

## 产品结构向好, 渠道下沉进一步发力

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2016年年报和2017年一季报。2016年公司实现营收38.1亿元, 同比增长28.7%, 实现归母净利润2.6亿元, 同比增长195.3%。其中Q4实现营收10.7亿元, 同比增长19.8%, 实现归母净利润7928.4万元, 同比增长259.3%。17Q1公司业绩延续高增长, 实现营收10.3亿元, 同增20.9%, 实现归母净利润7527.8万元, 同增65.2%, 业绩符合市场预期。
- **浆价下行, 毛利率稳步提升。** 2016年1-10月, 木浆价格达到6年来的历史低位, 均价约4200元/吨, 比15年约4500元/吨的均价低7%, 浆价下行让公司的采购成本大幅降低。16年平均毛利率达35.9%, 16Q4毛利率达到37.05%。16年底, 浆价经历了一波迅速上涨, 最高点到5200元/吨, 因此影响17Q1毛利率比16Q4低0.65个百分点。考虑到17、18年全球木浆有较多新增产能投产(17年约370万吨), 对目前价格会形成一定冲击, 我们认为今年木浆价格或会回到低位运行状态, 公司的盈利能力有进一步提升空间。
- **产品结构优化, 高毛利率产品占比提升。** 公司高毛利产品(非卷纸类, 毛利率达41.9%)实现营收20.4亿元, 同增31.5%, 收入占比达53.5%, 同比提升1.12个百分点。卷纸类产品(毛利率为30.9%)营收同增23.7%, 占比下滑1.77个百分点。产品结构向高毛利产品倾斜, 进一步提升整体毛利率。公司三费率也较15年下滑了1.84个百分点, 主要是借款减少, 利息支出下降, 汇兑损益减少所致。销售费用有所上升, 主要是新区促销持续开展, 预计销售费用未来会保持稳中有升的态势。
- **生产、销售网络进一步完善。** 2016年全新的营销团队完成磨合, 股权激励绑定核心利益, 建立覆盖全国大部分地(县)级城市的营销网络, 在县、镇实施渠道下沉策略, 提升全国市场竞争力。产能方面, 随着云浮和四川中顺项目投产, 每年产能可达50万吨, 公司还计划在湖北和唐山各扩建20万吨、7.5万吨高档生活用纸项目, 公司的产能瓶颈将逐步得到解决, 形成全国性的生产布局。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.76元、1.01元、1.29元, 考虑到公司营销团队调整到位, 产品升级明显, 渠道还有较大下沉空间, 给予公司2017年30倍PE, 对应目标价22.8元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险; 终端销售低于预期的风险。

| 指标/年度         | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 3809.35 | 4882.91 | 6256.22 | 8021.87 |
| 增长率           | 28.74%  | 28.18%  | 28.12%  | 28.22%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 260.42  | 383.12  | 508.04  | 650.46  |
| 增长率           | 195.27% | 47.12%  | 32.60%  | 28.03%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.52    | 0.76    | 1.01    | 1.29    |
| 净资产收益率ROE     | 9.66%   | 12.57%  | 14.58%  | 16.12%  |
| PE            | 37      | 25      | 19      | 15      |
| PB            | 3.58    | 3.17    | 2.77    | 2.39    |

数据来源: Wind, 西南证券

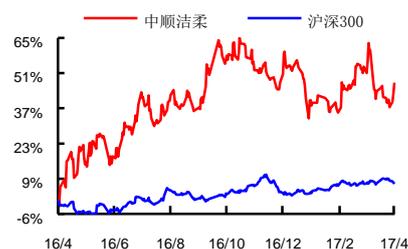
### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
执业证号: S1250513090001  
电话: 023-63786561  
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐稚涵  
电话: 021-68415526  
邮箱: xyhan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 5.05       |
| 流通A股(亿股)    | 4.84       |
| 52周内股价区间(元) | 12.9-21.42 |
| 总市值(亿元)     | 96.50      |
| 总资产(亿元)     | 45.18      |
| 每股净资产(元)    | 5.53       |

### 相关研究

### 关键假设：

考虑到公司产品消费升级趋势明显，渠道下沉进展顺利，营销团队利益绑定，终端销售景气度持续向好，我们对公司盈利预测如下：

假设 1：非卷纸类高毛利产品顺应消费升级趋势，未来几年保持增长态势，17-19 年增速分别为 30%、31%、32%；

假设 2：卷纸的同质性较强，消费者选择时重点看重品牌质量，大品牌的市占率将不断上升，假设公司卷纸的增速远超行业 5%-8% 的增速；

假设 3：由于未来两年木浆新增产能较多，采购成本或有所降低，加之高毛利产品占比增大，预计毛利率会继续呈上升态势，17-19 年综合毛利率分别为 35.97%、36.36%、36.56%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入及毛利率预测

| 百万元         | 2015A   | 2016A   | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 合计          |         |         |          |          |          |
| 营业收入        | 2,959.0 | 3,809.3 | 4,882.9  | 6,256.2  | 8,021.8  |
| yoy         | 17.34%  | 28.74%  | 28.18%   | 28.12%   | 28.22%   |
| 营业成本        | 2,011.3 | 2,441.2 | 3,126.7  | 3,981.4  | 5,089.1  |
| 毛利率         | 32.03%  | 35.91%  | 35.97%   | 36.36%   | 36.56%   |
| <b>非卷纸类</b> |         |         |          |          |          |
| 收入          | 1551.03 | 2039.68 | 2651.584 | 3,473.58 | 4,585.12 |
| yoy         | 21.99%  | 31.50%  | 30.00%   | 31.00%   | 32.00%   |
| 成本          | 962.84  | 1184.87 | 1540.57  | 2,007.73 | 2,636.44 |
| 毛利率         | 37.92%  | 41.91%  | 41.90%   | 42.20%   | 42.50%   |
| <b>卷纸</b>   |         |         |          |          |          |
| 收入          | 1332.37 | 1647.91 | 2059.888 | 2,533.66 | 3,065.73 |
| yoy         | 12.98%  | 23.68%  | 25.00%   | 23.00%   | 21.00%   |
| 成本          | 976.66  | 1138.72 | 1421.322 | 1,735.56 | 2,100.03 |
| 毛利率         | 26.70%  | 30.90%  | 31.00%   | 31.50%   | 31.50%   |
| <b>半成品</b>  |         |         |          |          |          |
| 收入          | 49.49   | 77.87   | 101.23   | 136.66   | 191.33   |
| yoy         | -10.23% | 57.34%  | 30.00%   | 35.00%   | 40.00%   |
| 成本          | 47.62   | 75.75   | 98.19    | 132.56   | 185.59   |
| 毛利率         | 3.78%   | 2.72%   | 3.00%    | 3.00%    | 3.00%    |
| <b>其他</b>   |         |         |          |          |          |
| 收入          | 26.08   | 43.85   | 70.16    | 112.26   | 179.61   |
| yoy         | 64.23%  | 68.14%  | 60.00%   | 60.00%   | 60.00%   |
| 成本          | 24.17   | 41.89   | 66.65    | 105.52   | 167.04   |
| 毛利率         | 7.32%   | 4.47%   | 5.00%    | 6.00%    | 7.00%    |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 现金流量表 (百万元)       | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 3809.35        | 4882.91        | 6256.22        | 8021.87        | 净利润               | 260.42         | 383.12         | 508.04         | 650.46         |
| 营业成本          | 2441.19        | 3126.77        | 3981.41        | 5089.14        | 折旧与摊销             | 165.30         | 193.12         | 203.93         | 216.46         |
| 营业税金及附加       | 34.51          | 36.52          | 50.09          | 62.82          | 财务费用              | 59.19          | -20.36         | -23.86         | -29.46         |
| 销售费用          | 721.19         | 942.40         | 1213.71        | 1580.31        | 资产减值损失            | 25.91          | 30.00          | 30.00          | 30.00          |
| 管理费用          | 205.15         | 278.33         | 356.60         | 457.25         | 经营营运资本变动          | 362.38         | -141.77        | -123.52        | -213.38        |
| 财务费用          | 59.19          | -20.36         | -23.86         | -29.46         | 其他                | 55.68          | -87.73         | -25.58         | -32.59         |
| 资产减值损失        | 25.91          | 30.00          | 30.00          | 30.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>928.87</b>  | <b>356.39</b>  | <b>569.01</b>  | <b>621.50</b>  |
| 投资收益          | 1.93           | 3.00           | 5.00           | 7.00           | 资本支出              | 112.96         | -205.00        | -216.00        | -228.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -243.68        | -8.48          | -16.49         | -23.78         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-130.72</b> | <b>-213.48</b> | <b>-232.49</b> | <b>-251.78</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>324.13</b>  | <b>492.25</b>  | <b>653.27</b>  | <b>838.81</b>  | 短期借款              | -255.77        | -30.00         | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 10.68          | 13.03          | 12.25          | 12.51          | 长期借款              | -130.00        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>334.82</b>  | <b>505.28</b>  | <b>665.51</b>  | <b>851.31</b>  | 股权融资              | 106.03         | 10.00          | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 74.40          | 122.16         | 157.48         | 200.86         | 支付股利              | -25.17         | -42.38         | -71.46         | -99.10         |
| 净利润           | 260.42         | 383.12         | 508.04         | 650.46         | 其他                | -157.55        | 20.36          | 23.86          | 29.46          |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-462.46</b> | <b>-42.02</b>  | <b>-47.60</b>  | <b>-69.65</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 260.42         | 383.12         | 508.04         | 650.46         | <b>现金流量净额</b>     | <b>349.16</b>  | <b>100.88</b>  | <b>288.91</b>  | <b>300.08</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 财务分析指标            | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 货币资金          | 959.28         | 1060.16        | 1349.07        | 1649.15        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 595.85         | 763.84         | 978.52         | 1253.85        | 销售收入增长率           | 28.74%         | 28.18%         | 28.12%         | 28.22%         |
| 存货            | 421.19         | 660.89         | 848.03         | 1149.29        | 营业利润增长率           | 224.51%        | 51.87%         | 32.71%         | 28.40%         |
| 其他流动资产        | 97.73          | 125.64         | 160.87         | 206.16         | 净利润增长率            | 195.27%        | 47.12%         | 32.60%         | 28.03%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 51.45%         | 21.22%         | 25.31%         | 23.10%         |
| 投资性房地产        | 22.13          | 18.23          | 19.73          | 20.50          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 2185.35        | 2197.38        | 2208.61        | 2217.30        | 毛利率               | 35.92%         | 35.97%         | 36.36%         | 36.56%         |
| 无形资产和开发支出     | 137.98         | 137.82         | 138.67         | 141.51         | 三费率               | 25.87%         | 24.58%         | 24.72%         | 25.03%         |
| 其他非流动资产       | 92.96          | 107.96         | 127.96         | 157.96         | 净利率               | 6.84%          | 7.85%          | 8.12%          | 8.11%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>4512.46</b> | <b>5071.93</b> | <b>5831.46</b> | <b>6795.73</b> | ROE               | 9.66%          | 12.57%         | 14.58%         | 16.12%         |
| 短期借款          | 30.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 5.77%          | 7.55%          | 8.71%          | 9.57%          |
| 应付和预收款项       | 505.33         | 657.02         | 825.18         | 1057.75        | ROIC              | 9.58%          | 11.85%         | 14.52%         | 16.99%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 14.40%         | 13.62%         | 13.32%         | 12.79%         |
| 其他负债          | 1280.74        | 1367.78        | 1522.58        | 1702.92        | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1816.08</b> | <b>2024.80</b> | <b>2347.75</b> | <b>2760.66</b> | 总资产周转率            | 0.84           | 1.02           | 1.15           | 1.27           |
| 股本            | 505.26         | 505.26         | 505.26         | 505.26         | 固定资产周转率           | 1.71           | 2.26           | 2.93           | 3.77           |
| 资本公积          | 1361.85        | 1371.85        | 1371.85        | 1371.85        | 应收账款周转率           | 7.80           | 7.86           | 7.84           | 7.85           |
| 留存收益          | 908.13         | 1248.88        | 1685.46        | 2236.81        | 存货周转率             | 3.85           | 4.99           | 4.87           | 4.76           |
| 归属母公司股东权益     | 2696.39        | 3047.13        | 3483.71        | 4035.06        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 106.55%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2696.39</b> | <b>3047.13</b> | <b>3483.71</b> | <b>4035.06</b> | 资产负债率             | 40.25%         | 39.92%         | 40.26%         | 40.62%         |
| 负债和股东权益合计     | 4512.46        | 5071.93        | 5831.46        | 6795.73        | 带息债务/总负债          | 47.28%         | 40.92%         | 35.29%         | 30.01%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.15           | 2.23           | 2.23           | 2.23           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.72           | 1.66           | 1.66           | 1.63           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 9.67%          | 11.06%         | 14.07%         | 15.24%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.52           | 0.76           | 1.01           | 1.29           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 5.34           | 6.03           | 6.89           | 7.99           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 1.84           | 0.71           | 1.13           | 1.23           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.05           | 0.08           | 0.14           | 0.20           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 548.62         | 665.01         | 833.34         | 1025.81        |                   |                |                |                |                |
| PE            | 37.06          | 25.19          | 19.00          | 14.84          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.58           | 3.17           | 2.77           | 2.39           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.53           | 1.98           | 1.54           | 1.20           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 17.12          | 13.92          | 10.73          | 8.39           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.26%          | 0.44%          | 0.74%          | 1.03%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名   | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽  | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅  | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰  | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺  | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟  | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威 | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 赵佳   | 地区销售总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩  | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 徐也   | 机构销售   | 010-57758595  | 18612694479 | xye@swsc.com.cn       |
|    | 任骁   | 机构销售   | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷   | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁   | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 刘予鑫  | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |
|    | 熊亮   | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳  | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |