

中顺洁柔 (002511.SZ)

产品+渠道提升竞争力，享受行业赛道优势

核心观点：

● A股生活用纸类上市公司，行业赛道优势增长潜力大

在二胎开放、消费升级的大背景下，中国生活用纸行业具备较大增长潜力。2009-2016年中国生活用纸市场规模复合增速达10.2%，迈向千亿市场，根据2016年主要行业企业数据，CR4约为35.59%，行业落后产能淘汰，以及第一梯队企业先进产能投放有望加速市场份额向龙头企业集中。

● 成本端压力减轻，产能全国布局满足市场需求

根据公司披露信息，2017年底公司产品开始提价，提价落地顺利，市场预期差明显，木浆价格波动可顺利向下游传导，公司领先竞争对手提价，成本端压力得到缓解。产能全国布局满足市场需求，2017年产能已达65万吨，湖北、唐山、四川基地规划产能共30万吨，未来5年公司有望实现每年10万吨产能投放，总产能向百万吨迈进。

● 多品类战略提升市场定价能力，多渠道建设抢占市场占有率

公司以洁柔Face、Lotion、自然木系列为主打产品系列，将品牌定位进一步细分，差异化、多品类发展战略提升公司市场定价能力，满足不同消费需求。公司引入金红叶原核心营销团队，加强渠道端的管理与建设，以突破销售瓶颈，销售高管与公司利益绑定，市场占有率稳步提升。

● 盈利预测与投资建议

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推高毛利率水平，各生产基地产能投产计划打开增长瓶颈。预计2018-2020年实现主营业务收入56.87、70.59、87.19亿元，归母净利润为4.29、5.44、6.93亿元，当前市值对应2018年24.85xPE，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速超预期下行影响需求；造纸行业环保监管趋严增加行业环保成本；木浆价格继续大幅上涨，公司拓展市场空白点进度低于预期。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,809.35	4,638.35	5,687.03	7,058.91	8,718.81
增长率(%)	28.74%	21.76%	22.61%	24.12%	23.51%
EBITDA(百万元)	572.60	617.33	753.41	889.46	1,053.59
净利润(百万元)	260.42	349.07	428.83	543.96	692.91
增长率(%)	195.27%	34.04%	22.85%	26.85%	27.38%
EPS(元/股)	0.515	0.461	0.566	0.718	0.915
市盈率(P/E)	38.61	36.91	24.85	19.59	15.38
市净率(P/B)	3.77	4.05	3.09	2.67	2.28
EV/EBITDA	17.38	20.64	13.09	10.37	8.10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

14.07元

前次评级

买入

报告日期

2018-05-01

相对市场表现



分析师：汪达，S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

分析师：赵中平，S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

中顺洁柔(002511.SZ)：业绩增长符合预期，产品渠道双轮驱动 2018-02-27

中顺洁柔(002511.SZ)：高管增持完毕，木浆价格回落增强盈利能力 2017-12-06

中顺洁柔(002511.SZ)：渠道建设不断完善，营业收入增速加快 2017-10-31

目录索引

一、本文逻辑与投资要点	4
1.1 国内生活用纸行业增速快，市场集中度有望得到加速提升	4
1.2 产品结构调整+终端渠道布局完善双轮驱动带动公司成长	4
1.3 原材料成本波动可向下游转嫁	4
1.4 供给侧改革叠加环保趋严加速落后产能淘汰，产能优化利好龙头公司	4
二、专注生活用纸领域，A股生活用纸类上市公司	5
2.1 多年专注生活用纸领域，拥有“洁柔”和“太阳”两大生活用纸品牌	5
2.2 第一期员工持股计划顺利完成，股权激励彰显公司发展信心	5
三、生活用纸行业潜力较大，公司增速高居行业榜首	8
3.1 中国生活用纸市场规模逐年上升，增长率远超全球平均水平	8
3.2 经济增长带动需求结构变化，中高端用纸需求逐年上升	9
3.3 中顺洁柔在行业第一梯队中增速较快，潜力较大	10
四、成本端压力减轻，产能全国布局满足市场需求	13
4.1 木浆价格波动可顺利向下游传导，公司成本端压力得到缓解	13
4.2 行业淘汰落后产能，公司将获更大市场份额	16
五、多品类战略提升市场定价能力，多渠道建设抢占市场占有率	18
5.1 多品类战略提升公司市场定价能力，研发新产品占领低白度纸市场	18
5.2 完善多渠道管理建设，抢占各渠道市场占有率	20
5.3 新销售团队带来增长新动力，销售高管与公司利益绑定	21
六、盈利预测与投资评级	22
七、风险提示	23

图表索引

图 1: 公司近二十年历史沿革	5
图 2: 实际控制人邓氏家族直接或间接控制公司 50.69%股份	6
图 3: 中国生活用纸消费量每年增长率均超过 7%	8
图 4: 中国生活用纸市场规模向千亿市场迈进	8
图 5: 中国生活用纸人均消费量稳步上升	9
图 6: 中国生活用纸消费量与发达国家还有较大差距	9
图 7: 国内生活用纸消费量与人均 GDP 呈正相关关系	9
图 8: 中高端生活用纸占比逐年提高	10
图 9: 2010-2016 年中高端生活用纸复合增速均领先行业复合增速	10
图 10: 2017 年公司营收增长率高达 21.76%	11
图 11: 2017 年公司净利润增长率高达 34.04%	11
图 12: 主营业务收入中非卷纸类产品收入占比逐年提升	11
图 13: 主要产品毛利率稳中有升 (%)	12
图 14: 2017 年公司营收增长率处于行业领先地位	13
图 15: 2017 年公司净利润增长率处于行业领先地位	13
图 16: 2015 年生活用纸生产中木浆使用比例达到 80%	13
图 17: 国内木浆现货价格持续回落 (元/吨)	14
图 18: 青岛港木浆库存量开始回升	15
图 19: 保定港木浆库存量开始回升	15
图 20: 华南区域产能占比高达 66%	17
图 21: 公司产能全国分布图(万吨)	18
图 22: 公司产能与行业前三相比还有较大差距	18
图 23: 公司各主力品牌定位不同	19
图 24: 中顺洁柔联合 ZHO 共享纸巾开启纸巾销售新模式	21
图 25: 2017 年公司销售费用率提升至 19.10%	22
图 26: 销售人员和经销商数量的增长拉动营收增长	22
表 1: 大股份增持和员工持股计划进行顺利, 经销商持股计划尚在筹划	6
表 2: 股权激励中三个解除限售期各期业绩考核	7
表 3: 生活用纸行业第一梯队各公司主要优势	12
表 4: 公司规模较小但增速较快 (2017 年, 金红叶为 2016 年)	12
表 5: 世界纸浆产能稳定增长 (万吨)	14
表 6: 生活用纸行业产能利用率逐年下降	16
表 7: 2016 年行业第一梯队产能占行业总值的 35.59%	16
表 8: 公司产能及未来规划 (万吨)	17
表 9: 公司主打差异化产品, 细分品牌定位	19
表 10: 自然木系列产品与部分产品价格对比	20
表 11: 公司主营业务收入拆分及预测	22

一、本文逻辑与投资要点

1.1 国内生活用纸行业增速快，市场集中度有望得到加速提升

在二胎开放、消费升级的大背景下，中国生活用纸行业具备较大增长潜力。RISI咨询公司公布的全球生活用纸行业数据显示，2011—2016年，全球生活用纸消费量的每年增长率均未超过4%，而2009-2016年中国生活用纸市场规模复合增速达到10.2%，向千亿市场迈进，人均消费量亦有望随经济增长逐年提升。

我国生活用纸行业集中度较海外市场仍存在较大提升空间。根据2016年主要生活用纸企业数据，中国前10名企业产能已经达到525.5万吨/年，占全行业比重46.69%，CR4约为35.59%，行业落后产能淘汰，以及第一梯队企业先进产能投放有望加速市场份额向龙头企业集中。

1.2 产品结构调整+终端渠道布局完善双轮驱动带动公司成长

差异化、多品类发展战略提升公司市场定价能力，满足不同消费需求，高毛利产品占比提升整体毛利水平。公司品类聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾五大类，毛利率相对较低的卷纸类产品销售收入占比由2013年的51.01%下降至2017年的39.78%，公司以洁柔Face、Lotion、自然木系列为主打产品系列，将品牌定位进一步细分，以差异化产品满足不同消费需求，云浮12万吨及唐山2.5万吨的高档生活用纸项目全部投产后进一步缓解高毛利产品产能瓶颈。

公司引入全新营销团队，重金投入渠道端的管理与建设，以突破销售瓶颈。公司于2015年引入金红叶原核心营销团队，大力发展销售人员和经销商。渠道建设方面公司仍有很大提升空间，目前全国大约还有1000多个空白城市需要公司营销团队不断拓展，开发渗透，已经有产品覆盖的区域，需进一步提高产品渗透率。

1.3 原材料成本波动可向下游转嫁

生活用纸类产品，尤其是非卷纸类高毛利产品可提价转嫁原材料成本上涨存在明显预期差。此前生活用纸行业产品以品牌力不强、价格相对较低的卷纸类产品为主，消费者注重性价比，而随着消费升级，消费者更加注重产品质量和特性。

去年下半年以来木浆价格持续上涨，公司产品顺利提价落地。公司拥有专业木浆采购团队，但由于浆价上涨带来的经营压力，根据公司披露的2018年2月1日投资者关系活动记录，公司于2017年四季度领先竞争对手开始进行提价，各渠道提价工作进展顺利，新价格已落地执行，整体提价14%左右，同时期竞争对手产品价格不变，公司产品提价具备明显先发优势，且可覆盖木浆的价格上涨，有效缓解公司经营成本压力。

1.4 供给侧改革叠加环保趋严加速落后产能淘汰，产能优化利好龙头公司

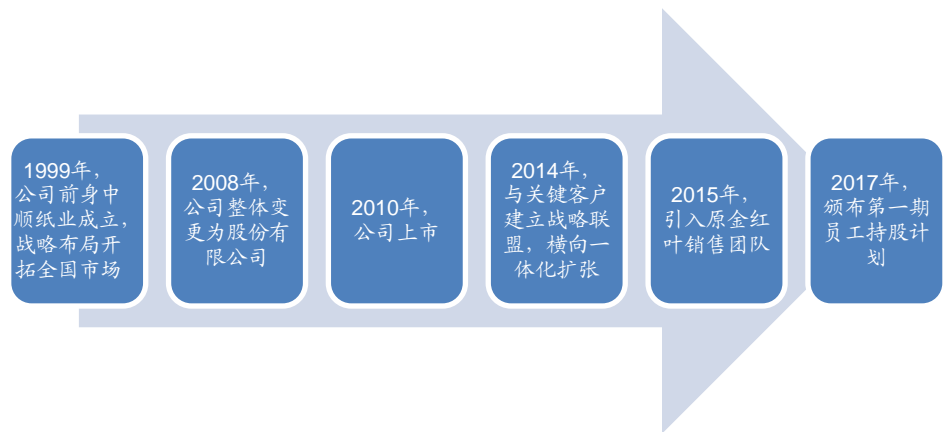
供给侧改革加速产业结构升级，环保监管政策趋严不断淘汰落后产能。各级政府部门加大了对生活用纸行业的监督管理执法力度，对一些经济规模不合理、能耗水耗较高、排放不达标的企业采取了关停或限期整改的措施，淘汰了大量落后产能。行业内第一梯队企业迅速扩大生产规模，满足市场需求，抢占市场空间。

二、专注生活用纸领域，A股生活用纸类上市公司

2.1 多年专注生活用纸领域，拥有“洁柔”和“太阳”两大生活用纸品牌

中顺洁柔是国内A股上市生活用纸企业，专业生产生活用纸系列产品。公司分别于广东中山、江门、云浮、四川成都、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山建立七大生产基地，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。拥有“洁柔”和“太阳”两大国内生活用纸知名品牌，主要产品为卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕和湿巾等。公司前身中顺纸业成立于1999年，并于2010年成功上市；2015年引入全新销售团队，重金投入销售渠道，打造营收新增长点；于2017年推出第一期员工持股计划，将管理层和销售人员的利益同公司利益绑定，加强公司内部治理。

图1：公司近二十年历史沿革

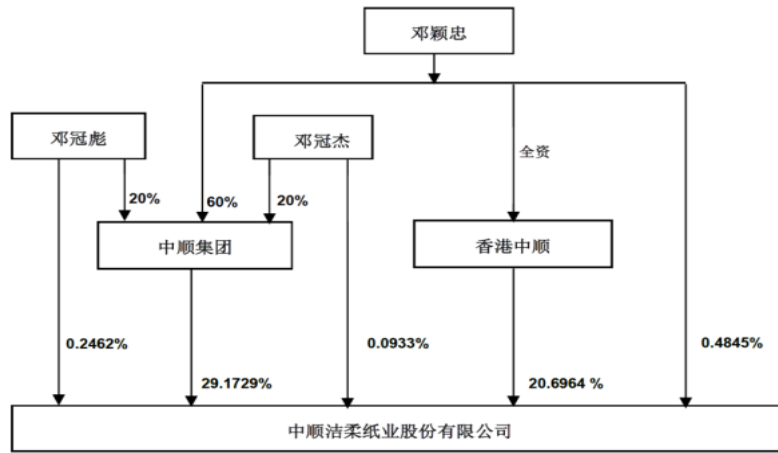


数据来源：Wind资讯，公司官网，广发证券发展研究中心

2.2 第一期员工持股计划顺利完成，股权激励彰显公司发展信心

公司实际控制人为邓氏家族成员邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰三人，其直接和间接控制公司50.69%股份。其中，邓颖忠与邓冠彪和邓冠杰为父子关系，邓冠彪与邓冠杰为兄弟关系。邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰分别持有公司控股股东中顺集团60%、20%和20%股权；邓颖忠持有公司第二大股东香港中顺100%股权，因此实际控制人通过中顺集团和香港中顺间接持有公司股份达49.87%，此外三人直接持有公司股份达0.824%。

图2: 实际控制人邓氏家族直接或间接控制公司50.69%股份



数据来源: Wind资讯, 公司财报, 广发证券发展研究中心

第一期员工持股计划现已顺利完成, 将管理层利益同公司利益绑定。2017年8月, 公司推出第一期员工持股计划, 实际持有人为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人员, 将公司高层利益同公司整体利益相结合。截至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%, 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。

高管增持彰显公司内部发展信心, 经销商持股计划尚待推出。公司实际控制人、副董事长兼总经理邓冠彪先生基于对公司未来持续稳定发展的信心, 计划自2018年2月7日起6个月内增持公司股份, 增持比例不超过公司股本总额的1%, 不低于1000万元, 截至4月27日已增持650.47万元。公司董事会秘书兼副总经理周启超先生于2017年12月出于对公司发展价值的认可, 增持69.39万股股票; 2016年控股股东中顺集团也进行了100万股的股票增持, 体现出公司内部对公司未来发展的信心。公司也于2017年12月27日公告中提及, 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计划的可行性。

表1: 大股份增持和员工持股计划进行顺利, 经销商持股计划尚在筹划

	购买股数 (万股)	总股本比例	交易金额 (万元)	成交均价 (元/股)	完成进度及其他
员工持股计划	1665.31	2.20%	22900.00	13.77	公司第一期员工持股计划已于2017年12月20日, 完成股票购买, 股票锁定期1年。
控股集团增持 (中顺集团)	100	0.21% (增持比重)	-	-	以竞价交易的方式于2016年1月19日和20日完成购买。
高管增持 (周启超)	69.39	0.09% (增持比重)	1006.21	14.50	以集中竞价的方式于2017年12月5日完成增持。
高管增持 (邓冠彪)	42.31	0.06% (增持比重)	650.47	15.37-	计划自2018年2月7日起6个月内通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份, 总金额不低于1000万元

经销商持股计划	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%	尚未确定并处于筹划阶段，还存在不确定性。在此过程中，该计划的实施面临着政策、经销商本身持股意愿、经济周期、流动性等诸多不确定风险。
----------------	--	---

数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

股权激励亦彰显公司未来业绩发展信心。公司于2016年提出股权激励计划，激励计划采取限制性股票的激励形式，拟授予1,900.00万股股票，授予价格为每股4.25元，其中首次授予1,713.30万股，预留186.70万股。解禁业绩考核标准为以2014年净利润6,750.22万元和2014年的营业收入252,178.02万元为基数，2016年净利润增长率不低于129%，收入增长不低于37%；2017年净利润增长率不低于249%，收入增长不低于60%；2018年净利润增长率不低于352%，收入增长不低于83%。因此股权激励，体现出公司内部对公司未来业绩增长的强大信心。**股权激励计划和员工持股计划将公司利益和管理层利益绑定。**

表2：股权激励中三个解除限售期各期业绩考核

	2016	2017	2018
当期扣除非经常性损益的净利润（万元）	25,067.96	-	-
当期净利润增长率（%）	283.95%	-	-
解除限售期所要求达到的净利润（万元）	15,458.00	23,558.27	30,510.99
解除限售期所要求达到的净利润增长率（%）	129%	249%	352%
当期营业收入（万元）	380,934.91	-	-
当期营业收入增长率（%）	51.06%	-	-
解除限售期所要求达到的营业收入（万元）	345,483.89	403,484.83	461,485.78
解除限售期所要求达到的营业收入增长率（%）	37%	60%	83%

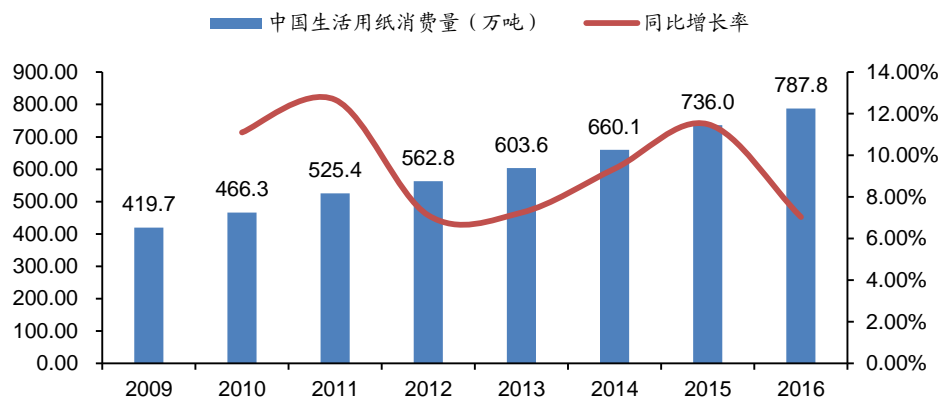
数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

三、生活用纸行业潜力较大，公司增速高居行业榜首

3.1 中国生活用纸市场规模逐年上升，增长率远超全球平均水平

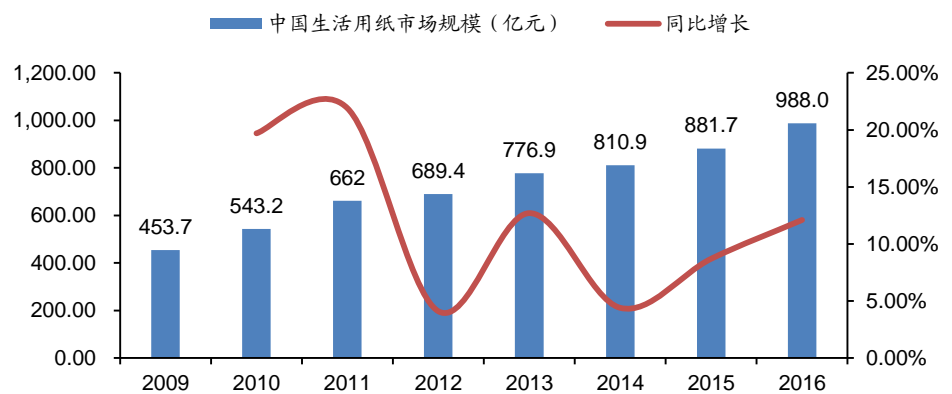
纵观中国的消费品市场，生活用纸行业是未来潜力较大的行业，在二胎开放、消费升级的大背景下，我国人均用纸量有望大幅提升，给生活用纸行业的发展提供动力。RISI咨询公司公布的全球生活用纸行业数据显示，2011—2016年，全球生活用纸消费量的每年增长率均未超过4%。中国生活用纸消费量的每年增长率均未低于6.6%，中国是全球各主要区域中生活用纸增长率最高的市场。2009年中国生活用纸市场规模为453.7亿，至2016年扩张到988亿，复合增速达到10.2%，向千亿市场迈进。

图3：中国生活用纸消费量每年增长率均超过7%



数据来源：中国造纸年鉴，广发证券发展研究中心

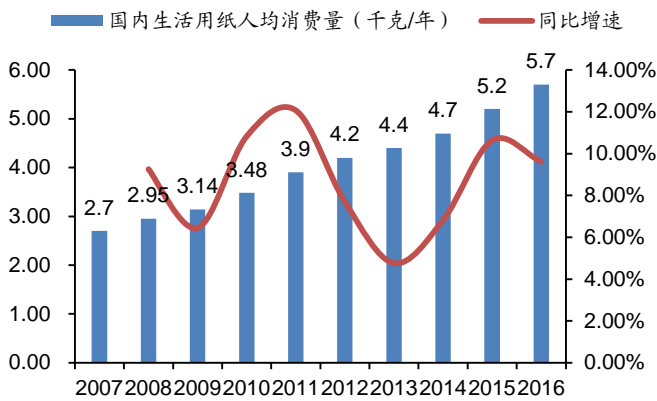
图4：中国生活用纸市场规模向千亿市场迈进



数据来源：中国造纸年鉴，广发证券发展研究中心

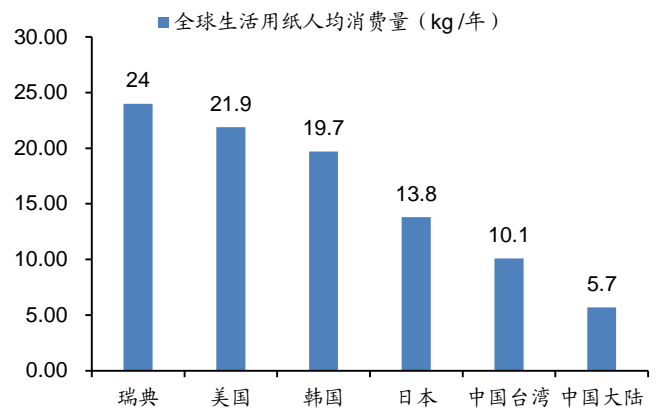
我国生活用纸人均消费量逐年提升。2016年中国大陆生活用纸人均消费量为5.7千克/年，但相较于发达国家瑞典（24.0公斤/年）、美国（21.9公斤/年）、韩国（19.7公斤/年）还有较大差距。

图5：中国生活用纸人均消费量稳步上升



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

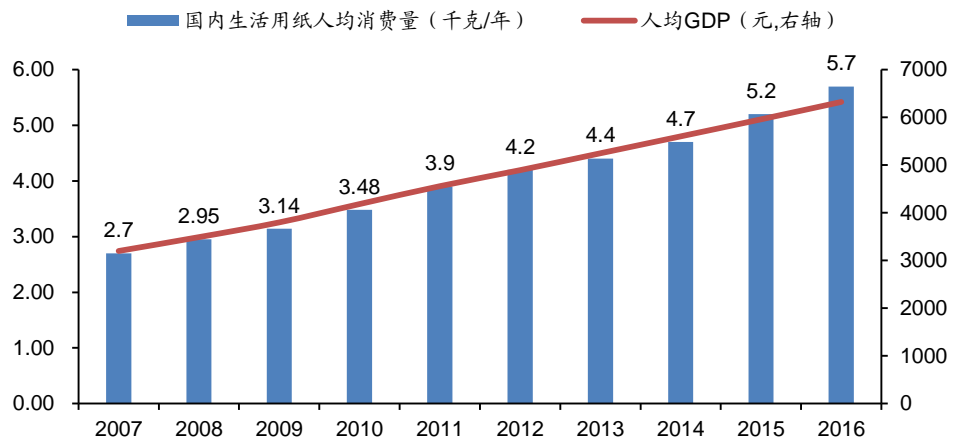
图6：中国生活用纸消费量与发达国家还有较大差距



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

生活用纸是典型的快消品，是居民生活中必不可少的商品，需求量与居民自身的经济水平相关。经济水平低时，居民对生活用纸只有最基本的如厕清洁需求，随着经济水平的提高，居民为了满足自身健康、日常清洁的需求，对中高端生活用纸消费量快速增加。未来随着我国经济水平的提高，生活用纸市场的渗透率还有很大的提升空间。生活用纸是日常必需品，受消费升级的影响，其消费量与人均GDP成正相关关系。2007年以来，我国生活用纸消费量与人均GDP基本是同步增长的，人均GDP的增长使居民消费水平上升，带动生活用纸需求进一步释放。

图7：国内生活用纸消费量与人均GDP呈正相关关系

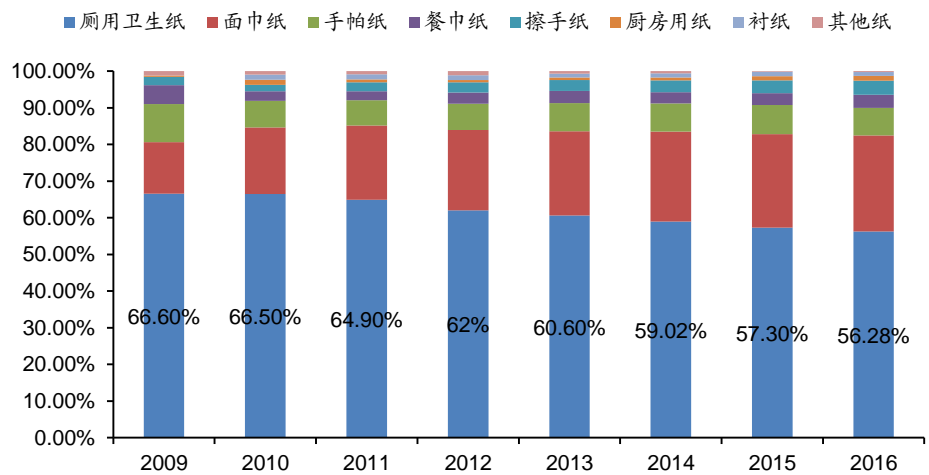


数据来源：国家统计局，Wind资讯，广发证券发展研究中心

3.2 经济增长带动需求结构变化，中高端用纸需求逐年上升

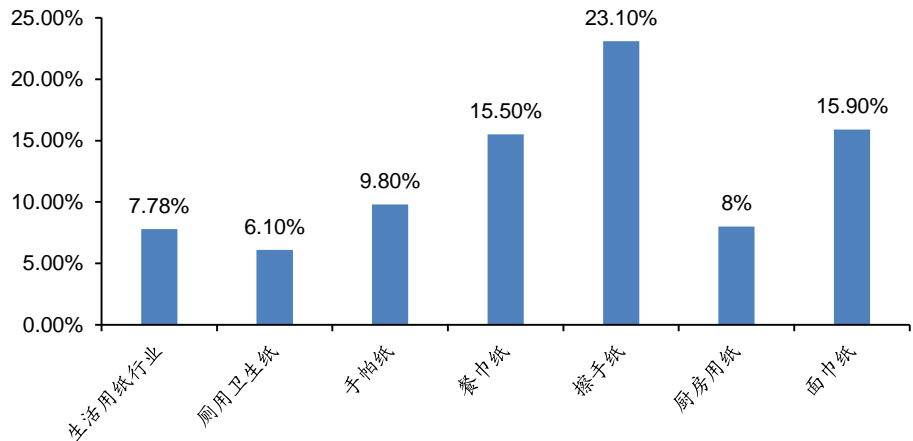
从生活用纸细分市场结构来看，厕用卫生纸为生活用纸的最主要产品，2016年厕用卫生纸的消费类达到481万吨，卫生卷纸总占比从2009年的66.6%逐年下降至56.28%。与之对应面巾纸与厨房用纸的消费类也随着人们生活习惯的改变占比上升最为显著，2009年面巾纸与厨房用纸分别占总生活用纸消费量的14.0%和0.3%。截止到2016年，面巾纸与厨房用纸已分别达到26.2%与1.3%，但是这一比例相较于发达国家还有较大增长空间，这也反映了在经济水平提升的背景下，人们更加注重洁净健康与厨房卫生，由于消费升级而带来的人们追求生活品质的需求未来还会不断增长，市场潜力较大。

图8：中高端生活用纸占比逐年提高



数据来源：中国造纸年鉴，广发证券发展研究中心

图9：2010-2016年中高端生活用纸复合增速均领先行业复合增速

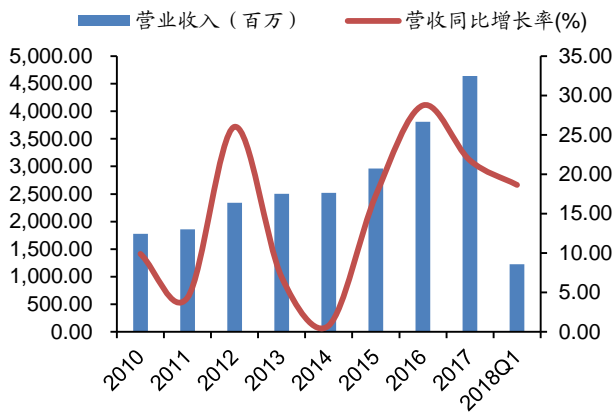


数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

3.3 中顺洁柔在行业第一梯队中增速较快，潜力较大

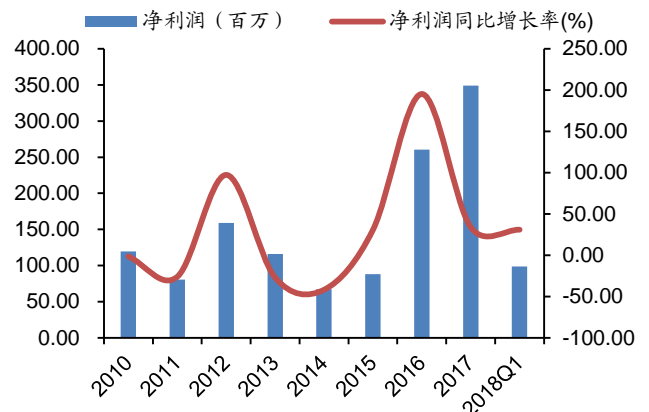
公司在我国生活用纸行业中排名第四，属于行业第一梯队成员，自2010年以来，公司营业收入保持稳步增长。2010-2017年主营业务收入由17.79亿元增长至46.38亿元，复合增长率为14.67%，2018年一季度公司实现营收12.25亿元，同比增长18.65%。净利润同步上升，2010-2017年净利润由1.97亿元增长至3.49亿元，复合增长率为8.51%，2018年一季度实现净利润0.99亿元，同比增长30.93%。

图10: 2017年公司营收增长率高达21.76%



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

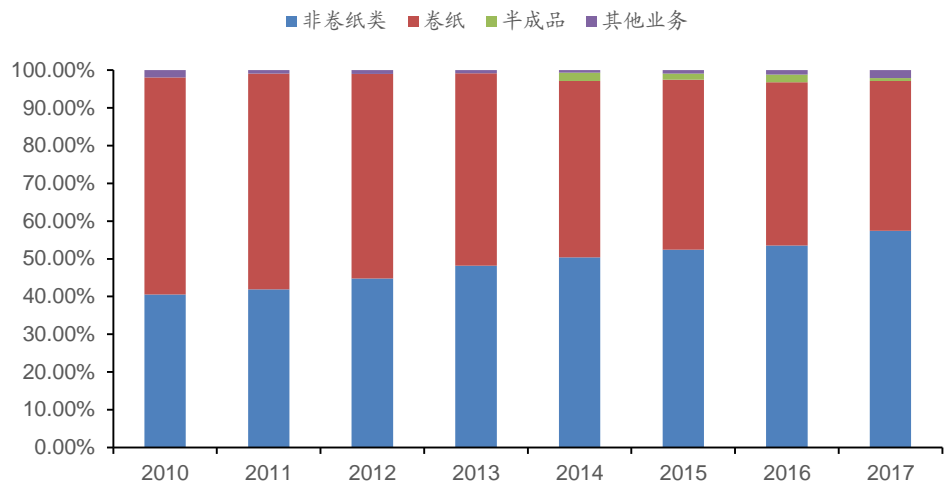
图11: 2017年公司净利润增长率高达34.04%



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

从产品收入结构来看, 非卷纸产品收入占比逐步扩大, 成为公司营业收入的主要来源。在消费升级大背景下, 人们对中高端生活用纸的需求不断增长, 公司顺应这一趋势不断进行产品创新。2013年, 公司率先推出全球首款超迷你专利手帕纸FACE系列产品, 并于2014年5月推出超迷你手帕纸lotion系列产品; 2014年12月, 公司升级推出洁柔Face高端柔韧细滑抽纸, 敞篷式设计, 创新易开口专利, 轻松第一抽、节约零浪费; 2015年, 公司推出C&S时尚标准型纸手帕。推动非卷纸类产品收入占比由2013年的48.16%提升至2017年的57.40%; 卷纸类收入规模逐步下降, 收入占比由2013年的51.01%下降至2017年的39.78%。

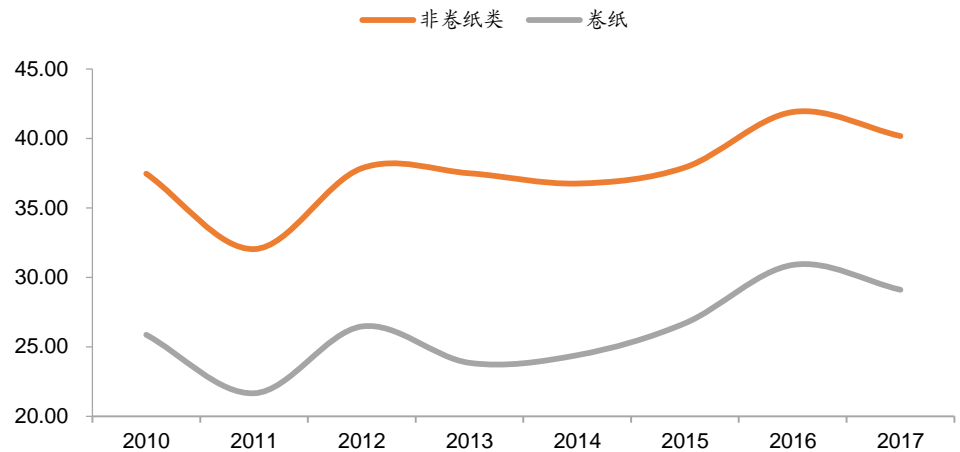
图12: 主营业务收入中非卷纸类产品收入占比逐年提升



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

主要产品毛利率稳中有升。2010年以来产品毛利率稳中有进, 卷纸毛利率由2010年25.87%提升至2017年29.11%, 非卷纸类产品毛利率由2010年37.47%提升至40.18%。

图13: 主要产品毛利率稳中有升 (%)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

公司的主要竞争对手是恒安国际、金红叶和维达国际,恒安国际经营领域涉及有卫生用品和家庭生活用纸,销售和分销网络覆盖全国;金红叶是金光集团在中国的生活用纸运营主体,能够依托于金光纸业的平台开展经营;维达国际主要生产高品质生活用纸系列产品,包括卫生卷纸、盒装纸巾、软包抽取式面巾等,近年来也开始进入卫生用品市场。

表3: 生活用纸行业第一梯队各公司主要优势

公司	主要优势
恒安国际	纸巾产品在全国市场占有率排名第一,而且是目前国内最大的妇女卫生巾和婴儿纸尿裤生产企业。
维达国际	主要生产高品质生活用纸系列产品,近年来开始进入卫生用品市场。
金红叶	金光集团在中国的生活用纸运营主体,能够依托于金光纸业的平台开展经营,公司的纸浆主要向关联方采购,具有成本优势,且公司还可以获得一定的技术支持。
中顺洁柔	公司积极推动产品差异化、高端化发展推进高毛利率产品结构占比,注重全渠道客户开发,增速处于领先地位。

数据来源: wind 资讯, 广发证券发展研究中心

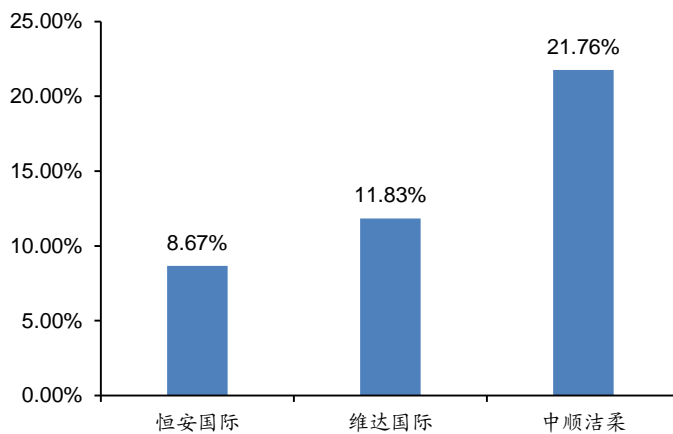
公司在行业第一梯队企业中增速最高。近年来公司积极推动产品差异化、高端化发展,提升高毛利率产品结构占比,保障盈利能力,注重全渠道客户开发。目前在行业第一梯队中公司规模相对较小,但增速处于领先地位,因产品结构问题,毛利率低于恒安国际。公司股权激励业绩目标超额完成,公司上下士气高涨,未来发展动力强劲。

表4: 公司规模较小但增速较快(2017年,金红叶为2016年)

	中顺洁柔	恒安国际	维达国际	金红叶
营业收入(亿元)	46.38	209.81	112.73	97.86
营收增速	21.76%	8.67%	11.83%	2.61%
净利润(亿元)	3.49	37.94	5.19	3.88
净利润增速	34.04%	5.48%	-4.98%	83.86%
毛利率	34.92%	46.91%	29.66%	28.37%

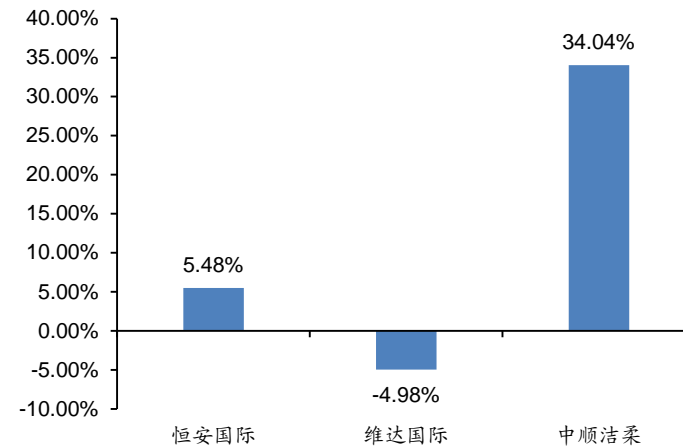
数据来源: wind 资讯, 广发证券发展研究中心

图14: 2017年公司营收增长率处于行业领先地位



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图15: 2017年公司净利润增长率处于行业领先地位



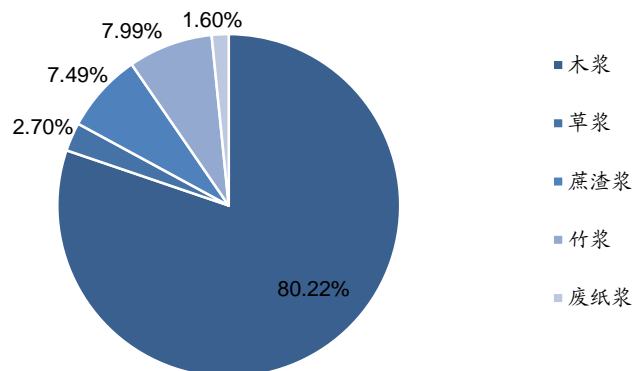
数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

四、成本端压力减轻, 产能全国布局满足市场需求

4.1 木浆价格波动可顺利向下游传导, 公司成本端压力得到缓解

生活用纸由木浆、竹浆、蔗渣浆、草浆、废纸浆制造而成, 属于耗浆量最大的纸类品类, 生产1吨生活用纸需要消耗0.9-1吨纸浆。如今木浆已成为生活用纸的主流原材料, 根据造纸年鉴公布的数据显示, 2015年生活用纸生产中木浆的使用比例达到80%而草浆的使用量逐年降低, 从2009年的17.2%下降至2015年的2.7%。同时, 生活用纸的下游直接面对普通居民, 体现出快消品的属性, 产品的终端出货价格与原材料价格相关性较弱, 成本端压力难以转移到下游客户, 木浆的价格变化会显著影响企业业绩。

图16: 2015年生活用纸生产中木浆使用比例达到80%



数据来源: 中国造纸年鉴, 广发证券发展研究中心

公司生产用主要原材料为木浆, 木浆采购基本为国外进口, 目前已建立全球性的采购系统, 主要从加拿大、巴西、智利、俄罗斯等国家进口, 少量从国内采购, 公司生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重为50%-60%, 因此木浆价格变化对公司生产成本存在较大影响。近期国内木浆现货价格持续回落, 且公司产品在2017年年底开始提价, 价格的提升、成本的降低使公司的成本端压力得到大幅缓解, 盈利能力向好。

图17: 国内木浆现货价格持续回落 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

全球木浆新增供应量远超需求增量, 国际木浆价格预期将会继续下调。2017年9月份巴西Fibria年产能约200万吨/年的新浆厂正式投产、芬兰Metsa年产量130万吨/年的Aanekoski浆厂建成投产; 2016年巴西KlabinSA集团的Puma浆厂的150万吨纸浆生产线、中工国际投资的白俄罗斯Svetlogorsk的40万吨纸浆项目、金光集团属下亚洲浆纸业有限公司的200万吨纸浆厂等项目均已投产或单机测试, 2016年-2019年间, 全球新增木浆、溶解浆产能超过900万吨, 供应量增长远超需求端增长, 未来木浆价格波动将持续受到新增产能压制。

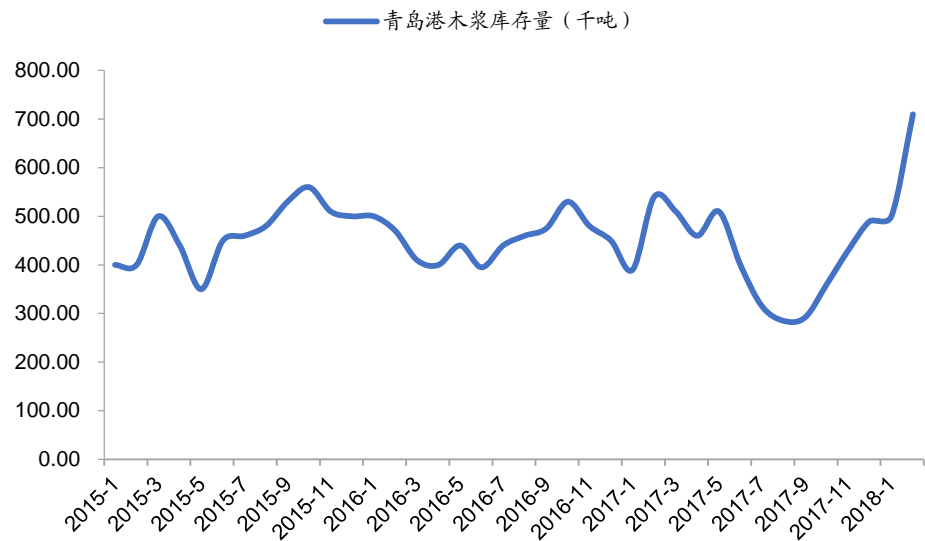
表 5: 世界纸浆产能稳定增长 (万吨)

	木浆	溶解浆	投产时间
印尼 OKI 浆厂	200		2017 年
巴西 Fibria 浆厂	195		2017 年第三季度
巴西 Klabin 公司	150		2016 年
芬兰 Aanekoski 浆厂	130		2017 年第三季度
Svetlogorsk 浆厂	40		2016 年第一季度
瑞典爱生雅 (SCA)	90		2018 年
瑞典 Mörrum 浆厂	75	14.5	2017 年第三季度
Kemijärvi 财团	20	17	2019 年末或 2020 年初
合计 (万吨)	900	31.5	

数据来源: 中国产业信息网, 中国浆纸网, 广发证券发展研究中心

国内库存大幅回升。进入2017年6月份以来, 木浆库存量急速下降, 8月31日青岛港木浆库存量28.5万吨, 为近4年以来的最低值; 保定库木浆库存量2.23万吨, 为近1年以来的最低值, 近4年以来的次低值。2017年10月份库存量开始大幅上升, 截至17年年底, 青岛港木浆库存量49万吨, 保定库木浆库存量3.47万吨。国内库存量的回升进一步促使木浆价格的回调, 有利于公司缓解成本压力。

图18: 青岛港木浆库存量开始回升



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图19: 保定港木浆库存量开始回升



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

公司具有较专业的采购团队。通过专业的资料收集,对浆板的未来趋势做出评估,在保证正常生产的库存量的情况下,若浆板价格进入下行通道就会加大采购量,进入上行通道的会相应的减少采购量。2017年2月-7月木浆价格回调,公司大量采购原材料,半年报显示原材料库存金额由17.08亿元上升到37.57亿元,增长了119.96%。**公司现已建立了全球性的采购网络**,对加拿大、美国、巴西等多个国家以及国内均有采购,通过与生产规模大、林木资源储备丰富和生产技术先进的大型纸浆供应商签订长期供货合同以保证原材料采购稳定。为保证正常生产,公司目前的浆板库存周期在3-6个月,其中包含45天的海上漂流期。保证公司的成本不会因原材料价格的波动而大幅变动,保持公司盈利能力稳定。

4.2 行业淘汰落后产能，公司将获更大市场份额

中国生活用纸行业发展十分迅速，新增产量约占全球1/3，国产产品已经能够完全满足市场和消费者的需求。生活用纸全行业产能从2009年的556万吨到2016年的1125万吨，复合增长率达到10.6%。行业生活用纸的消费量从2009年的419万吨增长到2016年的788万吨，复合增长率达到9.4%。产能利用率从2009年的86%下降至2016年的76%，近几年稳定在76%-80%之间。

表 6：生活用纸行业产能利用率逐年下降

年份	产能 (万吨)	实际产量 (万吨)	消费量 (万吨)	产能利用率 (%)
2009	556.2	479.1	419.7	86.14
2010	600.0	524.8	466.3	87.47
2011	692.7	582.1	525.4	84.03
2012	784.2	627.3	562.8	79.99
2013	851.0	680.8	603.6	80.00
2014	944.0	736.3	660.1	78.00
2015	1028.7	802.4	736.0	78.00
2016	1125.3	855.2	787.8	76.00

数据来源：中国造纸年鉴，广发证券发展研究中心

监管政策趋严加速行业落后产能淘汰。随着《造纸产业发展政策》、《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》、《制浆造纸工业水污染物排放标准》、《造纸产品取水定额》、《造纸工业发展“十二五”规划》等法规政策的出台，各级政府部门加大了对生活用纸行业的监督管理执法力度，对一些经济规模不合理、能耗水耗较高、排放不达标企业采取了关停或限期整改的措施，淘汰了大量落后产能。

行业内第一梯队企业迅速扩大生产规模，满足市场需求，抢占市场空间。产能的大量扩张大于需求消费量的增长，行业竞争愈发激烈，大型生活用纸厂商在经济发达地区不断投入，中小型造纸企业甚至是具有一定生产规模和市场知名度的区域性生产厂商的生存空间将越来越小，并将逐步被市场淘汰。

落后产能的淘汰，使生活用纸市场集中度将越来越高。国内目前主要的生活用纸公司包括恒安国际、维达国际、金红叶、中顺洁柔及太阳纸业等，截至2016年，前10名企业产能已经达到525.5万吨/年，占全行业比重46.69%，其中前四名企业产能占比就高达35.59%。

表 7：2016 年行业第一梯队产能占行业总值的 35.59%

公司	2016 年产能 (万吨)	占比
金红叶	132	11.73%
恒安国际	114	10.13%
维达国际	104	9.24%
中顺洁柔	50.5	4.49%
东顺集团	46	4.09%
理文造纸	32	2.84%
永丰余	18	1.60%
太阳纸业	12	1.07%
晨鸣纸业	10	0.89%

景兴纸业	7	0.62%
合计	525.5	46.69%

数据来源：中国产业信息网，公司公告，广发证券发展研究中心

公司在不断的扩大产能，弥补产能缺口。2017年，随着公司云浮12万吨及唐山2.5万吨的高档生活用纸项目的逐步投产，公司产能达到65万吨/年，为弥补随着销售增长可能产生的产能缺口，2018年，公司湖北第一期新增10万吨产能将建设投产，之后公司还将根据市场发展及销售规划进行湖北第二期10万吨及唐山5万吨、四川5万吨的产能建设项目，预计未来5年，每年约有10万吨的产能投放。全部项目建成后，公司整体产能实力会相对增强。未来公司将根据行业发展态势，依托下属子公司江门中顺、江门洁柔、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司进一步扩大规模，全面形成华东、华南、华西、华北和华中的生产布局，串联散布全国的多家商贸公司、经销商的营销网络，构筑了一个点线面结合、覆盖全国的全方位生产销售网络，产品覆盖全国近2000个城市。

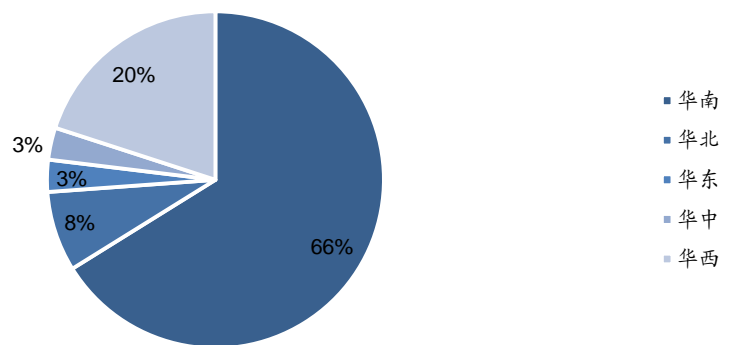
表 8: 公司产能及未来规划 (万吨)

生产基地	2013年产能	2013-2017年新增产能	2018年产能	2018年已开工建设产能	未来计划产能
中山生产基地	2		2		
江门生产基地	17		17		
云浮生产基地	0	24	24		
唐山生产基地	2.5	2.5	5		5
浙江生产基地	2		2		
湖北生产基地	2		2	10	10
四川生产基地	7	6	13	5	
合计	32.5	32.5	65	15	15

数据来源：公司公告，中国生活用纸年鉴，广发证券发展研究中心

华南区域作为公司的传统优势区域产能占比高达66%，而华中、华东、华北产能占比加和仅为14%左右，公司规划建设的湖北20万吨及唐山5万吨的产能建设项目恰好可以弥补华中和华北的产能缺失，提高华中和华北区域市场占比，扩大公司市场规模，增加销售收入。

图 20: 华南区域产能占比高达66%



数据来源：公司公告，wind资讯，广发证券发展研究中心

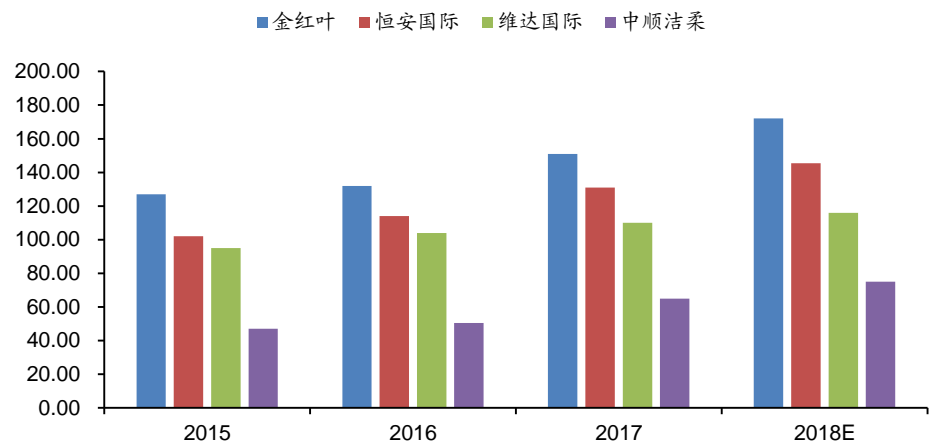
图21: 公司产能全国分布图(万吨)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司产能在行业中排名第四, 与行业前三相比还有很大差距。金红叶、恒安国际以及维达国际产能均在百万吨以上, 公司 2017 年产能为 65 万吨, 距离百万吨还有一定的增长空间。公司规划进行湖北 20 万吨及唐山 5 万吨的产能建设项目, 共计 25 万吨产能, 四川中顺扩建 5 万吨高档生活用纸项目也在规划中, 未来 5 年公司有望实现每年 10 万吨产能投放, 总产能向百万吨迈进。

图22: 公司产能与行业前三相比还有较大差距



数据来源: 公司公告, wind资讯, 广发证券发展研究中心

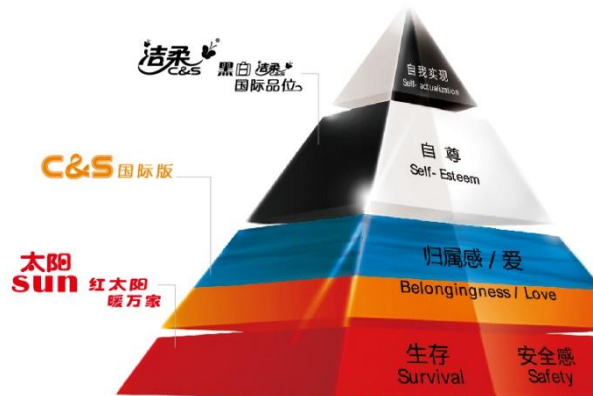
五、多品类战略提升市场定价能力, 多渠道建设抢占市场占有率

5.1 多品类战略提升公司市场定价能力, 研发新产品占领低白度纸市场

差异化、多品类发展战略提升公司市场定价能力, 满足不同消费需求。公司品

类聚焦在卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾五大类，拥有“洁柔”和“太阳”两大品牌，整体品牌定位于“聚焦洁柔品牌：高端生活，品味洁柔”，其中“洁柔”品牌定位于“自我实现和自尊”，“C&S”强调“归属感与爱”，“太阳”品牌主打“生存与安全感”。公司以洁柔Face、Lotion、自然木系列为主打产品系列，将品牌定位进一步细分，以差异化产品满足不同消费需求，同时整合并升级所有系列产品的包装，使产品在终端陈列表现更时尚抢眼，提高了市场渗透率和品牌影响力，从而提升市场定价能力。

图23：公司各主力品牌定位不同



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表9：公司主打差异化产品，细分品牌定位

产品系列名称	产品介绍	产品图片
洁柔 Face 系列（黑）	手帕纸采用独创的可湿水造纸工艺，湿水更好用，可做洗脸巾	
洁柔 Lotion 系列（白）	独有的 Lotion 可锁水面纸，特别适合呵护娇嫩肌肤，母婴、鼻敏感、化妆适用	
洁柔自然木系列	首款黄色纸种的贵族，采用 100%进口原生木浆制造，全系列产品在质量等级上直接达到优等品质并通过欧美食品级的标准检测	

数据来源：公司官网，Wind 资讯，广发证券发展研究中心

低白度纸安全性得到官方承认，市场规模有快速上升的空间。生活用纸专业委员会于2016年10月发布文章《本色和白色生活用纸都是环保安全的》，承认低白度纸在环保、安全方面性能有所提升。且2016年度国内低白度纸的市场规模约为10亿元，仍有发展空间。

推出新产品占领低白度纸产品市场，新产品溢价率高，毛利率空间大。面对低白度纸和白色纸种并存形成的差异化需求，公司致力于产品创新，于2017年6月推出“洁柔自然木系列”，提供高质量低白度纸。洁柔自然木系列产品定价高于同类低白度纸产品50%左右；高于同品牌洁柔系列Face产品30%左右；高于洁柔C&S系列产品50%左右，溢价率较高。该系列产品属于公司高毛利产品，随着前期推广费用一次性投放结束，投入效果逐渐凸显。

表10：自然木系列产品与部分产品价格对比

名称	价格(元)	数量	自然木高出的价格比例
自然木系列(原木纸)	64.9	3层 18包	
清风原木纸种	39.9	3层 18包	62.66%
洁柔 face	48.9	3层 18包	32.72%
洁柔 C&S 系列产品	42.9	3层 18包	51.28%

数据来源：淘宝官网，广发证券发展研究中心

5.2 完善多渠道管理建设，抢占各渠道市场占有率

完善多渠道管理建设，抢占各渠道市场占有率。2017年公司升级洁柔品牌大部分产品，并制定出各大渠道的分销标准，重点完善了GT(经销商客营)、KA(直营)、EC(电商通路)与AFH(居家外商消通路)等渠道的管理建设。

公司继续保持GT(经销商客营)优势，制定不同地区的销售策略，加大市场网点开发。公司于2015年引入竞争对手金红叶的原销售团队，重金投入销售渠道，目前公司的营销网络覆盖全国绝大部分地(县)级城市，在华南、西南等公司传统优势区域，采取“直销到县、分销到镇”的渠道下沉策略；在华中、华东、西北和东北等薄弱区域加强渠道开拓建设。

在KA(直营)布局上，公司将一些重点卖场转为公司直营。公司继续与沃尔玛、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，并逐步将一些重点卖场转为公司直营，进而优化KA系统，提升分销效率。

EC(电商通路)是未来市场发展的趋势，公司亦不断提高该渠道的销量比重，并构建相应的物流系统。公司加大在天猫、淘宝、京东、一号店、苏宁等电商平台的投入，并搭建配置相应物流系统。2014年中顺洁柔与世界著名物流系统集成商大福合作，完成了中顺洁柔云浮生产基地项目，建成高效率、大容量的自动化立体库，该自动化立体库主要用于洁柔纸品的安全存储，并为华南地区客户提供配送服务，覆盖半径为500公里。此外，针对商用消费客户群体，公司亦成立了专业的商消服务团队。完善的线上和线下销售网络加上优质的产品使公司在短期内难以被超越。

公司与ZHO共享纸巾合作，开拓共享经济新渠道，提升品牌知名度。ZHO共享纸巾机问世以来发展迅猛，以其创新的共享经济新模式，开启物联网商业社交时代成为共享经济新风口。仅半年有余的时间，已经在全国150多个城市，铺设了5万多台智能设备，每天出纸量超过80万包，在共享纸巾行业占据着绝大部分的市场份额，成为共享纸巾机第一品牌。根据公司于2017年12月17日发布的战略意向合作书，双

方互为独家合作商，ZHO共享纸巾机从中顺洁柔处每年订购数量不少于1亿包的手帕纸，且付款方式为现款后货。作为业内首个踏入“共享纸巾”渠道的中顺洁柔，借助ZHO共享纸巾机平台，将渠道由线下引流至线上，由PC端延伸至移动端再连接至物联网，进一步丰富了公司的渠道资源。

图24：中顺洁柔联合ZHO共享纸巾开启纸巾销售新模式



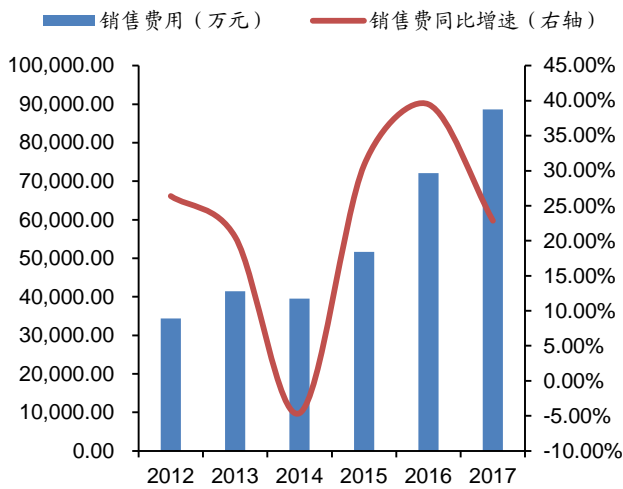
数据来源：ZHO公司官网，广发证券发展研究中心

5.3 新销售团队带来增长新动力，销售高管与公司利益绑定

公司引入全新营销团队，重金投入渠道端的管理与建设，以突破销售瓶颈。公司于2015年引入金红叶原核心营销团队，并将市场划分为华东、华南、华西、华北、华中、东北、西北七大区域分别管理，重金投入渠道端的管理与建设，大力发展销售人员和经销商。经销商数量已于2014年的700家增至2017年的2000家；销售人员数量已于2014年的857人增加至2017年的2203人，增长约157%。与重金投入、销售人员数量增长对应的是销售费用增加，销售费用率自2014年15.67%增长至2017年的19.10%。

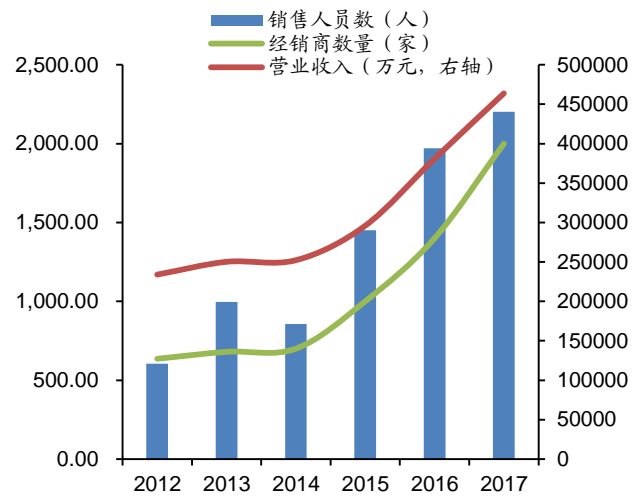
公司重金投入效果自2017年逐步显现。销售团队的扩大，经销商的增加，销售费用率的增长对营业收入起到明显拉动作用，公司销售收入快速提升。2018年依然是公司渠道建设年，目前中国有2800多个城市，公司目前开发数量只有1200多个，尚有很多空白城市需要公司的团队不断拓展，开发渗透，已经有产品覆盖的区域，需进一步提高产品渗透率；而产品品类的拓展也是未来增量空间。

图25: 2017年公司销售费用率提升至19.10%



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

图26: 销售人员和经销商数量的增长拉动营收增长



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

销售团队高管参与员工持股计划和股权激励计划, 与公司利益绑定, 加强销售团队管理。现任董事刘金峰即原金红叶营销团队核心管理人员, 于2015年4月起担任公司营销副总裁, 于2017年参与第一期员工持股计划, 且于同年达到限制性股票激励计划的解锁标准, 解锁36万股。通过员工持股计划和股权激励计划, 公司将销售团队高管自身利益同公司整体利益进行绑定, 加强了公司对销售团队的管理, 提升了销售团队积极性。

六、盈利预测与投资评级

公司渠道建设收效明显, 2018年仍是公司渠道建设年, 加快对国内空白市场覆盖。基于非卷纸类高毛利产品占比提升、及未来全国产能布局不断完善, 我们给出2018-2020年以下核心假设:

1) 云浮、唐山基地新产能投产后, 产能瓶颈打开, 高毛利非卷纸类产品销售收入中占比有望提升至60%以上, 非卷纸类产品毛利率由2017年40.2%提升至41.3%。

2) 管理效率提升, 规模化优势有望降低生产成本, 2016Q3至2017Q3期间并无新设备投入, 公司充分发挥原有设备的生产能力, 充分提升管理效率, 巩固产品盈利能力, 预计未来公司费用率有望保持稳定。

3) 半成品及其他主营业务收入保持年复合10%增速, 审慎原则下, 给予2018-2020年毛利率与2017年持平假设, 半成品毛利率位置在6.8%, 其他业务毛利率维持在11.0%。

表11: 公司主营业务收入拆分及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非卷纸业务收入 (百万)	2039.7	2662.6	3421.5	4460.7	5738.7
YoY	31.5%	30.5%	28.5%	30.4%	28.7%
毛利率	41.9%	40.2%	41.3%	41.3%	41.3%
卷纸业务收入 (百万)	1647.9	1845.3	2122.1	2440.4	2806.4
YoY	30.0%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%

毛利率	30.9%	29.1%	29.6%	29.0%	29.0%
半成品收入 (百万)	77.9	33.2	36.5	40.2	44.2
YoY	57.4%	-57.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	2.7%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
其他业务收入 (百万)	43.9	97.3	107.0	117.7	129.4
YoY	68.2%	121.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	4.6%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
收入合计 (百万)	3809.4	4,638.35	5,687.03	7,058.91	8,718.81
YoY	28.7%	21.8%	22.6%	24.1%	23.5%
毛利率	35.9%	34.9%	36.1%	36.3%	36.7%
主营业务成本 (百万)	2441.2	3,018.61	3,632.12	4,493.98	5,518.54

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

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推高毛利率水平,各生产基地产能投产计划打开增长瓶颈。预计2018-2020年实现主营业务收入56.87、70.59、87.19亿元,归母净利润为4.29、5.44、6.93亿元,当前市值对应2018年24.85xPE,维持公司“买入”评级。

七、风险提示

宏观经济增速超预期下行影响需求;造纸行业环保监管趋严增加行业环保成本;木浆价格继续大幅上涨,公司拓展市场空白点进度低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2074	3014	2994	3997	4952
货币资金	959	1086	1422	2118	2649
应收及预付	596	663	791	980	1207
存货	421	547	781	900	1096
其他流动资产	98	718	0	0	0
非流动资产	2406	2778	2566	2500	2469
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2177	2321	2205	2088	1979
在建工程	8	198	208	267	354
无形资产	138	127	116	105	94
其他长期资产	82	132	38	40	43
资产总计	4480	5792	5560	6497	7421
流动负债	963	2572	1961	2172	2203
短期借款	30	518	476	352	0
应付及预收	896	1186	1285	1600	1963
其他流动负债	38	868	200	220	240
非流动负债	853	176	153	334	534
长期借款	0	150	150	330	530
应付债券	829	0	0	0	0
其他非流动负债	24	26	3	4	4
负债合计	1816	2748	2113	2507	2737
股本	505	757	757	757	757
资本公积	1362	1133	1133	1133	1133
留存收益	908	1207	1636	2180	2872
归属母公司股东权	2664	3044	3447	3991	4684
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	4480	5792	5560	6497	7421

现金流量表

单位: 百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	929	585	1353	778	840
净利润	260	349	429	544	693
折旧摊销	165	171	175	179	184
营运资金变动	419	-5	611	21	-48
其它	84	70	138	34	11
投资活动现金流	-131	-983	-27	-105	-143
资本支出	-128	-398	-29	-106	-144
投资变动	2	6	2	1	1
其他	-5	-590	0	0	0
筹资活动现金流	-449	531	-989	23	-165
银行借款	433	722	-43	56	-152
股权融资	81	0	0	0	0
其他	-963	-192	-946	-34	-12
现金净增加额	349	133	336	696	532
期初现金余额	690	959	1086	1422	2118
期末现金余额	1039	1093	1422	2118	2649

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.7	21.8	22.6	24.1	23.5
营业利润增长	224.5	27.9	28.5	25.9	27.2
归属母公司净利润增长	195.3	34.0	22.9	26.8	27.4
获利能力(%)					
毛利率	35.9	34.9	36.1	36.3	36.7
净利率	6.8	7.5	7.5	7.7	7.9
ROE	9.8	11.5	12.4	13.6	14.8
ROIC	12.5	10.8	17.7	22.7	27.8
偿债能力					
资产负债率(%)	40.5	47.4	38.0	38.6	36.9
净负债比率	-	0.1	-0.2	-0.4	-0.5
流动比率	2.15	1.17	1.53	1.84	2.25
速动比率	1.67	0.94	1.10	1.39	1.71
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.90	1.00	1.17	1.25
应收账款周转率	7.80	8.14	7.94	7.98	8.00
存货周转率	4.25	6.24	4.65	4.99	5.04
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.46	0.57	0.72	0.91
每股经营现金流	1.84	0.77	1.79	1.03	1.11
每股净资产	5.27	4.02	4.55	5.27	6.18
估值比率					
P/E	38.6	35.3	24.9	19.6	15.4
P/B	3.8	4.1	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	17.4	20.6	13.1	10.4	8.1

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3809	4638	5687	7059	8719
营业成本	2441	3019	3632	4494	5519
营业税金及附加	35	39	34	44	59
销售费用	721	886	1086	1369	1726
管理费用	205	249	355	441	545
财务费用	59	47	41	35	13
资产减值损失	26	6	9	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	6	3	3	4
营业利润	324	414	533	671	853
营业外收入	13	10	10	10	10
营业外支出	2	3	5	5	4
利润总额	335	421	537	676	859
所得税	74	72	108	132	166
净利润	260	349	429	544	693
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	260	349	429	544	693
EBITDA	573	617	753	889	1054
EPS(元)	0.52	0.46	0.57	0.72	0.91

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。

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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 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	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。