

证券研究报告·上市公司简评

造纸

新团队，新变化 稳增长，真价值

中顺洁柔 (002511)

事件

中顺洁柔 2017 年 7 月 3 日公告，聘任周启超先生为中顺洁柔副总经理，任期三年。

简评

新管理层闪亮登场，团队优秀利好公司长期发展

中顺洁柔 2017 年 7 月 3 日公告，聘任周启超先生为中顺洁柔副总经理，任期三年。简历显示周启超先后在香港合基集团、湖北日报传媒集团、格林美、任子行担任公共事务总监、媒介总监、副总裁兼董事会秘书等职务，有丰富的董秘履历以及和资本市场对接经验，新管理层闪亮登场有望利好公司长期发展。

此外，公司 2015 年引进原金红叶核心营销团队，其中刘金锋是原金红叶生活用纸事业部 BU 副总经理，负责全国渠道营销工作，现任公司营销副总。新营销团队到位后公司渠道扩张发力，营销团队人数从 300 人增加至 1000 人，同时渠道下沉网点开拓加密，填补未覆盖到空白市场，为收入增长提供有力支撑。

市场战略清晰，打造差异化竞争体系

一方面，公司以具有核心竞争力的 Face 和 Lotion 系列的手帕纸为重点，形成差异化的产品竞争优势，推动洁柔品牌的美誉度及市场占有率的进一步提升，其高端纸巾等产品近年来在细分市场对恒安等龙头带来挑战。另一方面，中顺洁柔与维达国际采用提升高端产品占比的发展战略顺应消费升级大潮，保证了收入和盈利能力的双双提升。

公司 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%，高附加值非卷纸收入首次超过卷纸。中顺洁柔目前市场占比仅 3%-4%，提升空间仍巨大。

纸浆价格或回调，为公司未来业绩带来弹性

生活用纸作为浆、纸比重最高的纸品，其生产耗用纸浆成本占公司生产成本的 50%-70%。

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-85156473

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2017 年 7 月 6 日

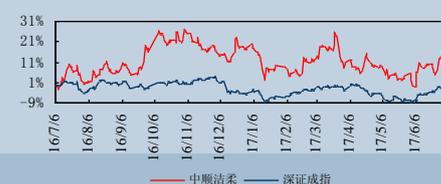
当前股价：13.17 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|------------|-----------|-------------|
| | 11.33/8.06 | 4.95/5.43 | 18.11/10.80 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | | 22.2/10.41 |
| 总股本 (万股) | | | 75788.70 |
| 流通 A 股 (万股) | | | 73301.58 |
| 总市值 (亿元) | | | 99.81 |
| 流通市值 (亿元) | | | 96.54 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | | 303.87 |
| 主要股东 | | | |
| 广东中顺纸业集团有限公司 | | | 29.16% |

股价表现





公司纸浆基本来源进口，国内纸浆占比较小，国际市场纸浆价格的变动将对公司业绩产生重要影响。2017年Q4到2018年初国际市场或将有接近270万吨新增纸浆产能投放，对纸浆价格形成压制，我们预计，2017年Q4纸浆价格如下降亦将为公司未来业绩带来弹性。

投资建议：

公司渠道下沉+开拓空白市场夯实收入增长，纸浆价格未来下跌形成业绩弹性，新管理层登场促发新成长，我们预计公司2017-2018年净利润额分别为3.52、4.60亿元，同比分别增35%、31%，对应EPS分别为0.46、0.60元，PE分别为28、22倍，目前市值100亿，维持“买入”评级。

表 1：中顺洁柔一览表

| | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017Q1 |
|---------------------|--------|-------|--------|--------|
| 总收入（亿元） | 25.22 | 29.59 | 38.09 | 10.32 |
| 同比（%） | 0.80 | 17.34 | 28.74 | 20.86 |
| 归母净利润（亿元） | 0.68 | 0.88 | 2.60 | 0.75 |
| 同比（%） | -41.78 | 30.66 | 195.27 | 65.23 |
| 综合毛利率（%） | 30.04 | 32.03 | 35.92 | 36.40 |
| 非卷纸收入（亿元） | 12.71 | 15.51 | 20.40 | - |
| 非卷纸收入占比（%） | 50.40 | 52.42 | 53.56 | - |
| 非卷纸毛利率（%） | 36.76 | 37.92 | 41.91 | - |
| 卷纸收入（亿元） | 11.79 | 13.32 | 16.48 | - |
| 卷纸收入占比（%） | 46.75 | 45.02 | 43.27 | - |
| 卷纸毛利率（%） | 24.40 | 26.70 | 30.90 | - |
| 半成品业务收入（亿元） | 0.55 | 0.49 | 0.78 | - |
| 半成品收入占比（%） | 2.18 | 1.66 | 2.05 | - |
| 半成品毛利率（%） | 3.79 | 3.78 | 2.73 | - |
| 其他业务收入（亿元） | 0.16 | 0.26 | 0.44 | - |
| 其他业务收入占比（%） | 0.63 | 0.88 | 1.16 | - |
| 其他业务毛利率（%） | 1.94 | 7.46 | 4.64 | - |
| 中国大陆收入（亿元） | 24.17 | 28.69 | 37.11 | - |
| 占比（%） | 95.84 | 96.96 | 97.43 | - |
| 国外收入（亿元） | 0.89 | 0.90 | 0.98 | - |
| 占比（%） | 3.53 | 3.04 | 2.57 | - |
| 其他业务（地区）（亿元） | 0.16 | - | - | - |
| 占比（%） | 0.63 | - | - | - |
| 销售费用率（%） | 15.67 | 17.47 | 18.93 | 20.48 |
| 管理费用率（%） | 6.66 | 6.70 | 5.39 | 5.21 |
| 财务费用率（%） | 2.88 | 3.54 | 1.55 | 1.08 |
| 净利润率（%） | 2.68 | 2.98 | 6.84 | 7.29 |
| 净资产收益率（%）（摊薄） | 2.87 | 3.62 | 9.66 | 2.69 |

成立时间：2010年11月25日深交所上市交易

董事长：邓颖忠（1951）。截止2017Q1，第一大股东为广东中顺纸业集团有限公司，持股比例29.16%。



产能：随着公司云浮中顺项目和四川中顺项目的逐步投产，公司产能达到 50 万吨/年，公司计划在湖北扩建 20 万吨高档生活用纸项目，在唐山扩建 7.5 万吨高档生活用纸项目，云浮二期的 12 万吨高档生活用纸项目也将逐步实施。

公司营销网络：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，细分市场、扩大经销商网络布局；同时公司与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福和百佳等大型连锁卖场建立良好的合作关系，并逐步将重点卖场转为公司直营。另外，公司加大在天猫、淘宝、京东、一号店、苏宁等电商平台的投入，并搭建配置相应的物流系统

生产基地：公司分别在广东中山、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，产品远销东南亚、中东、澳洲、非洲等海外市场。

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 2：维达国际一览表

| | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 总收入（亿元） | 69.57 | 84.49 | 105.04 |
| 同比（%） | 17.46 | 21.45 | 24.32 |
| 归母净利润（亿元） | 4.43 | 2.44 | 5.52 |
| 同比（%） | -0.01 | -45.07 | 126.81 |
| 综合毛利率（%） | 30.16 | 30.51 | 31.66 |
| 生活用纸收入（亿元） | 68.79 | 81.86 | 87.08 |
| 生活用纸收入占比（%） | 98.75 | 96.91 | 82.64 |
| 个人护理收入（亿元） | 0.87 | 2.61 | 17.42 |
| 个人护理收入占比（%） | 1.25 | 3.09 | 16.53 |
| 中国大陆收入（亿元） | 63.57 | 74.89 | 79.24 |
| 占比（%） | 91.25 | 88.66 | 75.21 |
| 中国香港（亿元） | 6.10 | 8.71 | 9.58 |
| 占比（%） | 8.75 | 10.31 | 9.09 |
| 海外（亿元） | 0.00 | 0.87 | 15.67 |
| 占比（%） | 0.00 | 1.03 | 14.88 |
| 传统经销商收入占比（%） | - | 46.00 | 42.00 |
| B2B 商务客户收入占比（%） | - | 12.00 | 13.00 |
| 大卖场及超市收入占比（%） | - | 29.00 | 27.00 |
| 电商客户收入占比（%） | - | 13.00 | 18.00 |
| 销售费用率（%） | 14.88 | 16.13 | 17.20 |
| 管理费用率（%） | 5.91 | 5.95 | 6.04 |
| 财务费用率（%） | 1.04 | 1.11 | 1.37 |
| 净利率率（%） | 7.43 | 3.24 | 5.42 |
| 净资产收益率（%）（摊薄） | 11.68 | 6.36 | 9.64 |
| 产能（万吨） | 89.00 | 95.00 | 104.00 |

成立时间：创建于 1985 年，2007 年 7 月在港交所上市

董事会主席：李朝旺，持股比例为 24.03%（2016 年报）

收购事件：2013 年 9 月，Tempo 纸巾的生产商瑞典爱生雅集团宣布斥资 86.47 亿港元全面收购维达国际，

截止 2016 年 12 月 31 日，持股维达 54.57%



产能：截止 2016 年 12 月 31 日，产能达 104 万吨。2017 年年底设计产能将达到 110 万吨。

主要销售区域：中国大陆、香港、台湾、新加坡、马来西亚、韩国、澳洲

生产基地：中国大陆（广东、山东、北京、湖北、辽宁、四川、浙江等省份共 10 个），中国台湾高雄 1 个，马来西亚 2 个，澳洲 1 个

注：以上数据根据 2017 年 7 月 4 日 1.1484HKD/CNY 汇率计算

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 3：恒安国际一览表

| | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总收入（亿元） | 207.63 | 213.08 | 187.94 |
| 同比（%） | 12.50 | 2.62 | 3.38 |
| 归母净利润（亿元） | 28.19 | 30.43 | 30.46 |
| 同比（%） | -4.21 | 7.94 | 6.41 |
| 综合毛利率（%） | 46.11 | 47.61 | 48.78 |
| 纸巾产品收入（亿元） | 94.92 | 94.05 | 87.95 |
| 纸巾收入占比（%） | 45.80 | 44.08 | 46.76 |
| 卫生巾产品收入（亿元） | 64.44 | 67.05 | 63.57 |
| 卫生巾收入占比（%） | 31.09 | 31.43 | 33.80 |
| 一次性纸尿裤收入（亿元） | 26.99 | 26.12 | 20.90 |
| 一次性纸尿裤收入占比（%） | 13.03 | 12.24 | 11.11 |
| 销售费用率（%） | 20.30 | 18.21 | 19.27 |
| 管理费用率（%） | 6.55 | 7.03 | 7.68 |
| 财务费用率（%） | 2.06 | 1.91 | 1.79 |
| 净利润率（%） | 16.67 | 16.77 | 18.67 |
| 净资产收益率（%）（摊薄） | 22.20 | 23.25 | 24.42 |
| 产能（万吨） | 102.00 | 102.00 | 114.00 |

成立时间：创立于 1985 年，1998 年 12 月 8 日在香港联合交易所成功上市

集团主席：施文博（1950），持股比例 19.09%。

拓产能：根据 2016 年报，预计 2017Q4 或 2018H1 提升到约 143 万吨

渠道：在全国设立 300 多个销售办事处，通过 3000 多个分销商，产品覆盖全国传统和现代市场近百万个销售商店。

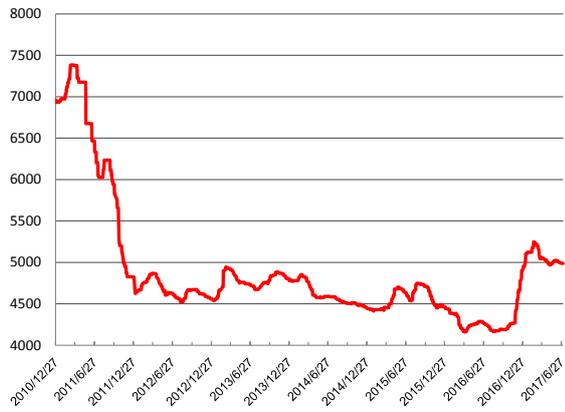
生产基地：15 个省、市、自治区，投资设立 40 余家生产公司

注：以上数据根据 2017 年 7 月 4 日 1.1484HKD/CNY 汇率计算

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部



图 1：木浆价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 孙金琦：2017 年 4 月加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究；2014-2015 年于广发证券、2015~2017 年于东兴证券从事轻工造纸研究。

研究助理 丰毅：三年金融行业从业经验，曾任私募研究团队负责人，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622