建，主要在产品结构优化、渠道建设和营销架构三大方向发力。

产品结构上，营销团队对于公司生产产品进行了持续地产品升级设计，将营销定位转移到更高端和有卖点的“Face”和“Lotion”系列，除了延长产品线例如增加量贩装、加量装等和更新产品包装外，还不断地推出新概念产品进行营销。例如推出了男士专属的古龙水香款抽纸，营销主题迎合当下“鲜肉经济”，广告词活泼俏皮。

渠道建设上，由单一的经销商渠道转为 KA 直营、GT 经销商、AFH 商销和 EC 电商“四驾马车”同时拉动销售。商销方面形成了专门的商销团队进行精准营销。经销商渠道作为公司的主要盈利渠道之一，公司在与经销商合作上更为慎重，和资质不合格的经销商停止合作，加强与优质经销商的紧密合作，并帮助培训经销商提升其业务能力。考虑到

经销商区域性强，规模较小，经营范围和服务能力有限，公司将部分经销商渠道转为 KA 直营，并加强与这些大零售商的合作，形成紧密的战略联盟。电商平台也已经打通，并配备专门的电商服务团队，由公司统一运营，结束了以往电商领域虽是同一品牌但区域“各自为政”局面。总的来说，四个渠道基本打通，为未来进一步抢占客户市场做好了前期准备。

营销架构上，成立了全国的营销总部，并成立了四个渠道专门的营销组织部门与渠道布局相适应。公司细化了营销结构，由简单的“总部→大区经理→销售经理”营销链变为“总部→大区经理→省级负责人→营业所→城市经理→业务员”，并规范了人员职责，分工明确。同时设立了淘汰和后备机制，以促进员工之间的良性竞争和业务的有效运行。

除此之外，公司给予了营销团队高度的重视，采取了股权激励政策将优秀的营销人员与公司利益“绑定”。通过股权激励计划统一内部利益，达到激励目标。公司前期公告，以 4.25 元/股的价格向中高层管理人员、核心骨干共计 242 名激励对象授予 1900 万股限制性股票，业绩考核目标为：相比 2014 年，2016-2018 年营业收入增长率分别不低于 37%、60%和 83%，净利润增长率分别不低于 129%、249%和 352%。净利润增长要求明显高于收入增长，彰显管理层对公司未来发展的坚定信心。其中获得限制性股票最多的就是公司董事刘金锋，刘金锋是 2015 年初加盟公司的原金红叶 APP 营销团队的核心，刘金锋 2007 年 1 月至 2015 年 3 月在金红叶 APP 工作，历任华中大区湖南省办经理、华中、西北大区总经理、APP 中国生活用纸事业部中区 BU 副总经理等职位。2015 年 4 月至今担任公司营销副总裁，2015 年 9 月起担任公司董事。

表 1：股权激励对象名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本比例	授予价格 (元)	金额(万元)
刘金锋	董事	120.00	6.32%	0.25%	4.25	510
张扬	董事、副总经理	70.00	3.68%	0.14%	4.25	298
杨裕钊	董事	56.00	2.95%	0.12%	4.25	238
董晔	财务总监	12.00	0.63%	0.02%	4.25	51
张海军	董事会秘书、副总经理	12.00	0.63%	0.02%	4.25	51
中层管理人员、核心技术(业务)骨干 (237 人)		1443.3	75.96%	2.97%	4.25	6,134
中层管理人员、核心技术(业务)人员(68 人)		186.7	9.83%	0.38%	4.8	896
合计		1900	100%	3.90%		8,178

资料来源：公司公告、招商证券

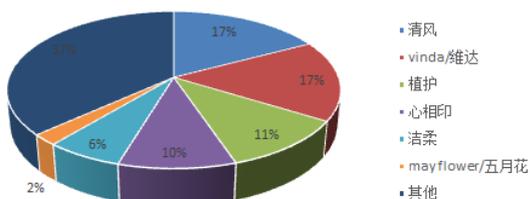
## 1.2 中顺洁柔发力线上渠道

在线下渠道不断拓展和深耕的同时，中顺柔洁的电商销售也在如火如荼地进行。2016 年 3 月初，中顺柔洁披露已经完成了在天猫、京东、一号店等电商平台的建设，并配备了专门的电商团队来负责该部分的销售。

根据数据雷达最新统计，2017年3月，生活用纸电商平台销售情况为抽纸5.6亿元，卷纸2.4亿元，手帕纸0.5亿元，厨房用纸0.1亿元。按照销售额统计，抽纸类洁柔位列第五，市占率6.42%；卷纸类洁柔位列第三，市占率7.42%；手帕纸类洁柔位列第二，市占率20.66%；厨房用纸类洁柔位列第六，市占率1.80%。以上数据可以看出洁柔在电商渠道销售上有着很强的实力。

图 6：2017 年 3 月电商平台抽纸销售额占比

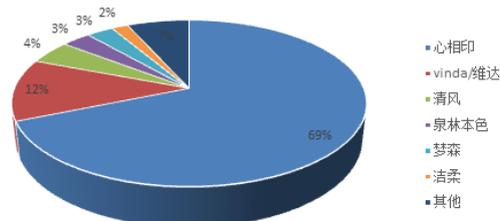
2017年3月电商平台抽纸销售额占比



资料来源：数据雷达、招商证券

图 7：2017 年 3 月电商平台厨房用纸销售额占比

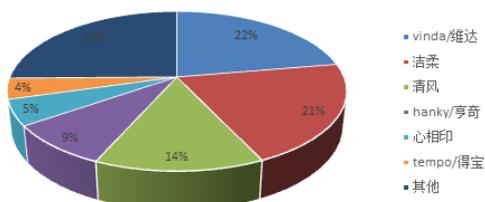
2017年3月电商平台厨房用纸销售额占比



资料来源：数据雷达、招商证券

图 8：2017 年 3 月电商平台手帕纸销售额占比

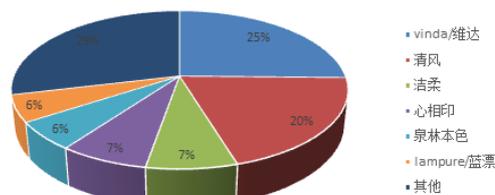
2017年3月电商平台手帕纸销售额占比



资料来源：数据雷达、招商证券

图 9：2017 年 3 月电商平台卫生纸销售额占比

2017年3月电商平台卫生纸销售额占比



资料来源：数据雷达、招商证券

## 二 好品牌助力产能布局全国

中顺洁柔两大品牌“洁柔”“太阳”产品品类丰富，包装设计精美多元，纸质优良，卖点丰富，受到广大消费者的喜爱。随着产品“名声”越来越响亮，消费者人群越来越多，中顺洁柔也适当地在全国“盲点”扩展新产能以扩大消费者市场和迎合消费者需求。

### 2.1 洁柔&太阳双品牌闪耀

中顺洁柔有“洁柔”和“太阳”两大品牌，产品涵盖抽纸、卷纸、手帕纸、厨房纸和湿巾五大品类。“洁柔”品牌下分为“Face”、“Location”和“C&S”三大系列，前两者主打高端定位，并针对某一特殊消费群体推出专门化产品，例如“Lotion”系列针对母婴，“Face”系列古龙水香款针对男性客户群体。“C&S”系列是普通款，分别针对学生、中年等不同年龄和职业群体设计了多色系、多样化的包装，同时产品的容量、使用特征也针对不同消费群体细化。“太阳”系列则主打“亲情牌”，温馨居家的设计感迎合以家庭为消费单位的客户喜好，推出特惠款，纸质上强调自然洁白的洁净安全感。

中顺洁柔背靠强大的产品研发和产品制造能力，全新销售团队有望迅速突破渠道，带动

销售快速增长，产销逐步平衡。

表 2：中顺洁柔两大品牌

	包装	使用特点	产品品类
洁柔 Face	黑白色系为主，高端、时尚	可湿水、柔软强韧	手帕纸、抽纸、卷纸
洁柔 Lotion	温馨、亲和	锁水、柔滑	手帕纸、抽纸
洁柔 C&S	多种色系，多元化设计	柔韧	手帕纸、抽纸、卷纸、
太阳	红色系，温暖热情	柔韧	手帕纸、抽纸、卷纸

资料来源：公开资料，招商证券

图 10：洁柔 Face 系列



资料来源：公司官网、招商证券

图 11：洁柔 Lotion 系列



资料来源：公司官网、招商证券

图 12：洁柔 C&S 系列



资料来源：公司官网、招商证券

图 13：太阳系列



资料来源：公司官网、招商证券

## 2.2 新产能扩张填补空白区域

2016 年 11 月 15 日，公司公告扩建年产 7.5 万吨高档生活用纸项目，主要是为了满足华北和东北市场未来销售增长的需求。2016 年 12 月 30 日，公司公告拟新建年产 20 万吨高档生活用纸项目，第一期工程拟投资 6 亿元，建成年产约 10 万吨高档生活用纸，主要为了满足华中市场未来销售增长的需求。中顺洁柔目前最主要的生产基地在广东和四川成都，由于公司的主要产能在华东地区和西南地区，随着在河北和湖北的新产能逐渐投放，公司的全国布局正日趋完善。

图 14：中顺洁柔 2016 年产能分布图

中顺洁柔2016年产能分布图



资料来源：中国生活用纸年鉴，招商证券

### 三 成本&费用双降促使盈利提升

在中顺洁柔的成本端，国际上木浆新产能投放有望促使木浆价格在 2017 年和 2018 年受冲击下跌，同时国内龙头地位日益稳固强者恒强，减慢公司期间费用投放步伐。二者均将有利于提升中顺洁柔的盈利能力。

#### 3.1 木浆新产能投放或助公司成本节约

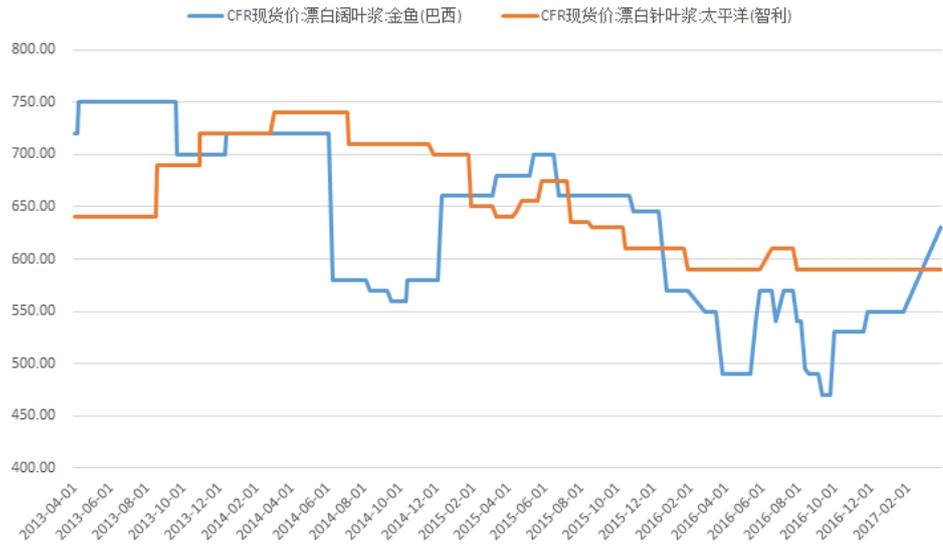
公司的主要产品卷纸以纸浆为原材料，根据中顺洁柔的生产工艺，我们简单测算了其生活用纸的基本成本结构，其中基本假设为：NBKP 含税价格为 592 美元/吨，LBKP 含税价格为 514 元/吨，BCTMP 含税价格为 486 美元/吨，自制化学浆、化机浆价格分别为人民币 4600 元/吨和 3433 元/吨，煤炭价格为 586.4 元/吨，均为各项数据中平均价，在此基础上计算得：生活用纸的成本结构中，纸浆成本占 57.5%，能源成本占 4.8%，折旧成本为 4.7%。

表 3：生活用纸成本结构测算

浆成本	57.5%
能源成本	4.8%
折旧成本	4.7%
其他材料	23.0%
人工	10.00%
总成本	100.0%

资料来源：招商证券

图 15：纸浆价格近期反弹



资料来源: Wind, 招商证券

公司的成本结构中木浆成本占比较高, 近期木浆价格有一定上行, 我们认为中期看木浆价格将由于新产能投放呈下降趋势, 公司有望受益成本下降。根据 Hawkins Wright 的统计数据 2017 年和 2018 年全世界纸浆总化学浆产能将分别增加约 323 万吨和 339 万吨, 占全球总纸浆产能的 1.8%, 1.9%, 纸浆行业产能集中投放冲击纸浆价格在未来两年是大概率事件。

表 4: 2016 年-2020 年新投放浆产能

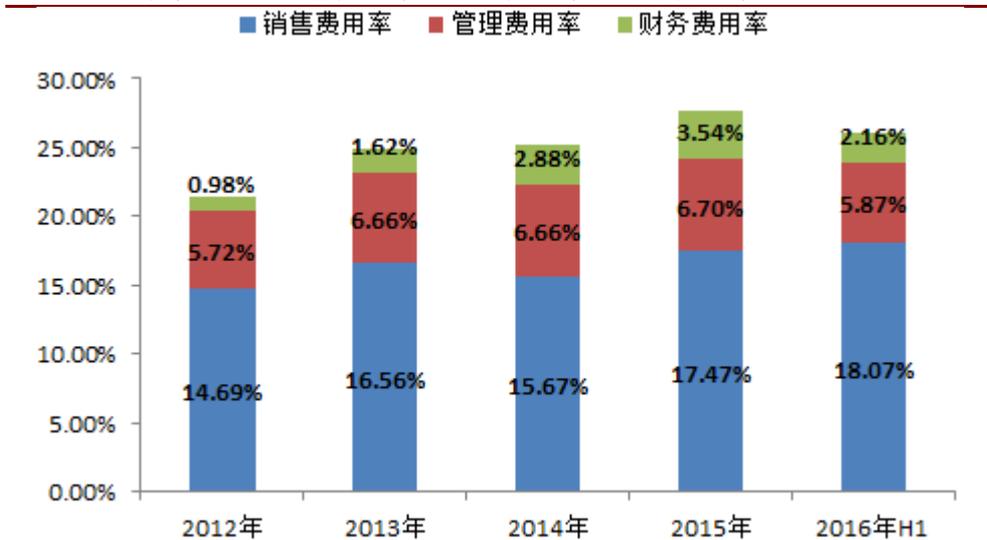
千吨/年	主要增加厂商	2016	2017	2018	2019	2020	总增量
<b>漂白针叶木硫酸盐浆</b>							
NBSK		150	690	1125	420	-	2385
加拿大	Various	5	-	-	-	-	5
北欧	Varo,Aanekoski,SCA	-40	420	895	320	-	1595
欧洲	Poels	185	-	-	-	-	185
其他	Svetlogorsk,Mondi,Ilim	-	270	230	100	-	600
其他软木、南方漂							
白针叶木硫酸盐							
浆、绒毛浆							
美国	Ashdown, Riegelwood, Jesup	90	440	-	-30	-	500
拉丁美洲	Arauco, Klabin Puma	260	140	-100	-200	-100	-
其他	APRIL Rizhao, Various	45	100	-	-	-	145
<b>漂白针叶木硫酸盐浆总量</b>		<b>545</b>	<b>1370</b>	<b>1025</b>	<b>190</b>	<b>-100</b>	<b>3030</b>
<b>漂白阔叶木硫酸盐浆</b>							
北方漂白阔叶木硫酸盐浆		1620	750	1810	745	1450	6375
巴西 Iberia	ENCE, Altri, Portucel	70	35	30	20	-	155
巴西 SUZANO(金鱼)	Sao Paulp, Maranhao,Mucuri	95	50	230	-	-	375
巴西克莱宾(Klabin)	Puma	640	440	20	-	-	1100
巴西 CMPC	Guaiba	700	55	-	-	-	755
Guaiba 浆厂							
巴西 Fibria 纸浆	Tres Lagoas	-	175	1650	125	-	1950
巴西 Eldorado	Tres Lagoas	-	-	-	600	1450	2050
其他巴西厂	Jari	-85	-5	-	-	-	-90
乌拉圭	Montes del Plata	70	-	-	-	-	70
智利	Arauco & CMPC	130	-	-120	-	-	10
其他阔叶浆, 南方漂白阔叶硫酸盐浆		-145	1150	555	50	-50	1560
中国	Oji Nantong, APRIL Rizhao	-10	-100	-	-	-	-110
印度尼西亚	APP OKI, Kerinci, Toba	-115	1300	325	50	-50	1510
东欧	Ilim	-	-	100	-	-	100
西欧	Brich	185	30	130	-	-	345
北美	Sappi, Woodland, Old Town, Resolute	-205	-80	-	-	-	-285
<b>漂白阔叶木硫酸盐浆总量</b>		<b>1475</b>	<b>1900</b>	<b>2365</b>	<b>795</b>	<b>1400</b>	<b>7935</b>
<b>漂白化学机械木浆</b>							
漂白化学机械木浆	chetwynd, Kaskinen	-55	-45	-	-	-	-100
漂白化学机械木浆		-55	-45	-	-	-	-100
<b>总量</b>							
<b>总纸浆增加量</b>		<b>1965</b>	<b>3225</b>	<b>3390</b>	<b>985</b>	<b>1300</b>	<b>10865</b>

资料来源: Hawkins Wright, 招商证券

### 3.2 费用率扩张趋势接近结束

2015 年开始，公司的期间费用率大幅扩张，销售费用率从 2014 年的 15.67% 提升到了 2015 年 17.47%，2016 年半年报的 18.07%，主要是营销发力中的费用增加。

图 16: 历年中顺洁柔销售费用率、管理费用率和财务费用率



资料来源: Wind, 招商证券

在销售费用的细分中，广告宣传费用和产品促销费是公司营销发力的两项主要花费，2015 年广告费为 2949 万元，同比增加 89.52%，占当年销售费用的 5.7%；2016 年产品促销费为 20675 万元，同比增加 40.79%，占当年销售费用的 40%。2016 年上半年广告费为 3415 万元，超过了 2015 年全年的广告费，占 2016 年上半年销售费用总额的 10.66%，而产品促销费为 10536 万元，占 2016 年上半年销售费用总额的 32.90%。

从公司销售费用的趋势可以看出，公司广告费仍维持高速增长，而产品促销费经过 2015 年的快速增长后，目前已经趋于稳定，总体上公司销售费用率的扩张速度有所减慢。

表 5: 中顺洁柔销售费用分拆

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 H1
销售费用 (百万元)	343.60	414.33	395.20	516.94	320.20
广告宣传费 (百万元)	35.11	59.54	15.56	29.49	34.15
广告费占销售费用的比	10.22%	14.37%	3.94%	5.70%	10.66%
产品促销费 (百万元)	149.10	164.48	146.85	206.75	105.36
产品促销费占销售费用的比	43.39%	39.70%	37.16%	40.00%	32.90%

资料来源: Wind, 招商证券

## 四 调整后估值回归合理区间，维持“强烈推荐-A”评级

公司 2016 年在全年高速增长，新的管理团队带来的营销改进的刺激下，公司业绩逐季实现高增长，股价持续上行。近期随着业绩的释放，特别是 3 月 27 日，公司预报一季度盈利在 6,834.07 万元-8,200.88 万元之间之后，但股价调整明显。我们认为行业上，

一方面全行业和龙头行业产能扩张速度已经减缓，行业格局已经形成；另一方面上市龙头企业的广告费以及产品促销费用增速降低，龙头企业在行业里占据优势地位，新的企业很难进入。行业龙头企业中顺洁柔的竞争地位将更趋于良好，随着唐山和武汉新产能扩建，公司试图布局全国生产和销售网络，填补公司在华北、东北和华中市场的空白。

预计 2016、2017、2018 年 EPS 分别为 0.56、0.80、1.01 元，同比增长 218%、43%、26%，对应当前股价 PE 分别为 33、23、18 倍，考虑到公司营销改进之后开工率的持续提升以及新产能陆续投放后新区域的营销改善，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 6：可比公司平均估值在 2017 年 33X

公司	股价	EPS			PE			PB (LF)	ROE
	2017/4/3	15	16E	17E	15	16E	17E		
三全食品	8.97	0.04	0.05	0.11	224.3	179.4	78.4	3.8	2.64
青岛金王	26.11	0.28	0.52	1.12	93.3	50.2	23.4	5.6	17.80
克明面业	16.28	1.29	0.43	0.48	12.6	37.5	34.0	2.7	6.21
黑芝麻	8.06	0.48	0.27	0.35	16.9	29.4	22.7	2.9	9.41
维达国际	14.74	0.32	0.60	0.66	46.8	24.6	22.5	2.6	11.15
恒安国际	57.70	3.31	2.97	3.19	17.4	19.4	18.1	4.2	23.73
平均					68.5	56.8	33.2	3.6	11.82

资料来源：Wind，招商证券

参考报告：

- 1、《中顺洁柔（002511）—渠道开拓&低成本效应，产能扩张可期》2016-08-16
- 2、《中顺洁柔（002511）—业绩符合预期，渠道改善有望带动高增长提速》2016-08-10
- 3、《中顺洁柔（002511）—业绩超预期，继续看好渠道改善&成本下降》2016-04-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1976	2035	2102	2950	3634
现金	661	690	363	439	540
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	72	2	3	4	5
应收款项	339	436	562	815	1007
其它应收款	8	8	10	15	19
存货	631	729	934	1345	1653
其他	265	171	229	332	410
<b>非流动资产</b>	2574	2509	2569	2625	2677
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2192	2269	2343	2412	2476
无形资产	144	141	127	114	103
其他	237	99	99	99	99
<b>资产总计</b>	<b>4550</b>	<b>4544</b>	<b>4671</b>	<b>5574</b>	<b>6312</b>
<b>流动负债</b>	942	1127	997	1582	1932
短期借款	214	286	189	553	737
应付账款	325	326	422	607	747
预收账款	23	19	24	35	43
其他	381	497	362	387	405
<b>长期负债</b>	1258	983	983	983	983
长期借款	404	130	130	130	130
其他	854	853	853	853	853
<b>负债合计</b>	<b>2200</b>	<b>2110</b>	<b>1981</b>	<b>2566</b>	<b>2915</b>
股本	406	487	504	504	504
资本公积金	1355	1274	1274	1274	1274
留存收益	589	673	912	1231	1618
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2350	2434	2690	3009	3396
<b>负债及权益合计</b>	<b>4550</b>	<b>4544</b>	<b>4671</b>	<b>5574</b>	<b>6312</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	262	429	197	54	313
净利润	68	88	281	402	508
折旧摊销	124	158	170	174	177
财务费用	74	79	31	35	51
投资收益	(0)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	1	115	(287)	(568)	(429)
其它	(4)	(4)	9	17	13
<b>投资活动现金流</b>	(465)	(120)	(231)	(231)	(231)
资本支出	(367)	(179)	(231)	(231)	(231)
其他投资	(98)	59	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(113)	(365)	(293)	252	19
借款变动	(28)	(263)	(244)	364	184
普通股增加	94	81	17	0	0
资本公积增加	(94)	(81)	0	0	0
股利分配	0	(4)	(41)	(84)	(121)
其他	(85)	(99)	(24)	(29)	(44)
<b>现金净增加额</b>	<b>(316)</b>	<b>(56)</b>	<b>(327)</b>	<b>75</b>	<b>102</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2522	2959	3989	5783	7146
营业成本	1764	2011	2607	3752	4613
营业税金及附加	9	13	17	25	31
营业费用	395	517	698	1041	1286
管理费用	168	198	259	387	479
财务费用	73	105	31	35	51
资产减值损失	22	22	22	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	6	6	6
<b>营业利润</b>	91	100	362	527	671
营业外收入	12	23	23	23	23
营业外支出	8	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	94	118	380	545	689
所得税	27	29	99	142	180
<b>净利润</b>	68	88	281	402	508
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	68	88	281	402	508
<b>EPS (元)</b>	0.17	0.18	0.56	0.80	1.01

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	1%	17%	35%	45%	24%
营业利润	-24%	10%	262%	46%	27%
净利润	-42%	31%	218%	43%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.0%	32.0%	34.6%	35.1%	35.4%
净利率	2.7%	3.0%	7.0%	7.0%	7.1%
ROE	2.9%	3.6%	10.4%	13.4%	15.0%
ROIC	3.8%	5.0%	9.6%	11.2%	12.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.4%	46.4%	42.4%	46.0%	46.2%
净负债比率	16.4%	12.4%	6.8%	12.3%	13.7%
流动比率	2.1	1.8	2.1	1.9	1.9
速动比率	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
存货周转率	2.9	3.0	3.1	3.3	3.1
应收帐款周转率	7.5	7.6	8.0	8.4	7.8
应付帐款周转率	6.0	6.2	7.0	7.3	6.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.17	0.18	0.56	0.80	1.01
每股经营现金	0.65	0.88	0.39	0.11	0.62
每股净资产	5.79	5.00	5.34	5.97	6.74
每股股利	0.01	0.05	0.17	0.24	0.30
<b>估值比率</b>					
PE	110.3	101.3	32.9	23.0	18.2
PB	3.2	3.7	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.7	11.6	7.4	5.6	4.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑恺**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**郭庆龙**，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。