

# 轻工制造行业

## 追本溯源，寻生活用纸龙头竞争壁垒与天花板

### 核心观点：

#### ● 行业核心壁垒 1：持续研发带来的产品力提升

**多元化：**行业产品结构变化带来多元化产品发展机遇，生活用纸行业逐渐成熟为龙头企业提供发展空间，同时推动产品多元化研发进程。生活用纸行业由 1980s 卫生纸占比 95% 以上逐步成长为卫生纸、餐巾纸、手帕纸、面巾纸并存格局，生活用纸企业产品研发需跟随产业变化。

**差异化：**持续研发投入形成差异化产品迎合消费需求变化，多元化差异品类分布有助于企业尽可能地覆盖各类消费者群体，进一步提升市场份额，为此企业需根据产品的相应档次调整对应的差异化策略。

#### ● 行业核心壁垒 2：“重势”和“人治”带来的渠道竞争力提升

**“重势”：**立足行业发展趋势，加速营销渠道变革，行业营销渠道增长由早期集中在传统 GT 渠道，逐步向 GT、KA、EC、AFC 多渠道并存模式靠拢，企业渠道布局亦应随之改变；

**“人治”：**激励机制提升营销团队销售动能。以中顺洁柔 2014 年外部引入优秀营销管理团队后公司快速成长为例，优秀营销管理团队在渠道开拓及经销商维护过程中更为重要，股权激励绑定共同利益。

#### ● 上游木浆原材料产能布局并非必须选择

对标海外龙头，虽然原材料价格与企业毛利率反向波动，但上游原材料布局并非必须选择，中长期毛利率趋势主要受上述产品力和渠道竞争力两大核心壁垒影响。短期木浆价格波动影响企业盈利能力，进口浆价走低时期毛利率上涨弹性明显大于浆价走高时期毛利率下降弹性，2009 年以来，纸浆进口价格下跌时期，生活用纸企业毛利率上涨弹性普遍集中在 -0.2 到 -0.3 之间，纸浆进口价格上涨时期，毛利率下跌弹性普遍集中在 -0.1 左右。

#### ● 推荐标的：中顺洁柔。

产品渠道双轮驱动构筑公司核心竞争力，高毛利产品占比提升调整产品结构，各生产基地产能投产计划打开增长瓶颈。暂不考虑激励计划影响，预计 2018-2020 年主营业务收入 57.47、69.70、83.99 亿元，归母净利润 4.41、5.48、6.87 亿元，1 月 25 日收盘市值对应 2018 年 22.68xPE，考虑估值切换，给予 2019 年 25xPE 预期，合理价值 10.75 元/股，维持公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

经济下行消费增速不及预期，行业产能无序投放导致产能过剩，原材料木浆价格剧烈波动，不同渠道间串货，新产品开发进程不及预期。

### 行业评级

买入

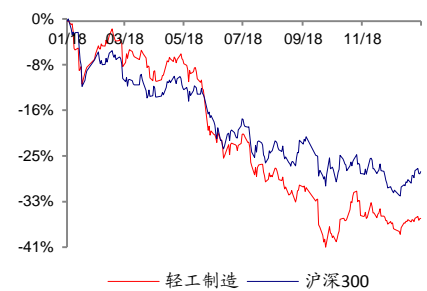
前次评级

买入

报告日期

2019-01-27

### 相对市场表现



分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

轻工制造行业 2019-01-25

业:2018Q4 轻工板

块基金重仓分析

轻工制造行业:增值 2019-01-06

税减税对轻工企业

影响几何?

轻工制造行业:从小 2018-12-09

米点亮宜家看家具

智能化布局

## 目录索引

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1、本文逻辑及投资要点 .....                    | 4  |
| 2、持续研发巩固产品力壁垒 .....                  | 5  |
| 2.1 多元化: 行业产品结构变化带来多元化产品发展机遇 .....   | 5  |
| 2.2 差异化: 持续研发投入形成差异化产品迎合消费需求变化 ..... | 5  |
| 3、“重势”+“人治”构筑渠道竞争力 .....             | 7  |
| 3.1 “重势”: 立足行业发展趋势, 加速营销渠道变革 .....   | 7  |
| 3.2 “人治”: 激励机制提升营销团队销售动能 .....       | 8  |
| 4、产能合理布局是全国性品牌发展必要条件 .....           | 10 |
| 4.1 行业快速发展期产能扩张是市场份额提升的必要条件 .....    | 10 |
| 4.2 国内生活用纸龙头企业均已基本完成产能全国布局 .....     | 11 |
| 5、从海外龙头看原材料纸浆成本管理 .....              | 12 |
| 5.1 纸浆原材料价格波动影响纸企盈利能力 .....          | 12 |
| 5.2 对标海外龙头上游原材料布局并非必须选择 .....        | 13 |
| 6、推荐标的: 中顺洁柔 .....                   | 15 |
| 7、风险提示 .....                         | 15 |

## 图表索引

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 中国生活用纸产品结构日趋丰富 .....                   | 5  |
| 图 2: 中顺洁柔 2012-2017 年研发支出平均增速达到 26.74%..... | 7  |
| 图 3: 维达国际近五年 EC 渠道迅速抢占 GT 和 KA 渠道销售份额 ..... | 8  |
| 图 4: 龙头企业电商渠道销售额占比均逐年提高 .....               | 8  |
| 图 5: 引入新营销团队后销售人员占比快速提升 .....               | 9  |
| 图 6: 阿米巴落实后 2017 年恒安管理费用下降 .....            | 10 |
| 图 7: 2017 年恒安营业收入、利润及人均营业收入上升 .....         | 10 |
| 图 8: 恒安国际产能及销售额占比有所下滑 .....                 | 11 |
| 图 9: 维达国际产能占比相对平稳 .....                     | 11 |
| 图 10: 金红叶产能及销售额占比小幅下降 .....                 | 11 |
| 图 11: 中顺洁柔销售额占比不断攀升 .....                   | 11 |
| 图 12: 2017 年四家龙头企业全国生产基地布局 .....            | 12 |
| 图 13: 进口纸浆平均单价与纸企毛利率反向波动 .....              | 13 |
| 图 14: 生活用纸行业集中度持续提升 .....                   | 15 |
| 图 15: 爱生雅控股维达后销售收入快速提升 (亿元) .....           | 15 |
| <br>  |    |
| 表 1: 2010~2017 年四家龙头企业陆续推出差异化新品 .....       | 6  |
| 表 2: 中顺洁柔激励措施促进管理层利益与公司利益绑定 .....           | 9  |
| 表 3: 进口浆价走低时期毛利率上涨弹性大于浆价走高时期毛利率下降弹性 .....   | 13 |
| 表 4: 参照海外龙头原材料上游布局并非必须选择 .....              | 14 |

## 1、本文逻辑及投资要点

本文从生活用纸行业核心竞争力角度入手，分析梳理核心竞争壁垒，并对行业未来发展进行展望，我们认为：**2017年行业Top3企业生活用纸销售收入接近百亿且增速放缓是渠道布局、产能分布、公司发展阶段等因素共同导致的结果，百亿收入不是生活用纸企业增长瓶颈。龙头集中度有望持续提升，行业核心壁垒在于：1）持续研发带来的产品力提升；2）“重势”+“人治”带来的渠道竞争力提升。**

通过梳理行业及公司发展史我们发现，Top3企业2016年后营收增速放缓原因为：1) 2015-2016年头部企业产能扩张速度慢于行业，行业产能占比下降，影响随后两年销售收入增长；2) 与中顺洁柔相比，头部企业功能性产品创新进度较慢，市场份额提升缺乏强大的产品力支撑；3) 中小生活用纸企业在原材料成本下降时期更具竞争优势，对创新不足的头部企业造成冲击。

**行业核心壁垒1：持续研发带来的产品力提升体现为产品多元化及差异化。**1) 多元化：行业产品结构变化带来多元化产品发展机遇，生活用纸行业逐渐成熟为龙头企业提供发展空间，同时推动产品多元化研发进程。生活用纸行业由1980s卫生纸占比95%以上逐步成长为卫生纸、餐巾纸、手帕纸、面巾纸并存格局，生活用纸企业产品研发需跟随产业变化。2) 差异化：持续研发投入形成差异化产品迎合消费需求变化，多元化差异品类分布有助于企业尽可能地覆盖各类消费者群体，进一步提升市场份额，为此企业需根据产品的相应档次调整对应的差异化策略。

**行业核心壁垒2：“重势”和“人治”带来的渠道竞争力提升。**1) “重势”：立足行业发展趋势，加速营销渠道变革，行业营销渠道增长由早期集中在传统GT渠道，逐步向GT、KA、EC、AFC多渠道并存模式靠拢，企业渠道布局亦应随之改变；2) “人治”：激励机制提升营销团队销售动能。以中顺洁柔2014年外部引入优秀营销管理团队后公司快速成长为例，优秀营销管理团队在渠道开拓及经销商维护过程中更为重要，股权激励绑定共同利益。

**原材料成本管理方面，对标海外龙头，虽然原材料价格与企业毛利率反向波动，但上游原材料布局并非必须选择。中长期毛利率趋势主要受上述产品力和渠道竞争力两大核心壁垒影响。**短期木浆价格波动影响企业盈利能力，进口浆价走低时期毛利率上涨弹性明显大于浆价走高时期毛利率下降弹性，2009年以来，纸浆进口价格下跌时期，生活用纸企业毛利率上涨弹性普遍集中在-0.2到-0.3之间，纸浆进口价格上涨时期，毛利率下跌弹性普遍集中在-0.1左右。

**展望未来，围绕消费者需求进行产品力及渠道竞争力建设，行业集中度有望持续提升，渠道共享多品类协同发展。**根据中国生活用纸年鉴，2017年国内人均生活用纸消费6.1kg，RISI数据显示，2016年美国生活用纸人均消费量28.1kg，国内生活用纸市场仍有广阔发展空间。

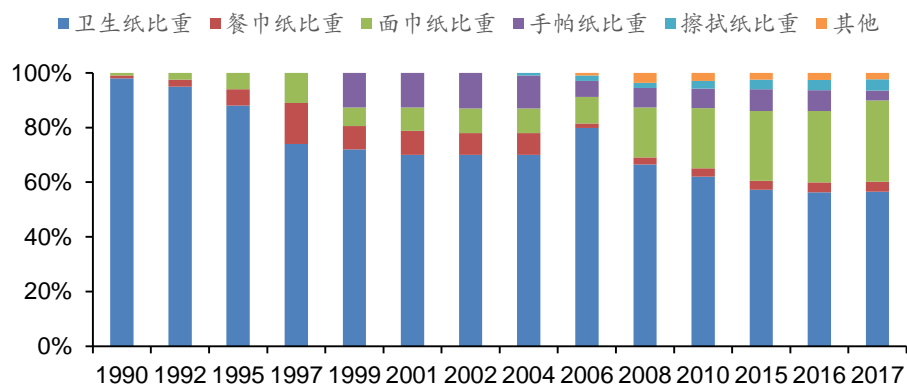
**推荐标的：中顺洁柔。**产品渠道双轮驱动构筑公司核心竞争力，高毛利产品占比提升调整产品结构，各生产基地产能投产计划打开增长瓶颈。暂不考虑激励计划影响，预计2018-2020年主营业务收入57.47、69.70、83.99亿元，归母净利润4.41、5.48、6.87亿元，1月25日收盘市值对应2018年22.68xPE，考虑估值切换，给予2019年25xPE预期，合理价值10.75元/股，维持公司“买入”评级。

## 2、持续研发巩固产品力壁垒

### 2.1 多元化：行业产品结构变化带来多元化产品发展机遇

生活用纸行业的逐渐成熟为龙头企业提供发展空间，同时推动产品多元化研发进程。1988年至1992年期间，我国生活用纸中卫生纸占比95%以上，而随着居民消费水平的提高和对更高生活质量的追求，生活用纸消费的主要产品结构发生了巨大的变化，餐巾纸、手帕纸、面巾纸的比重均有所提升。到2017年，卫生纸比重降低至53.7%，面巾纸比重大幅提高，占比28.2%，生活用纸品类的丰富性和均衡性均大幅提升，市场对企业的研发能力提出了更高的要求。

图1：中国生活用纸产品结构日趋丰富



数据来源：《中国生活用纸年鉴》，广发证券发展研究中心

生活用纸行业的产品同质性越来越弱，消费者对价格的敏感程度在不断下降，产品性能成为首要考虑因素。消费者在选购生活用纸时，价格已经不再是首要考虑因素。消费者对生活品质的追求导致消费偏好发生变化，消费升级日趋明显，企业难以通过单一价格战获得竞争优势，更难以凭借这一点形成竞争力。各大企业开始针对消费者对品质偏好提升促进高端产品的研发推广，进而完善差异化产品布局，以提高核心竞争力并扩大市场份额。

小厂运营波动性较大，研发持续性弱，产品无法跟随行业发展趋势。国内部分中小厂生产规模较小，缺乏资金和设备改造能力，走单一产品低价竞争路线，浆价波动对企业影响明显，尤其是在进口木浆价格下降时期，采用非木浆原料（如竹浆、蔗渣浆等）的生活用纸企业产品价格优势消失，企业运营无法支撑可持续的产品研发投入。

### 2.2 差异化：持续研发投入形成差异化产品迎合消费需求变化

各大厂商推出差异化产品以应对消费者的差异化需求，终端产品的差异化环节集中在后加工与包装环节。差异化的方向包括添加表面处理剂获得更好护肤性，或针对学生和白领人群推出时尚风格产品，其中后加工差异化产品明显可增强消费者的消费黏性。2011年开始，各大企业创新性产品层出不穷。如在2011年金红叶推出“原木纯品”系列面巾纸，推行原木理念，绿色健康；中顺洁柔着重推广“LOTION柔滑”系列面巾纸，主打“可锁水”理念。2012年恒安推出“冬己”系列面巾纸，面向年轻群体；维达推出“超韧”系列，湿水不破，成为公司销量明星。

表1: 2010~2017年四家龙头企业陆续推出差异化新品

| 公司   | 产品  |  |   |
|------|---|--|---|
| 恒安国际 |    |     |    |
|      | “冬己”系列, 2011  | “茶语” 高端系列, 2014  | “小黄人”系列, 2017   |
|      | 包装灵动, 面向女性群体  | 纸张干用柔软, 湿用强韧   | 借势大热电影, 面向年轻群体  |
| 维达国际 |    |     |    |
|      | “超韧”系列, 2012  | 引入“多康”系列, 2014   | 引入“得宝”系列, 2014  |
|      | 纸张强韧沾水不破  | 专为商业及工业场所提供纸品  | 主打高端商务形象  |
| 金红叶  |   |    |   |
|      | “原木纯品”系列, 2011  | 清风“新韧时代”系列, 2014   | “铂丽雅”系列, 2017   |
|      | 主打绿色环保  | 纸张厚实坚韧, 可干湿两用  | 主打高端系列, 纸张柔滑亲肤  |
| 中顺洁柔 |  |  |  |
|      | “LOTION” 柔滑系列, 2011   | “FACE”系列(2011) “FACE”升级版(粉/2014)   | “自然木”系列, 2017   |
|      | 纸张柔软锁水  | 纸张柔韧细滑, 湿水强韧   | 符合欧美食品接触纸检测标准   |

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

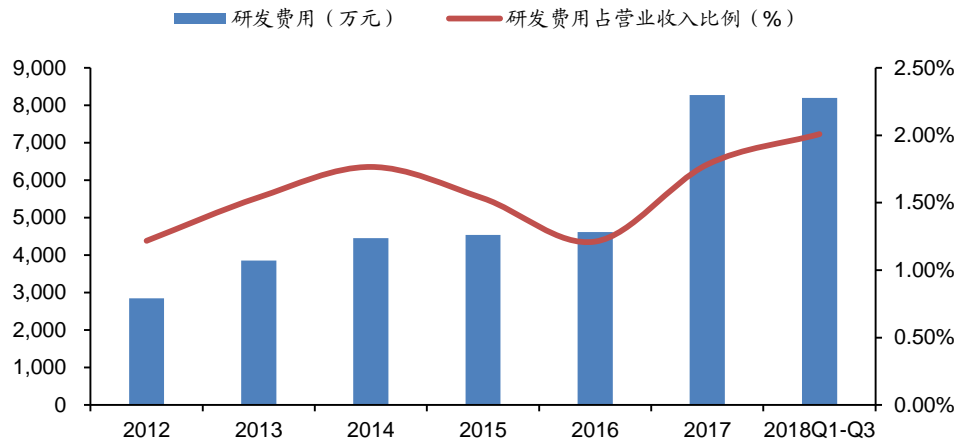
多元化差异品类分布有助于企业尽可能地覆盖各类消费者群体, 进一步提升市场份额, 为此企业需根据产品的相应档次调整对应的差异化策略。中低端的产品质量不易体现差异化, 可通过服务的差异化来提高产品吸引力。服务的差异性主要体现在购买的便利性、价格的合理性、运输速度及可靠性等。高端产品应在价格及功能上同普通产品区分开来, 宣扬高质量高档次的理念。主打功能应突出, 如优秀的柔韧度、可干湿两用、独特的制造工艺等等。塑造鲜明的各品类品牌形象, 有助于增强差异化效用, 进而吸引潜在消费者。

中顺洁柔注重产品研发, 行业内最早推出差异化功能性产品, 把创新独特列为企业文化的重要部分。公司不断提高研发水平和研发质量, 逐步推出Face可湿水系列、Lotion锁水系列、超迷你系列以及创新易开口设计, 以提高产品品质和消费者使用体验。自2011年推出“LOTION”柔滑及“FACE”系列后, 经过不断更新换代,

这两个系列分别以“可锁水”和“可湿水”的功能特点，逐步成为公司拳头产品，深受消费者喜爱，也为公司带来了销售额的显著提升。

公司以提高创新力为诉求，在研发投入上不断加码。2012年研发费用为2848万元，占营收比例1.22%；而在2018年，仅前三季度研发费用就达到了8195万元，占营收比例提高至2.01%。充足的研发投入和快节奏的新品上市成为中顺洁柔快速增长的源泉。

图2：中顺洁柔2012-2017年研发支出平均增速达到26.74%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

以消费者需求为主要出发点推动产品研发和技术优化升级。在适应市场需求基础上，洁柔针对不同消费者特点以及消费观念转变，着力开发迎合新需求的产品。针对消费者不断升级的消费理念，新产品的研发加大了对品质的要求和质量的把关。同时注重生产过程环保，推动工艺和品质的进步，以创新质量取胜，进而为企业发展注入源源不断的生命力。

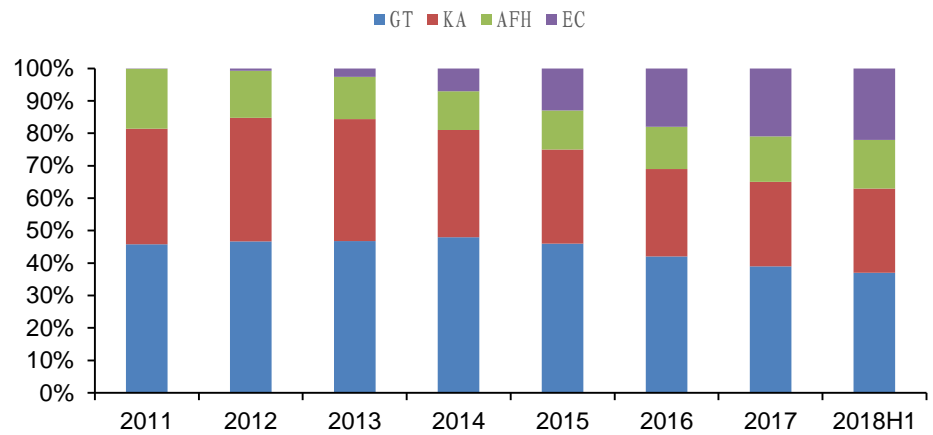
先进的技术和高度自动化的设备提高运营效率，为差异化产品的研发生产提供动能。中顺洁柔注重技术创新和设备更新，公司先后从奥地利、德国、意大利、日本、韩国、中国台湾等地引进先进的造纸设备和加工设备，不断创新理念，以新产品研发为出发点，以促进生产为基础，大胆引入节能环保设备，成为国内生活用纸行业中设备投资的领先者。

### 3、“重势”+“人治”构筑渠道竞争力

#### 3.1 “重势”：立足行业发展趋势，加速营销渠道变革

行业营销渠道增长由早期集中在传统GT渠道，逐步向GT、KA、EC、AFC多渠道并存模式靠拢。在早期行业发展过程中，GT渠道是生活用纸的主要分销渠道，生活用纸的主要销售场所在于小商店，通过经销商的层层推进将产品摆在小店货架上，广泛的销售网络布局是推动企业市场份额提高的关键。在行业发展逐渐成熟和市场环境逐渐改变的过程中，大卖场也逐渐成为销售的主要场所，KA渠道慢慢也成为企业关注的重点。当前电子商务的迅速发展和消费者消费习惯的改变推动企业在电商渠道广泛布局，促进了生活用纸在电商渠道销售占比的迅速提高。企业只有在行业发展变革中尽快适应趋势，才能更加充分发挥产品力，进而提高市场占有率。

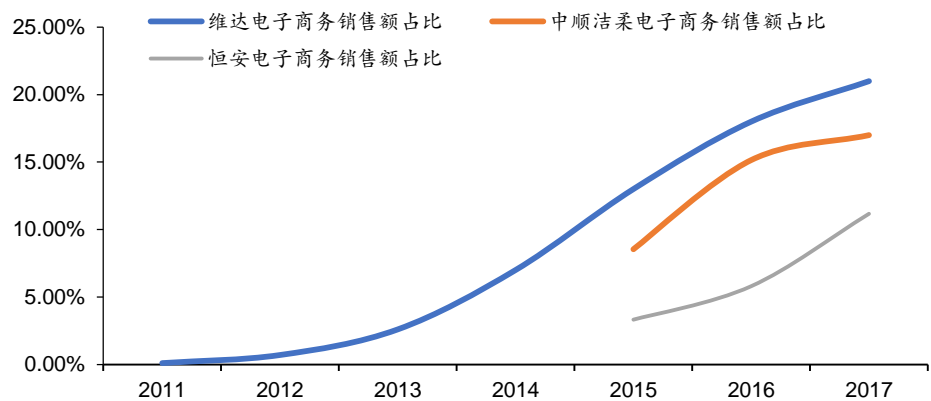
图3：维达国际近五年EC渠道迅速抢占GT和KA渠道销售份额



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

随着电子商务在消费者中的普及，电商渠道的开拓成为企业争夺市场份额的全新角力点。线上销售具有营销传播速度快，覆盖面广，消费者价格敏感性相对更低的优势。从2011年开始，维达电商渠道最早发力，占比逐年提升，一定程度上提振了企业主营业务收入增速。中顺洁柔倾向于线上销售高毛利率非卷纸类产品，消费者消费黏性被网购便利性大大增强。恒安国际线上业务起步较晚，2016年后着力发展电商渠道，2017年恒安电商销售取得了快速增长，营业额约20.2亿元，同比增长超过80%，在整体销售收入中占比由5.7%提升至10.1%。

图4：龙头企业电商渠道销售额占比均逐年提高



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

### 3.2 “人治”：激励机制提升营销团队销售动能

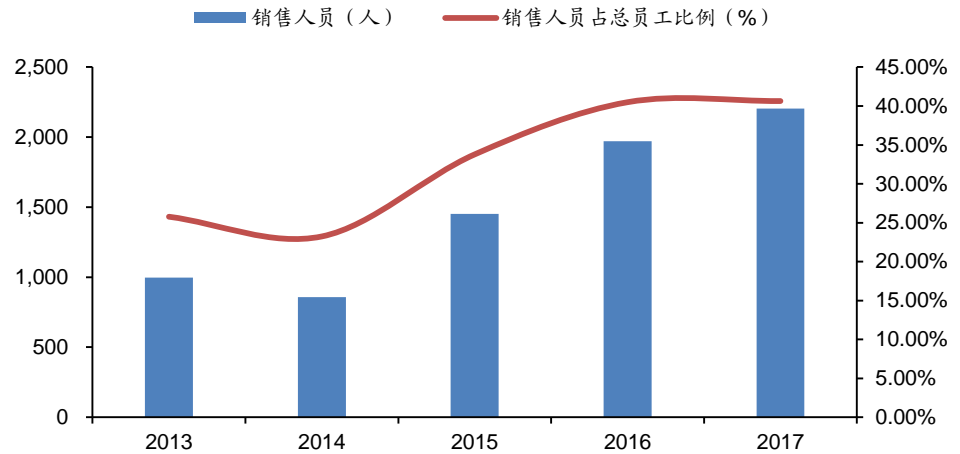
#### 3.2.1 中顺洁柔：外部引入优秀营销管理团队，股权激励绑定共同利益

优秀营销管理团队在渠道开拓及经销商维护过程中更为重要。优秀营销管理团队助力中顺洁柔2015年后实现快速增长。中顺洁柔注重外部引入先进管理思想和优秀营销人才，完善各方面渠道建设。公司于2015年引入金红叶原核心营销团队，以全新营销理念补足原有产品推广短板。公司大力发展销售人员和经销商，经销商数量从2014年的700家增至2017年的1700家。不断完善GT、KA、EC、AFH各渠道的管理建设：GT渠道持续扩大网络布局，扩大经销商覆盖面和渗透率；KA渠道拓展与



一线大型连锁卖场的合作关系，进一步提高分销效率；EC渠道渐次增加投入，在电商营销方面加码，增强和阿里、京东等电商的合作，迎合消费者在新形势下消费习惯的变化，推动新品上市的同时也促进经典产品的可持续经营，实现线上线下产品的互动销售。

图5：中顺洁柔引入新营销团队后销售人员占比快速提升



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

公司注重员工激励，通过限制性股票激励计划、员工持股计划以及股票期权激励计划将各级员工利益与公司利益绑定。公司于2015年推出限制性股票激励计划，2016、2017年解锁目标均已实现。2017年8月推行第一期员工持股计划，绑定核心管理层利益。2018年公司并行推出股票期权与限制性股票激励计划，期权覆盖员工占比超过75%，持续完善激励机制，激发员工工作的积极性与归属感，进而推动公司备考业绩达成。

表2：中顺洁柔激励措施促进管理层利益与公司利益绑定

| 激励形式           | 覆盖人员                                     | 激励内容   | 实现进程   |
|----------------|--|--|--|
| 2015年限制性股票激励计划 | 242人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)骨干。      | 占公告日总股本的3.52%，解锁条件：2014年为基期，2016-2018年净利润增长不低于129%，249%与352%；营业收入增长不低于37%，60%与93%。           | 2017年第一个解锁期解锁条件达成。2018年第二个解锁期解锁条件达成。                       |
| 员工持股计划         | 9人，包括实际控制人邓冠彪、邓冠杰、董事刘金峰、副总经理周启超及其他五名核心骨干 |  | 截止2017年12月20日，员工持股计划已通过二级市场累计购买1,665.31万股公司股票，占公司总股本2.20%。 |
| 股票期权激励计划       | 4101人，覆盖75.65%的员工。                       | 授予权益总计4,481.6万份，约占目前公司总股本3.48%。行权目标/解除限售期业绩条件：2019-2021年营业收入较2017年增长不低于41.60%，67.09%与94.03%。 |  |
| 2018年限制性股票激励计划 | 671人，包括财务总监董晔、中层管理人员、核心技术(业务)人员。         |  |  |
| 经销商持股计划        | 经销商                                      | 筹划中  | 2017年年底已收到部分经销商的持股意向书，正与相关经销商商讨相关细节及持股                     |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

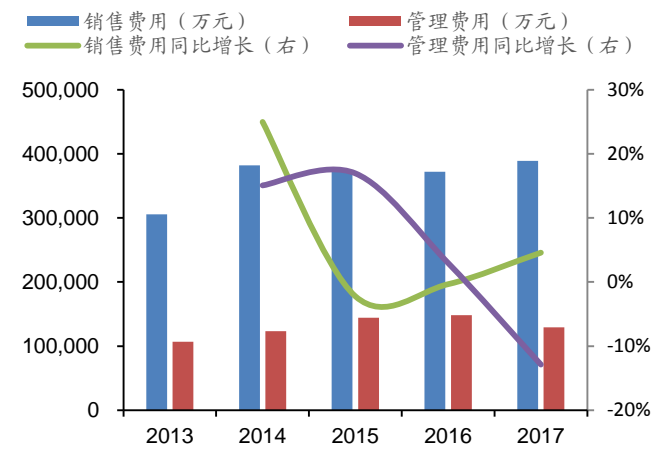
股权激励的独特优势使中顺洁柔在营销渠道上巩固渠道竞争力，立足产品创造长远的市场竞争壁垒。金红叶为非上市公司，而恒安国际与维达国际均在港股上市，激励方式较少，使得中顺洁柔在员工激励方面获得独特竞争优势。此外据中顺洁柔2017年年报披露，公司于2017年年底已收到部分经销商持股意向书，正与相关经销商商讨相关细节及持股计划的可行性，以激发团队积极性，扩大公司渠道建设优势。以期在产品端与销售端之间构建坚实桥梁，使经销商与销售人员利益与公司的成长绑定，持续扩大营销渠道优势，提高盈利能力。

### 3.2.2 恒安国际：推动管理变革，阿米巴模式促进营销推广

为应对营收增速放缓，恒安推进管理改革，引入阿米巴经营模式，激励达标业务团队。2017年4月底，恒安全国销售阿米巴布局完成。恒安阿米巴战略是让每个产品和每个渠道都有一个专门的团队负责销售，团队独立结算盈亏。此前经销商对于恒安类似于客户，销售团队只负责将货物卖给经销商。阿米巴时代，恒安与经销商是合伙人关系，公司和经销商将一起探索如何提升销售和收入。

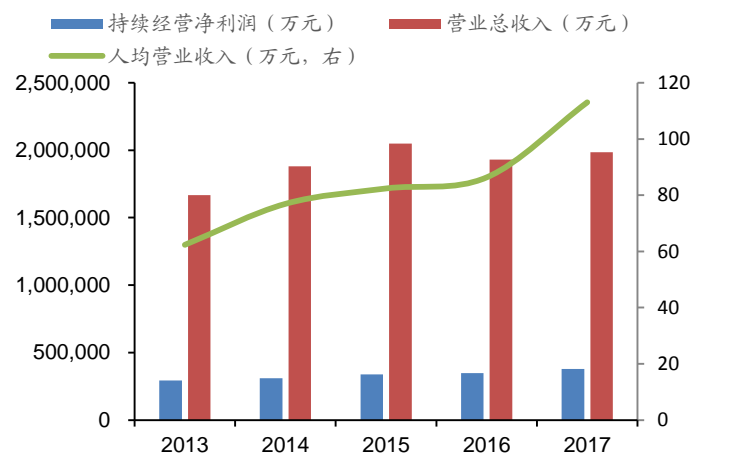
阿米巴有效减低管理费用，提高营业收入。短期来看，阿米巴能够降低管理费用，因为公司管理结构更扁平化。2017年管理费用同比下降了12.8%。收入及利润同比增长都超过9%，人均营业收入更是大涨30.9%。长期来看，阿米巴能够实现收入与利润的稳定提升，在降低库存、新品研发、销售渠道开拓等方面都将发挥作用，有望改善北部等弱势地区的销量现状。

图6：阿米巴落后2017年恒安管理费用下降



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图7：2017年恒安营业收入、利润及人均营业收入上升



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

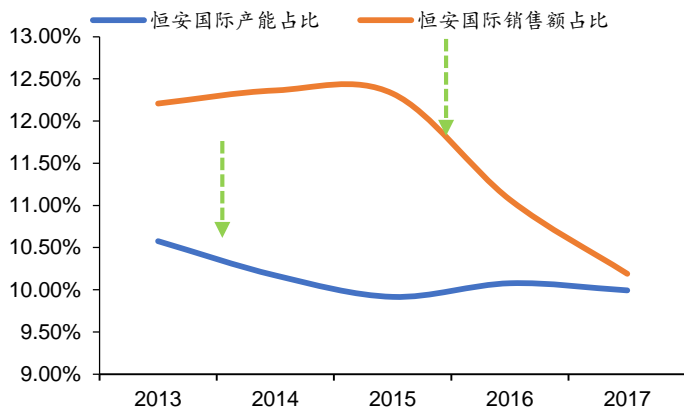
## 4、产能合理布局是全国性品牌发展必要条件

### 4.1 行业快速发展期产能扩张是市场份额提升的必要条件

产能规模大小与市场份额高低正相关，且越早完成全国性产能布局，越能尽快抢占潜在市场份额。产能规模大小与市场份额高低正相关，且越早完成全国性产能布局，越能尽快抢占潜在市场份额。产能规划和销售网点铺设共同决定线下渠道建设程度，尽管企业产能规模变化传导至销售额变化存在一定时滞，但快于同业竞争

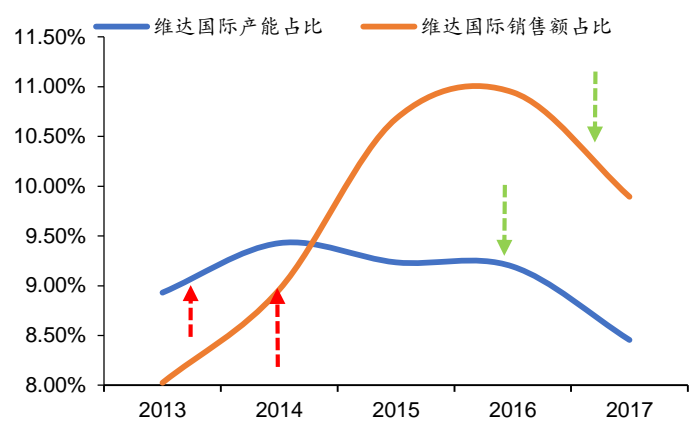
对手的产能扩张有助于配合渠道提升市场影响力及认可度，并进一步带来销售额占比的提升。

图8: 恒安国际产能及销售额占比有所下滑



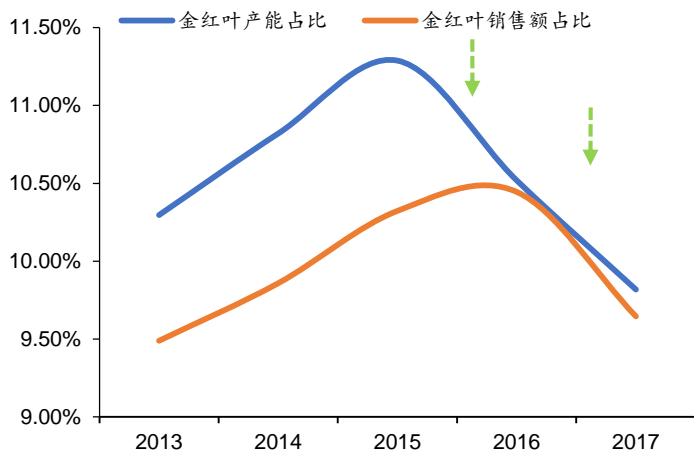
数据来源: WIND,《中国生活用纸年鉴》,广发证券发展研究中心

图9: 维达国际产能占比相对平稳



数据来源: WIND,《中国生活用纸年鉴》,广发证券发展研究中心

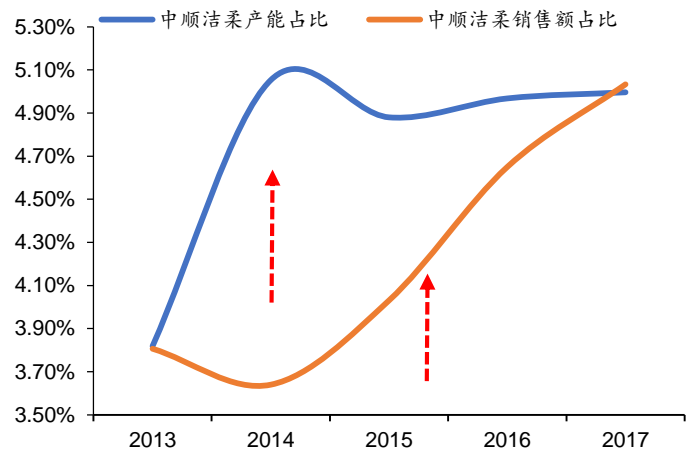
图10: 金红叶产能及销售额占比小幅下降



数据来源: WIND,《中国生活用纸年鉴》,广发证券发展研究中心

注: 金红叶产能及销售额均剔除原纸销售部分影响

图11: 中顺洁柔销售额占比不断攀升

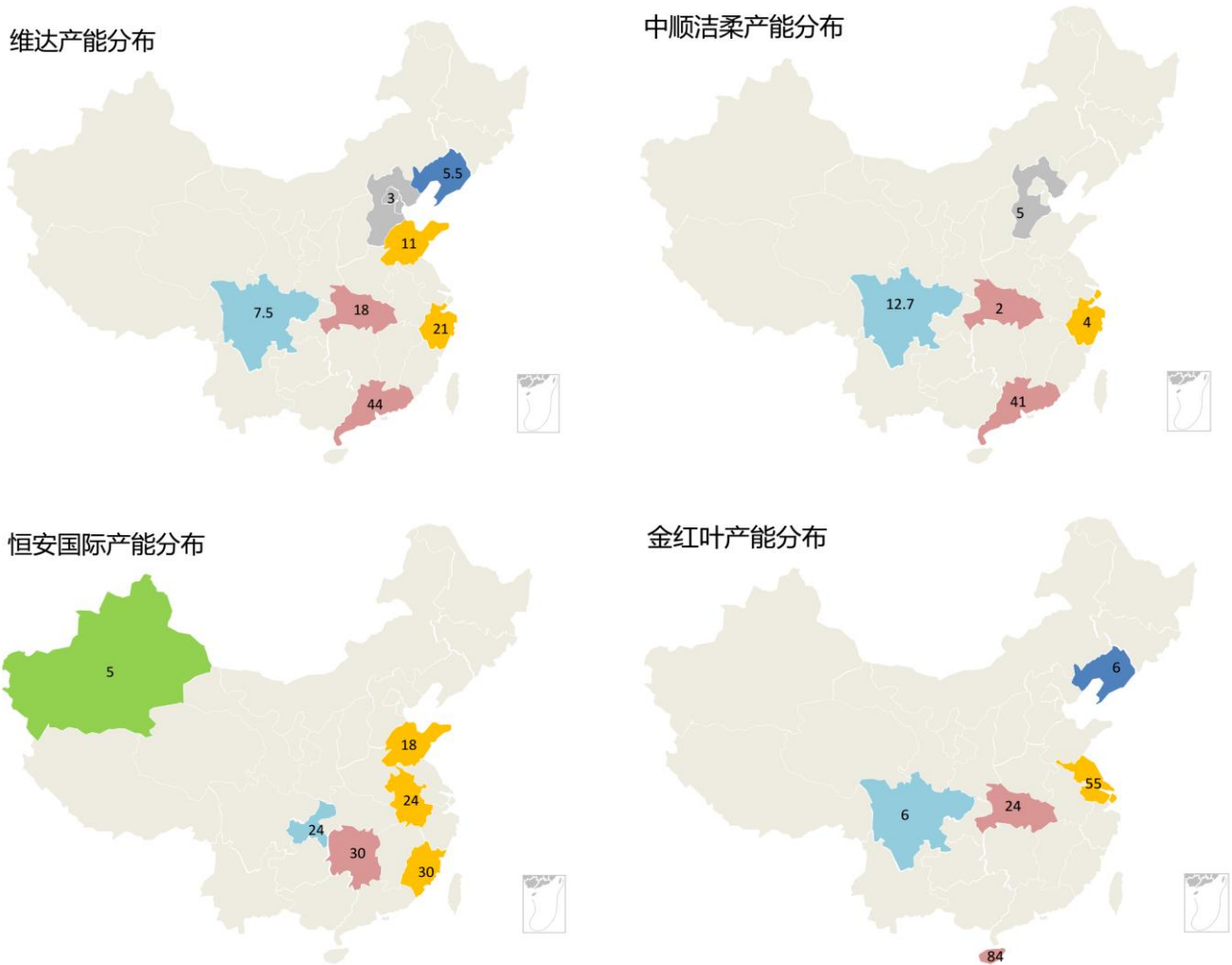


数据来源: WIND,《中国生活用纸年鉴》,广发证券发展研究中心

## 4.2 国内生活用纸龙头企业均已基本完成产能全国布局

全国性的生产基地铺设有助于地区性输送降低运输成本，同时企业能更及时地感知市场需求变化并做出反应。生活用纸头部企业均基本完成产能全国性覆盖并逐步向内陆地区延伸，2017年11月恒安新疆基地首台纸机投产，行业内率先布局西北内陆地区。中顺洁柔2017年产能达65万吨/年，据公司2017年年报，为弥补随着销售增长可能产生的产能缺口，2018年公司湖北新增10万吨产能将建设投产，预计未来5年，每年约有10万吨的产能投放，总产能不断扩大。

图12: 2017年四家龙头企业全国生产基地布局



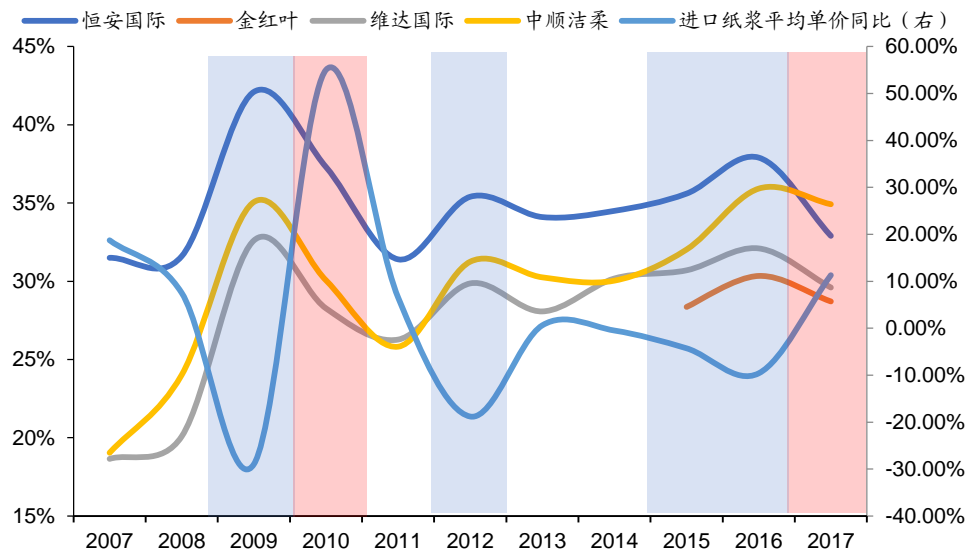
数据来源: 《中国生活用纸年鉴》, WIND, 广发证券发展研究中心

## 5、从海外龙头看原材料纸浆成本管理

### 5.1 纸浆原材料价格波动影响纸企盈利能力

纸浆原料成本占比高, 价格波动影响纸企毛利率。因木纤维资源禀赋不足, 国内大部分生活用纸企业均需要外部采购纸浆, 根据中顺洁柔2018年半年报, 纸浆成本在公司生产成本中占比约50%-60%, 进口纸浆价格波动直接影响生活用纸企业毛利率, 根据海关总署数据进口纸浆平均单价波动与纸企毛利率间存在反向波动。

图13: 进口纸浆平均单价与纸企毛利率反向波动



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

进口浆价走低时期毛利率上涨弹性明显大于浆价走高时期毛利率下降弹性。通过整理2009-2017年主要生活用纸企业毛利率同比变化以及同时期进口纸浆平均单价波动, 我们发现:

1) 2009、2012、2015、2016年纸浆进口价格下跌时期, 生活用纸企业毛利率上涨弹性普遍集中在-0.2到-0.3之间, 而在2010、2017年纸浆进口价格上涨时期, 毛利率下跌弹性普遍集中在-0.1左右。

2) 中顺洁柔毛利率弹性大部分时期均高于其他三家生活用纸企业, 我们认为其产品结构高端化方向发展、公司治理稳定高效为弹性较大的主要原因。

3) 2017年恒安国际、维达国际毛利率弹性数据异常主要为产品价格调整不及时导致毛利率下降, 其余年份毛利率弹性基本保持在上述区间内。

表3: 进口浆价走低时期毛利率上涨弹性大于浆价走高时期毛利率下降弹性

|      | 恒安国际  | 金红叶   | 维达国际  | 中顺洁柔  | 进口纸浆平均单价同比 |
|------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 2009 | -0.36 |       | -0.43 | -0.38 | -28.98%    |
| 2010 | -0.09 |       | -0.08 | -0.09 | 55.02%     |
| 2011 | -0.90 |       | -0.30 | -0.65 | 6.54%      |
| 2012 | -0.21 |       | -0.19 | -0.29 | -18.81%    |
| 2013 | -2.10 |       | -2.90 | -1.62 | 0.62%      |
| 2014 | -0.80 |       | -4.22 | 0.42  | -0.50%     |
| 2015 | -0.26 |       | -0.12 | -0.46 | -4.28%     |
| 2016 | -0.24 | -0.21 | -0.15 | -0.41 | -9.60%     |
| 2017 | -0.44 | -0.14 | -0.22 | -0.09 | 11.29%     |

数据来源: WIND, 海关总署, 广发证券发展研究中心

## 5.2 对标海外龙头上游原材料布局并非必须选择

国际生活用纸巨头上游布局各有侧重, 发展制浆业务并非必要, 中长期而言毛利率变化趋势主要受产品结构和渠道竞争力两大核心壁垒影响。以全球健康护理产

品领导者金佰利为例，其21世纪初开始着力开展全球纸浆和卫生纸资产的战略性调整，对集团业务进行拆分整合，逐渐剥离纸浆业务。据公司历年年报披露信息，2004年由于纸浆业务的分拆，其自有纸浆供应从约40%降低至10%。2006年第四季度，其墨西哥分公司（KCM）继续出售其纸浆业务。到2010年，金佰利陆续关停其在澳大利亚、加拿大等地的制浆厂，目前其企业生产所需原材料纸浆基本全部源自第三方购买。

其他海外龙头方面，日本花王的原材料纸浆基本全部源自外部采购；欧洲生活用纸巨头爱生雅于2015年底对公司业务进行整合，将包括纸浆在内的林产品业务与卫生用品业务分立，成立新公司继承占公司净销售收入85%的生活用纸业务。日本王子制纸自有纸浆产能，并致力于打造差异化的原材料，应用于下游端，上下游业务联动推动核心竞争力的提高。

除恒安2018年投资芬兰芬浆外，国内生活用纸企业纸浆原料基本全部依赖外部采购。恒安在2018年投资芬兰芬浆36.46%股权，扩展产业链上游业务，稳定原材料纸浆来源。金红叶背靠金光纸业，部分阔叶浆从集团造纸产业链企业采购。维达国际、中顺洁柔纸浆基本全部源自外部采购。

表4：参照海外龙头原材料上游布局并非必须选择

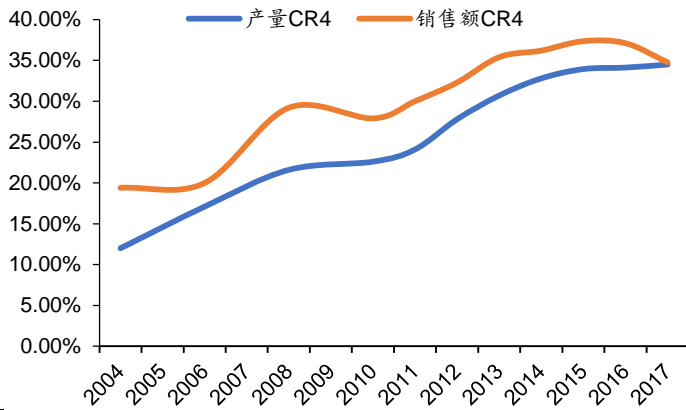
| 国外   |                                   | 国内   |                    |
|------|-----------------------------------|------|--------------------|
| 厂商   | 上游布局                              | 厂商   | 上游布局               |
| 金佰利  | 纸浆基本全部源自外部采购                      | 维达国际 | 纸浆基本全部源自外部采购       |
| 花王   | 纸浆基本全部源自外部采购                      | 中顺洁柔 | 纸浆基本全部源自外部采购       |
| 爱生雅  | 自有制浆厂，林产品和生活用纸业务拆分成两个子公司          | 恒安国际 | 2018年投资成为芬兰芬浆第一大股东 |
| 王子制纸 | 多种纸品布局，全球纸浆产能布局，着力以原材料创新推动下游产品差异化 | 金红叶  | 部分阔叶浆从集团造纸产业链企业采购  |

数据来源：公司年报，公司公告，广发证券发展研究中心

**未来行业集中度有望持续提升，渠道共享多品类协同发展。**对标海外龙头，围绕客户需求跨品类横向多元化，跨品类扩张是生活用纸行业龙头摆脱桎梏、获得更广阔发展空间的重要方向之一。龙头企业从产品质量和功能角度挖掘深层次需求，进一步发展生活用纸外延品类。例如中顺洁柔迎合消费升级理念，结合市场新消费需求，着力研发并推广“新棉初白”棉柔巾，在生活用纸业务的基础上进行跨品类发展，借助原有渠道建设实现新产品快速推广。国内环保监管环境趋严加速小厂产能快速淘汰，据生活用纸委员会估计，2017年全国淘汰和停产的净产能约为137万吨。

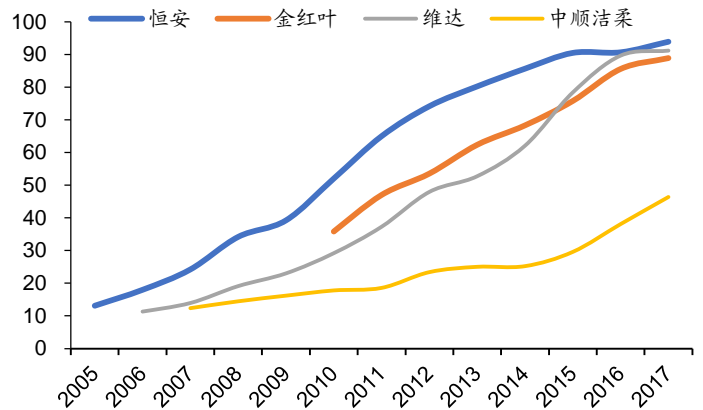
**跨品类横向多元化发展在企业层面可以助力企业发挥协同效应，同时拓宽了整个行业的发展空间，助推行业纵深发展。**维达从生活用纸业务做起，2014年整合爱生雅业务后，现在生活用纸、失禁用品、女性护理、婴儿护理四大支柱业务并举，极大地拓宽了利润增长空间，逐步推进以生活用纸为核心的“大生活卫生用品战略”。在品类扩张的同时，维达扩大自身品牌效应，拓宽集团产品辐射范围，进一步向各个品类的消费者推广生活用纸业务，完善自有的销售网络，在营销渠道方面进一步优势互补，达成跨品类的渠道共享。

图14: 生活用纸行业集中度持续提升



数据来源: 《中国生活用纸年鉴》, 广发证券发展研究中心

图15: 爱生雅控股维达后销售收入快速提升 (亿元)



数据来源: 《中国生活用纸年鉴》, 广发证券发展研究中心

## 6、推荐标的: 中顺洁柔

**股票期权与限制性股票激励并行, 激励计划实现最大限度覆盖公司员工。**根据公司公告, 拟向激励对象授予权益总计4,481.6万份, 约占目前公司总股本3.48%, 其中首次授予3,881.6万份, 预留600万份, 期权覆盖员工占比超75%。首次授予股票期权行权价格为8.67元/股, 限制性股票激励授予价格4.33元/股, 行权目标2019-2021年营收较2017年增长不低于41.60%、67.09%、94.03%, 若考核目标实现, 2021年公司营收有望超过90亿元。

**成本端原材料木浆价格下跌有望扩大盈利空间。**纸浆期货上市后中国在国际纸浆市场话语权提升, 木浆价格回落, 卓创资讯数据显示1月份主要港口库存依然保持历史高位, 木浆内盘价格承压, 但外盘木浆期货2月报价小幅上调, 国内浆价暂时止跌, 国内木浆原料价格下跌有望扩大公司盈利空间。根据公司财报, 三季度末存货较二季度末减少0.65亿元, 存货较低, 预计原材料平均成本下滑有望于2019Q1体现。

**渠道端与产品结构调整相结合助力考核目标实现。**公司注重渠道建设, 2018仍是渠道建设年, 通过高毛利产品迭代推出公司实现不同渠道不同区域的针对性营销。GT作为公司传统优势渠道, 在加大空白市场网点开发、扩大GT网络布局方面存提升空间。KA布局上, 公司基本实现卖场直营, 不断优化KA系统, 提升分销效率。EC是未来市场发展的趋势, 通过团队搭建及组织架构梳理有望成为未来重要增长点。

**产品渠道双轮驱动构筑公司核心竞争力, 高毛利产品占比提升调整产品结构, 各生产基地产能投产计划打开增长瓶颈。**暂不考虑激励计划影响, 预计2018-2020年主营业务收入57.47、69.70、83.99亿元, 归母净利润4.41、5.48、6.87亿元, 1月25日收盘市值对应2018年22.68xPE, 考虑估值切换, 给予2019年25xPE预期, 合理价值10.75元/股, 维持公司“买入”评级。

## 7、风险提示

经济下行消费增速不及预期, 行业产能无序投放导致产能过剩, 原材料木浆价格剧烈波动, 不同渠道间串货, 新产品开发进程不及预期。

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                | 深圳市                     | 北京市                 | 上海市                    | 香港                            |
|------|--------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路183号大都会广场5楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510075             | 518026                  | 100045              | 200120                 |                               |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn     |                         |                     |                        |                               |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。



本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。