

轻工制造

2018年04月17日

中顺洁柔 (002511)

——2017 年年报点评：渠道+产能驱动收入放量，结构升级+效率提升对冲成本压力，绑定人才夯实长期发展逻辑！

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

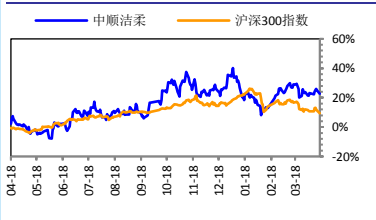
投资要点：

市场数据：		2018年04月17日
收盘价(元)		14.47
一年内最高/最低(元)		18.88/10.41
市净率		3.6
息率(分红/股价)		-
流通A股市值(百万元)		10605
上证指数/深证成指		3066.80/10395.16

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2017年12月31日
每股净资产(元)		4.02
资产负债率%		47.44
总股本/流通A股(百万)		757/733
流通B股/H股(百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中顺洁柔 (002511) 2017 年业绩快报点评——渠道和产能双向驱动业绩提升，深度绑定彰显长期发展信心》 2018/03/01

《2017 年轻工造纸行业年报业绩前瞻——家居造纸快速增长，包装盈利整体承压》 2018/02/12

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司公告 2017 年年报，完全符合我们预期。**公司 17 年实现收入 46.38 亿元，同比增长 21.8%，归母净利润 3.49 亿元，同比增长 34.0%，合 EPS 0.46 元/股，完全符合我们预期（我们年报前瞻预计 17 年利润增速+34%）。17Q4 单季实现收入 12.86 亿元，同比增长 20.4%，17Q4 归母净利润 1.02 亿元，同比增长 29.2%。17 年公司业绩取得较高增长。收入端增长系：产能逐步落地、渠道+营销积极开拓；在盈利端：公司提升产品结构、减少促销+提价政策，在浆价上行背景下成功维持盈利水平。我们认为随着公司自身产品创新、销售端积极推进以及浆市供需持续改善，18 年公司盈利能力将得到修复。
- **收入端：产能扩张+营销积极+激励绑定全面推进，带动公司收入持续增长。**1) 新产能逐步落地，有效缓解了供不应求的状况：2017 年公司生活用纸总销量约 41 万吨，同比增长超过 23%。公司 17Q4 收入增速环比略有回落，主要系产能短期瓶颈，Q4 云浮（12 万吨）和唐山（2.5 万吨）生活用纸项目的逐步投产，使生活用纸产能在年底达到 65 万吨/年（17 年实际有效产能略超过 50 万吨），同比增长 30%，供不应求得到缓解。湖北新建年产 20 万吨高档生活用纸项目预计将于 18 年下半年至 19 年初投放 12 万吨，未来 5 年每年约有 10 万吨的产能投放，将避免销售增长可能产生的产能缺口。2) 卓越销售团队助力线下下沉+KA 推进+线上渠道拓展：渠道下沉拓展稳步，营销网络覆盖全国绝大部分地/县级城市，采取直销到县、分销到镇的渠道下沉策略，不断的细分与扁平化市场经营、扩大经销商的网络布局，目前经销商数量已超过 2000 家，全国 2800 个城市中已覆盖 1200 个；KA 合作方面，与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福、步步高和永辉等大型连锁卖场合作顺利，并逐步将一些重点的卖场转为公司直营，18 年有望采取事业部模式不断打造高效管理；线上渠道，公司加大在天猫、淘宝、京东、唯品会、苏宁等电商平台的投入，并强化与搭建配置相应的物流系统和日常运营体系，17 年电商渠道增速约为 60%，目前占比约为 20%，持续开启渠道发力新引擎。3) 16 年公司推出股权激励，超过 80% 给予营销队伍，将销售团队利益与公司整体利益深度绑定。新团队进入一改公司前期个数收入增速情况，收入增长提速明显，2015/2016/2017 销售收入分别增长 17.3%/28.7%/21.8%，增速高于恒安国际纸业业务（15/16/17 年收入增速 5.6%/0.2%/3.6%）及维达国际生活用纸业务（15/16/17 收入增速 26.3%/14.4%/1.7%）。17 年公司再次推出员工持股计划，筹集资金总额上限 1.0 亿元，激励 5 名董事高管及不超过 5 名核心骨干人员，提高团队利益一致性，同时彰显公司对未来发展的信心。
- **盈利端：产品结构升级+及时定价策略+浆价高位回落，盈利能力有望持续改善。**1) 产品结构升级，高毛利非卷纸类产品有效提高毛利率：随着消费者的消费能力不断增强，公司逐渐加大了非卷纸类高毛利产品（包括 Face 和 Lotion 和自然木等系列）的销售力度。Face 采用独创的可湿水造纸工艺，可做洗脸巾，而 Lotion 可缩水面纸含有保湿因子，适合母婴、鼻敏感、化妆等用户。非卷纸类占比 57.4%（同比增长 30.5%）、卷纸类占比 39.8%，结构升级为公司毛利率提升 0.54pct，增强盈利弹性。公司 2017 年研发投入同比增长 79.2%，主要用于研发自然木系列并提升产品卫生环保质量，有利于公司未来持续投放高品质、高溢价的产品。

财务数据及盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,809	4,638	5,673	7,034	8,736
同比增长率(%)	28.74	21.76	22.30	24.00	24.20
净利润(百万元)	260	349	449	572	716
同比增长率(%)	195.26	34.04	28.65	27.30	25.20
每股收益(元/股)	0.34	0.46	0.59	0.76	0.95
毛利率(%)	35.9	34.9	35.5	35.7	35.8
ROE(%)	9.7	11.5	12.9	14.1	15.0
市盈率	28	31	25	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **2) 大量采购长期锁价, 有效应对纸浆价格大幅上涨, 公司及时提价对应冲击:** 生活用纸主要生产成本为木浆 (约占 60%-70%), 由于海外供给影响、国内供给侧改革、废纸政策等因素, **2017 年纸浆同比上涨 45%-50%** (国内针叶浆于 11 月最高达到约 7550 元/吨、阔叶浆 6300 元/吨), **公司 17 年毛利率仅下降 1pct**, 主要原因在于公司与供应商之间一直保持良好沟通交流, 能够及时掌握浆板价格走势、产能增长情况, 并以最优势的价格达成长期深度合作。公司为应对原材料上涨公司于 17 年 Q4 开始整体提价 14%, 目前涨价已基本落实; 同时在下半年减少促销优惠约 2-3pct, 有效缓解毛利下降趋势, 避免盈利水平受损。公司的涨价策略能够高效落实, 证明公司对销售渠道管理严格; 市场对涨价接受情况良好, 体现出市场对大品牌的高度认可。**3) 国际浆市供需改善, 浆价回落提升公司盈利水平:** 2017 年底至 2018 年 Q1 巴西、欧洲等地的纸浆产能逐渐投放, 已有效地缓解了全球纸浆供需紧张状况, 目前浆价已从高点回落约 10%, 与我们之前预期浆价无法保持高位运行的预期一致, 预计公司 2018 年盈利弹性将有所好转。**4) 运营效率及供应链提升:** 公司通过引进奥地利、德国、意大利、日本、韩国、台湾等地的自动化造纸以及加工设备, 使得公司生产效率逐步提升, 制造+人工成本占比从 45% 下降至 40%, 且目前设备开工率高, 折旧等成本充分被分摊。另一方面公司财务费用率下降 0.55pct, 利息支出减少 18%, 主要原因系公司增加非流动负债 9.8 亿元, 有效降低了融资成本。净利率受益于运营效率和供应链管理加强而持续改善, 在毛利率下降 1pct 的情况下, 公司净利率提升 0.69pct。
- **行业格局持续改善, 生活用纸需求增长无忧。** 随着经济持续增长和人民生活水平提高, 预计到 2021 年, 全球生活用纸需求 CAGR 3.3%, 中国 CAGR 6-7%。国内人均用纸消费量偏低, 目前仅 6.2-6.5 公斤, 欧美可以达到 25-30 公斤, 我国生活用纸行业天花板还很高。消费升级带动用纸量上升, 同时也开发出更多的细分品类 (如厨房用纸, 婴幼儿用纸等), 有利于像公司这样具备强大研发实力的龙头公司。**国内竞争格局由分散走向集中:** 中国生活用纸 1400 多家, CR15 为 55%, CR4 为 35%。尤其过去三四五线城市以地方品牌和杂牌为主, 2017 年浆价上涨后, 杂牌减产停产退出竞争, 但市场需求依然很好, 提供给大品牌市场占有率提升的机会, 行业整合进程将大大提速。
- **渠道持续扩张, 产品结构调整升级, 精细化管理挖潜盈利潜能, 公司基本面持续改善。** 新销售团队与公司磨合完成, 在充分激励机制下推挤公司渠道不断下沉、KA 渠道合作拓宽、线上平台获得突破进展, 渠道建设多点开花, 叠加全国产能布局逐步投放, 公司收入将稳健增长。产品结构调整, 高毛利率产品占比提升, 并推进原有产品升级换代, 有效对冲成本上升压力。高度自动化设备+精细化管理保证盈利能持续改善。我们维持公司 2018-2019 年 EPS 为 0.59 元和 0.76 元, 新增 2020 年 0.95 元的盈利预测, 目前股价 (14.47 元) 对应 2018-2020 年 PE 分别为 25 倍、19 倍和 15 倍, 维持增持评级!

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	2,959	3,809	4,638	5,673	7,034	8,736
二、营业总成本	2,866	3,487	4,245	5,134	6,341	7,877
其中：营业成本	2,011	2,441	3,019	3,659	4,523	5,609
营业税金及附加	13	35	39	45	56	70
销售费用	517	721	886	1,078	1,336	1,677
管理费用	198	205	249	312	387	489
财务费用	105	59	47	30	27	24
资产减值损失	22	26	6	10	11	8
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	2	6	5	4	5
三、营业利润	100	323	414	544	697	864
加：营业外收入	23	13	10	12	14	13
减：营业外支出	5	1	3	2	2	2
四、利润总额	118	335	421	554	709	875
减：所得税	29	74	72	104	138	159
五、净利润	88	260	349	449	572	716
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	88	260	349	449	572	716
六、全面摊薄每股收益	0.12	0.34	0.46	0.59	0.76	0.95
发行后总股本（百万）	757	757	757	757	757	757

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。