

证券研究报告·上市公司简评

造纸

经销商持股出炉， 收入驱动逻辑持续验证

中顺洁柔 (002511)

事件

12月27日，公司发布《关于公司经销商申请并筹划持股计划的提示性公告》，称公司近日收到部分经销商的持股意向书，部分经销商拟与相关专业管理机构签订管理协议，以合法方式取得中顺洁柔股票。本次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%。

我们的分析和判断

1、经销商持股再推进，终端销售彰显信心

继公司员工持股完成之后，基于对公司未来持续发展的信心，部分经销商拟与相关专业管理机构签订管理协议，以合法方式取得中顺洁柔股票，分享公司发展成果。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，公司望再推经销商持股计划。我们认为，此次部分经销商向公司提交持股意向书，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。

2、终端提价+高附加值产品创新，驱动收入持续高增

一方面，2017年中公司推出洁柔自然木系列产品，将产品定位进一步细分，以差异化的产品对应不同消费者的需求，抢占快速上升的低白度系列产品市场。自然木系列价格比一般产品高出30-40%，具备更高的盈利能力，为公司收入带来新增长点；另一方面，公司10月份以来在终端动销改善的基础上提价，2018年1月1号将再次提价，我们预计累计调价幅度在15%左右，终端价格调整亦将为公司明年收入增长带来坚实支撑。

3、产能稳步释放，多种渠道并推

产能全国布局，稳步释放：公司目前形成了覆盖华南、西南、华中、华东、华北五大区域的产能布局，2017年初50.5万吨，2017年底65万吨，2018下半年再增20万吨至85万吨。

线下线上渠道并推：公司通过不断完善GT、KA、AFH、EC各渠道的管理建设，一方面对线下渠道加大开拓和深耕力度，目前公司经销商的数量已有1700多家，相比2016年增加700家；另一方面对线上渠道进行优化整合，实现线上线下产品的互动销售，前三季度公司电商增速40%+。

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2017年12月28日

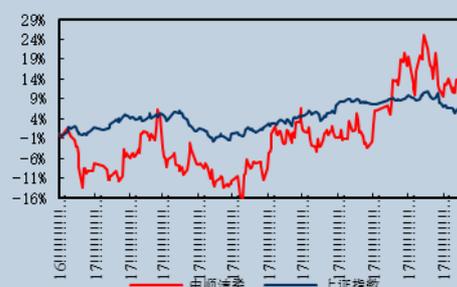
当前股价：15.19元

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
	4.63/7.24	11.98/14.24	14.54/9.52
12月最高/最低价(元)			21.5/10.41
总股本(万股)			75746.45
流通A股(万股)			73338.65
总市值(亿元)			114.68
流通市值(亿元)			111.03
近3月日均成交量(万)			721.44
主要股东			
广东中顺纸业集团有限公司			29.16%

股价表现



相关研究报告

17.11.01	中顺洁柔：Q3 营收加快，消费成长验证，木浆影响存预期差
17.10.17	中顺洁柔深度（二）：从“顺恒达金”四大龙头比较，看中顺的竞争崛起
17.10.10	中顺洁柔深度（一）：激励实效，成本无虞，竞争崛起，延续真成长(更新)



4、木浆价格高位松动，纸品提价消化成本

公司生产用主要原材料为木浆，占公司生产成本比重为 50%-60%。木浆价格 11 月初触顶，达 6812.5 元/吨，之后开始松动，截至 2017 年 12 月 22 日，木浆价格为 6352.5 元/吨，跌幅 7%。后市来看，因存在国际产能投放压力，加之青岛港库存已回升至中位数水平，木浆价将会高位震荡回落，同时加上公司 3 季度以来售价调整，公司原材料成本压力有望缓解，公司盈利能力将进一步维护。

5、员工持股、高管增持相继落地，未来发展动力充足

2017 年 8 月，公司出炉第一期员工持股计划，持股计划设立后由具备资产管理资质的专业管理机构管理，按照 2:1 的杠杆比例设置优先级份额和劣后级份额，员工持股计划认购劣后级份额。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 12 月 20 日，“云南信托·中顺洁柔中顺 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，占公司总股本的 2.20%，成交金额合计 2.29 亿元，成交均价约 13.77 元/股。公司第一期员工持股计划已完成股票购买，股票锁定期 1 年。

公司于 2017 年 11 月 1 日发布《关于公司董事会秘书兼副总经理计划增持公司股份的公告》，12 月 5 日，周启超先生已通过集中竞价的方式累计增持 69.39 万股，增持金额 1006.21 万元，占总股本比例为 0.0916%，增持平均价格为 14.5 元/股，增持计划全部完成，且承诺在本次增持完成后 6 个月内不减持所持有的公司股份。

我们认为，员工持股计划与高管增持计划相继落地，一方面彰显出公司内部对公司未来发展的信心，同时也为公司未来发展注入充足的动力。

投资建议：

我们预计，2017-2018 年，公司营业收入分别为 47.42 亿元和 58.56 亿元，同比增长分别为 24.5%和 23.5%；净利润分别为 3.60 和 4.74 亿元，同比增长分别为 38.46%和 31.67%；对应 EPS 分别为 0.48 元/股和 0.63 元/股，当前 PE 分别为 32.0、24.5 倍。

公司收入驱动型的核心逻辑已经得到印证，一是公司自身激励驱动，二是木浆大幅上涨带来的洗牌效应，公司的市占率提升是已经得到了进一步验证，作为 A 股消费成长标的，生活纸重要龙头，我们是维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格继续大幅上涨；行业竞争明显加剧。



图 1：木浆价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯 中信建投研究发展部

表 1：生活用纸龙头主要指标对比

公司	恒安国际			金红叶			维达国际			中顺洁柔			
	2015	2016	2017H1	2015	2016	2017H1	2015	2016	2017H1	2015	2016	2017H1	
收入 规模	生活用纸收入（亿元）	86.97	90.66	45.70	91.16	96.39	-	78.39	89.66	44.03	29.32	37.66	20.86
	同比（%）	1.54	4.25	0.04	15.03	5.74	-	26.27	14.38	4.66	17.00	28.44	19.00
	公司财报披露同比（%）	-	-	-	-	-	-	18.89	7.12	7.2	-	-	-
盈利 能力	综合毛利率（%）	47.61	48.78	48.64	26.74	28.37	25.28	30.51	31.66	30.53	20.73	28.39	36.16
	其中：生活用纸（%）	35.6	37.9	35.3	25.22	28.05	25.06	30.51	32.10	30.53	32.35	36.28	36.73
	归母净利润（亿元）	33.94	35.97	18.54	1.64	3.61	1.11	2.63	5.85	2.78	0.88	2.6	1.56
	同比（%）	9.87	5.98	13.39	8.13	120.11	29.55	-43.8	122.43	-0.2	29.41	195.45	47.81
	净利润率（%）	16.77	18.67	18.56	2.22	3.97	2.27	3.24	5.42	5.07	2.98	6.84	7.37

资料来源：WIND 公司财报 中信建投证券研究发展部（注：本表收入均以人民币表示，收入同比增速也以人民币计算得出；维达国际年报披露的增速系港币计算）



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。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，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

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，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 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 zhaopian@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

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

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 zhangmiaomiaocsc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@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