

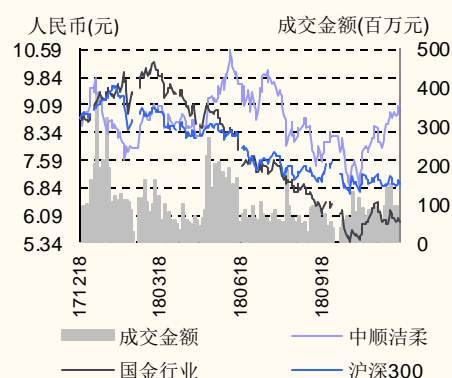
中顺洁柔 (002511.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.06 元
 目标价格 (人民币): 11.10-11.10 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,257.49
总市值 (百万元)	11,657.44
年内股价最高最低 (元)	10.62/6.80
沪深 300 指数	3165.91
中小板综	7715.56



高盈利新品推广顺利, “全渠道发展” 红利释放

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.52	0.46	0.34	0.44	0.58
每股净资产 (元)	5.34	4.02	2.76	3.06	3.45
每股经营性现金流 (元)	1.84	0.77	0.30	0.53	0.73
市盈率 (倍)	39	35	27	21	16
净利润增长率 (%)	195.27%	34.04%	23.98%	31.53%	31.51%
净资产收益率 (%)	9.66%	11.47%	12.18%	14.46%	16.87%
总股本 (百万股)	505.26	757.46	1,287.69	1,287.69	1,287.69

来源: 公司年报、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 14 日收盘价计算

投资逻辑

- **公司简介:** 中顺洁柔成立于 2003 年, 主营中高档生活用纸生产, 拥有“洁柔”、“太阳”两大知名品牌。近年来, 公司的产品品类不断丰富拓展, 并且搭建起全渠道的营销网络。2018 年前三季度, 公司实现营业收入和归母净利润分别为 40.81/3.13 亿元, 同比分别增长 21.74%/26.85%。
- **生活用纸行业集中度企稳向上, 业内加码品类拓展。** 近年来中国生活用纸需求稳健增长, 2017 年总消费量同比增长 8.1%, 高于世界平均增速。经过 2010 至 2015 年由中小企业产能释放与国外品牌入场导致的低集中度时期后, 行业集中度于 2016 年开始回升, 且各梯队企业实力差距逐渐加大。伴随消费结构升级, 传统卷纸已经开始被其他居家内用纸取代, 其他居家内用纸在 2012-2017 年间占比提升 5.41pct。除此之外, 婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女性卫生巾等个人护理产品的市场需求持续快速增长, 为生活用纸行业带来新的增长点, 并吸引行业内龙头企业涉足个人护理业务。
- **高端生活用纸供应商, 渠道改善驱动业绩高增。** 1) 产品端: 产品上公司针对不同的细分市场采取了高端化、差异化的产品定位, “Face”、“Lotion” 等高端品牌一方面在消费升级背景下满足消费者对优质生活用纸的需求, 同时公司可以以此享受更高定价, 盈利水平得以提升。公司 3Q2018 毛利率为 35.28%, 在行业中处于较高水平。2) 渠道端: 渠道上公司制定了“经销商、直营、电商和商销”四架马车并驾齐驱的发展战略, 多元化销售渠道拓展使得公司具备更强的销货能力, 公司存货周转率近年来有明显提升。3) 生产端: 截至 2017 年底, 公司拥有产能 65 万吨, 预计 2018 年底产能突破 80 万吨。产能持续投放体现使得公司具备更强的市场竞争力, 同时公司和同业相比较高的固定资产周转率彰显公司较好的生产管理能力和。

估值与投资建议

- 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。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.34/0.44/0.58 元 (三年 CAGR 为 29%), 给予公司 2019 年 PE 为 25 倍, 对应目标价 11.1 元/股, 首次给予“买入”评级。

风险

- 宏观经济波动的风险, 原材料价格上涨的风险, 环保政策松动的风险, 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

估值及投资评级.....	4
公司概况：定位中高端生活用纸市场.....	4
生活用纸：行业集中度企稳向上，浆价见顶有利行业毛利改善.....	5
生活用纸是一次性卫生用品，纸浆是主要原材料.....	5
行业需求增长稳健，行业集中度触底回升.....	6
消费结构升级，生活用纸拓展出新品类需求.....	8
高端生活用纸供应商，渠道改善驱动业绩高增.....	9
“高端化+差异化”双战略打造产品竞争优势.....	9
全渠道发力渠道建设期.....	13
先进产能完成替代，“十字形”战略布局进一步巩固.....	17
风险提示.....	19
宏观经济波动的风险.....	19
原材料价格上涨的风险.....	19
环保政策松动的风险.....	19
盈利预测.....	19

图表目录

图表 1：中顺洁柔 2017 年主营收入分解.....	4
图表 2：中顺洁柔 2017 年毛利分解.....	4
图表 3：中顺洁柔近年营运表现.....	4
图表 4：中顺洁柔近年盈利表现.....	4
图表 5：中顺洁柔近年经营效率.....	5
图表 6：中顺洁柔近年现金流和盈利能力.....	5
图表 7：中顺洁柔股权结构.....	5
图表 8：生活用纸分类.....	6
图表 9：生活用纸各纤维原料占比.....	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：生活用纸行业三个梯队分化明显.....	8
图表 16：其它居家内用纸对卷纸替代明显.....	8
图表 17：2017 年生活用纸消费结构.....	9
图表 18：卫生卷纸与面巾纸消费占比变化.....	9
图表 19：前四大公司主要产品系列及价格.....	9
图表 20：生活用品优等品衡量标准.....	11

图表 21: 前四大公司品牌形象.....	11
图表 22: 中顺洁柔针对各细分人群推出的产品.....	12
图表 23: “自然木”系列相比其他低白度纸更具优势.....	12
图表 24: 中顺洁柔与可比公司毛利率对比.....	13
图表 25: 经销商渠道收入贡献最大.....	13
图表 26: 经销商数量拓展空间广阔.....	14
图表 27: 覆盖县市区有较大增量空间.....	14
图表 28: 2015 年以来对直营卖场重视加强.....	14
图表 29: 直营模式带动经营效率提升.....	14
图表 30: 近三年“双十一”销售额及增速.....	15
图表 31: 前四大公司电商渠道占比.....	15
图表 32: 中顺洁柔与共享纸巾建立战略合作伙伴关系.....	15
图表 33: 营销团队架构更加细化.....	16
图表 34: 中顺洁柔股权激励实施后收入和利润均实现超额完成.....	16
图表 35: 公司存货周转率与可比公司对比.....	17
图表 36: 原材料在公司存货中占比提升.....	17
图表 37: 中顺洁柔总产能和新投产产能.....	17
图表 38: 中顺洁柔产能布局以华南辐射全国.....	18
图表 39: 公司固定资产周转率及同业对比.....	18
图表 40: 中顺洁柔盈利预测.....	19

估值及投资评级

- **首次给予“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。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.34/0.44/0.58 元（三年 CAGR 为 29%），给予公司 2019 年 PE 为 25 倍，对应目标价 11.1 元/股，首次给予“买入”评级。

公司概况：定位中高端生活用纸市场

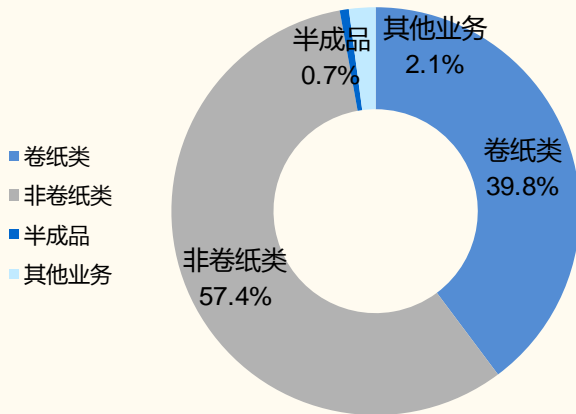
公司简介：中顺洁柔纸业股份有限公司成立于 1999 年，主营中高档生活用纸，拥有“洁柔”和“太阳”两大国内知名生活用纸品牌。

股权结构：公司总股本为 7.57 亿股，第一、二大股东为广东中顺纸业和（香港）中顺（分别持股 29.16%和 20.68%），实际控制人为邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰。

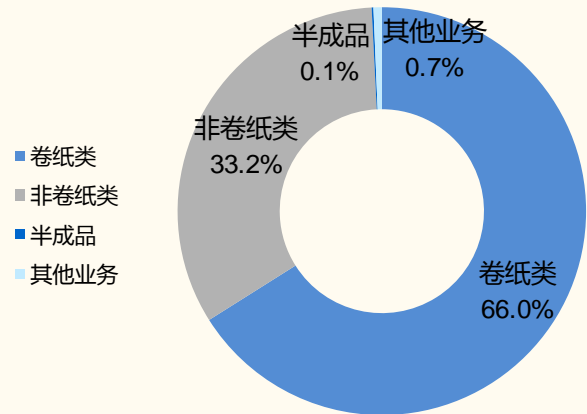
管理层简介：公司董事长邓颖忠出生于 1951 年，为公司创始人，曾任中山市中顺纸业制造公司董事长、法定代表人，现任公司董事长、法定代表人。

融资历史与大小非情况：公司于 2010 年 11 月 25 日在深交所上市，首发 4,000 万股，发行价格为 38 元/股，发行后总股本 16000 万股。2013 年 3 月 6 日，公司通过发行公司债券融资 8.3 亿元，发行价为 100 元。

图表 1：中顺洁柔 2017 年主营收入分解



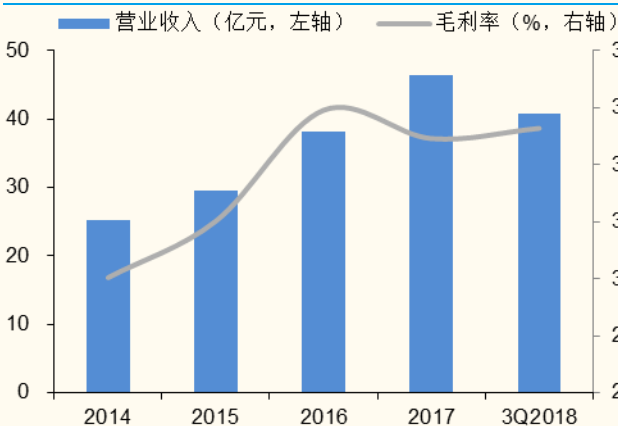
图表 2：中顺洁柔 2017 年毛利分解



来源：Wind，国金证券研究所

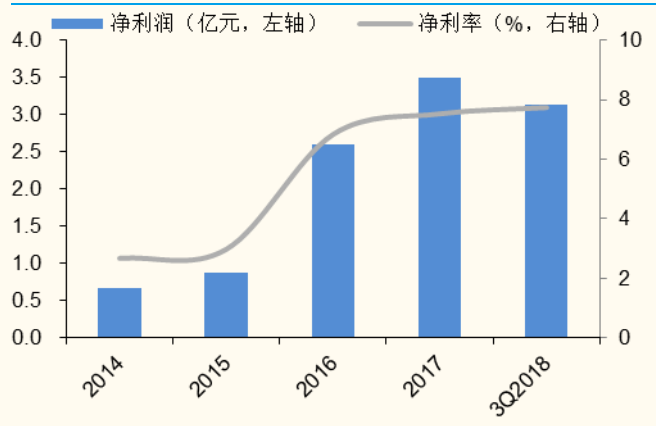
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：中顺洁柔近年营运表现



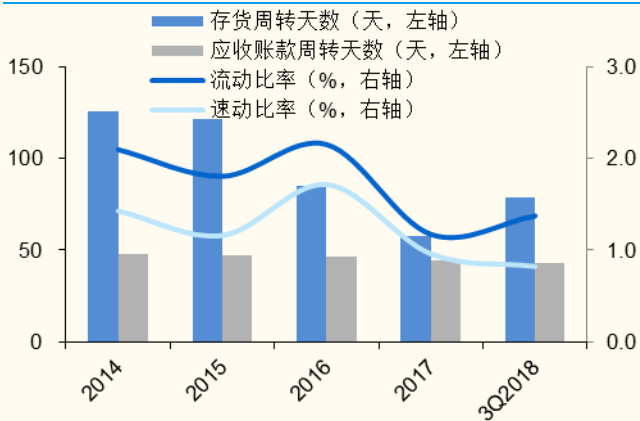
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：中顺洁柔近年盈利表现



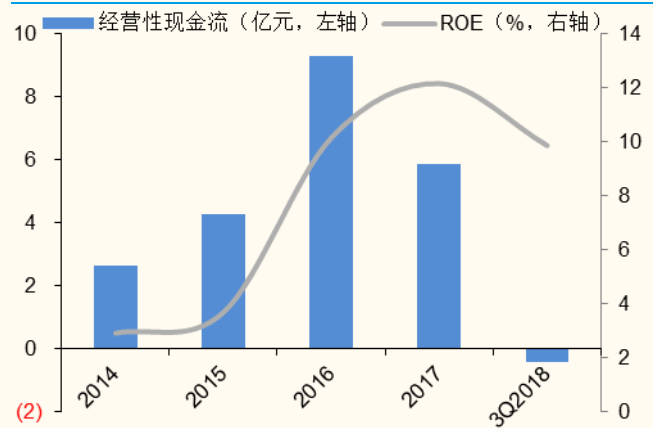
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：中顺洁柔近年经营效率



来源：Wind，国金证券研究所

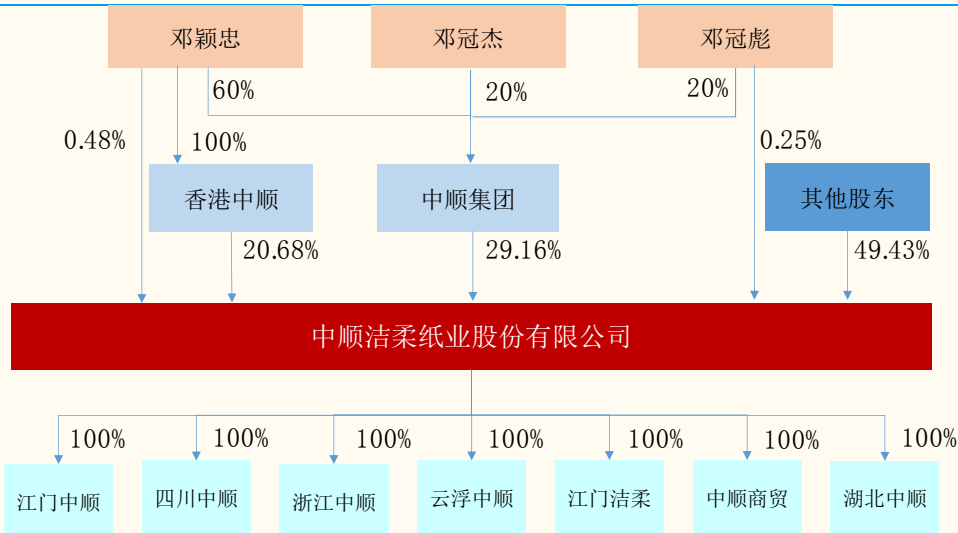
图表 6：中顺洁柔近年现金流和盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

- **股权结构较集中。**公司为家族控股公司，股权结构相对集中。公司实际控制人邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰直接或间接持有公司股票 50.57%，股权相对集中稳定，公司的运营决策具备较高的执行力。

图表 7：中顺洁柔股权结构



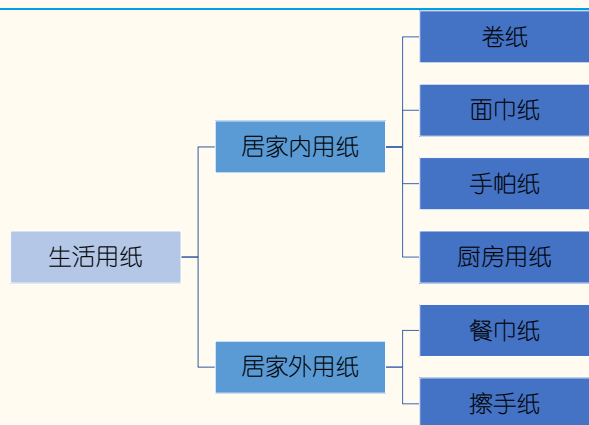
来源：公司年报，国金证券研究所

生活用纸：行业集中度企稳向上，浆价见顶有利行业毛利改善

生活用纸是一次性卫生用品，纸浆是主要原材料

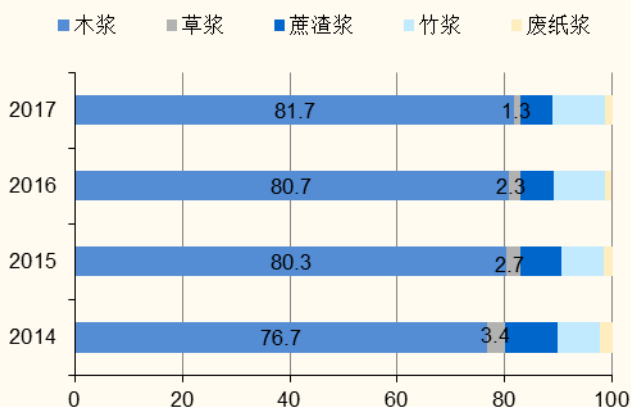
- **生活用纸是居家和外出使用的各类卫生纸品。**生活用纸可分居家内用纸和居家外用纸两个大类。其中，内用纸包括卷纸、面巾纸、手帕纸和厨房用纸等，外用纸包括餐巾纸和擦手纸等，均属于一次性卫生用品。目前部分大型生活纸企业也将业务拓展至湿巾和纸尿裤等卫生用品领域。纸浆作为生活用纸的核心原材料，约占生活用纸制造成本的 50%-70%，吨纸耗浆量约为 1.07 吨。其中，木浆占生活纸纸浆使用总量的 80%，为用量最大的细分纸浆品种。

图表 8：生活用纸分类



来源：RISI，国金证券研究所

图表 9：生活用纸各纤维原料占比

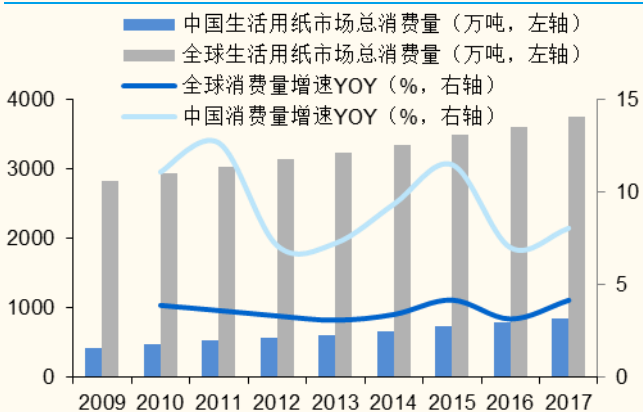


来源：中国生活用纸年鉴，国金证券研究所

行业需求增长稳健，行业集中度触底回升

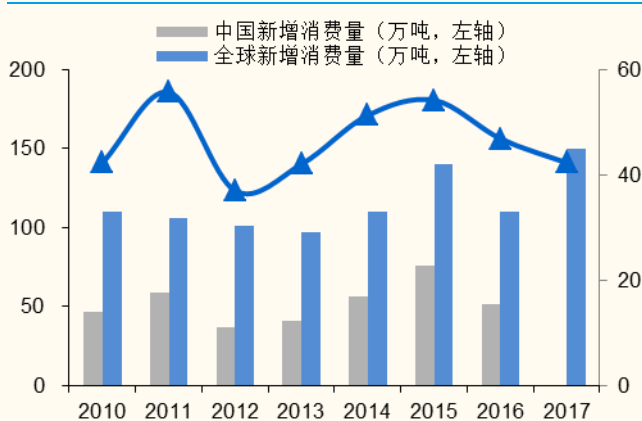
- **全球生活用纸市场需求稳健，中国是主要增长引擎。**据 RISI 统计，2017 年全球生活用纸消费量约为 3,750 万吨，同比增长 4.1%，同期中国的生活用纸总消费量为 851.1 万吨，同比增长 8.06%，占全球消费量的 22.69%，为仅次于北美的全球第二大生活用纸市场。2010 年以来中国的新增消费量对世界的贡献率基本稳定在 40% 以上。

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

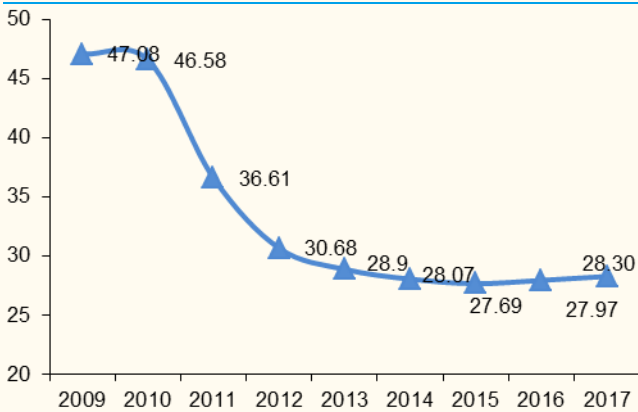
- **中国生活用纸行业的集中度企稳向好。**2010 年之前，中国生活用纸行业 CR4 基本在 47% 以上，良好的盈利能力吸引新增资本进入；2010 年之后，随着中小企业产能的大量集中投放以及外资品牌在国内市场逐步发力，CR4 迅速下滑，到了 2015 年，跌至最低点的 27.69%。2016 年以后，行业集中度又开始触底回升。

图表 12：生活用纸行业发展阶段



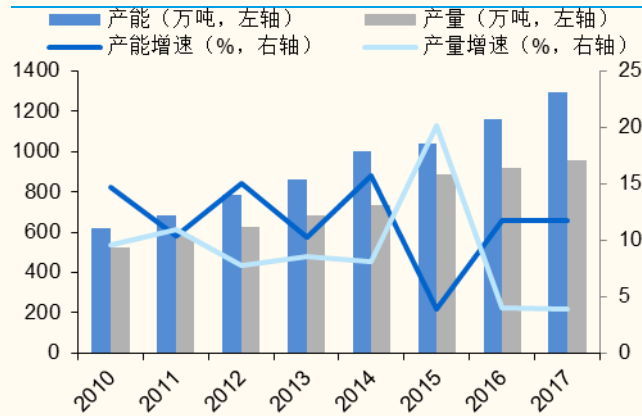
来源：中国报告网，国金证券研究所

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

- **各梯队企业逐渐分化，龙头竞争优势明显。** 尽管生活用纸行业依然存在大量中小企业，但是市场中已经逐渐分化出三个梯队。其中第一梯队包括中顺洁柔、恒安国际、维达国际、金红叶纸业，为行业中前 4 大企业，具有较强的品牌影响力与较高的定价能力；第二梯队以金佰利、王子妮飘、东顺、东冠为代表，属于区域性纸厂；第三梯队以保定成功纸业、四川维邦纸业为代表，定位中低端产品。目前第一梯队的龙头企业在资金端有更深厚的积累，设备端引进上浆成型效果好、但价格高昂的新月型纸机和 BF 纸机，同时又有全国性的渠道布局并在加速下沉，加之消费者对其品牌认可度高，具有明显的竞争优势。

图表 15：生活用纸行业三个梯队分化明显

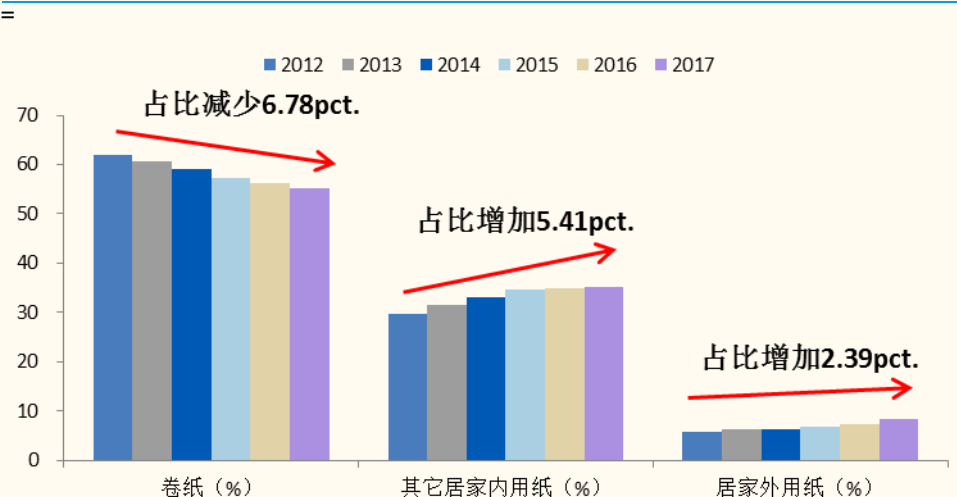


来源：中顺洁柔招股说明书，国金证券研究所

消费结构升级，生活用纸拓展出新品类需求

- **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。**2016 年卷纸的消费量为 469.9 万吨，占总消费量的 56%，为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。

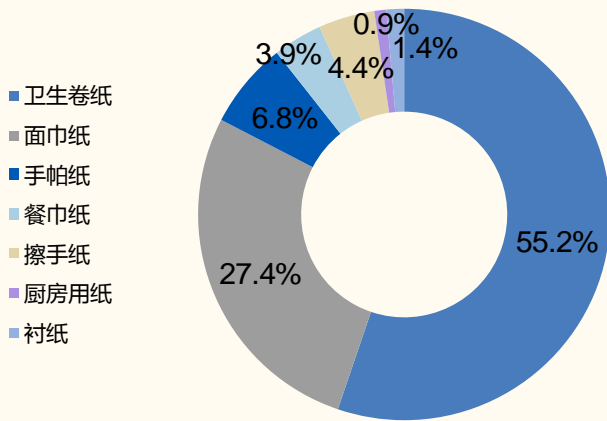
图表 16：其它居家内用纸对卷纸替代明显



来源：中国造纸协会，国金证券研究所

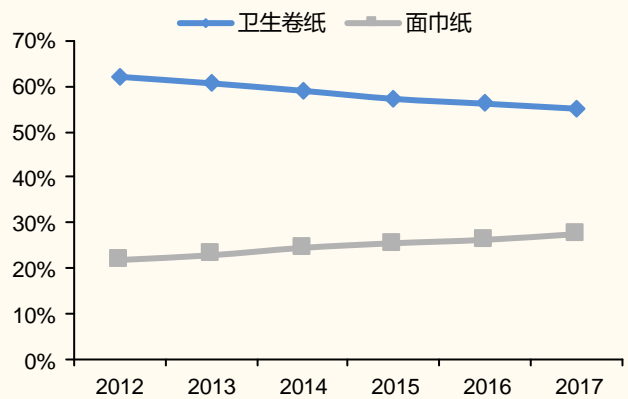
- **替代效应下面巾纸使用比例不断提高。**普通的卫生卷纸和面巾纸相比看似功能相同，但是即使是同样在合格品的条件下，两者的含菌量、造纸木浆、荧光增白剂使用标准要求均存在差异，导致终端使用功能的差别。随着消费升级的逐渐深入、消费者对于不同生活用纸的了解程度不断提高，面巾纸对于卫生纸在功能上的替代也逐渐凸显，两者的消费占比呈现出相反的走势。未来这种消费结构上的细化还会更加深入，多品类的产品布局能够适应市场的这种变化从而提升收入。

图表 17: 2017 年生活用纸消费结构



来源: 中国生活用纸年鉴, 国金证券研究所

图表 18: 卫生卷纸与面巾纸消费占比变化



来源: 中国生活用纸年鉴, 国金证券研究所

- **“低白度”纸种愈加受市场青睐。**近年来市场中出现一类偏黄色的“低白度”生活用纸, 尽管价格相比普通木浆纸品更高, 但是依然受到市场尤其是年轻消费者的青睐。从原材料角度看, 普通漂白木浆纸以木浆为主, 而低白度原浆纸则包含木浆、竹浆、秸秆浆等几种可能。从制作工艺的角度上看, 低白度原浆纸不经漂白过程, 因而呈现出偏黄色。由于低白度原浆纸无漂白剂残留, 其健康环保的属性使其市场需求快速成长, 叠加其较高的定价可带动行业规模继续成长。
- **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。在木浆价格走弱的预期之下, 生活纸制造公司盈利边际有望改善。

高端生活用纸供应商, 渠道改善驱动业绩高增

“高端化+差异化”双战略打造产品竞争优势

- **创新确保产品线长度, 并收获良好市场好感度。**在生活用纸这个相对传统的行业, 公司一直是产品创新的先行者和践行者, 对产品品质和外观持续性的创新使其较早地在中高端市场站稳脚跟并不断增强其影响力。早在 2004 年, 公司通过引入先进纸机在国内率先突破“可湿水”技术, 成为公司 2006 年推出主打产品“黑白 Face”系列的重要基础。上市以后, 公司加快在产品实用性、外观设计上的革新, 先后开发出超迷你系列手帕纸和“敞篷式”开口软抽等产品, 完成对原有系列的全面升级, 并延长产品线以提升消费者产品好感度。
- **主打高端产品定价领先同业。**围绕着“高端生活、品味洁柔”的品牌定位, 公司已形成洁柔黑白“Face”、“Lotion”和“自然木”三大高端和超高端主打系列。与其他生活用纸厂商相比, 公司主打产品均价普遍更高, 其中“自然木”系列和“Lotion”系列分别在卷纸和抽纸类别中均价最高。我们认为, 在当前消费升级的浪潮下, 公司对产品的创新升级将有助于增加产品的附加值, 打造核心竞争优势。持续的“提质”将为后续“提价”奠定基础, 有利于业绩长期稳定增长。

图表 19: 前四大公司主要产品系列及价格

中顺洁柔

维达国际

恒安国际

金红叶

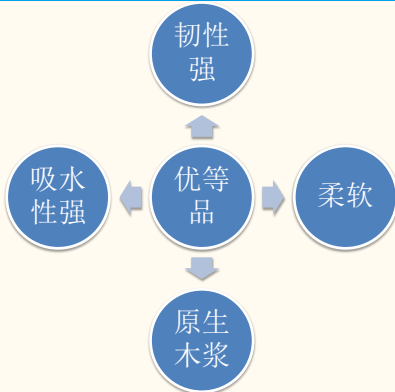
	系列	均价 (元 /kg)	系列	均价 (元 /kg)	系列	均价 (元 /kg)	系列	均价 (元 /kg)
卷纸	Face 系列	15.67	超韧系列	19.15	茶语系列	14.30	原木纯品系列	13.92
								
	自然木系列	19.54	蓝色经典系列	15.72	心柔系列	13.17	原色纸系列	19.43
								
抽纸	Face 系列	22.13	超韧系列	28.09	茶语系列	20.57	原木纯品系列	13.36
								
	Lotion 系列	37.81	Tempo 系列	32.82	竹π系列	20.54	新韧纯品系列	16.65
								
手帕纸	自然木系列	26.02	立体美系列	27.85	经典系列	15.06	原色纸系列	21.62
								
	Face 系列	28.74	超韧系列	28.62	茶语系列	25.29	原木纯品系列	17.39
								
手帕纸	Lotion 系列	39.39	Tempo 系列	35.38	竹π系列	27.37	冰雪奇缘系列	19.21
								
	自然木系列		Feel 系列		小黄人系列		原色纸系列	



来源：洁柔、维达、心相印、清风京东自营店和天猫旗舰店

- **打造差异化品牌形象，实施差异化产品策略。**作为“可湿水”纸巾的首创者，公司将产品的吸水性作为主要的卖点；恒安通过畅销品“茶语系列”着力宣传产品的柔软和强韧；维达通过“超韧中国行”活动使“强韧”的品牌形象深入人心；而金红叶则通过旗下清风品牌的“原木纯品系列”打造了纸浆品质优良的品牌形象。我们认为，在当前产品品质高度趋同的生活用纸市场，打造差异化的品牌形象有利于强化产品的特性、塑造个性化的品牌认知区间，从而增强消费者对品牌的好感度和认可度。

图表 20：生活用品优等品衡量标准



来源：中顺洁柔天猫旗舰店，国金证券研究所

图表 21：前四大公司品牌形象



来源：洁柔、心相印、维达、清风天猫旗舰店，国金证券研究所（注：从左到右，从上到下分别是洁柔、心相印、维达和清风）

- **公司通过对细分市场的延伸实施差异化的产品策略。**首先，公司所有产品系列目标客群分级明确，例如针对消费能力较高的商务白领，公司主推黑白两款“Face 系列”和“金尊系列”，针对母婴群体主推添加乳液成分、可锁水的“Lotion 系列”、柔滑亲肤的“布艺波点”系列以及母婴适用的“婴儿湿巾”。而针对年轻群体较为经济实惠的“青春校园手帕纸”、“快乐记忆手帕纸”以及太阳品牌，则成为了公司主打的系列。由于在当前生活用纸市场消费者的个性化需求愈加明显，传统的“大而全”的产品已无法满足消费者的新需求，公司持续推出“小而专”的产品有利于逐个攻破各个细分群体，从而逐步实现对各细分市场的全面覆盖。

图表 22：中顺洁柔针对各细分人群推出的产品



来源：中顺洁柔天猫旗舰店，国金证券研究所

- 针对偏好“低白度”纸种的人群，公司在去年上半年推出了定位高端的“自然木”系列。低白度市场原本是小众市场，近年来受益于产品品质的改善市场占有率开始提升，在一些大型商超销量增速超过 100%。然而，低白度生活用纸的生产原料在之前主要是竹浆、秸秆浆和草浆，纸质相对粗糙，鲜有以原生木浆为原料的高品质产品出现。公司在去年上半年推出“自然木”系列采用 100%原生木浆，既填补了低白度市场高端纸的空白，又继承了公司一贯的高端品牌形象，前三季度“自然木”系列拓展顺利，已占低白度市场 10%左右的份额，产品供不应求。“自然木”系列提价明显，价格高出一般同类产品的 30%以上，鉴于去年前三季度新品推广顺利且低白度生活用纸近年来发展势头良好，我们认为该系列产品渗透率也有望持续增加，从而实现“量价齐升”，驱动公司整体收入实现增长。

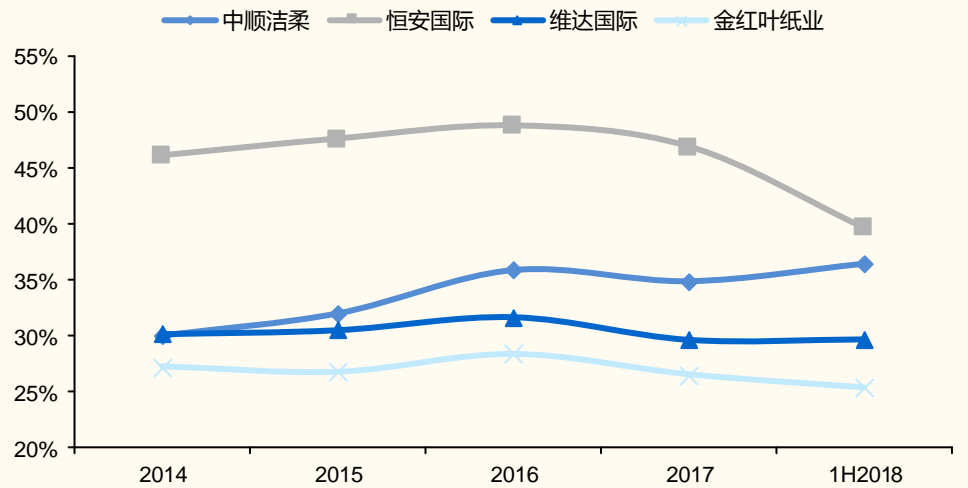
图表 23：“自然木”系列相比其他低白度纸更具优势

	“自然木”系列纸	其他低白度纸
产品品质	优等品	大多为合格品
使用纸浆	100%原生木浆	大多为竹浆、秸秆浆、草浆
产品质量	纸质柔软、表面光洁、韧性好	纤维柔软度较差、表面粗糙、韧性差

来源：中顺洁柔天猫旗舰店，国金证券研究所

- 高端差异化战略助推盈利能力持续向好。公司的产品主打高端定位，可以享受更高产品溢价，近年来公司的高端新品不断推出，毛利率情况也持续向好。横向对比来看，2018 年上半年公司的毛利率在第一梯队企业中排名第二，由于恒安国际高毛利的个人护理用品业务占比较高，因此综合毛利率略高于公司。纵向变化来看，公司是第一梯队中近 4 年来唯一毛利率正向提升的企业，仅 2017 年由于木浆价格上涨因素使毛利率略有下滑。可见在消费升级的背景下公司的高质高价产品受到市场的青睐，在未来浆价回落的预期下公司的高端差异化战略有望带动盈利边际持续向好。

图表 24：中顺洁柔与可比公司毛利率对比

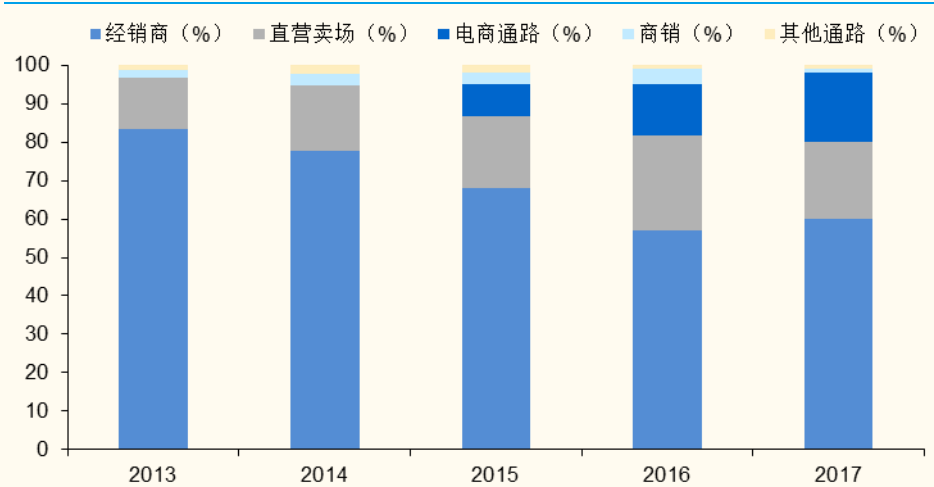


来源：wind，国金证券研究所

全渠道发力渠道建设期

- **全渠道并进，重点发力直营和电商。**新营销团队上任以来，公司持续推进“全渠道”发展战略，成立商销和电商团队，实现经销商通路、直营通路、电商通路与商销通路的四驾马车共同驱动。同时，公司着力建设直营通路与电商通路。目前来看，传统经销商仍然是对收入贡献最大的渠道，2017年约实现收入 28 亿元左右，约占总收入的 60%。但电商仍然是公司增长最快的渠道，2017 年该渠道收入增速超过 50%。

图表 25：经销商渠道收入贡献最大

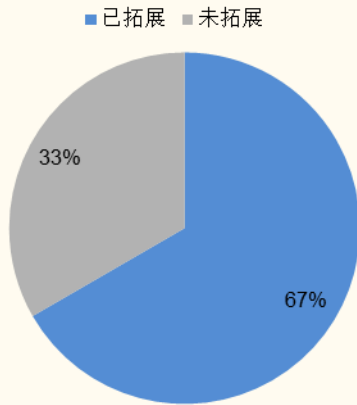


来源：公司公告，国金证券研究所

- **经销商渠道拓展空间大，经销商持股计划实现利益捆绑。**新营销团队在传统渠道加快渠道下沉和对空白区域的覆盖。从地区分布上看，公司的经销商呈现疏密不均的特点，具体来说在优势地区（华南和西南）经销商网点分布较密，在其它地区网点分布较疏。针对这个现状，新营销团队采取区别化渠道策略，在优势地区采取“直销到县、分销到镇”的策略，而在其它地区加快填补空白区域，争取完成对二三线城市的全覆盖。
- **公司今明两年投放产能覆盖华北、华中和华南区域，将与差异化渠道策略合力。**截至 2017 年底公司共有 2100 个经销商，相较于竞争对手恒安的超过 3000 家经销商的规模仍有发展潜力。另一方面，全国 2800 多个县市区中目前公司只覆盖 1400 多个，仍有巨大增量空间。因此，我们看好未来渠道拓展对收入的拉动作用。2016 年 12 月 27 日

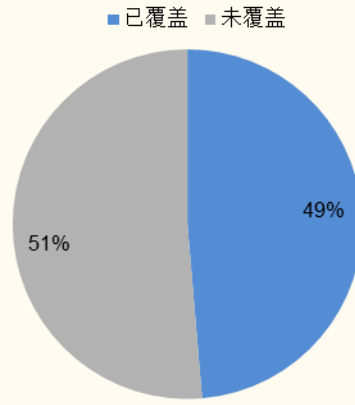
公司公告已收到部分经销商的持股意向书并已在筹划经销商持股计划。经销商持股计划一方面显示出经销商对公司业务发展的信心，另一方面可实现公司与经销商利益的捆绑，进一步刺激终端销售，提高经销商对品牌的忠诚度，是业绩提升的有力保障。

图表 26：经销商数量拓展空间广阔



来源：公司公告，国金证券研究所

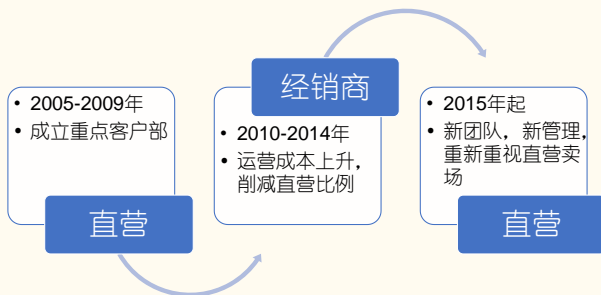
图表 27：覆盖县市区有较大增量空间



来源：公司公告，国金证券研究所

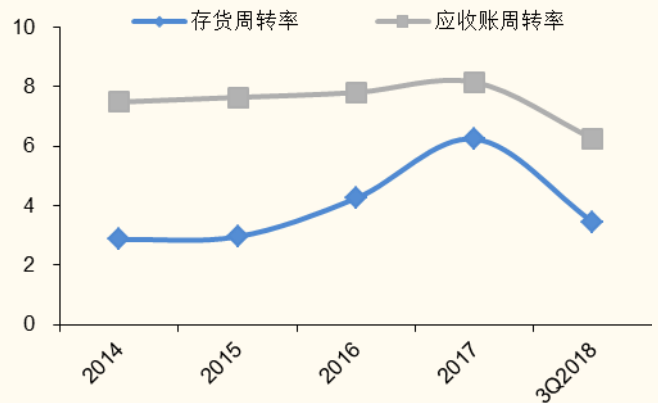
- 直营卖场渠道提升经营品质。**公司在卖场运营模式上经历“直营-经销-直营”的过程，早在 2005 年公司就设立了重点客户部重点发展直营，到 2009 年已经拥有直营卖场 336 家。但受运营成本上升过快的影响，2010 年公司将部分直营卖场转由重点经销商管理。2015 年，公司再次将重点卖场由经销转为直营，我们认为，公司此次扩大直营比例准备更加充分，一是引进熟悉卖场业务的原金红叶销售团队，二是通过加强销售环节信息化建设和改革销售团队架构加强了终端的维护能力。相比经销商模式，直营模式加强了对终端的控制，方便公司根据存货情况及时调整上架产品的结构，有利于公司消化存货。

图表 28：2015 年以来对直营卖场重视加强



来源：公司年报，国金证券研究所

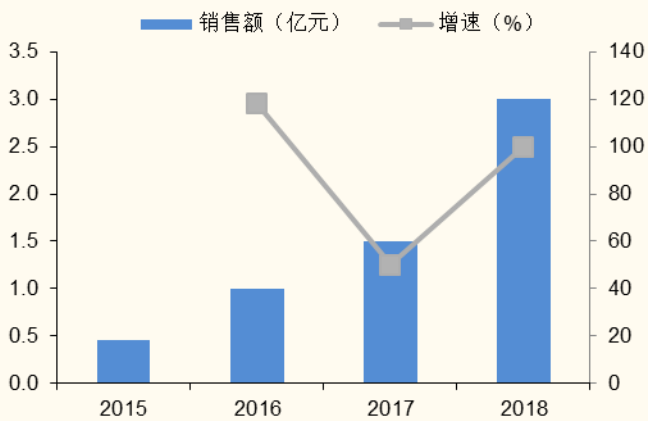
图表 29：直营模式带动经营效率提升



来源：公司年报，国金证券研究所

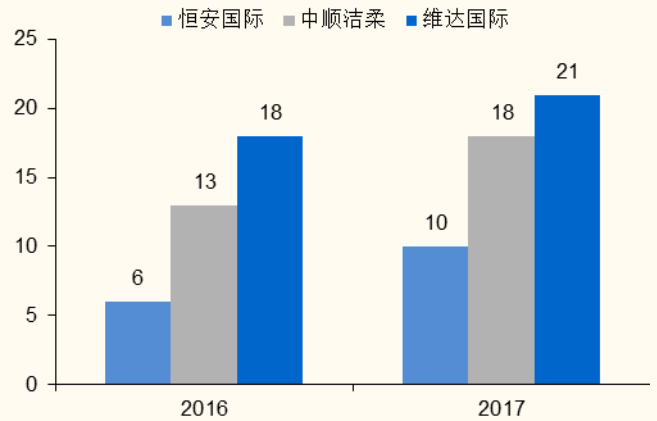
- 电商渠道迅速崛起。**2015 年，公司成立电商服务团队，加大电商平台投入，并配置相应物流系统。目前公司拥有 25 个线上销售平台，其中在天猫采用自运营模式，在京东、一号店、苏宁等平台采用代运营模式。凭借对电商销售的快速发硬，公司在今年“双十一”期间销售亮眼。2016 年，“双十一”迈入“亿元俱乐部”，今年双十一实现全网销售 3 亿元，延续超高速增长。我们认为，生活用纸易于运输、易于投递的特点也使其在电商渠道极具潜力，未来电商渠道对公司收入的贡献有望继续增加。

图表 30：近三年“双十一”销售额及增速



来源：星图数据，公司公告，国金证券研究所

图表 31：前四大公司电商渠道占比



来源：公司公告，恒安国际公告，维达国际年报，国金证券研究所

- 商销渠道是未来增长点。**相比 KA 直营渠道，商销渠道销量稳定且利好市场份额的快速提升，为生活用纸企业积极开拓的重要领域。公司于 2016 年成立商销团队加速发展，并实现超过 1 亿元的营收，同比增加 77.02%。2017 年 12 月，公司与 ZHO 共享纸巾网络科技有限公司建立战略合作伙伴关系，成为其在中国内地及港澳地区的独家纸巾供应商。ZHO 共享科技在全国 150 多个城市铺设智能设备超过 5 万台，每天出纸量 80 多万包，计划每年向公司订购不少于 1 亿包手帕纸，预计将新增收入超过 4000 万元。更重要的是，“ZHO 共享科技”密集的终端将有助于增强公司品牌的曝光度和影响力。鉴于欧美等成熟市场目前的主要收入驱动是居家外用纸，而居家外用纸（擦手纸和餐巾纸）主要通过商销渠道进行销售，我们认为商销渠道是未来最具发展潜力的渠道之一，公司对商销渠道的布局具有战略意义。

图表 32：中顺洁柔与共享纸巾建立战略合作伙伴关系

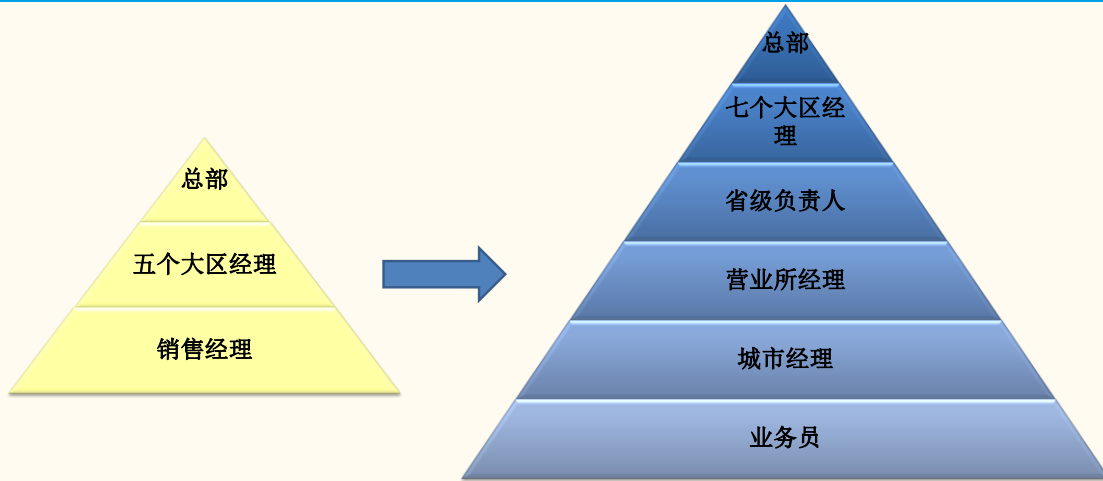


来源：公司微信公众号，国金证券研究所

- 随着生活用纸的产品品类和使用场景渐趋丰富，营销渠道也向多元化的趋势发展。公司产品品质处于行业领先，但是营销渠道拓展不利一直制约着公司收入的增长。新销售团队实施的“全渠道”发展策略既符合行业发展的趋势，又符合公司自身成长的需要，有利于公司补齐渠道发展的“短板”，实现销量和业绩的突破。

- **营销团队结构变革促效率提升。**为了配合新营销策略的实施，公司在 2015 年对营销团队的架构进行了变革，团队架构更加细化并由扁平化向垂直化转化。变革之前，公司营销团队仅包含总部-各大区经理-销售经理三个层级，过少的层级造成了大区经理和销售经理责任不明确的问题。而在对团队结构细化后，公司的销售团队架构包含七个层级，并增加了华北、东北和云贵广三个大区，不仅明确了各层级人员的责任、增强了团队的组织性，还大大提高了团队管理沟通的效率、增强了对销售目标的执行力。我们认为，经过结构调整后的新营销团队管理更完善、执行力更强，将持续有力地推动公司营销战略的落地。

图表 33：营销团队架构更加细化



来源：公司公告，国金证券研究所

- **股权激励后再推员工持股，深层次激发内部增长动力。**2017 年 8 月，公司公告员工持股计划草案，总规模为 1 亿元，激励对象主要包括董事长和销售副总监在内的几位高管。2015 年 10 月公司推出以定增的方式，向高管和核心业务骨干 242 人授予限制性股票数量 1900 万。从该次股权激励实施后，公司的业绩增长情况来看，2016 和 2017 年无论收入还是净利润都实现超额完成。因此，我们认为，公司内部核心员工和高管皆具备充足动力，本次员工持股的推出进一步绑定高管与公司利益，或将促使业绩增长再上台阶。

图表 34：中顺洁柔股权激励实施后收入和利润均实现超额完成

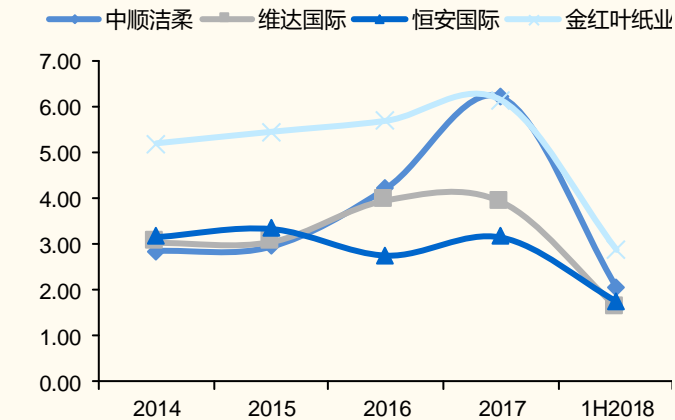
	2014	2015	2016	2017	2018
预期收入 (万元)	252,178.02	295,897.66	345,483.89	403,484.83	461,485.78
增速 (%)		17.34	16.76	16.79	14.38
实际收入	252,178.02	295,897.66	380,934.91	463,834.96	-
增速 (%)		17.34	28.74	21.76	-
完成率			110.26%	114.96%	
预期利润 (万元)	6,750.22	8,819.61	20,048.15	23,558.27	30,510.99
增速 (%)		30.66	127.31	17.51	29.51
实际利润 (万元)	6,750.22	8,819.61	26,041.66	34,899.68	-
增速 (%)		30.66	195.27	34.01	-
完成率			129.90%	148.14%	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **营销渠道多元化提升公司经营效率。**多元化的渠道布局增强了公司整体的营销能力，也使得销货能力有明显的提升。2014 年以来公司的存货周转率持续向好，并于 2017 年超过金红叶成为第一梯队中存货周转情况最好的企业。受木浆价格上涨影响，公司从 2017 年四季度开始屯浆，原材料在

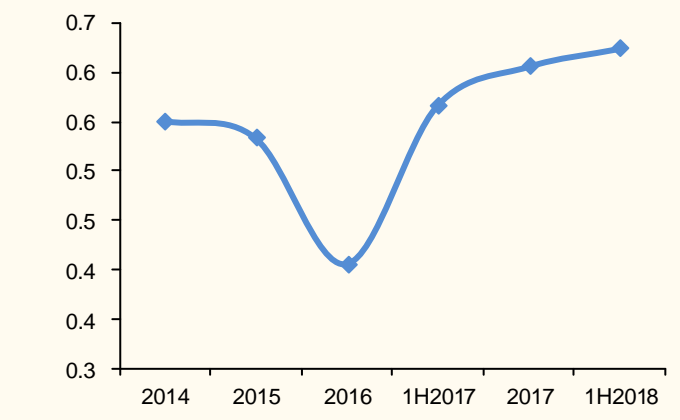
存货中占比提升使得公司 1H2018 存货周转率相较 2017 年同期有所下降，但仍优于恒安、维达，凸显出公司具有良好的运营销售能力。

图表 35：公司存货周转率与可比公司对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 36：原材料在公司存货中占比提升

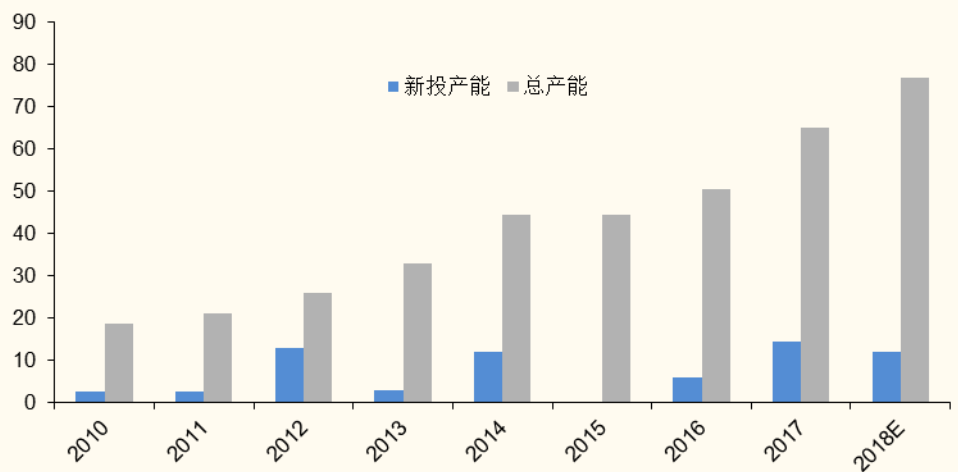


来源：wind，国金证券研究所

先进产能完成替代，“十字形”战略布局进一步巩固

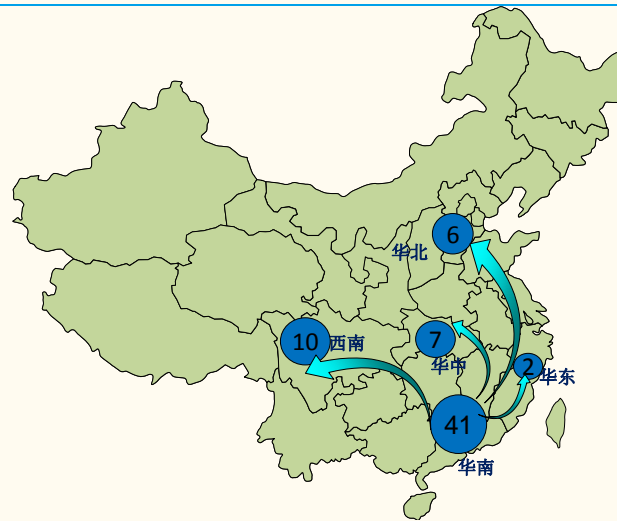
- **产能加速投放，进一步巩固“十字形”生产布局。**近年公司产能呈现稳健释放状态，截至 2017 年总产能为 65 万吨，预计 2018 年华中基地还将投放产能 12 万吨，且未来 5 年每年保证新增 10 万吨以上的产能。公司依托其在华南、西南、华中、华东和华北的七大生产基地串联起全国 1700 多个销售网络，已形成了“十字形”全国性生产基地布局，并以华南为轴心辐射全国。随着去年年底河北唐山和广东云浮 14.5 万吨产能的落地以及今年下半年湖北 12 万吨产能的落地，公司在华南区域的传统优势将得到巩固，在华中、华北的影响力将显著增强，公司的“十字形”生产布局将得到进一步加固。公司全国性的产能布局将对渠道的加速下沉提供有力支撑，有利于公司巩固其全国性产业龙头的地位。

图表 37：中顺洁柔总产能和新投产产能



来源：公司公告，中顺洁柔年报，国金证券研究所

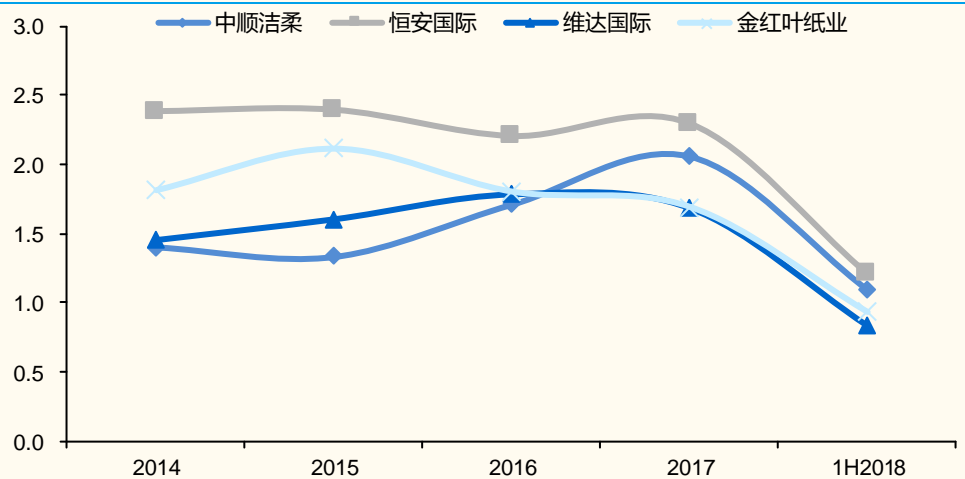
图表 38：中顺洁柔产能布局以华南辐射全国



来源：公司公告，国金证券研究所

- **先进产能已实现完全替代，利好高端产品生产和销售。**与大多区域性生活用纸厂商一样，公司在发展初期引进的也是价格较为低廉的国产纸机，2004年起，公司开始从国外大规模引进先进纸机，直到2013年公司已完成先进纸机对国产纸机的完全替代。先进纸机能够保证产品的高品质，在生产效率、单位能耗方面具有绝对性优势，对先进纸机的投资是行业龙头企业发展的必经之路。公司先进产能的持续增加将对公司高端产品的生产和销售提供良好支撑。
- **产能扩张下公司依然高效运转。**公司几乎每年都有新增产能投放，且2017、2018两年产能扩张速度有所加快。尽管公司的总产能在持续增长，但是从固定资产周转率来看一直在持续改善，并未因产能的增加而影响了经营的效率，同时和其他几家生活用纸企业对比来看也处在较好水平。因此产能的扩张一方面增强了公司在市场上的竞争力，同时彰显了公司在生产环节的优秀管理能力。

图表 39：公司固定资产周转率及同业对比



来源：wind，国金证券研究所

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。

市场拓展进度不及预期的风险

- 公司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。

盈利预测

图表 40：中顺洁柔盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（万元）	248,080.0	245,079.0	295,897.7	380,934.9	463,835.0	567,320.4	694,560.1	852,346.4
非卷纸类	120,478.0	127,146.0	155,103.0	203,968.0	266,262.0	346,140.6	446,521.4	573,780.0
卷纸	127,602.0	117,933.0	133,237.0	164,791.0	184,527.0	203,902.3	224,700.4	247,170.4
半成品	0.0	5,513.0	4,949.0	7,787.0	3,321.0	2,690.0	2,186.6	1,783.5
其他	2,091.9	1,586.0	2,608.7	4,388.9	9,725.0	14,587.4	21,151.8	29,612.5
营业成本（万元）	172,463.0	169,561.0	201,127.0	244,119.3	301,861.2	362,827.9	438,244.7	532,488.3
非卷纸类	75,298.0	80,403.0	96,284.0	118,487.0	159,285.0	204,569.1	261,215.0	333,939.9
卷纸	97,165.0	89,158.0	97,666.0	113,872.0	130,820.0	142,731.6	156,166.8	170,547.6
半成品	0.0	5,304.0	4,762.0	7,575.0	3,096.0	2,515.2	2,037.9	1,660.4
其他	2,041.4	1,555.5	2,415.0	4,185.3	8,660.2	13,012.0	18,825.1	26,340.3
业务利润（万元）	75,617.0	75,518.0	94,770.7	136,815.6	161,973.7	204,492.5	256,315.4	319,858.1
非卷纸类	45,180.0	46,743.0	58,819.0	85,481.0	106,977.0	141,571.5	185,306.4	239,840.0
卷纸	30,437.0	28,775.0	35,571.0	50,919.0	53,707.0	61,170.7	68,533.6	76,622.8
半成品	0.0	209.0	187.0	212.0	225.0	174.9	148.7	123.1
其他	50.4	30.5	193.7	203.6	1,064.7	1,575.4	2,326.7	3,272.2
毛利率（%）	30.5	30.8	32.0	35.9	34.9	36.0	36.9	37.5
非卷纸类	37.5	36.8	37.9	41.9	40.2	40.9	41.5	41.8
卷纸	23.9	24.4	26.7	30.9	29.1	30.0	30.5	31.0
半成品	-	3.8	3.8	2.7	6.8	6.5	6.8	6.9

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
其他	2.4	1.9	7.4	4.6	10.9	10.8	11.0	11.1
增速 (%)	-	-1.2	20.7	28.7	21.8	22.3	22.4	22.7
非卷纸类	-	5.5	22.0	31.5	30.5	30.0	29.0	28.5
卷纸	-	-7.6	13.0	23.7	12.0	10.5	10.2	10.0
半成品	-	-	-10.2	57.3	-57.4	-19.0	-18.7	-18.4
其他	-	-24.2	64.5	68.2	121.6	50.0	45.0	40.0

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 4.33/5.69/7.49 亿元，三年 CAGR29%，完全摊薄后每股收益为 0.34/0.44/0.58 元。

附录：中顺洁柔三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,959	3,809	4,638	5,673	6,946	8,523	货币资金	690	959	1,086	1,872	2,521	3,403
增长率	28.7%	21.8%	22.3%	22.4%	22.7%		应收款项	446	549	616	712	966	1,231
主营业务成本	-2,011	-2,441	-3,019	-3,628	-4,382	-5,325	存货	729	421	547	795	997	1,269
%销售收入	68.0%	64.1%	65.1%	64.0%	63.1%	62.5%	其他流动资产	171	145	765	780	798	820
毛利	948	1,368	1,620	2,045	2,563	3,199	流动资产	2,035	2,074	3,014	4,159	5,282	6,724
%销售收入	32.0%	35.9%	34.9%	36.0%	36.9%	37.5%	%总资产	44.8%	46.0%	52.0%	54.9%	59.5%	63.1%
营业税金及附加	-13	-35	-39	-47	-56	-68	长期投资	23	22	37	37	37	37
%销售收入	0.4%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	2,299	2,185	2,519	3,153	3,311	3,642
营业费用	-517	-721	-886	-1,081	-1,303	-1,575	%总资产	50.6%	48.4%	43.5%	41.6%	37.3%	34.2%
%销售收入	17.5%	18.9%	19.1%	19.1%	18.8%	18.5%	无形资产	141	138	127	137	146	156
管理费用	-198	-205	-249	-304	-366	-442	非流动资产	2,509	2,438	2,778	3,423	3,591	3,932
%销售收入	6.7%	5.4%	5.4%	5.4%	5.3%	5.2%	%总资产	55.2%	54.0%	48.0%	45.1%	40.5%	36.9%
息税前利润 (EBIT)	220	407	446	614	838	1,113	资产总计	4,544	4,512	5,792	7,582	8,873	10,656
%销售收入	7.4%	10.7%	9.6%	10.8%	12.1%	13.1%	短期借款	433	30	1,348	2,575	3,243	4,191
财务费用	-105	-59	-47	-43	-90	-127	应付款项	601	781	1,071	1,108	1,321	1,618
%销售收入	3.5%	1.6%	1.0%	0.8%	1.3%	1.5%	其他流动负债	93	152	153	169	198	233
资产减值损失	-22	-26	-6	-7	-3	-3	流动负债	1,127	963	2,572	3,852	4,762	6,042
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	130	0	150	150	150	151
投资收益	6	2	6	6	6	7	其他长期负债	853	853	26	26	26	26
%税前利润	5.5%	0.6%	1.4%	1.1%	0.8%	0.7%	负债	2,110	1,816	2,748	4,028	4,938	6,219
营业利润	100	324	414	570	751	990	普通股股东权益	2,434	2,696	3,044	3,554	3,935	4,437
%营业利润率	3.4%	8.5%	8.9%	10.0%	10.8%	11.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	18	11	7	7	8	8	负债股东权益合计	4,544	4,512	5,792	7,582	8,873	10,656
税前利润	118	335	421	577	759	998	比率分析						
利润率	4.0%	8.8%	9.1%	10.2%	10.9%	11.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-29	-74	-72	-144	-190	-250	每股指标						
所得税率	25.0%	22.2%	17.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.181	0.515	0.461	0.336	0.442	0.581
净利润	88	260	349	433	569	749	每股净资产	5.001	5.337	4.019	2.760	3.056	3.446
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.881	1.838	0.773	0.295	0.529	0.734
归属于母公司的净利润	88	260	349	433	569	749	每股股利	0.050	0.100	0.100	0.111	0.146	0.192
净利率	3.0%	6.8%	7.5%	7.6%	8.2%	8.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.62%	9.66%	11.47%	12.18%	14.46%	16.87%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	1.94%	5.77%	6.03%	5.71%	6.41%	7.02%
净利润	88	260	349	433	569	749	投入资本收益率	4.31%	8.91%	8.14%	7.34%	8.57%	9.51%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	179	191	177	197	227	254	主营业务收入增长率	17.34%	28.74%	21.76%	22.31%	22.43%	22.72%
非经营收益	72	59	65	60	121	173	EBIT增长率	18.64%	85.34%	9.53%	37.67%	36.41%	32.85%
营运资金变动	89	419	-5	-310	-235	-230	净利润增长率	30.66%	195.27%	34.04%	23.98%	31.53%	31.51%
经营活动现金净流	429	929	585	380	682	945	总资产增长率	-0.13%	-0.70%	28.35%	30.91%	17.03%	20.09%
资本开支	-177	-128	-398	-828	-384	-583	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	47.8	46.8	44.8	45.0	50.0	52.0
其他	56	-3	-584	6	6	7	存货周转天数	123.4	86.0	58.5	80.0	83.0	87.0
投资活动现金净流	-120	-131	-983	-822	-378	-577	应付账款周转天数	59.0	47.6	54.2	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	81	0	0	0	0	固定资产周转天数	279.9	208.6	182.7	180.5	151.5	134.2
债权募资	-173	-538	638	1,227	669	949	偿债能力						
其他	-191	8	-108	1	-324	-435	净负债/股东权益	28.79%	-3.73%	13.55%	23.98%	22.15%	21.15%
筹资活动现金净流	-364	-449	531	1,228	345	514	EBIT利息保障倍数	2.1	6.9	9.5	14.1	9.3	8.8
现金净流量	-55	349	133	786	649	882	资产负债率	46.44%	40.25%	47.44%	53.13%	55.65%	58.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	24	24	45
增持	2	5	5	5	15
中性	0	1	3	3	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.58	1.34	1.34	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

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。

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