

产品升级渠道优化 优质企业峥嵘初露



——中顺洁柔 (002511)

核心观点

❖ 营业收入稳步增加，经营业绩持续向好

中顺洁柔是生活用纸行业第一家 A 股上市公司，上市以来营业收入稳步增长，2010 年到 2016 年复合增长率为 13.53%。2017 年前三季度，中顺洁柔共计实现营业收入 33.52 亿元，同比增 22.29%，高于 2010-2016 年复合增长率。2016 年公司业绩迎来大幅增长，净利润同比增长 195.27%，2017 年 Q3 净利润超过了 9000 万元。

❖ “产品+营销+渠道+激励机制”多轮驱动，支撑业绩改善

公司目标群体定位明确，不断拓宽产品线，最新推出了“自然木”系列，存在一定的涨价空间。2015 年公司引进新的营销团队，对公司营销体系进行改革，加大营销投入，升级营销策略。公司加速渠道下沉，积极布局县乡两级市场，加快电商渠道建设。同时，公司已经推出员工持股计划，并有望推出经销商持股计划，完善激励机制，对业绩改善有支撑作用。

❖ 市场空间广阔，行业集中度有望提升，业绩改善具有可持续性

到 2020 年，国内生活用纸的市场规模有望达 1600 亿元，预计人均生活用纸量有望达 8 公斤。环保高压政策持续，供给侧改革加速，行业集中度进一步提升。国际木浆有望维持高位，中小企业利润空间受到挤压，龙头企业凭借规模效应，有望提升市场份额。公司产能持续扩大，2018 年新增 20 万吨产能，产能合计达 85 万吨，业绩改善有可持续性。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司是生活用纸行业龙头企业，随着产能的陆续释放，预计 2017-2019 年，营业收入 46.38 亿元、56.56 亿元、68.24 亿元，实现归属母公司的净利润 3.49 亿元、4.68 亿元、6.17 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.62 元、0.81 元，对应 2017-2019 年 P/E 分别为 32.26 倍、24.05 倍、18.23 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

❖ 风险提示：纸浆价格波动风险，汇率风险，安全生产风险。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	3809	4638	5656	6824
+/-%	29%	22%	22%	21%
净利润(百万)	260	349	468	617
+/-%	195%	34%	34%	32%
EPS(元)	0.34	0.46	0.62	0.81
P/E	43.22	32.26	24.05	18.23

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	轻工制造
报告时间	2018/3/26
前收盘价	14.54 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495651
yangouwen@cczq.com

👤 联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006
021-68595117
lindongyue@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2016 年以来经营业绩持续高速增长	4
1.1 发展历程：生活用纸行业首家上市公司	4
1.2 经营表现：2016 年起季度净利润倍增	5
二、多轮驱动支撑业绩改善	6
2.1 拓宽产品线，打造品牌形象	6
2.1.1 细分目标群体，产品推陈出新	6
2.1.2 迎合市场需求，调整产品结构	7
2.2 加大营销投入，升级营销策略	8
2.2.1 营销队伍扩容，投入加大	8
2.2.2 细化营销结构，升级营销策略	10
2.3 加速渠道下沉，扩大市场覆盖	10
2.4 绑定利益关联方，注入发展新动力	11
三、业绩改善具有可持续性	12
3.1 2020 年我国生活用纸市场规模有望达 1600 亿元	12
3.1.1 消费升级带动生活用纸市场规模扩大	12
3.1.2 人均生活用纸量有望提升至 8 公斤/年	13
3.2 行业集中度提升，竞争格局有望优化	14
3.2.1 供给侧改革，集中度有望提升	14
3.2.2 浆价高企，龙头企业具备成本优势	15
3.3 产能扩大，渗透率提升带来红利	16
3.4 行业竞争：崛起中的后起之秀	17
四、估值评级：生活用纸龙头，予以“增持评级”	18
4.1 关键假设	18
4.2 盈利预测	19
风险提示	19

图表目录

图 1:	中顺洁柔股权结构.....	5
图 2:	2010 年-2016 年营业收入 (百万元)	5
图 3:	2010 年-2017 年季度净利润 (百万元)	6
图 4:	卷纸和非卷纸毛利率(%)	8
图 5:	卷纸和非卷纸收入 (百万元)	8
图 6:	2011-2016 年营销人员数量和占总人数比例.....	9
图 7:	2011-2016 年营销费用 (百万元) 和增速.....	9
图 8:	中顺洁柔线下渠道建设分布.....	11
图 9:	我国 2007-2016 年人均 GDP (万元)	12
图 10:	生活用纸市场规模 (亿元)	13
图 11:	国内生活用纸产量和消费量 (万吨)	14
图 12:	我国生活用纸人均消耗量 (千克)	14
图 13:	国际浆价走势 (美元/吨)	16
图 14:	四大龙头 2013-2016 年营业收入 (亿元)	17
图 15:	四大龙头 2013-2016 年净利润 (亿元)	18
表格 1:	中顺洁柔发展历程.....	4
表格 2:	中顺洁柔产品线拓宽情况.....	7
表格 3:	中顺洁柔 2018 年内产能有望增至 85 万吨.....	17

一、2016 年以来经营业绩持续高速增长

1.1 发展历程：生活用纸行业首家上市公司

中顺洁柔是国内生活用纸行业第一家 A 股上市公司，总部位于广东中山，是国内生活用纸行业四大巨头（洁柔、恒安、金红叶和维达）之一。公司在广东中山、江门、云浮、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山建有七大生产基地，销售网络辐射华东、华南、华西、华北、华中和港澳六大区域，产品同时远销东南亚、中东等海外市场。

中顺洁柔主要生产和销售高档生活用纸，产品线涵盖卷纸、手帕纸、软抽纸等，研发能力良好，品牌知名度高，目前已形成全国性的产能覆盖和营销网络。公司拥有洁柔、C&S 国际和太阳三大主要品牌，分别以高端品位、国际版、暖万家为品牌定位。

公司自上市以来，经历了公司制改革、上市、拓宽产品线和发展海外市场等众多关键节点，发展历程如下：

表格 1. 中顺洁柔发展历程

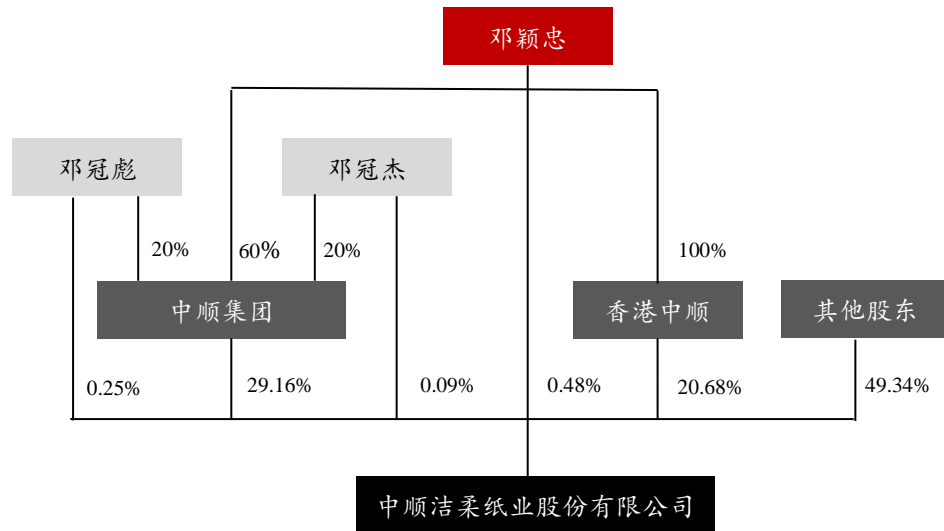
时间	事件
1999.05	公司前身中顺纸业成立
2008.12	中顺纸业有限责任公司更名为中顺洁柔股份有限公司
2010.10	登陆深圳中小板
2012.08	成立全资子公司中顺洁柔（云浮）纸业有限公司，拓宽高档生活用纸产品线
2013.08	中顺洁柔（香港）有限责任公司在澳门设立全资子公司，扩张海外业务

资料来源：wind，川财证券研究所

公司自 2010 年 11 月份上市以来，股权结构稳定，公司的控股股东和实际控制人为邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰。邓颖忠与其余两人为父子关系，邓氏家族是公司的实际控制人，持股比例达 50.36%。

截至到 17 年 6 月 30 日，广东中顺纸业集团有限公司（中顺集团）和中顺公司（香港中顺）合计持有 2.518 亿股，占公司总股份的 50%，近 6 年持股比例较为稳定，为公司的平稳发展提供了坚实保障。

图 1：中顺洁柔股权结构

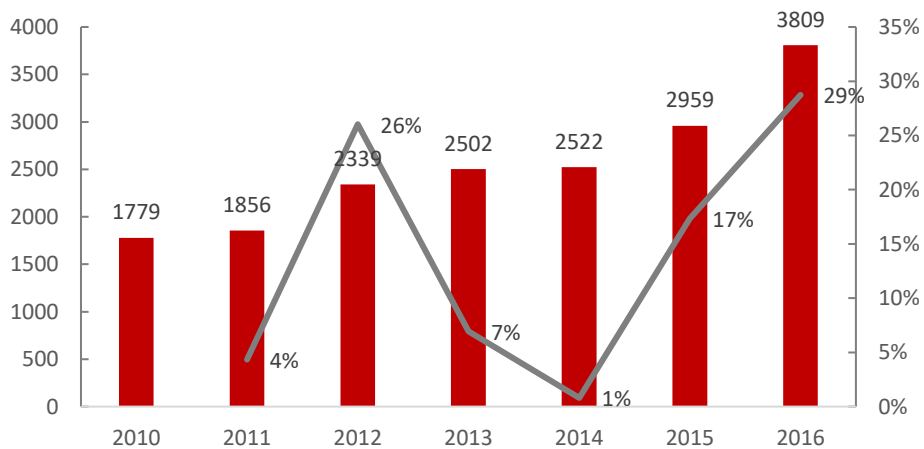


资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 经营表现：2016 年起季度净利润倍增

公司 2010 年成功上市，当年共计实现营业收入 17.79 亿元，到 2016 年营业收入增长至 38.06 亿元，六年来营业收入稳步增长，年复合增长率 13.53%。2017 年前三季度，中顺洁柔共计实现营业收入 33.52 亿元，同比增 22.29%，高于年复合增长率。

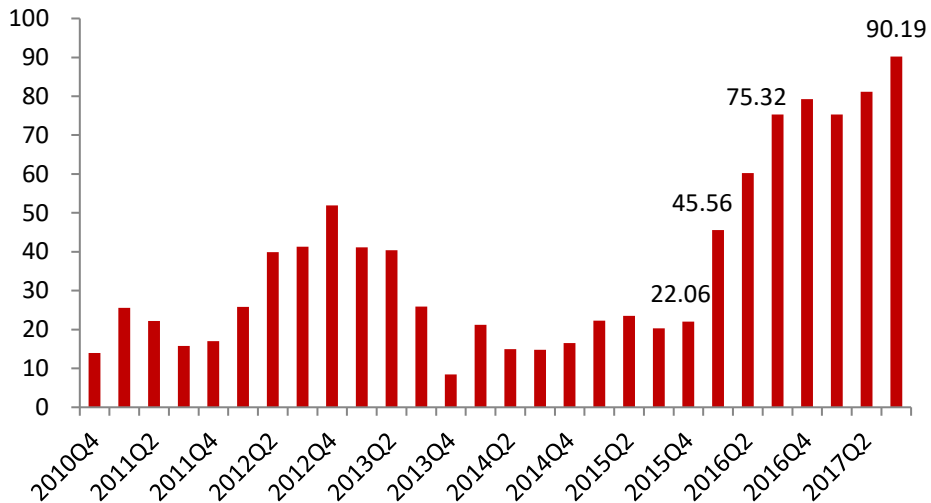
图 2：2010 年-2016 年营业收入（百万元）



资料来源：wind, 川财证券研究所

2016 年一季度开始公司净利润大幅增长，四个季度分别实现净利润 4545 万元、6025 万元、7532 万元和 7928 万元，全年共计实现净利润 2.60 亿元。2017 年前三季度，分别实现净利润 7500 万元、8100 万元和 9000 万元。

图 3：2010 年-2017 年季度净利润（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

从营收和利润数据来看，中顺洁柔在 2016 年迎来了业绩拐点。2014 年和 2015 年归属于上市公司股东的净利润分别为 0.67 亿元和 0.88 亿元，增速为 30.67%。2016 年中顺洁柔营业收入同比增长 28.74%，净利润同比增长 195.27%。

2017 年前三季度，公司净利润继续维持稳中有升的格局，盈利情况良好。为何公司 2016 年 Q1 开始业绩大幅改善，近几个季度以来的高盈利水平能否持续，未来是否还有继续提升的空间，对此我们研究如下。

二、多轮驱动支撑业绩改善

2.1 拓宽产品线，打造品牌形象

2.1.1 细分目标群体，产品推陈出新

中顺洁柔拥有丰富的产品线，目前产品品类聚焦在卷纸、无芯卷纸、软抽、纸手帕、湿巾五大类，旗下拥有洁柔、C&S 国际和太阳三大主要品牌，洁柔凭借其高质量面向高端用户，C&S 国际侧重海外市场，而太阳则针对数量广阔的

中端消费群体。

公司对不同的产品进行了定位细分，针对不同的目标群体，产品的定价模式存在差异化，以应对不同消费者的需求，以此获取更多的市场份额。与此同时，作为生活用纸行业龙头之一，中顺洁柔拥有强大的产品研发能力和先进的生产工艺，先后引进奥地利、德国等国的先进造纸设备以及加工设备。

在先进技术的支撑下，公司生产效能不断提升，产品线加速拓宽。2015 年以来，中顺洁柔产品创新持续不断，新产品盈利能力更高，“自然木”系列价格比一般产品高出 30% 到 40%。

与此同时，2017 年 10 月以来，公司在终端销售改善的基础上提价，2018 年 1 月再次提价，预计累计调价幅度在 15% 左右，终端价格调整也将为公司的收入增长提供坚实支撑。

表格 2. 中顺洁柔产品线拓宽情况

年份	产品
2015	“敞篷式开口”软抽、洁柔 baby face 系列软抽、量贩包软抽、无香系列软抽
2016	以洁柔黑白 face、lotion 系列为主打，进一步细分品牌位
2017	推出洁柔“自然木”系列(黄色生活用纸), 主打“环保、健康”主题

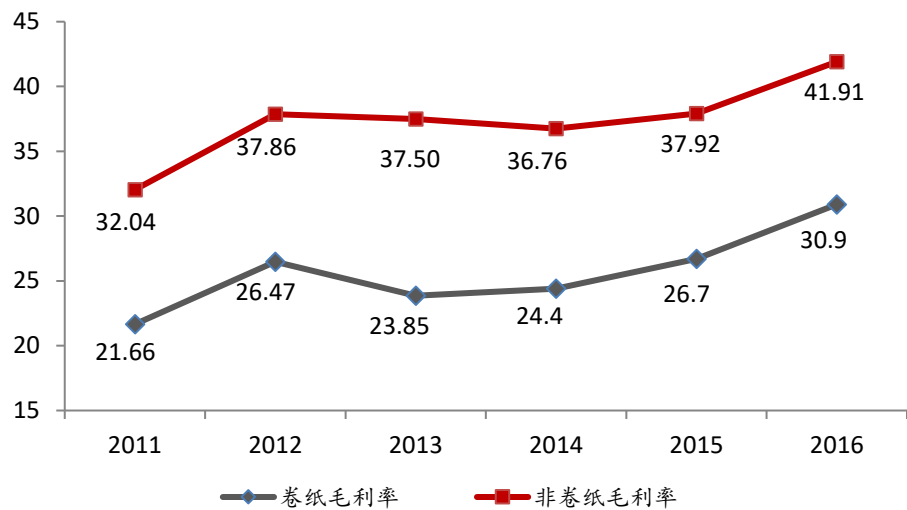
资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.1.2 迎合市场需求，调整产品结构

目前公司高档面巾纸品牌形象良好，市场占有率较高，尤其是 FACE 和 LOTION 系列在市场上拥有较高的知名度和影响力。公司非卷纸的附加值高于卷纸附加值，过去六年卷纸的平均毛利率仅为 25.66%，而非卷纸的平均毛利率为 37.33%，并且非卷纸毛利率还在不断提升，2016 年已经达到了 41.19%。

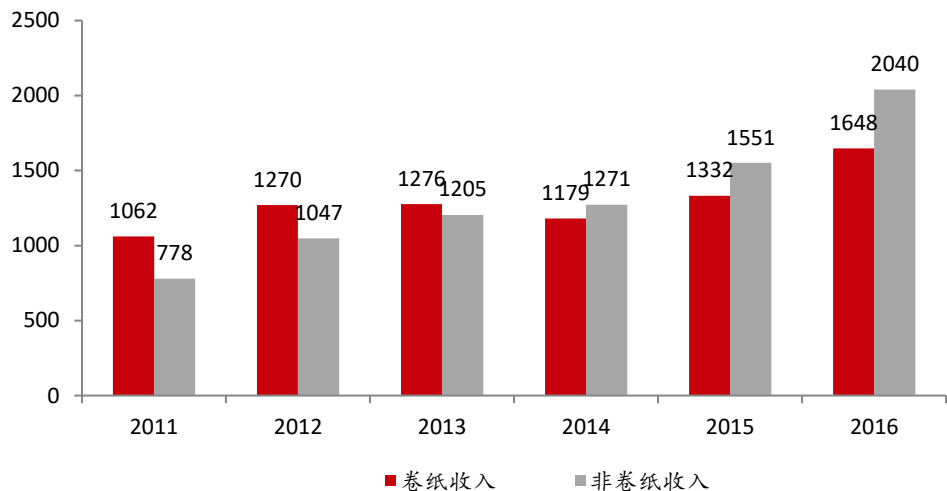
因此公司不断调整产品结构，大力发展非卷纸业务，2016 年卷纸类业务实现收入 16.48 亿，占比 46.7%，非卷纸类业务实现收入 20.40 亿，占比 48.5%，非卷纸收入增幅高于卷纸。

图 4：卷纸和非卷纸毛利率(%)



资料来源：wind，川财证券研究所

图 5：卷纸和非卷纸收入（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

2.2 加大营销投入，升级营销策略

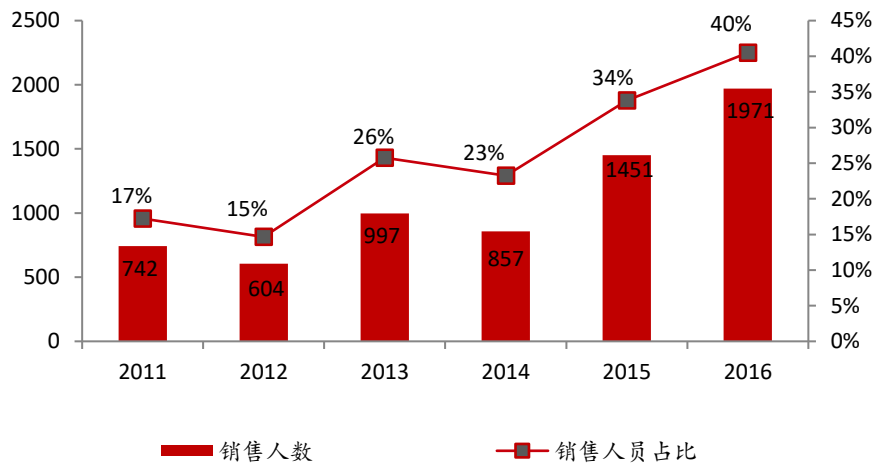
2.2.1 营销队伍扩容，投入加大

营销团队规模的扩大，是销售收入增加的有力保障，更大规模的一线销售人员提高了产品渗透率，对提升销售业绩作用极大。在营销人员数量持续增加的同时，中顺洁柔的销售费用投入力度也在增加，2015年和2016年的销售费用分

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

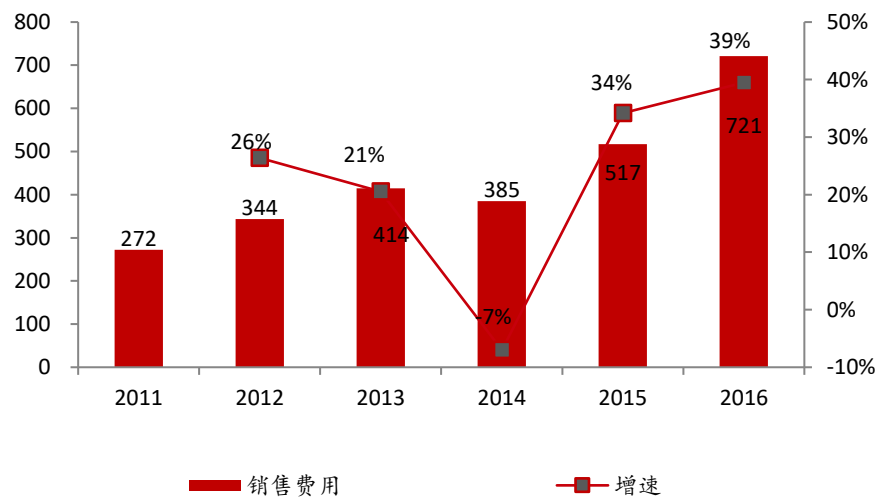
别为 5.17 亿元和 7.21 亿元，增速分别为 34.20%和 39.48%，2016 年销售费用同比增加了 2 亿元。营销投入力度的加大，使得销售规模大幅扩大。

图 6：2011-2016 年营销人员数量和占总人数比例



资料来源：wind，川财证券研究所

图 7：2011-2016 年营销费用（百万元）和增速



资料来源：wind，川财证券研究所

2.2.2 细化营销结构，升级营销策略

公司改造并细化了营销结构，将原先的“总部--大区经理--销售经理”营销链升级为“总部--大区经理--省级负责人--营业所--城市经理--业务员”，通过延长营销链条，细化营销结构，建立制度更规范、人员配合更完备的营销层级，各层级承担不同的职责，形成上下游之间的有效联动，保障营销策略的高效执行。

新的营销团队从 2016 年开始对产品营销策略进行了持续升级，将营销定位重点放在市场影响力大的高端产品“Face”和“Lotion”系列，同时对产品线进行了升级和延长，比如除了传统包装以外，还有量贩装等。此外，营销理念也更加先进，概念营销等手段的运用如鱼得水，比如推出了男士专属的古龙水香款抽纸等。

通过建立清晰的市场战略，采取差异化营销战略，公司对中高端产品和特定细分市场产品采取不同的营销策略，形成差异化的产品竞争优势，提升品牌的美誉度，从而扩大产品销量。

2.3 加速渠道下沉，扩大市场覆盖

由于城乡居民生活水平提升，消费升级持续，高品质的生活用纸需求不断扩大。但是，由于公司的产品定位相对高端，原先营销渠道下沉力度有限，与竞争对手金红叶和恒安国际相比，渠道方面相对弱势。公司产品销售原以经销为主，经销商区域性强，经营范围和服务能力有限。

因此，公司选择将部分经销商渠道转为直营，通过建立与沃尔玛、家乐福和永辉超市等大型连锁商超的紧密合作，改造线下的销售渠道，加强在大型卖场的直营体系的建设。

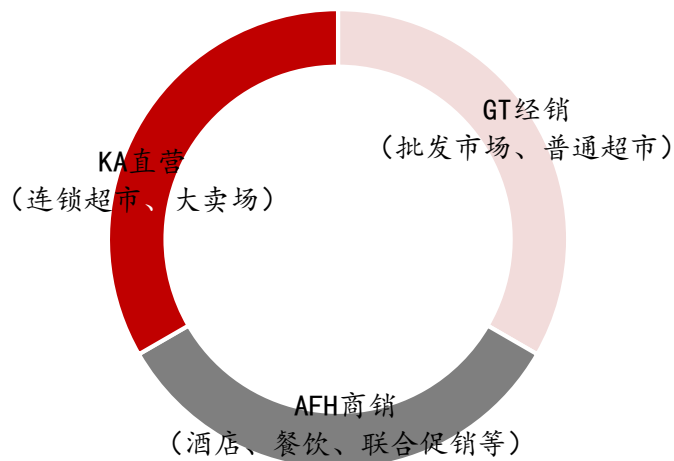
同时，公司采取加大营销网络覆盖面的策略，销售渠道下沉到全国绝大部分地（县）级城市，采取直销到县、分销到镇的渠道下沉策略。渠道下沉的重要作用在于，能够快速打开县乡一级的广袤市场，凭借突出的产品质量争取到更多的市场份额。目前公司经销商的数量已有 1700 多家，相比 2016 年增加 700 家，覆盖城市 1000 多个。

电商渠道目前成为了公司的重要销售渠道，公司配备相应的物流系统和专门的电商服务团队，加大在天猫、京东等电商平台的投入，通过对线上渠道的优化整合，完善线上销售渠道，组建专业的线上运营团队，强化日常的运营管理，以匹配线上需求的扩张。2017 年前三季度电商端销售增速在 40%左右。

2017 年 12 月，公司与中山市共享纸巾网络科技有限公司签订了《战略合作意

向书》，共享科技拥有全国最大的共享纸巾销售渠道，双方将共同开拓生活用纸市场。中顺洁柔将成为共享科技在中国内地及港澳地区共享纸巾渠道的独家纸巾供应商，负责按照共享科技的需求直接向其供应纸巾，预计每年订购不少于 1 亿包的手帕纸。

图 8：中顺洁柔线下渠道建设分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.4 绑定利益关联方，注入发展新动力

为提升管理人员专业水平与公司经营业绩的关联性，公司首次推出员工持股计划，拟筹集资金总额上限为 1 亿元。员工持股计划将对参与员工设置业绩考核目标，建立长效约束机制，提升管理层凝聚力，为公司长期发展注入动力。

2017 年 8 月，公司出炉第一期员工持股计划，实际持有人为 9 人，其中包括公司营销副总裁刘金锋，新晋副总经理、董秘周启超，以及其他核心骨干人员 5 人。截至 2017 年 12 月，“云南信托·中顺洁柔 1 号集合资金信托计划”已通过二级市场累计购买 1665.31 万股公司股票，占总股本的 2.20%，成交金额合计 2.29 亿元，成交均价约为 13.77 元/股，锁定期为 1 年。

继公司员工持股完成之后，2017 年 12 月，公司发布公告称收到部分经销商的持股意向书，此举充分展示了经销商对公司终端销售增长的信心，同时将进一步绑定公司上下利益，再添新发展动力。公司将与相关经销商商讨具体细节，并分析该持股计划的可行性。经销商持股计划持有的股票总数累计不超过公司股本总额的 5%，单个经销商所获股份权益对应的股票总数累计不

超过公司股本总额 1%。

三、业绩改善具有可持续性

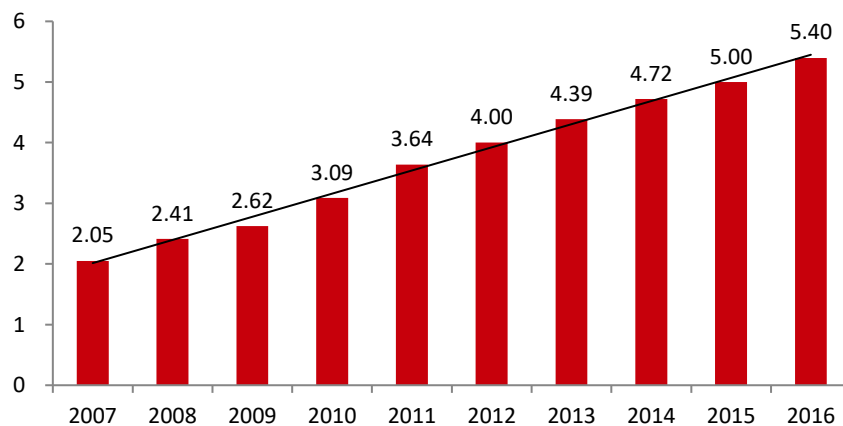
3.1 2020 年我国生活用纸市场规模有望达 1600 亿元

3.1.1 消费升级带动生活用纸市场规模扩大

生活用纸是指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸，包括卷筒卫生纸、抽取式卫生纸、盒装面纸、袖珍面纸、手帕纸、餐巾纸、厨房用纸、湿巾等。作为与人们日常生活联系最为紧密的纸制品，生活用纸具有较强的需求刚性。

生活用纸的人均消费量和品质要求与该国人均 GDP 正相关，随着居民消费需求和消费能力的演进，生活用纸的需求量和需求结构在不断改变：当经济处于欠发达时期，居民消费能力不足，大多数人只愿以低廉价格购买最低的必须消费量；当人均 GDP 上升时，人们生活质量改善，愿意并负担得起更高端的生活用纸消费，使得人均生活用纸消费量快速增加，同时高端产品的结构占比不断扩大。

图 9：我国 2007-2016 年人均 GDP（万元）



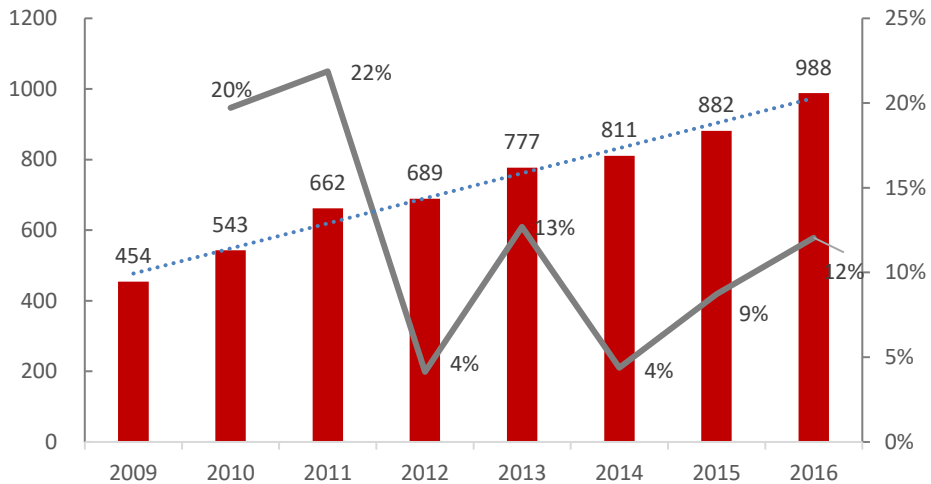
资料来源：中国生活用纸年鉴，川财证券研究所

国内生活用纸 2009 年市场规模为 453.70 亿元，2016 年市场规模扩大为 988.00 亿元，年复合增长率 13.85%，按此增速，到 2020 年预计总体市场规

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

模有望达到 1600 亿元。

图 10：生活用纸市场规模（亿元）



资料来源：中国生活用纸年鉴，川财证券研究所

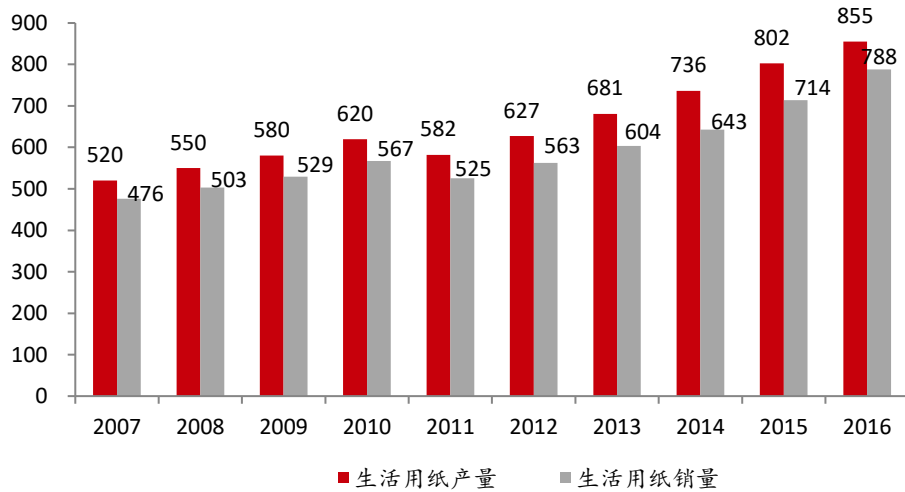
3.1.2 人均生活用纸量有望提升至 8 公斤/年

据锐思 (RISI) 统计，2016 年全球生活用纸市场总消费量约 3600 万吨，中国占全球生活用纸消费额的 1/5，从 2014 年起超越西欧成为全球第二大消费区域市场。2010-2016 年间，我国生活用纸产量由 525 万吨增至 855 万吨，年复合增长率为 8.5%；消费量由 484 万吨增至 788 万吨，年复合增长率为 8.5%。

尽管我国生活用纸市场空间广阔，但是人均消费量并不高，存在较大的增长潜力。瑞典年人均生活用纸量最高，达到了 24 公斤，美国其次，为 21.9 公斤。亚洲前三位为韩国、日本和中国台湾，年消费量分别为 19.7 公斤、13.8 公斤和 10.1 公斤。国内目前人均生活用纸量在 6 公斤左右，我国 2007 到 2016 年人均生活用纸量年复合增长率约为 8.66%，按此增速，预计到 2020 年我国人均生活用纸量将达到 8 公斤。

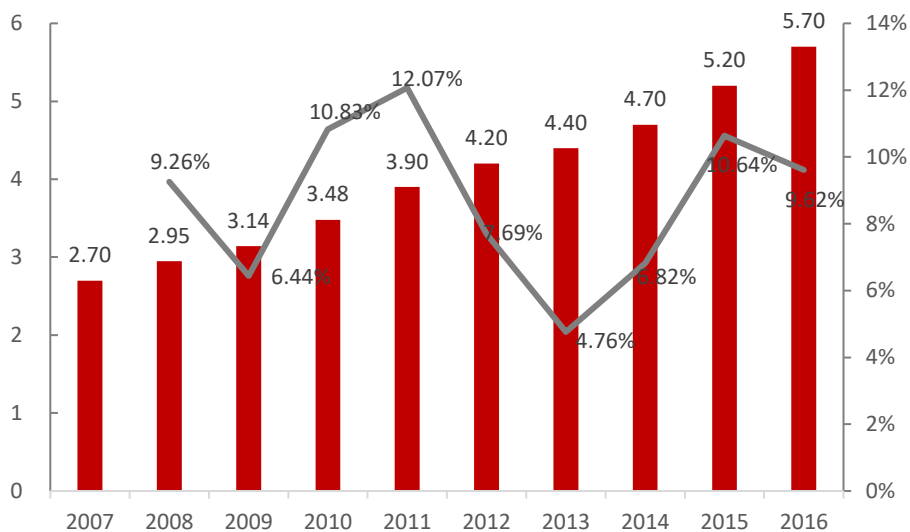
未来生活用纸用量的增长点在于，高档全木浆产品取代非木浆产品，以及三、四线城市及农村市场渗透率提升。目前，生活用纸渗透率远低于其他快消品，中国生活用纸渗透率不到 30%，远低于其他快消品，如啤酒和方便面等(60%)，人均 GDP 的增长将提高生活用纸渗透率，进一步释放市场潜力。

图 11：国内生活用纸产量和消费量（万吨）



资料来源：中国生活用纸年鉴，川财证券研究所

图 12：我国生活用纸人均消耗量（千克）



资料来源：中国生活用纸年鉴，川财证券研究所

3.2 行业集中度提升，竞争格局有望优化

3.2.1 供给侧改革，集中度有望提升

目前生活用纸行业相对成熟，竞争格局趋于稳定。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会 2015 年 5 月发布《中国生活用纸行业状况和发展趋势》，前十五家企业合计份额约 50%。恒安集团、维达国际、APP 金红叶和中顺洁柔作为

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

我国生活用纸行业的四大龙头公司，市场占有率从 2010 年的 25.5% 上升到 2016 年的 38.3%，而国外前四大龙头企业的市占率基本达 60% 以上，因此国内市场集中度仍有较大提高空间。

2016 年开始，我国环保力度加大，造纸业作为重污染行业，受到了严格的清理和督查，中小造纸企业因为环保不达标而关闭停产，生活用纸制造业同样受到了冲击，生活用纸行业产能短期内有所收缩。

在严厉的环保督查下，生活用纸业正在加速迎来供给侧改革，中小企业逐步在高压政策下被淘汰，环保排污标准高，资金实力雄厚的规模企业在经历行业洗牌后能够存活下来，供给侧改革提升了行业集中度。

在行业产能相对过剩、环保清查力度趋严的背景下，龙头企业将通过挤压中小企业的生存空间来获得持续发展的机会。随着消费者对健康生活品质要求的提升，对产品质量和品牌的选择也更加挑剔，龙头企业凭借其一流的技术设备、高质量的产品和领先的营销策略，有望率先满足市场多层次和差异化的产品需求，获取更高的市场份额。

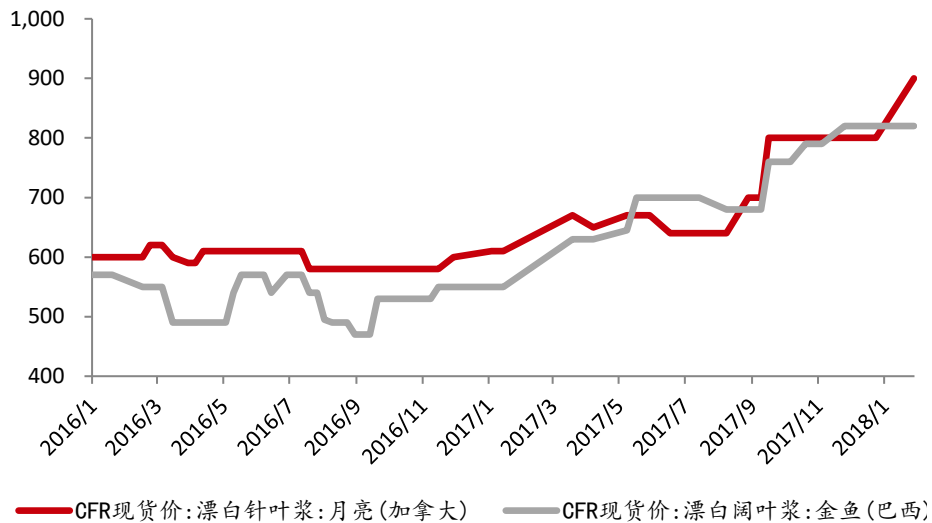
3.2.2 浆价高企，龙头企业具备成本优势

生活用纸是终端消费品，价格较低且具备一定粘性。木浆是生活用纸的最主要原材料，占成本 60% 到 65% 左右，2016 年全球纸浆价格持续低迷，造纸行业因此持续景气，中顺洁柔利润大幅增长。

2017 年以来，浆价持续回升。根据中国浆纸数据，加拿大进口的漂白针叶浆从 2017 年年初的 600 美元/吨左右上涨至目前的 900 美元/吨左右，同期巴西进口的阔叶浆从 550 美元/吨涨至 820 美元/吨。

从目前全球木浆市场的生产格局来看，2018 年新增产能有限，寡头格局有望继续加强，定价权继续被国外行业龙头掌握。因此，我们判断 2018 年，木浆供需格局较为稳定，浆价预计将维持高位。浆价高企，提升了中小企业成本，利润空间遭到挤压。龙头企业凭借规模优势和良好的成本管控能力，成本端受到的影响相对较小，具备一定优势。

图 13：国际浆价走势（美元/吨）



资料来源：wind，川财证券研究所

3.3 产能扩大，渗透率提升带来红利

为满足消费者多元化和多层次的消费需求，公司不断更新升级产品包装，并陆续推出新产品，如可有效去除 99.9% 的细菌并可直接丢弃、易冲散的洁柔湿厕纸，100% 进口原生木浆自然木低白度纸，“可湿水面纸”和“可锁水面纸”软抽和手帕纸，超迷你便携式手帕纸，软抽创新易开口系列产品等。

由于近两年产品销量快速增长，公司加快产能布局，公司新增云浮 12 万吨、唐山 2.5 万吨产能建设，以满足华南部分区域和华北、东北等地的产能需求，全部投产后公司总产能将达到 65 万吨。2019 年公司在四川预计投产 5 万吨新产能。

自此，公司七大生产基地分布国内各大区域，串联全国各地多家商贸公司和 1200 多个经销商的营销网络，构筑了一个点线面结合、覆盖全国的全方位生产和销售网络，产品覆盖全国近 2000 个城市，产品生产与客户距离更近，降低了运输成本，供货和补货更加及时，提高了销售效率。

表格 3. 中顺洁柔 2018 年内产能有望增至 85 万吨

	2016 年	2017 年	2018 年新增	2018 年合计
广东江门	16.7			16.7
广东云浮	12	12		24
浙江嘉兴	3.8			3.8
湖北孝感	2.5		20	22.5
四川成都	13			13
河北唐山	2.5	2.5		5
合计	50.5	14.5	20	85

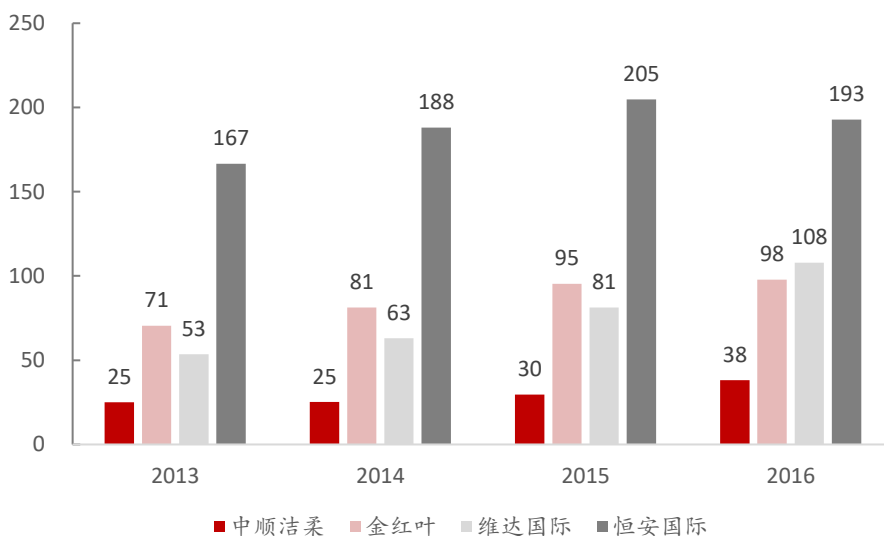
资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.4 行业竞争：崛起中的后起之秀

公司主要竞争对手为恒安国际、维达国际和金红叶。其中恒安国际和维达国际分别于 1998 年、2007 年在香港上市，金红叶尚未上市。2016 年我国生活用纸市场规模为 988 亿元，恒安国际、维达国际、金红叶的市占率分别为 9.2%，9.1%，9.9%，中顺洁柔在生活用纸四大行业龙头中市占率最低，为 3.9%。

从营业收入看，中顺洁柔 2016 年营业收入 38.1 亿元，恒安国际、维达国际、金红叶三者 2016 年生活用纸业务营收分别为 90.7 亿元、89.7 亿元、97.9 亿元，规模均为中顺洁柔的 2.5 倍左右。但从增速看，中顺洁柔由于体量相对较小，发展更为迅速，2016 年增速为 28.7%，近两年恒安国际和金红叶营收增长则显著放缓。

图 14：四大龙头 2013-2016 年营业收入（亿元）



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

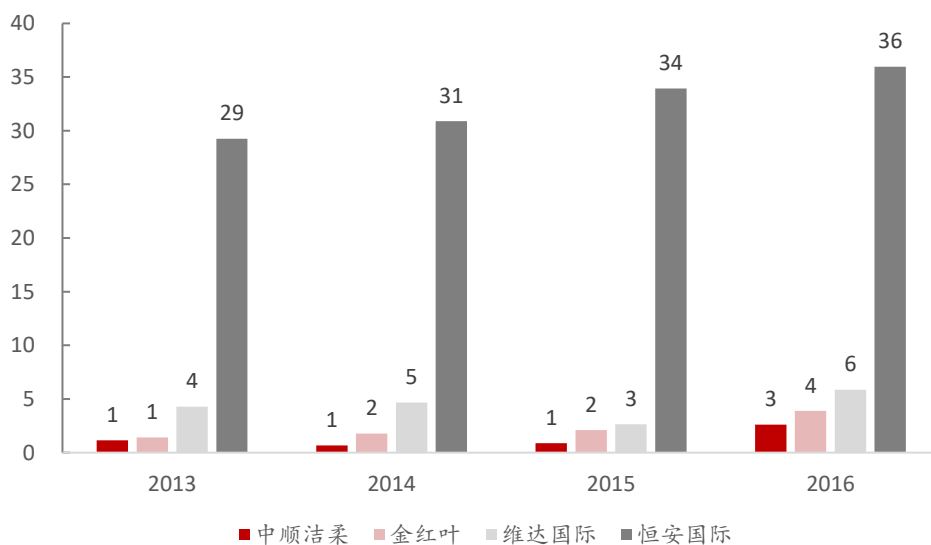
最近几年，中顺洁柔毛利率稳中有升，2017 年前三季度为 35.76%，位居四大龙头之首，恒安约为 35%，维达约为 30%，金红叶毛利率低于 30%。

净利方面，恒安净利率为 18.56%，维达净利率为 4.58%，金红叶的净利率为 2.32%，2017 年前三季度中顺洁柔净利率达到了 7.36%。恒安国际远领先于其他三家，是因为恒安国际的卫生巾、纸尿裤等产品净利率较高，这些产品在恒安的产品比例中占比较大。就生活用纸而言，中顺洁柔由于产品定位相对高端，净利率高于维达和金红叶。

中顺洁柔在产能方面也在迎头赶上，恒安国际、维达国际、金红叶产能分别为 114 万吨、104 万吨、132 万吨，中顺洁柔到 2018 年总产能将达到 85 万吨，与前三家企业之间的产能差距正在快速的缩小。

因此，我们判断，作为 A 股唯一的上市生活用纸企业，尽管目前行业排名第四，但是与前三名之间的差距正在逐步缩小，且中顺洁柔产品定位高端，盈利能力较为突出，企业体量之间的鸿沟正在被快速弥补。

图 15：四大龙头 2013-2016 年净利润（亿元）



资料来源：wind，川财证券研究所

四、估值评级：生活用纸龙头，予以“增持评级”

4.1 关键假设

成本方面，公司已建立了全球性的采购网络，对加拿大、美国、巴西等多个国

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

家以及国内均有采购，公司通过与生产规模大、林木资源储备丰富和生产技术先进的大型纸浆供应商签订长期供货合同以保证原材料采购稳定，预计成本不会大幅上涨。

产品方面，公司产品定位相对高端，受益于消费升级，产品具备一定的提价空间，产品不断推陈出新，去年推出“自然木”系列新产品，拥有较高的毛利，我们判断未来公司的产品价格将呈现稳中有升的格局，预计产品有 5%到 10%的提价空间。

产能方面，随着河北唐山和广东云浮的生产基地于投入使用，公司产能稳步提升，2018 年湖北孝感 20 万吨新产能投放，2019 年四川预计投产 5 万吨新产能。

4.2 盈利预测

预计 2017-2019 年，营业收入 46.38 亿元、56.56 亿元、68.24 亿元，实现归属母公司的净利润 3.49 亿元、4.68 亿元、6.17 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.62 元、0.81 元，对应 2017-2019 年 P/E 分别为 32.26 倍、24.05 倍、18.23 倍。生活用纸行业港股上市公司恒安国际和维达国际 P/E(TTM) 分别为 20 倍和 27 倍，考虑到中顺洁柔是生活用纸行业唯一的 A 股上市公司，产品定位高端，2018 年产能有望扩大至 85 万吨，具有较好的成长性，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

纸浆价格波动风险

纸浆是生活用纸的主要原材料，产能主要由几大国际巨头控制，国家浆价市场存在一定不稳定性，一旦减产则将面临纸浆价格大幅波动的风险。

汇率风险

纸浆目前以进口为主，进口价格受到汇率波动影响。

安全生产风险

由于造纸企业产品具有一定特殊性，原材料和产成品都属于易燃物品，安全防火管理非常重要，如果管理不善，对防火设备缺乏定期检修，存在安全生产风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2074	2644	3288	4071	营业收入	3809	4638	5656	6824
现金	959	948	1344	1803	营业成本	2441	3069	3687	4382
应收账款	540	660	808	972	营业税金及附加	35	26	36	48
其他应收款	7	11	12	15	营业费用	721	856	1053	1266
预付账款	47	46	57	70	管理费用	205	270	321	391
存货	421	816	923	1062	财务费用	59	-38	-47	-65
其他流动资产	99	164	144	149	资产减值损失	26	22	23	23
非流动资产	2438	2250	2109	1961	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	2177	2038	1900	1762	营业利润	324	434	584	780
无形资产	138	131	124	117	营业外收入	13	19	21	17
其他非流动资产	124	82	85	82	营业外支出	2	4	3	3
资产总计	4512	4894	5397	6032	利润总额	335	449	602	794
流动负债	963	966	1079	1196	所得税	74	100	134	176
短期借款	30	0	0	0	净利润	260	349	468	617
应付账款	311	426	498	597	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	622	540	581	599	归属母公司净利润	260	349	468	617
非流动负债	853	854	854	854	EBITDA	549	539	681	858
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.46	0.62	0.81
其他非流动负债	853	854	854	854					
负债合计	1816	1821	1933	2050					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	505	758	758	758	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	1362	1109	1109	1109	成长能力				
留存收益	908	1207	1597	2115	营业收入	28.7%	21.8%	21.9%	20.6%
归属母公司股东权益	2696	3074	3465	3983	营业利润	224.5	33.9%	34.7%	33.4%
负债和股东权益	4512	4894	5397	6032	归属于母公司净利润	%	195.3	34.0%	34.1%
					润	%			31.9%
					获利能力				
					毛利率(%)	35.9%	33.8%	34.8%	35.8%
					净利率(%)	4.6%	6.8%	7.5%	8.3%
					ROE(%)	9.7%	11.4%	13.5%	15.5%
					ROIC(%)	11.8%	10.5%	14.3%	18.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.2%	37.2%	35.8%	34.0%
					净负债比率(%)	1.65%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.15	2.74	3.05	3.40
					速动比率	1.70	1.88	2.18	2.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.99	1.10	1.19
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	7.67	8.33	7.98	8.00
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.46	0.62	0.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	-0.10	0.56	0.65
					每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.06	4.57	5.25
					估值比率				
					P/E	43.22	32.26	24.05	18.23
					P/B	4.17	3.66	3.25	2.83
					EV/EBITDA	20	21	16	13

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	929	-73	423	490
净利润	260	349	468	617
折旧摊销	165	144	144	144
财务费用	59	-38	-47	-65
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	412	-554	-145	-216
其他经营现金流	34	27	3	10
投资活动现金流	-131	25	3	3
资本支出	128	0	0	0
长期投资	0	-22	0	0
其他投资现金流	-3	3	3	3
筹资活动现金流	-462	36	-29	-34
短期借款	-256	-30	0	0
长期借款	-130	0	0	0
普通股增加	19	253	0	0
资本公积增加	87	-253	0	0
其他筹资现金流	-183	66	-29	-34
现金净增加额	349	-11	396	459

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001