

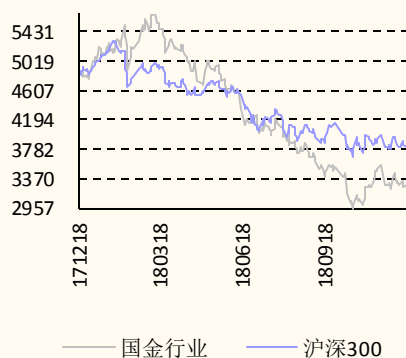
消费升级与娱乐研究中心

生活用纸行业研究 买入（首次评级）

行业深度研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金造纸指数	3267.99
沪深300指数	3128.43
上证指数	2576.65
深证成指	7530.32
中小板综指	7611.29



集中度重回升势，布局优质龙头白马

投资建议

- **行业策略：**近年来，全球木浆产能持续成长，而需求相对稳定，供需有所失衡，浆价大概率将承压下行，生活用纸行业有望迎来盈利能力改善。2017年，我国生活用纸消费量为851.1万吨，同比增长8.06%，增速为世界平均水平两倍多。另一方面，行业集中度已现向好信号，龙头企业对中小企业在资金、渠道和品牌等方面形成多重压力，排污许可证等环保新政也将持续淘汰落后产能，行业正在步入高质量增长阶段。
- **推荐组合：**中顺洁柔、恒安国际、维达国际。

行业观点

- **浆价出现下行预期，生活用纸企业将迎来盈利能力边际改善。**不完全统计，2017年全球木浆新增产能337万吨，实际落地约200万吨，不及新增需求增长，致使浆价在2017年走高。而2018年，全球范围内木浆仍将有超过360万吨产能释放，且明后两年仍有近300万吨产能投放。中国作为木浆消费大国，需求量的增长对全球木浆供需有重要意义。从今年国内数据来看，成品纸价上涨承压，预期将降低吨纸耗浆量，且青岛、常熟两大港口前11月库存创出新高。另一方面，国内浆纸系主要纸品开工率环比下降，且机制纸产量同比下滑8.44%。在开工率降低以及纸价难现上涨的情况下，纸品产量下滑的趋势后续恐将延续，明年中国市场对于木浆需求将呈现缩减态势，预计浆价存进一步下行的可能。
- **中高速增长成常态，发展空间仍广阔。**近年来我国生活用纸消费量保持中高速增长，2009年以来我国生活用纸消费量的同比增速在7%-13%，远高于世界生活用纸消费量的平均增速4%。与此同时，由于我国生活用纸行业仍处于成长期阶段，人均消费水平处于较低水平，生活用纸的消费结构也有继续调整的空间，我国生活用纸行业的发展空间仍十分广阔，未来将继续保持中高速增长的态势。
- **行业集中度迎拐点，利好龙头企业市占率提升。**经历五年集中度下滑后，2017年生活用纸行业集中度再度小幅回升0.33%。在消费升级的趋势下，区域性小纸厂将继续面临来自龙头企业的多重压力，包括更换先进纸机的资金压力、品牌升级压力以及渠道拓展压力。另外，排污许可证、环保税等新政和居高不下的木浆价格也将持续压缩中小企业的利润空间。因此，我们推断行业集中度提升的趋势可持续，龙头企业将受益并获得市场份额的提升。
- **行业优势企业成功的因素：产品升级、全渠道发展、全国性产能布局、横向品类扩张。**一是产品的创新升级，包括对品质和包装的升级，有助于提升产品的附加值；二是全渠道发展，在信息碎片化的时代，单一渠道的优势已无法保证企业市占率的提升，行业“短板效应”凸显，龙头企业纷纷进行全渠道的改革；三是全国性的先进产能布局，生活用纸庞大的运输费用促使企业不断缩小生产基地与销售网络之间的距离，随着龙头企业在全国范围内加密营销网络，全国性的产能布局已成为发展的必要条件；四是横向品类扩张，生活用纸企业横向扩张至个人护理领域已成为行业龙头企业发展的重要趋势之一，既可以改善毛利率又可以培育新的增长点。

风险提示

- 宏观经济波动风险、环保政策变动风险、木浆价格波动风险，推荐标的市场拓展进度不及预期的风险。

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

内容目录

生活用纸行业：盈利边际有望改善，集中度触底回升.....	4
浆价出现下行预期，生活纸企业盈利边际改善迎来可能.....	4
行业需求增长稳健，行业集中度触底回升.....	6
消费升级带动生活用纸需求多品类多维度扩张.....	9
消费结构升级，居家内用纸迎新增长点.....	9
人均消费水平潜力大，驱动三年三百亿增量.....	10
横向延伸至个人护理产品，将打造生活用纸行业新增长点.....	12
行业重点公司简介.....	14
中顺洁柔：高盈利新品推广顺利，“全渠道发展”红利释放.....	14
恒安国际：管理优化、产品升级推动公司发展再加速.....	15
维达国际：多元化产品策略显成效，海内外渠道齐发力.....	16
风险提示.....	16
宏观经济波动的风险.....	16
原材料价格上涨的风险.....	17
环保政策松动的风险.....	17
推荐标的市场拓展进度不及预期的风险.....	17
恒安国际卫生巾业务毛利率大幅下滑的风险.....	17
恒安国际资金缺口的风险.....	17
恒安国际单位产能投资额偏高的风险.....	18

图表目录

图表 1：进口木浆均价呈阶梯式上涨.....	4
图表 2：我国商品浆需求稳步增长.....	4
图表 3：近年影响全球纸浆供给的主要事件.....	4
图表 4：2017-2019 年新增木浆产能至少为 734 万吨.....	5
图表 5：前 10 月木浆进口量增长放缓.....	5
图表 6：吨纸耗浆量下降明显.....	5
图表 7：青岛港木浆库存大幅提升.....	5
图表 8：主要浆纸系产品开工率环比下滑.....	6
图表 9：国内纸制品产量出现下滑.....	6
图表 10：全球和中国生活用纸市场总消费量和增速.....	6
图表 11：中国生活用纸新增消费量对全球贡献率高.....	6
图表 12：生活用纸行业发展阶段.....	7
图表 13：中小产能涌现致使集中度行业集中度下滑.....	7
图表 14：生活用纸行业产能和产量增长稳定.....	7
图表 15：前四大公司品牌定位高端且区域覆盖性广.....	8
图表 16：生活用纸行业三个梯队分化明显.....	8

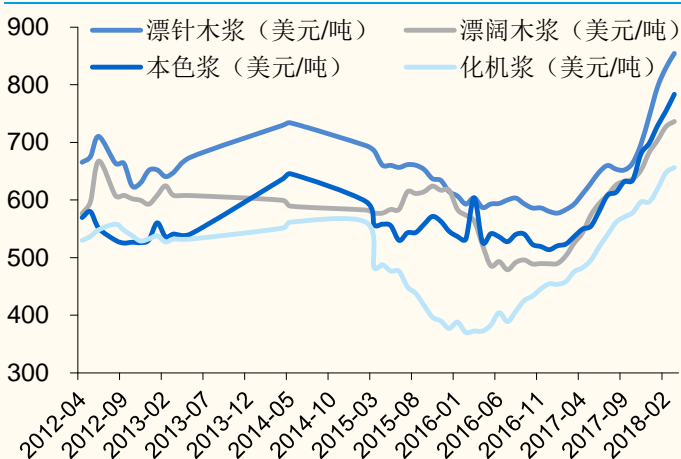
图表 17: 先进设备造价高昂.....	8
图表 18: 生活用纸主要上市公司新建或扩建项目环保投入.....	9
图表 19: 环保新政内容.....	9
图表 20: 抄纸是生活用纸生产的污染环节.....	9
图表 21: 环保新政的主要作用.....	9
图表 22: 其它居家内用纸对卷纸替代明显.....	10
图表 23: 不同生活用纸发展阶段人均消费量差异很大.....	10
图表 24: 我国生活用纸人均消费量与人均 GDP 正相关.....	11
图表 25: 世界主要国家生活用纸人均消费量与人均 GDP 正相关.....	11
图表 26: 中国生活用纸人均消费量及增速.....	11
图表 27: 生活用纸吨纸均价测算.....	11
图表 28: 我国生活用纸市场规模测算.....	12
图表 29: “二胎政策”将保障出生人口逐步扩大.....	12
图表 30: 婴儿纸尿裤销量情况.....	12
图表 31: 我国老龄化程度加深.....	13
图表 32: 成人纸尿裤渗透率远低于世界平均水平.....	13
图表 33: 卫生巾渗透率已处于较高水平.....	13
图表 34: 女性护理产品市场规模及均价.....	13
图表 35: 恒安国际各产品系列.....	14
图表 36: 重点推荐公司盈利预测与估值.....	14
图表 37: 中顺洁柔基本情况与盈利预测.....	15
图表 38: 恒安国际基本情况与盈利预测.....	15
图表 39: 维达国际基本情况与盈利预测.....	16
图表 40: 恒安国际卫生巾产品在营收中占比.....	17
图表 41: 恒安国际卫生巾产品毛利率与同业对比.....	17
图表 42: 恒安国际货币资金占比同业比较.....	18
图表 43: 生活用纸主要上市公司新建或扩建项目环保投入.....	18

生活用纸行业：盈利边际有望改善，集中度触底回升

浆价出现下行预期，生活纸企业盈利边际改善迎来可能

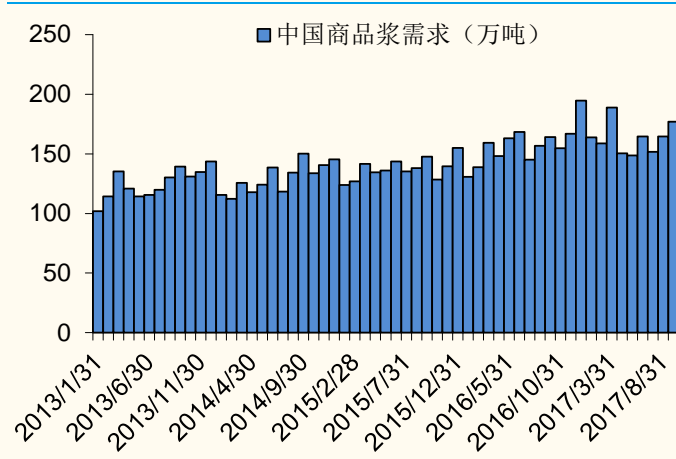
- 浆价自 2016 年 11 月起呈阶梯式上涨态势。从 2016 年 11 月初开始，木浆价格开始呈现阶梯上涨趋势，至 2017 年 7 月大幅拉升，截至年末已上涨 62% 价格处近十年内高位。我们认为，2016-2017 年内国际木浆新增产能不达预期，以及突发设备检修事件的增加，导致阶段性木浆结构性供给收紧，成为浆价持续走强的主因。根据我们的统计，自 2016 年底以来，受检修、投产延期和森林大火等因素影响，国际木浆供给至少有 600 万吨产能受限。此外，作为木浆主要消费国，我国在期间内历经 4 次环保督察，中小造纸制浆企业的关停限产，也在一定程度上加深了供给不足。

图表 1：进口木浆均价呈阶梯式上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：我国商品浆需求稳步增长



来源：PPPC，国金证券研究所

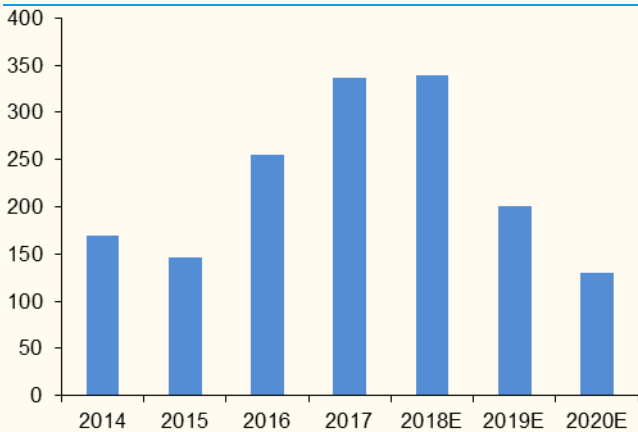
图表 3：近年影响全球纸浆供给的主要事件

事件类型	时间	内容	受影响产能 (万吨)
突发设备检修	2017 年 8 月	Guaiba 浆厂开始进行两次停机检修，且检修时间较长	173 万吨
	2017 年 2-3 月	CMPC 浆厂无预警停工，至 11 月才维修完工	130 万吨
新产能建设不及预期	2017 年 6 月	Catalyst 狮牌浆厂停机检修	-
	2017 年内	印尼 OKI 浆厂新增两条产线仅能释放 50% 产能	280 万吨
突发事件	2017 年 7 月	加拿大森林大火	-
行业整合	2018 年 3 月	金鱼收购鸚鵡	1100 万吨

来源：中国浆纸网，亚太森博，国金证券研究所

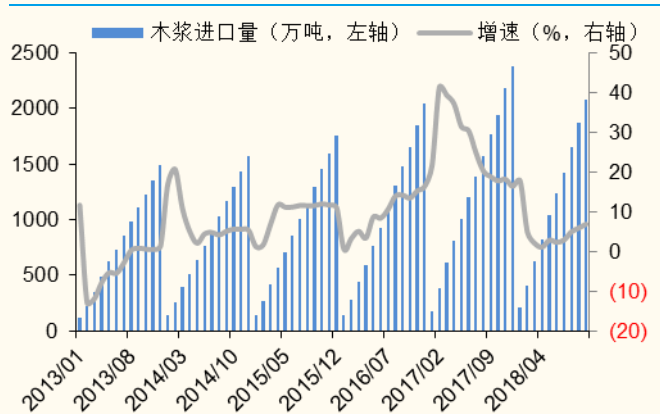
- 供需平衡逐渐打破，中国木浆需求增长放缓，或导致明年浆价下行。不完全统计，2017 年全球木浆新增产能 337 万吨，中国作为全球木浆需求大国，期内新增需求 275 万吨。叠加全球其他区域新增 50 万吨需求，以及 2017 年内约有 120 万吨左右产能未能如期释放，实际上去年全球木浆新增产能约 200 万吨左右，而需求新增超过 300 万吨，致使浆价在 2017 年走高。今年全球范围内木浆仍将有超过 360 万吨产能释放，但今年前 10 月，我国木浆进口量增速较去年同期下降 6.36pct.，表明现阶段国内木浆需求增长正逐步放缓。另一方面，从全球木浆出运量来看，10 月单月出运量环比下降 9.24%，且今年前 10 月累计出运量增速较去年同期放缓 1.32pct.，致使浆价在下半年开始调整。

图表 4：2017-2019 年新增木浆产能至少为 734 万吨



来源：中国浆纸网，PPPC，国金证券研究所

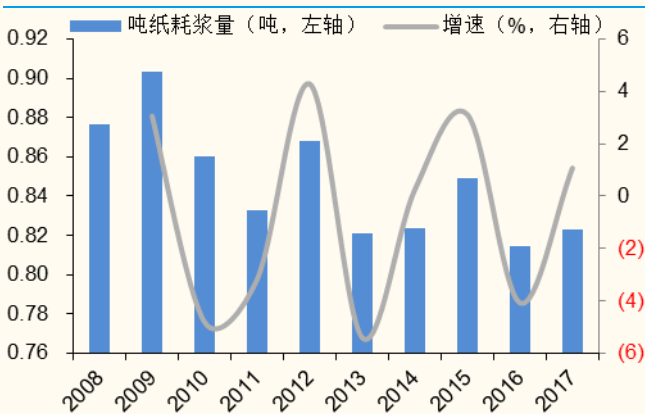
图表 5：前 10 月木浆进口量增长放缓



来源：Wind，国金证券研究所

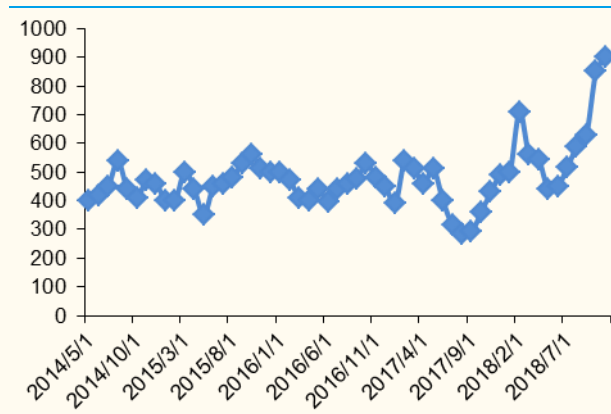
- 吨纸耗浆量呈现下降趋势，年内港口木浆库存上升。我们认为，吨纸耗浆量与成品纸价格经济度具有较高相关性。从国内机制纸及纸板吨纸耗浆量的历史数据来看，近十年中吨纸耗浆量峰值出现在 4 万亿投资时期的 2009 年达到 0.9 吨，后续伴随造纸行业景气度下行 2013 年国内成品纸价格地位运行，吨纸耗浆量跌至 0.82 吨。而 2017 年收益纸价上行，吨纸耗浆量同比提升了 1.07%。但进入今年后国内成品纸价格上涨承压，预期吨纸耗浆量将开始降低，将对国内木浆需求形成压制。青岛港于今年 11 月库存量达到 90 万吨，与去年同期相比库存量提高了 47 万吨，创历史新高。常熟港情况与之类似，今年 11 月港口木浆库存 54 万吨，同比增加 15 万吨。我们认为，港口木浆库存的显著提升，验证了现阶段国内木浆消费需求下降的观点，需求量的降低并不利于浆价维持相对高位。

图表 6：吨纸耗浆量下降明显



来源：wind，国金证券研究所，注：以机制纸及纸板、进口纸浆量和国产纸浆量计算

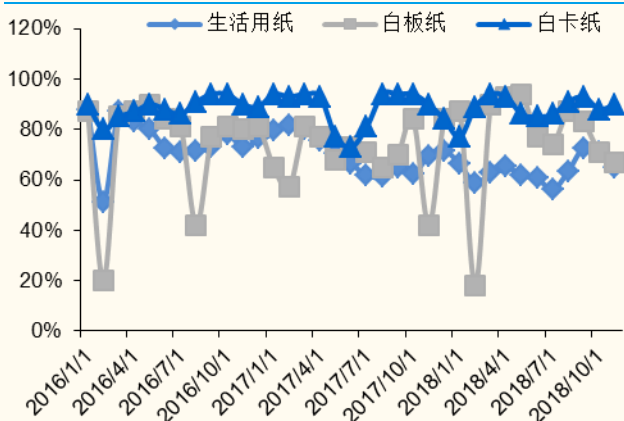
图表 7：青岛港木浆库存大幅提升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

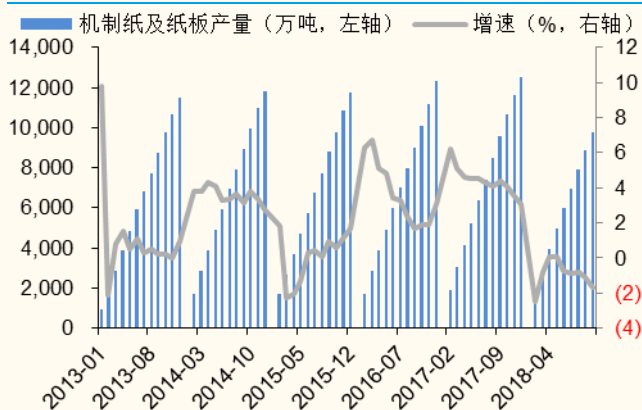
- 纸品开工率降低，以及机制纸产量下滑，再度力证木浆需求萎缩。我们认为，在环保高压政策之下，一方面迫使中小产能退出，但同时也压低了造纸行业整体的开工率。从浆纸系主要产品来看，今年 11 月生活用纸行业开工率 64.62%，环比下降 6.14pct.，白板纸开工率 67%，环比下降 4pct.。纸品开工率的下降，致使今年前 10 月国内机制纸及纸板累计产量同比下滑 8.44%，且年内下滑呈现放大趋势，进一步证明国内木浆消费需求下降。我们认为，在开工率降低以及纸价难现上涨的情况下，纸品产量下滑的趋势后续恐将延续，明年中国市场对于木浆需求将呈现缩减态势，预计明年浆价存进一步下调的可能。

图表 8：主要浆纸系产品开工率环比下滑



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 9：国内纸制品产量出现下滑



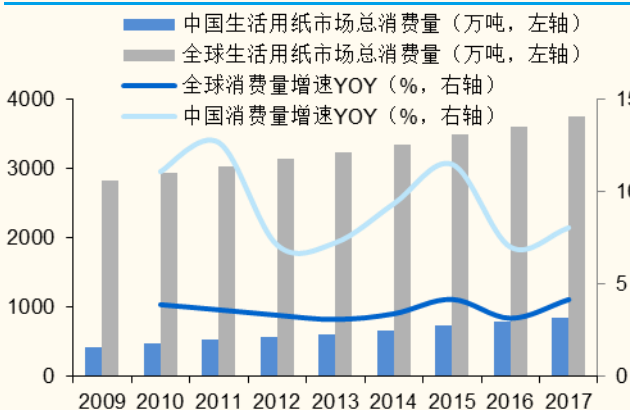
来源：wind，国金证券研究所

- 浆价下行预期利好生活用纸企业毛利率改善。受 2017 年内浆价大幅上涨的影响，国内三大生活纸龙头中，中顺洁柔 2017 年毛利率同比下降 1pct. 至 34.92%，恒安国际毛利率下降 1.87pct. 至 46.91%，维达国际毛利率下降 2pct. 至 29.66%。我们认为，在木浆价格走弱的预期之下，生活纸制造企业盈利边际有望改善。

行业需求增长稳健，行业集中度触底回升

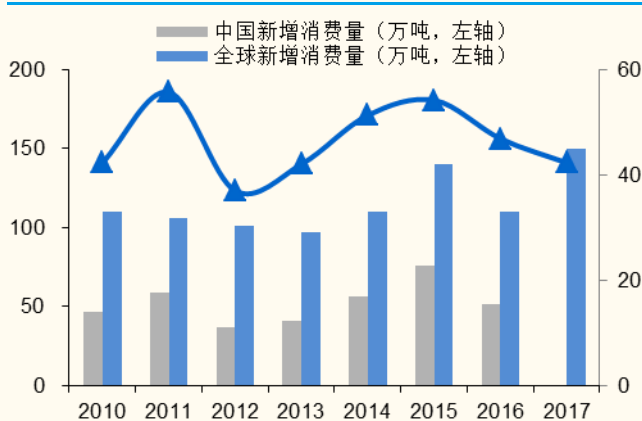
- 全球生活用纸市场需求稳健，中国是主要增长引擎。据 RISI 统计，2017 年全球生活用纸消费量约为 3,750 万吨，同比增长 4.1%，同期中国的生活用纸总消费量为 851.1 万吨，同比增长 8.06%，占全球消费量的 22.69%，为仅次于北美的全球第二大生活用纸市场。2010 年以来中国的新增消费量对世界的贡献率基本稳定在 40% 以上。

图表 10：全球和中国生活用纸市场总消费量和增速



来源：RISI，中国造纸协会，国金证券研究所

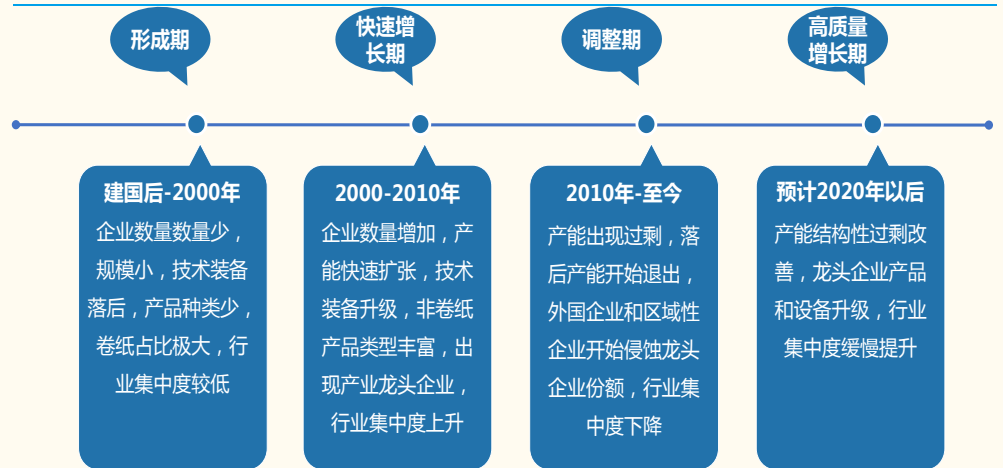
图表 11：中国生活用纸新增消费量对全球贡献率高



来源：RISI，中国造纸协会，国金证券研究所

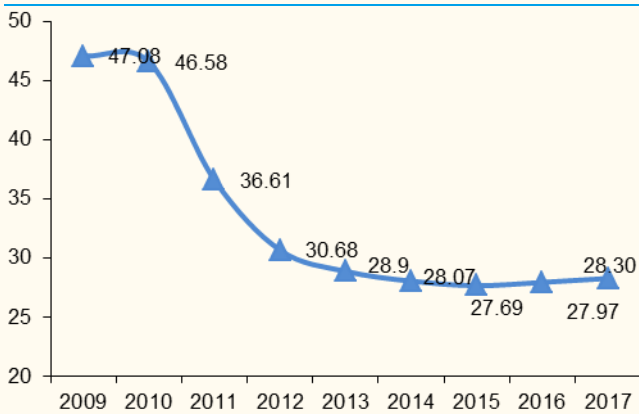
- 中国生活用纸行业的集中度企稳向好。2010 年之前，中国生活用纸行业 CR4 基本在 47% 以上，良好的盈利能力吸引新增资本进入；2010 年之后，随着中小企业产能的大量集中投放以及外资品牌在国内市场逐步发力，CR4 迅速下滑，到了 2015 年，跌至最低点的 27.69%。2016 年以后，行业集中度又开始触底回升。

图表 12：生活用纸行业发展阶段



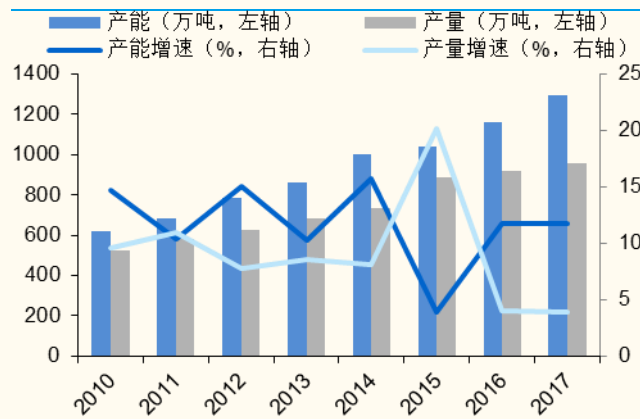
来源：中国报告网，国金证券研究所

图表 13：中小产能涌现致使集中度行业集中度下滑



来源：卓创资讯，国金证券研究所

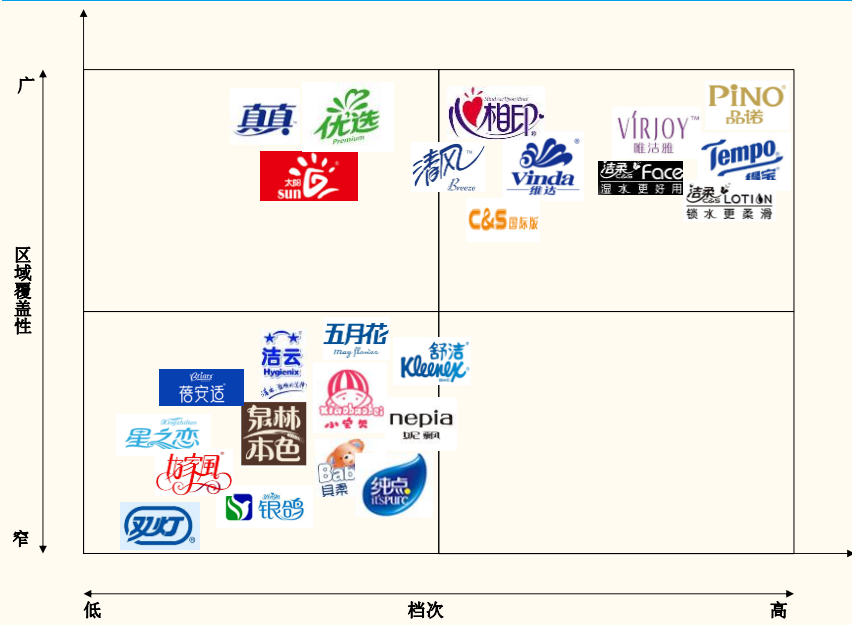
图表 14：生活用纸行业产能和产量增长稳定



来源：卓创资讯，国金证券研究所

- 龙头企业已形成资金、设备、品牌和渠道等多重壁垒。**
 - 资金：**目前来看，中小纸厂产能主要集中于中低端生活用纸产品，此类产品因品质问题基本不具备提价空间，且几乎不存在新品研发，因此中小纸企整体盈利能力显著逊于大厂。其次，上市企业明显具备更多融资渠道，在资金端比中小企业拥有绝对优势。
 - 设备：**在生活用纸领域，品质消费趋势日益明显，而新型纸机的使用成为保障纸品质量的重要手段，其中上浆成型效果较好的新型新月型纸机和 BF 纸机造价高昂，每台引进成本在 3,000-6,000 万元，是传统圆网或长网纸机的几十倍。由此来看，设备也将是制约中小企业长效增长的因素之一。
 - 品牌：**根据国际日化用品龙头宝洁和联合利华的经验来看，日常生活类快消品适合采取多品牌战略。目前来看，恒安、维达和中顺洁柔等龙头企业均实现多品牌布局，完成对中高低端全层级消费者覆盖，且具备较高品牌认可度。相较之下，中小企业在品牌建设和推广上，明显缺乏充足资源投放和有效宣传，品牌基本难以构成竞争优势。
 - 渠道：**中小型生活用纸企业多以区域性企业为主，渠道覆盖范围有限且短期内较难实现全国布局。而现阶段龙头企业却在加速渠道下沉，同时也不断优化升级终端销售渠道，预计品牌企业渠道触角延伸必将伴随中小企业空间被持续压缩。

图表 15：前四大公司品牌定位高端且区域覆盖性广



来源：各品牌官网，国金证券研究所（注：恒安国际品牌包括品诺、心相印、优选，金红叶品牌包括唯洁雅、清风、真真，维达国际品牌包括得宝、维达。中顺洁柔品牌包括洁柔、太阳）

图表 16：生活用纸行业三个梯队分化明显



来源：中顺洁柔招股说明书，国金证券研究所

图表 17：先进设备造价高昂

	日本川之江公司	意大利 Acelli 公司	京龙机械刀株式会社	波兰 PMP 公司
报价 (万元/台)	3600-4800	5680	3920	4970
可实现产量 (万吨/年)	1.2-2	3	2.38	3
设备成本 (万元/万吨)	120-267	126	109	110
设备参数	车速 700-1400m/min, 幅宽 3400mm	-	车速 1500m/min, 幅宽为 3500mm	车速 1650m/min, 幅宽为 3565mm
可生产产品	面巾纸、卫生纸及厨房用纸等	面巾纸、卫生纸	抽取式面巾纸、厨房卷纸	面巾纸、卫生纸、纸抹布
交货周期	9 个月	8-10 个月	9 个月	9 个月

来源：百度文库，国金证券研究所

- **环保新政催化集中度持续提升。**与工业用纸相比，生活用纸企业多采取外购木浆制造，生产环节中只有抄纸会产生白水污染（不属于废水污染，吨纸耗水在 10 吨左右）。虽然整体污染程度明显好于工业用纸，但生活用纸的环保设施投入并少于工业用纸。根据我们的统计，生活用纸每吨新增产能环保投入在 100 万元以上，且近年来呈持续上升趋势，2017 年 5 月恒安（新疆）有限公司扩建项目的吨纸的环保投入已超过 400 万元。在高昂的环保设备费用投入面前，许多有意进行环保升级改造的中小企业也只能“望而却步”。“环保税”和“排污许可证制度”等制度的实施，使得中小生活用纸企业的环保压力空前。无法达到环保标准的企业，将面临累计罚款、限产甚至关停的处罚。资金和政策因素叠加，中小生活用纸企业将有极大概率面临大面积关停，加速落后产能淘汰持续推动集中度提升。

图表 18：生活用纸主要上市公司新建或扩建项目环保投入

项目时间	项目名称	新增产能（万吨）	项目总投资（万元）	环保投入（万元）	环保投入占比（%）	吨纸环保投入（万元）
2011 年 4 月	维达（新会）有限公司扩产项目	12.0	19760.0	1319.2	6.6	109.9
2014 年 11 月	恒安（重庆）有限公司扩产项目	12.0	56015.2	3685.8	6.6	307.2
2017 年 5 月	恒安（新疆）有限公司新建项目	5.0	25000.0	2080.0	8.3	416.0

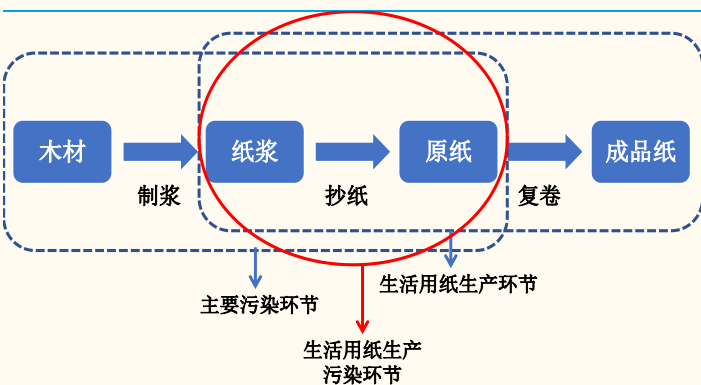
来源：各项目环境影响报告书，国金证券研究所

图表 19：环保新政内容

时间	政策名称	内容
2016.11.10	《控制污染物排放许可证实施方案》	企事业单位进行排污行为的唯一行政许可，其管理内容主要包括大气污染物、水污染物，并依法逐步纳入其他污染物，将按行业分步实现对固定污染源的全覆盖，并率先对火电、造纸行业企业核发排污许可证，通过建立“一企一证”将总量控制的主体由地方转向企业，实现与排污收费、环境影响评价的串联管理
2018.1.1	《环境保护税法》	将“排污费”改为“环保税”，以直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为纳税人，比“排污费”制度增加一档税收减免，各省份可根据具体情况上浮收费标准

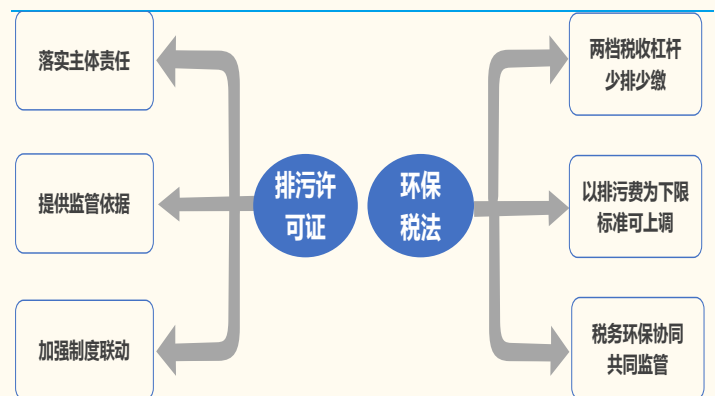
来源：国务院办公厅，中华人民共和国环境保护部，国金证券研究所

图表 20：抄纸是生活用纸生产的污染环节



来源：中国纸业网，中国污水处理工程网，国金证券研究所

图表 21：环保新政的主要作用



来源：国务院办公厅，中华人民共和国环境保护部，国金证券研究所

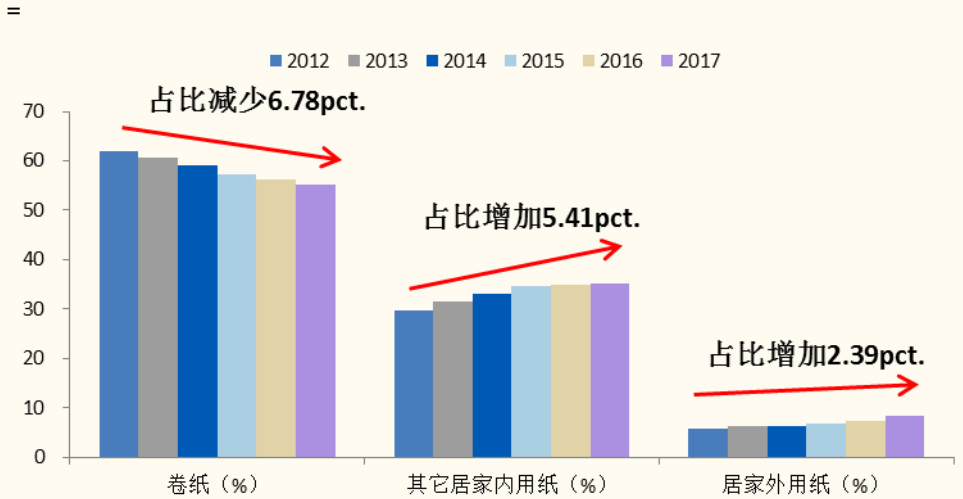
消费升级带动生活用纸需求多品类多维度扩张

消费结构升级，居家内用纸迎新增长点

- **卷纸已有被替代效应，未来居家外用纸可能成为新的增长点。**2017 年卷纸的消费量为 469.9 万吨，占总消费量的 56%，为目前我国生活用纸消费的重要细分纸种。但近年卷纸消费增速已明显放缓，且在生活用纸中占比也持续下降，2012-2017 年占比累计下降了 6.78pct.，表明卷纸之外的居家

内用纸已对卷纸开始有替代作用。另一方面，根据 RISI 的估计，2010-2016 年美国居家外用纸的年复合增速高达 2.2%，远高于居家内用纸 0.2% 的增速。因此，我们认为，未来卷纸对于生活用纸整体行业增长的贡献度将逐步下降，而随着对居民消费习惯的培育，居家外用纸或将成为我国生活用纸行业未来的重要增长点。

图表 22：其它居家内用纸对卷纸替代明显

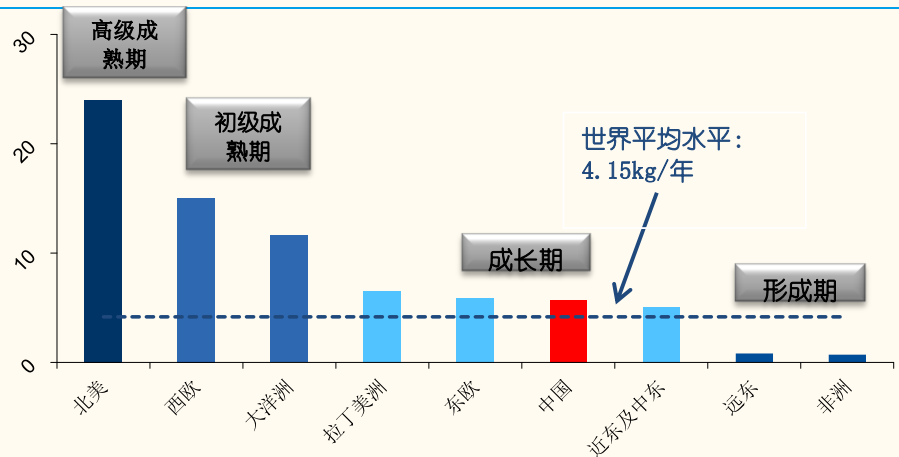


来源：中国造纸协会，国金证券研究所

人均消费水平潜力大，驱动三年三百亿增量

- 从人均消费水平看，国内市场增长潜力巨大。我国生活用纸消费量近年来增速维持在 6%-10% 的区间内，高于世界平均增速 1.25%，但是人均生活用纸消费量仍然处于较低水平，2017 年人均生活用纸消费仅为 6.1kg/年。与北美（人均 25kg/年）和西欧（13kg/年）等发达国家和地区相比，我国目前人均生活用纸消费量，仅处于初级成熟期地区的一半和处于高级成熟期地区的四分之一，生活用纸市场的增长潜力还很大。假设我国人均生活用纸一直维持当前的增长速度，仍需要 10 年才可以达到生活用纸初级成熟期的水平。

图表 23：不同生活用纸发展阶段人均消费量差异很大

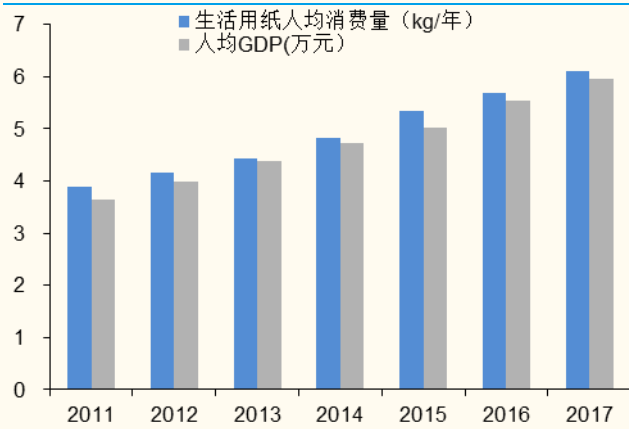


来源：RISI，国金证券研究所

- 人均生活用纸消费量与人均 GDP 水平高度正相关。由于人均 GDP 的上升将提高居民的消费能力和对卫生水平的要求，随着人均 GDP 的上升，人均生活用纸需求也会相应增加。统计结果显示，我国 2011-2016 年人均生活用纸消费量与人均 GDP 水平高度正相关，从世界范围看，人均 GDP 水平较高的国家和地区人均生活用纸消费量也越高。目前我国宏观经济总体发

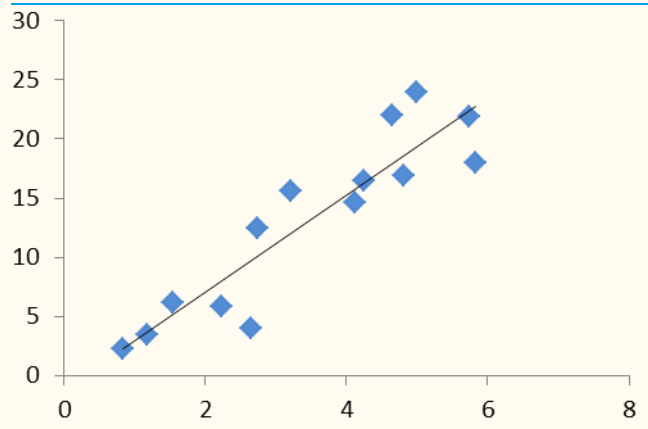
展平稳，人民生活水平稳步提高，未来几年内人均 GDP 将继续保持稳健的增长趋势，人均生活用纸消费水平也有望水涨船高。

图表 24：我国生活用纸人均消费量与人均 GDP 正相关



来源：中国造纸协会，国家统计局，国金证券研究所

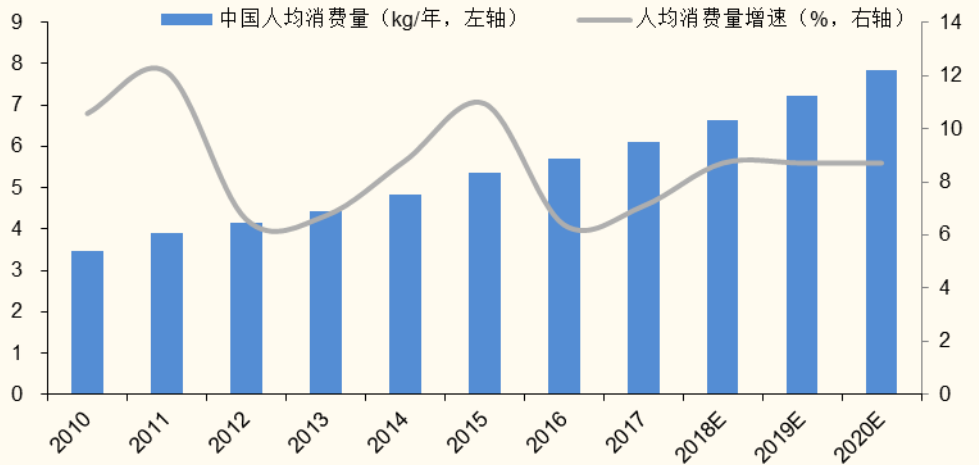
图表 25：世界主要国家生活用纸人均消费量与人均 GDP 正相关



来源：RISI, IMF, 国金证券研究所

- 基于人均消费量测算，我们预测到 2020 年国内生活用纸市场规模将突破 1,500 亿元
- 假设条件：
 - 假设 2018-2020 年中国人口增速为 0.54%，为近三年人口增速的均值；
 - 假设 2018-2020 年中国人均消费量增速为 8.71%，为近三年人均消费量增速的均值；

图表 26：中国生活用纸人均消费量及增速



来源：中国造纸协会，国家统计局，国金证券研究所

- 假设 2018-2020 前四大生活用纸用品吨纸均价保持不变，结合 2017 年给类纸品在生活用纸总体消费量中的占比测算，CR4 吨纸均价为 18,571.90 元/吨。同时，2017 年 CR4 的市占率为 28.30%，由此测算全行业吨纸均价应为 13,377.34 元/吨；

图表 27：生活用纸吨纸均价测算

	卷纸	抽纸	手帕纸	厨房用纸	合计
洁柔 (kg/元)	17.65	39.93	39.35	20.29	117.22
维达 (kg/元)	17.24	26.07	32.25	34.61	110.17
恒安 (kg/元)	14.57	20.07	33.31	25.00	92.95
金红叶 (kg/元)	13.62	18.57	29.18	23.30	84.67

均价 (kg/元)	15.77	26.16	33.52	25.80	101.25
吨纸均价 (元)	15768.75	26160.00	33522.50	25800.00	101251.25
CR4 吨纸均价 (元)	8830.50	6801.60	2681.80	258.00	18571.90
行业平均吨纸均价 (元)					13377.34

来源：洁柔京东自营店，中国造纸协会，国金证券研究所

- **市场规模测算：**结合人均生活用纸消费量、人口增长和吨纸均价，我们预计 2018-2020 年，国内生活用纸将新增超过 500 亿元的市场规模，到 2020 年整体规模突破 1,400 亿元。

图表 28：我国生活用纸市场规模测算

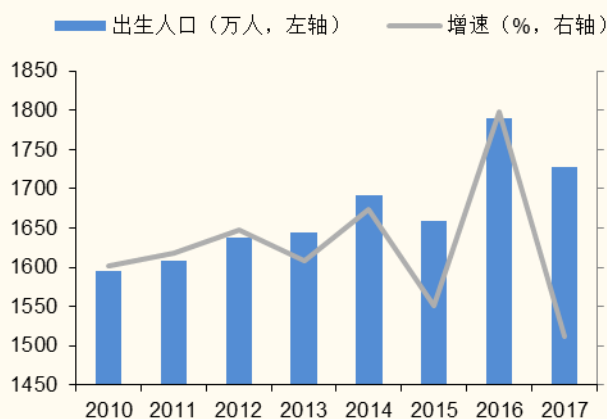
	中国人均消费量 (kg/年)	中国人口总数 (亿人)	中国总消费量 (万吨)	生活用纸市场规模 (亿)
2014	4.83	13.68	660.10	810.90
2015	5.35	13.75	736.00	881.70
2016	5.70	13.83	787.60	988.00
2017	6.10	13.90	851.00	1092.43
2018E	6.63	13.98	926.75	1189.67
2019E	7.21	14.05	1012.85	1300.20
2020E	7.84	14.13	1106.95	1421.00

来源：中国造纸协会，国家统计局，国金证券研究所测算

横向延伸至个人护理产品，将打造生活用纸行业新增长点

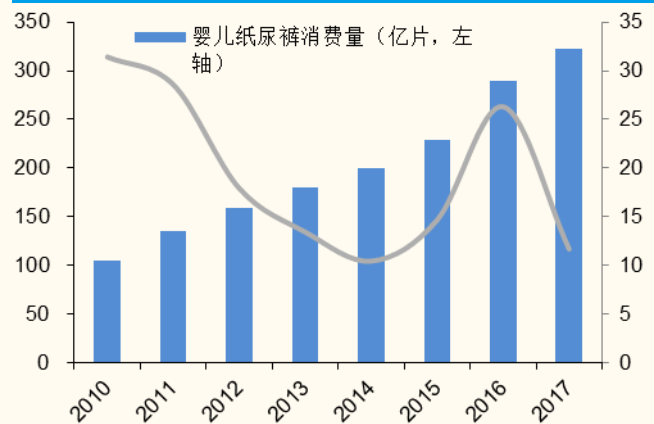
- **受益“全面二胎”，婴儿纸尿裤或加速扩张。**2017 年婴儿纸尿裤消费量 322 亿片，同比增加 11.42%，整体市场规模约为 550 亿元，渗透率为 59.60%，远低于欧美发达国家 90% 的水平。同时人均用量方面，我国仅为 3.2 片/天，也低于欧美发达国家的 5.6 片/天。由此判断，婴儿纸尿裤市场未来具有较大的发展空间。2014 年国家放开“单独二胎”政策，2016 年“全面二胎”政策出台。从数据上看两项政策出台后，我国出生人口总数再次进入 1,700 万人/年，与 2001 年的水平相当。我们认为，二胎政策的放开可能并不会使得出生人口大幅增长，但总体基数必将缓慢扩大，未来伴随婴儿纸尿裤渗透率的提升，行业规模高速增长预期不减。

图表 29：“二胎政策”将保障出生人口逐步扩大



来源：wind，国金证券研究所

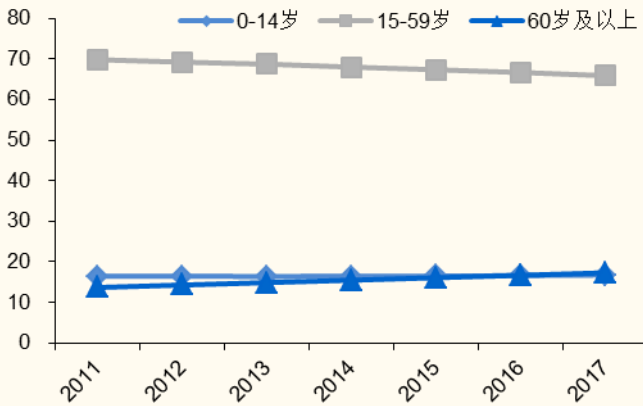
图表 30：婴儿纸尿裤销量情况



来源：中国生活用纸年鉴，国金证券研究所

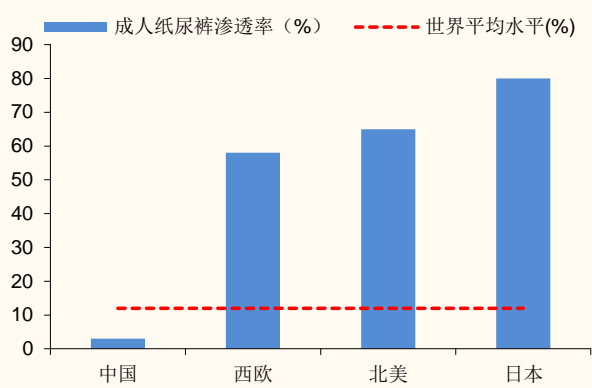
- **成人纸尿裤将是有望爆发的蓝海市场。**我国成人纸尿裤市场规模较小，2017 年市场规模为 47.70 亿元，市场渗透率为 3% 左右，远低于世界平均水平 12%。但是，随着老龄化程度的不断加深和人民生活水平的提升，成人纸尿裤行业极具发展潜力，有待全面爆发。根据全国老龄委办公室的估计，全国需要使用失禁用品的老人近 4000 万人，假设人均消耗纸尿裤 4 片/日，每片价格 1.5 元，渗透率达到世界平均水平 12%，则成人纸尿裤的市场规模可达 105 亿左右，是当前规模的三倍。

图表 31：我国老龄化程度加深



来源：国家统计局，国金证券研究所

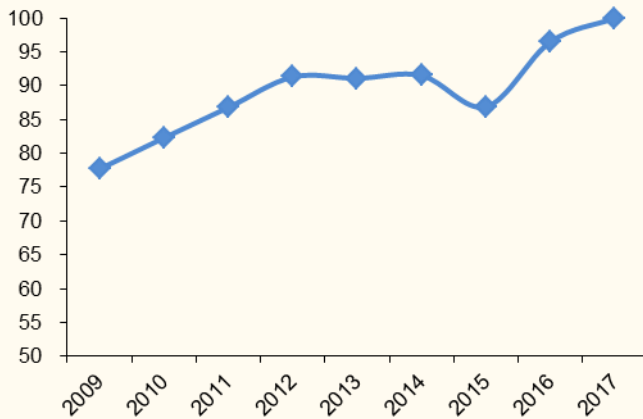
图表 32：成人纸尿裤渗透率远低于世界平均水平



来源：Global Information Research，国金证券研究所

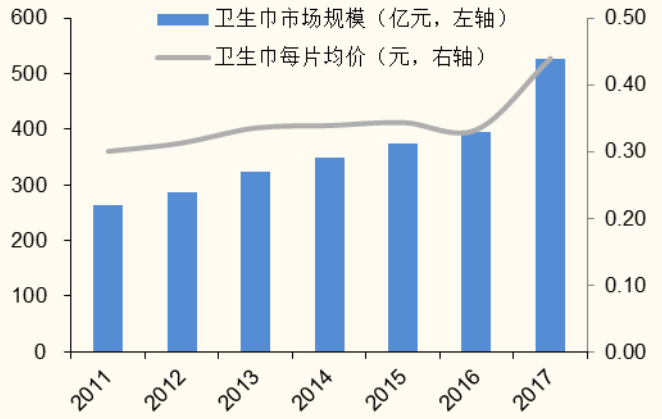
- 产品升级驱动女性卫生巾市场规模增加。**女性卫生巾市场是较为成熟的市场，2017 年市场渗透率已达 100%，但是行业依然保持着稳健的增长，2012-2017 年市场规模 CAGR 为 10.77%。我们认为，产品升级带来的单价提升是拉动行业规模增加的主要原因，2012-2015 年虽然卫生巾的渗透率有小幅下降，但受益价格上涨的提升，行业规模仍在稳步扩大，2016 年开始回复，2017 年行业再迎高速增长。未来随着居民收入水平的提高，消费者对卫生巾的品质要求会愈加严格，预计产品升级以及平均单价的提升将持续利好收入规模的提升，而品质低劣、单价低的产品将在激烈的竞争中逐渐退出市场。

图表 33：卫生巾渗透率已处于较高水平



来源：中国生活用纸年鉴，国金证券研究所

图表 34：女性护理产品市场规模及均价



来源：中国生活用纸年鉴，国金证券研究所

- 多家行业龙头公司都已涉足个人护理业务，行业进行横向扩张趋势明显。**生活用纸企业进入个人护理领域主要依靠两条途径：一是从零做起打造自有品牌，二是直接引进国外成熟品牌。恒安国际是打造自有品牌的代表，以卫生巾产品起家，在 1996 年就实现了个人护理业务全覆盖，目前个人护理业务的收入占比已高达 46.4%；维达国际 2012 年涉足个人护理业务，2014 年通过整合国际个人护理巨头爱生雅 (SCA) 的亚洲业务实现了个人护理业务的快速增长；中顺洁柔也曾在 2014 年试水个人护理产品，代销中山瑞德的纸尿裤产品菲比 (Fitti)。由此可见，进行横向品类扩张已成为生活用纸行业的主要发展趋势之一，在推动行业主要企业盈利能力提升的同时，也将成为行业未来全新的增长点。

图表 35：恒安国际各产品系列



来源：恒安国际官网，国金证券研究所

行业重点公司简析

图表 36：重点推荐公司盈利预测与估值

代码	公司简称	股价	市值 (亿元)	EPS			PE			PB	评级
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
002511.SZ	中顺洁柔	8.61	110.87	0.34	0.44	0.58	26	19	15	3.2	买入
1044.HK	恒安国际	53.75	648.26	3.30	3.73	4.28	15	14	12	3.4	增持
3331.HK	维达国际	12.90	154.13	0.54	0.63	0.80	24	21	16	1.7	增持

来源：wind，国金证券研究所，注：股价为 2018 年 12 月 18 日收盘价；中顺洁柔货币单位为人民币；恒安国际货币单位除 EPS 为人民币以外，其他项目均为港元；维达国际所有货币单位都为港元

中顺洁柔：高盈利新品推广顺利，“全渠道发展”红利释放

- **“推高毛利新品+主动提价”，毛利水平总体向好。**公司针对不同的细分市场制定了差异化的产品策略。为了抢占快速增长的低白度细分市场，公司在 2017 年上半年推出了“自然木”系列，采用 100%原生木浆的“自然木”系列继承了公司一贯的高端路线，价格高出同类产品 30%-40%。从 2017 年 10 月起，公司四次上调成品纸价格，累计上涨幅度在 15%左右。虽然去年年底以来木浆价格上涨幅度在 60%左右，但是公司通过实施“调价+推新品”两项措施基本可以对冲原材料价格上涨的压力，为全年业绩目标的实现打下坚实基础。我们看好高盈利新品对收入贡献继续增加。
- **“全渠道发展”优势显著，经销商持股再添业绩提升动力。**自 2015 年从金红叶引进了新营销团队，公司制定了“经销商渠道、直营渠道、电商渠道和商销渠道”四架马车并驾齐驱的发展战略，以期全方位提高市场占有率。具体来说，公司加强扩展空白网点、与重点卖场建立战略联盟关系、增加直营卖场的比例并建立专门的电商和商销团队管理线上平台和拓展商用业务。目前各渠道的拓展均成效显著，有效吸收了加速投放的产能。公司 2016 年 12 月收到经销商持股意向书并开始筹划经销商持股计划，彰显了经销商对公司发展的信心，有利于实现利益绑定、提高经销商的忠诚度，为经销商渠道的业绩增长再添有力保障。
- **产能加速投放，全国性生产布局进一步巩固。**截至 2017 年底，公司拥有产能 65 万吨，今年内还有湖北基地 12 万吨产能投放，并在未来保持每年 10 万吨以上的产能投放速度，产能的加速投放将缩小公司与恒安、维达和金红叶在产能上的差距，为公司的渠道下沉提供有力支撑，巩固公司全国性产业龙头的地位。
- **维持“买入”评级：**公司从事中高档生活用纸的生产和销售，产能投放和渠道建设将确保公司未来实现快速发展。我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.34/0.44/0.58 元（三年 CAGR 为 29%），对应 PE 分别为 26/19/15 倍，维持“买入”评级。

图表 37：中顺洁柔基本情况与盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,809	4,638	5,673	6,946	8,523
增长率（YoY, %）	29	22	22	22	23
净利润（百万元）	260	349	433	569	749
增长率（YoY, %）	195	34	24	32	32
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.52	0.46	0.34	0.44	0.58
净资产收益率（%）	9.7	11.5	12.2	14.5	16.9
PE(X)	39	35	26	19	15
PB(X)	3.7	4.1	3.1	2.8	2.5

来源：wind，国金证券研究所，注：2016、2017 年市盈率分别以当年最后一个交易日收盘价计算；2018 年-2020 年市盈率以 2018 年 12 月 18 日收盘价计算

恒安国际：管理优化、产品升级推动公司发展再加速

- **坚定不移推进全品类产品升级，推动各品类市占率继续领先。**公司是中国卫生用品行业的领跑企业，在 2000 年以前就实现了生活用纸和个人护理的全品类布局，先发优势明显，卫生用品整体市场份额居行业首位。目前公司正坚定不移地在全品类范围内进行产品升级，在纸巾领域进行新系列的开发以及包装、加工工艺的升级，在卫生巾领域坚持产品外观、功能上的创新，在纸尿裤领域进行品质的升级，随着当前快消行业逐步切换至品质消费阶段，我们看好产品升级策略推动公司在生活用纸、纸尿裤和卫生巾领域继续保持领先地位。
- **布局新渠道，“阿米巴”模式提效降费。**公司在 2012 年之前注重发展传统经销商渠道和现代渠道，2012 年以后着重加强电商和海外等新渠道的建设，一方面在电商渠道率先试水“微商”，以期实现低成本、精准的营销，另一方面于 2017 年 6 月收购马来西亚领先的卫生用品公司皇城集团，借助其在东南亚的销售网络将恒安产品推向东南亚市场。另外，公司在 2017 年 1 月开始推广“阿米巴”模式，将决策权下放到终端“平台化小团队”，激发了终端销售团队的活力与创造力，提效降费作用明显，未来有望继续驱动收入和业绩增长。
- **海内外产能布局日趋完善，先进产能持续支撑业绩增长。**公司在国内拥有 18 个生产基地和 40 余个生产公司，形成了“米字型”的全国性的生产布局，在国外也建成了印尼、马来西亚和俄罗斯三个生产基地。近年来公司产能加速投放，截止 2017 年末产能规模达到 130 万吨，今年上半年新增 6 万吨产能，预计全年产能将达到 142 万吨。另外，由于公司从创立以来购买的全部纸机均为幅宽大、转速高的进口新月型纸机，不仅产品成型效果好、生产效率高，而且降低了后续纸机更新换代的频率。我们看好公司先进产能持续增长对收入的推动作用。
- **首次给予“增持”评级。**公司产品、产能和渠道布局完善，管理优化和产品结构升级将推动公司发展再加速。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 RMB3.30/3.73/4.28 元（三年 CAGR 为 10.8%），给予公司 2019 年 PE 为 15 倍，对应目标价 HK\$63.4 元/股，首次给予“增持”评级。

图表 38：恒安国际基本情况与盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（RMB 百万元）	19,277	19,825	21,744	24,088	26,950
增长率（YoY, %）	(2.41)	2.84	9.68	10.78	11.88
净利润（RMB 百万元）	3,597	3,794	3,978	4,481	5,145
增长率（YoY, %）	9.90	1.06	4.84	12.66	14.82
每股收益（RMB 元/股）	2.98	3.15	3.30	3.73	4.28
净资产收益率（%）	24.4	23.6	22.4	22.4	22.9
PE (X)	17	23	15	14	12
PB(X)	4.2	5.3	3.4	3.0	2.7

来源：wind，国金证券研究所 注：2016、2017 年市盈率分别以当年最后一个交易日收盘价计算；2018 年-2020 年市盈率以 2018 年 12 月 18 日收盘价计算

维达国际：多元化产品策略显成效，海内外渠道齐发力

- **优化产品结构，推广国际个人护理品牌。**为了应对木浆价格的飙升，公司积极提升软抽、湿巾等高毛利产品的销量，并于 2017 年 7 月推出高附加值的新品“立体美”压花面纸。另一方面，公司继续推广从爱生雅引进的国际个人护理品牌，2018 年上半年个人护理收入占比已提升至 19.18%。公司的个人护理品牌具有国际化“基因”且品质广受赞誉，未来在“二胎政策”和“人口老龄化”的催化下有望持续提升市占率。
- **电商与商销渠道贡献提升，海内外渠道协同效应显现。**今年上半年，公司电商渠道收入延续稳健表现，收入占比提升至 22%，商销渠道的收入占比亦继续提升至 15%。另外，在“国际化”战略的指引下，公司加强海内外渠道的联动，一方面在国内利用线上线下的渠道推广高品质国际个人护理品牌，通过零售终端、电商平台和与养老院、医院等渠道的合作增强公司的失禁护理品牌、女性护理品牌和婴儿护理品牌的市场影响力，另一方面在利用海外渠道推动亚洲个人护理业务的发展并扩展纸巾业务，2017 年上半年公司于马来西亚推出 Drypers 的特别版产品和维达 VindaDeluxe 系列产品，深受市场欢迎，我们看好公司在海内外渠道的深耕，将为公司收入的增长增添强劲动力。
- **“米字型”布局得到完善，海外基地奠定业务拓展基础。**公司产能规模处于持续扩张中，拥有生活用纸产能 110 万吨，今年 Q3 阳江新增产能 6 万吨。同时，预计年底至明年 Q1 期间内，公司还将在湖北增加 12 万吨产能。公司已基本完成“米字型”生产布局，生产基地由大本营广东逐渐拓展至北京、四川、浙江、辽宁等地，覆盖华东、华中、华南、华西、华北和东北几大地区。公司的个人护理基地主要分布在海外，并于 2016 年底在国内投产了一条失禁护理产品的新生产线。公司遍布亚洲的产能布局可有效降低在业务拓展中运输费用的增加，增强在国内外市场的产品供应，为国际化的发展战略提供有力支撑。
- **维持“增持”评级：**公司产品定位中高档，境内外布局资源协同发展，我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 HK\$0.54/0.63/0.80 元（三年 CAGR 为 15.4%），对应 PE 分别为 24/21/16 倍，维持“增持”评级。

图表 39：维达国际基本情况与盈利预测

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12,057	13,486	14,767	16,200	17,763
增长率（YoY, %）	24.35	11.86	9.50	9.70	9.65
净利润（百万元）	654	621	650	757	953
增长率（YoY, %）	107.84	(4.98)	4.76	16.32	26.02
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.55	0.52	0.54	0.63	0.80
净资产收益率（%）	9.6	7.1	7.0	7.6	8.9
PE (X)	25	30	24	21	16
PB(X)	2.4	2.1	1.7	1.6	1.4

来源：wind，国金证券研究所 注：2016、2017 年市盈率分别以当年最后一个交易日收盘价计算；2018 年-2020 年市盈率以 2018 年 12 月 18 日收盘价计算

风险提示

宏观经济波动的风险

- 造纸行业是较为典型的周期性行业，行业景气程度与宏观经济密切相关。生活用纸行业属于造纸行业的子行业之一，由于直接面对终端消费者，又具备一定的消费属性。宏观经济的波动会对行业的供给和需求层面带来影响，从而影响行业发展和企业的经营绩效。

原材料价格上涨的风险

- 生活用纸行业最主要的原材料纸浆仍在相当大程度上依赖进口。国际纸浆供需失衡、贸易政策和汇率政策的不利变化，都有可能造成进口浆价的上涨，从而造成行业系统性的盈利能力下滑。

环保政策松动的风险

- 近年来，包括生活用纸行业在内的整个造纸行业，在环保政策持续高压等因素作用下，呈现明显的集中度提升趋势，总体有利于行业龙头。若未来环保政策出现反复或者松动，则已淘汰的落后产能可能恢复生产，行业竞争格局进一步恶化。

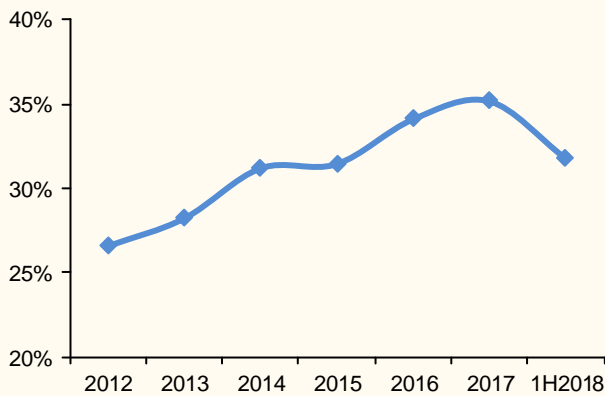
推荐标的市场拓展进度不及预期的风险

- 推荐标的中，中顺洁柔产品主要走高端路线，价格在行业内处于较高水平。而目前有待公司开发、渗透的空白市场主要集中在购买力相对偏低的四五线城市，对于高端生活用纸的需求度不高。在渠道下沉愈加深入的过程中，公司产品的高定位可能会对空白市场拓展形成阻碍，进而影响未来公司的业绩增长。

恒安国际卫生巾业务毛利率大幅下滑的风险

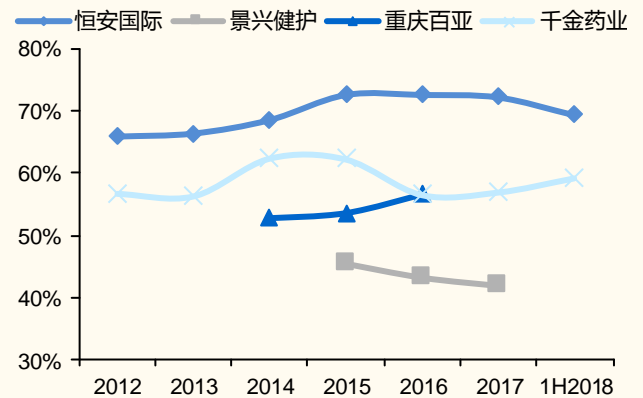
- 2018年上半年，公司的卫生巾产品贡献了31.8%的营收，毛利率约60%，显著高于纸巾等产品，是公司利润的重要来源。历史上，公司的卫生巾产品毛利率一直高于多数同业公司，而纸巾产品的毛利率则与同业公司相近，不能排除未来公司卫生巾业务毛利率大幅下滑的风险。

图表 40：恒安国际卫生巾产品在营收中占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 41：恒安国际卫生巾产品毛利率与同业对比

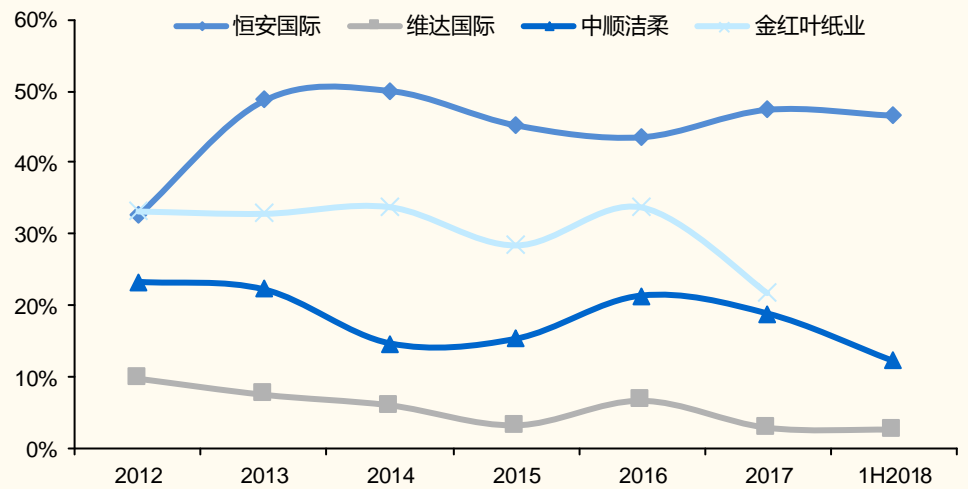


来源：wind，国金证券研究所

恒安国际资金缺口的风险

- 与同业相比，近年来公司的货币资金在总资产中的占比持续较高，而今年8月至12月，公司连续发行6期债券融资75亿人民币以补充运营资金。公司在货币资金相对充足的情况下仍然融资以补充运营资金，不排除未来公司出现资金缺口的可能。

图表 42：恒安国际货币资金占比同业比较



来源：wind，国金证券研究所

恒安国际单位产能投资额偏高的风险

- 目前几家主要生活用纸上市公司均处在新产能建设或新产能释放阶段。其中，维达新会扩产项目和恒安重庆扩产项目均新增 12 万吨产能，恒安项目投资额较维达高 2.83 倍，投产后可能因为折旧较高而影响公司毛利率水平。

图表 43：生活用纸主要上市公司新建或扩建项目环保投入

项目时间	项目名称	新增产能 (万吨)	项目总投资 (万元)	环保投入 (万元)	环保投入占比 (%)	吨纸环保投入 (万元)
2011 年 4 月	维达 (新会) 有限公司扩产项目	12.0	19760.0	1319.2	6.6	109.9
2014 年 11 月	恒安 (重庆) 有限公司扩产项目	12.0	56015.2	3685.8	6.6	307.2
2017 年 5 月	恒安 (新疆) 有限公司新建项目	5.0	25000.0	2080.0	8.3	416.0

来源：各项目环境影响报告书，国金证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH