



中顺洁柔（002511） ——高速成长中的生活用纸龙头

2018/5/27

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

联系人：蒋正山

Email：jiangzs@r.qlzq.com.cn

联系人：徐稚涵

Email：xuzh01@r.qlzq.com.cn

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

请务必阅读正文之后的重要声明部分

目 录

- 一、公司概况：知名生活用纸企业，多方优势助力快速成长

- 二、行业逻辑：龙头市占率有望持续提升

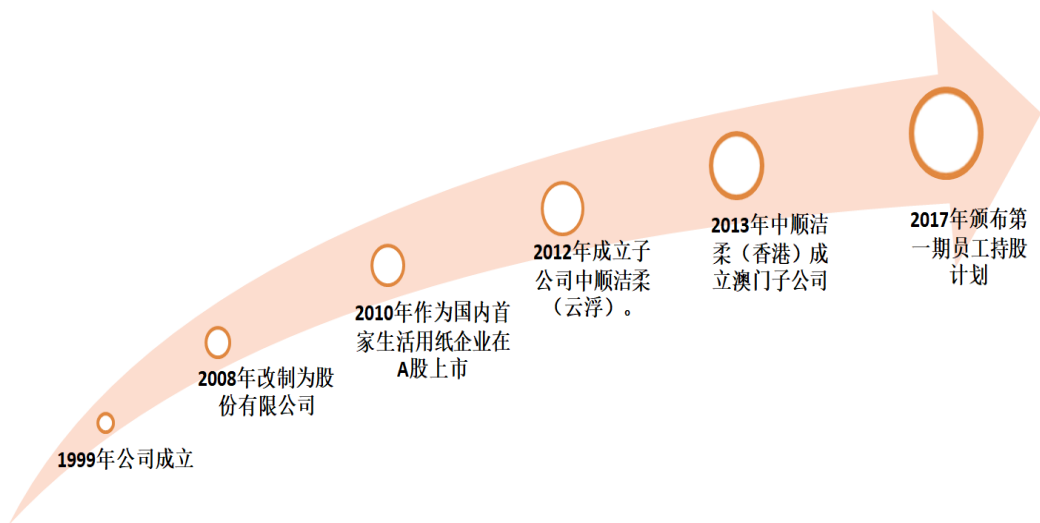
- 三、打造核心竞争力：调结构、拓渠道、提盈利

- 四、盈利预测与风险提示

公司概况：知名生活用纸企业

中顺洁柔是生活用纸行业内第一梯队成员（国内生活用纸市场前四大企业分别为APP，恒安，维达，洁柔）。公司旗下拥有洁柔、太阳两大品牌，主要聚焦在卷纸、无芯卷纸、软抽、纸手帕、湿巾五大类，Face和Lotion系列是公司目前两大拳头产品。17年推出高毛利的自然木系列，当年该款产品做到市占率10%。

图表：公司历史沿革



资料来源：wind，中泰证券研究所



Lotion



Face



自然木

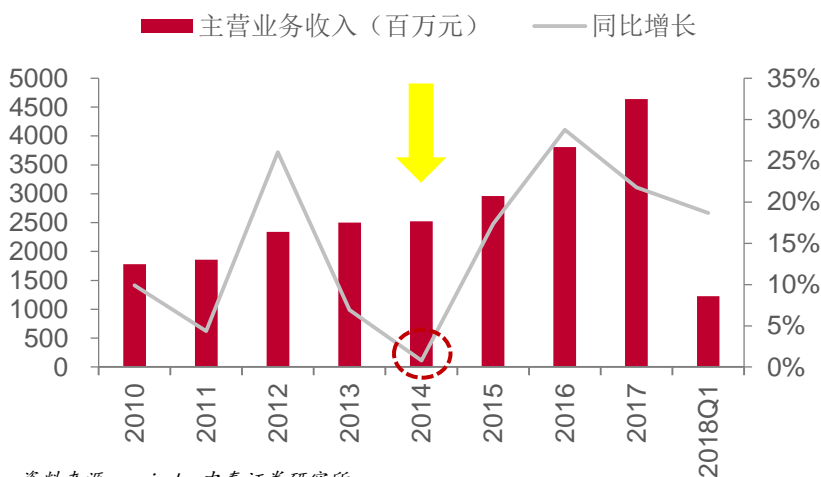
2014年新任管理层到岗后盈利能力显著改善。2014-2017年，公司主营业务收入由22.5亿元提升至46.4亿元，CAGR为22.5%；通过对成本的有效控制和产品结构的调整，公司毛利率由30%提升至34.9%；费用方面，虽因市场竞争加剧公司销售费用增长，但管理费用和财务费用的有效控制使三费率总体稳定，净利率也由2.7%稳步升至7.5%。因此，公司归母净利润由6750万元增至3.49亿元，CAGR为72.9%。2018Q1公司净利润同比增长30.9%，预计2018H1增速为15%-30%。

图表：2014年公司更换核心大区总监

大区	大区总监	原公司
华南	王兵	金红叶——清风
西南	张杨	原洁柔
华中	肖光华	金红叶——清风
西北	/	金红叶——清风
华北	邹以斌	原洁柔
华东	崔强	太阳纸业销售总监

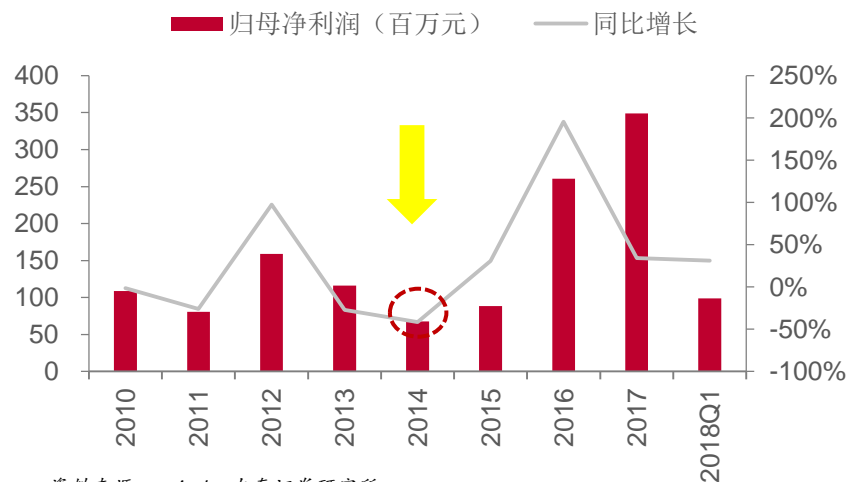
资料来源：wind，中泰证券研究所

图表：中顺洁柔主营业务收入及增速



资料来源：wind，中泰证券研究所

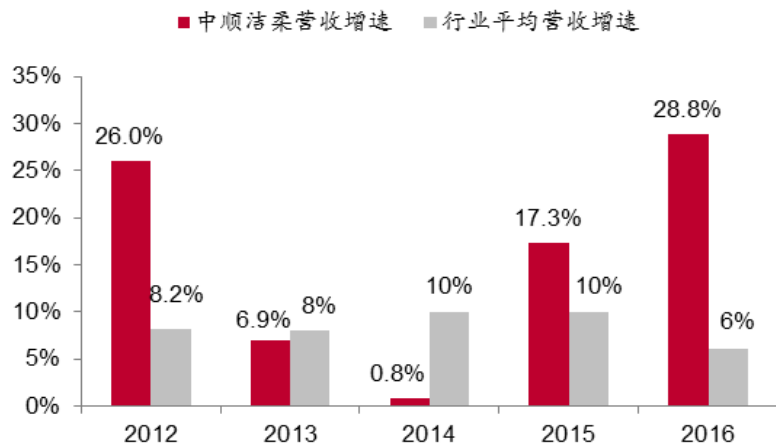
图表：中顺洁柔归母净利润及增速



资料来源：wind，中泰证券研究所

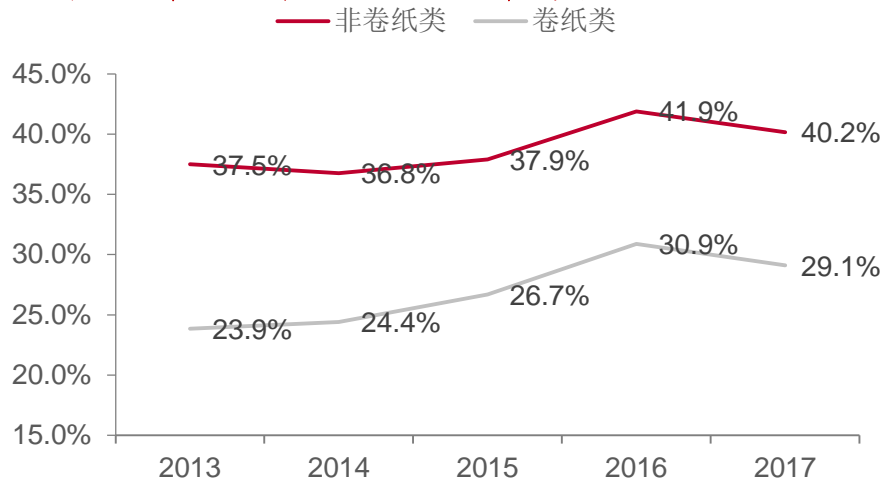
公司概况：战略成功转型，业绩持续高增长

图表：中顺洁柔营收增速远超行业平均水平



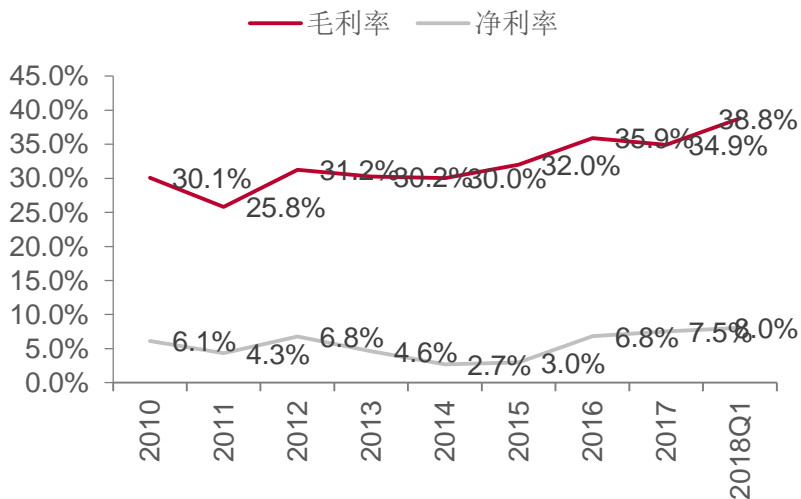
资料来源：wind，中泰证券研究所

图表：中顺洁柔非卷纸毛利率高于卷纸



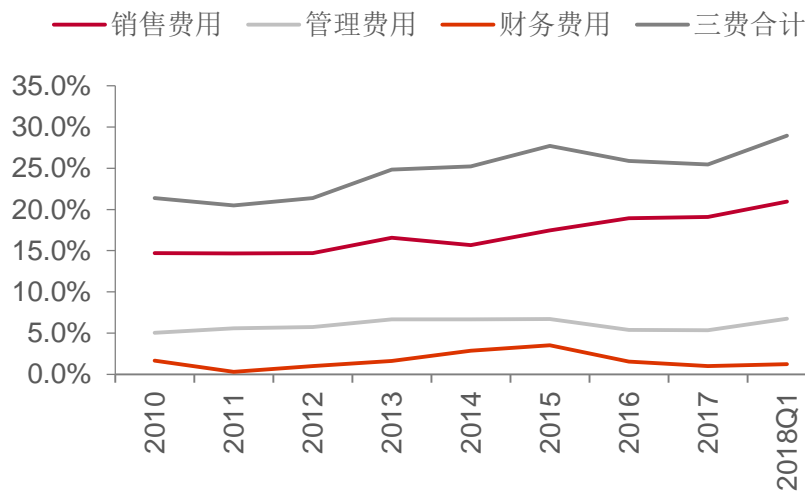
资料来源：wind，中泰证券研究所

图表：公司毛利率不断提升



资料来源：wind，中泰证券研究所

图表：公司近年三费变动



资料来源：wind，中泰证券研究所

公司概况：股权结构集中，激励凝聚人心

公司当前总股本为12.88亿股（2018年5月17日除权前为7.57亿股）。公司实际控制人为邓氏家族，合计持股50.69%。集中的股权结构能够在一定程度上提升公司的管理效率。

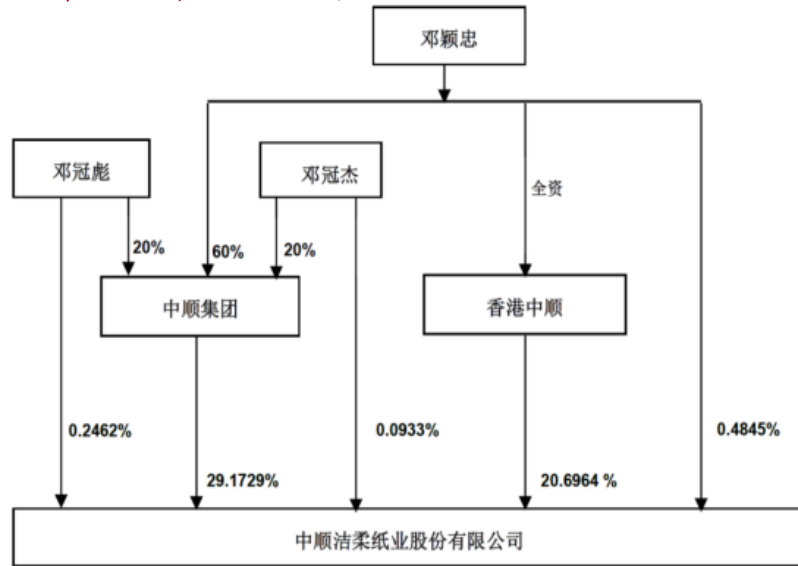
激励计划绑定绩效，公司员工同舟共济：公司于2015年10月推出限制性股票激励计划，拟向包含公司董事、中高层管理人员、核心技术人员在内的242人授予限制性股票1900万股，占当时公司总股本的3.9%。分三次解锁，解锁条件为“2014年为基期，2016-2018年净利润增速不低于129%、249%、352%，营收增速不低于37%、60%、83%”，公司第一期解锁条件已公告达成，根据2017年年报数据，第二期营收与净利润目标也超额完成。

图表：中顺洁柔激励计划及完成情况

解锁期	解锁条件	实际完成情况	解锁比例
第一个解锁期	相比2014年，2016年净利润增长率不低于129%，营业收入增长率不低于37%	公司2016年度扣非后净利润为25067.96万元，相比2014年度增长283.95%，公司2016年营业收入增长率51.06%。	30%
第二个解锁期	相比2014年，2017年净利润增长率不低于249%，营业收入增长率不低于60%；	公司2016年度扣非后净利润为32637.85万元，相比2014年度增长399.89%，公司2017年营业收入增长率83.93%。	30%
第三个解锁期	相比2014年，2018年净利润增长率不低于352%，营业收入增长率不低于83%。		40%

资料来源：公司公告、中泰证券研究所整理

图表：中顺洁柔股权结构



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

公司概况：产能纵横布局，彰显扩张雄心

公司目前在国内拥有嘉兴、云浮、江门、中山、成都、孝感、唐山共7大生产基地，分布东、南、西、北、中，串联散布全国的多家商贸公司、1200多个经销商的营销网络，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。通过全国性的生产基地布局，公司拉近了与客户的距离，降低了运输成本，提高了运输效率。

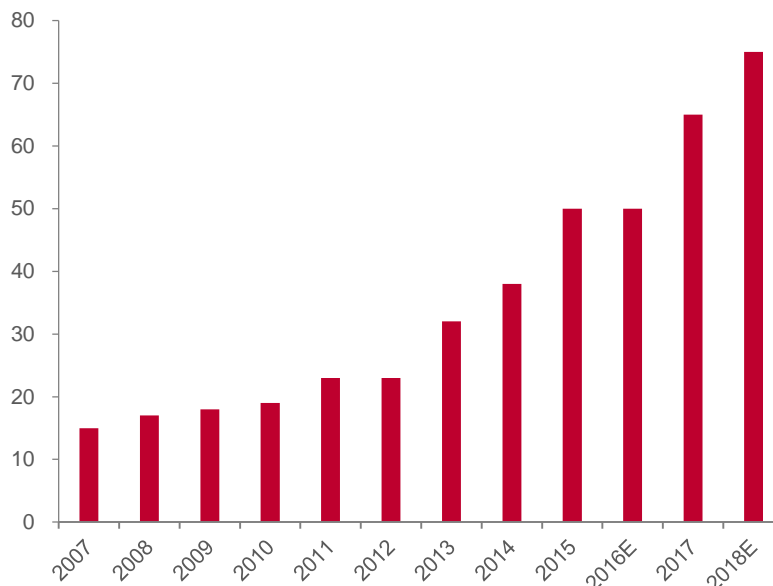
2016年公司拥有产能50.5万吨，2017年随着云浮12万吨和唐山2.5万吨新增产能投产公司产能增至65万吨，2018年公司计划继续增加10万吨新增产能，此外预计未来5年，每年约有10万吨的产能投放。产能的持续投入彰显了公司未来战略扩张的雄心。

图表：公司生产基地布局



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表：公司产能变化（万吨）



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

目 录

- 一、公司概况：知名生活用纸企业，多方优势助力快速成长

- 二、行业逻辑：龙头市占率有望持续提升

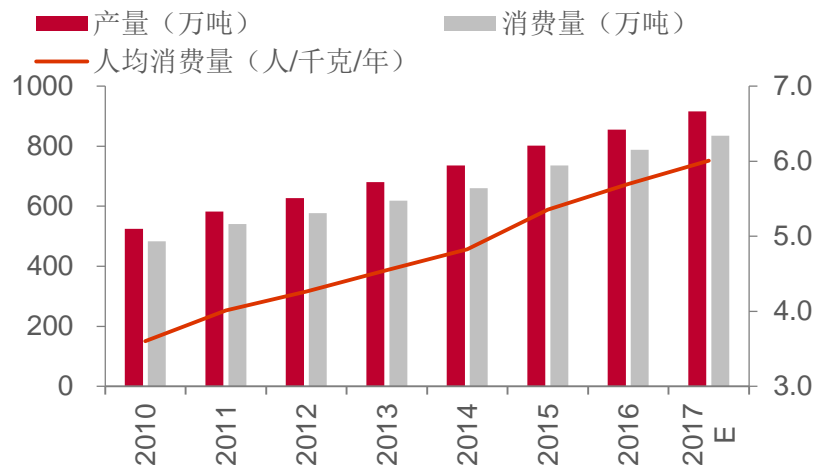
- 三、打造核心竞争力：调结构、拓渠道、提盈利

- 四、盈利预测与风险提示

行业：市场增速迅猛，趋势有望延续

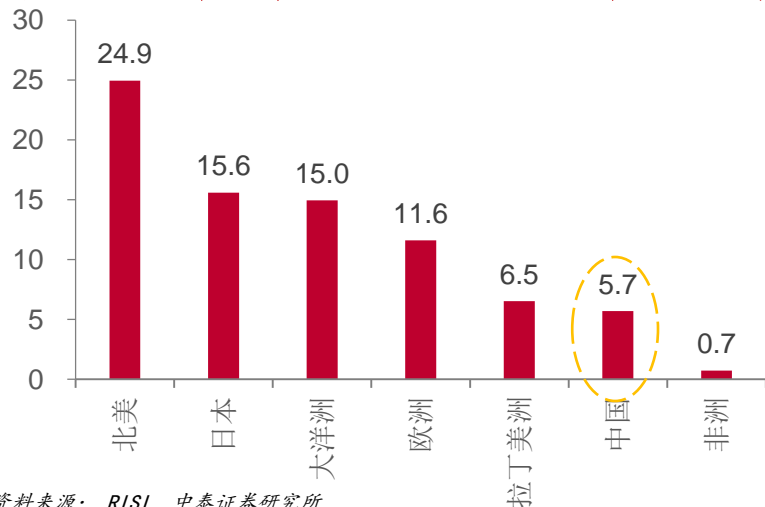
生活用纸是我国造纸业中发展最为迅速的纸种。市场继续高速扩容的两大逻辑：1) 人均用量较发达国家仍有差距。后续差距有望持续缩小。2) 消费属性极强，增长与宏观经济存在内在关联。假设我国人均GDP增速维持在6.5%，则生活用纸人均用量预计将有6%的年增长空间，叠加考虑年均0.5%的人口增速，消费量年均增长预计将在6.5%左右。

图表：我国生活用纸产量与消费量变化



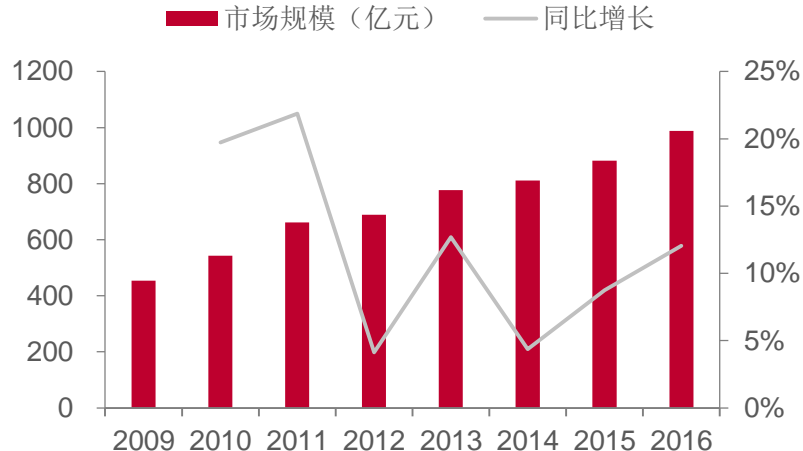
资料来源：RISI, 中泰证券研究所

图表：2016年世界各地生活用纸人均年用量 (千克)



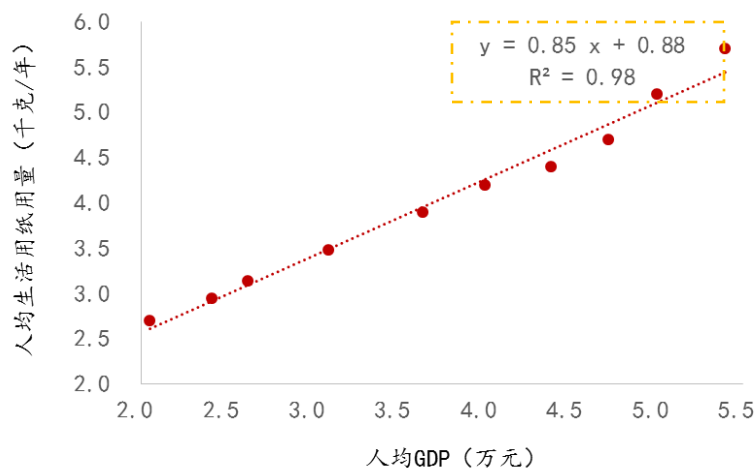
资料来源：RISI, 中泰证券研究所

图表：我国生活用纸市场规模变化



资料来源：RISI, 中泰证券研究所

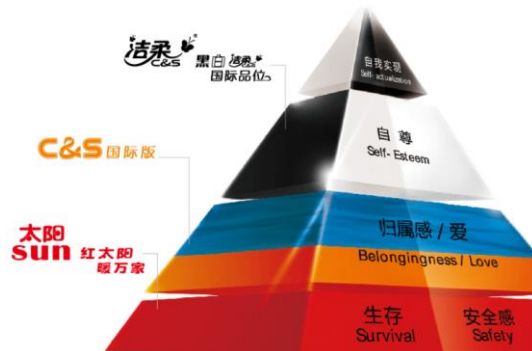
图表：生活用纸人均用量与人均GDP回归分析 (近十年)



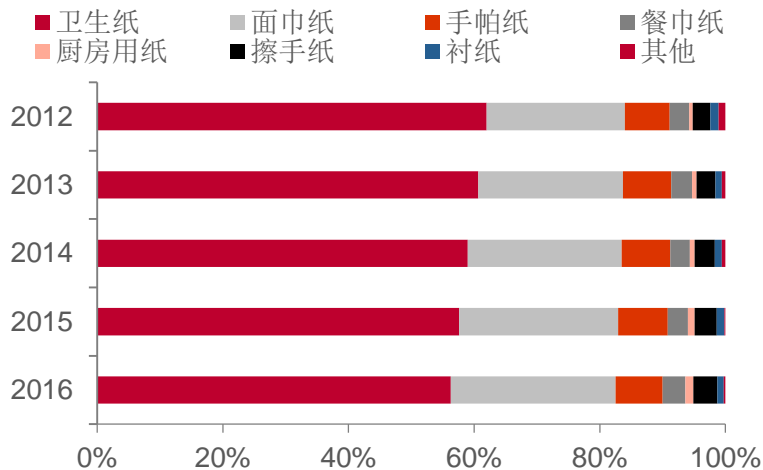
资料来源：中泰证券研究所

生活用纸中占比最大的细分纸种是卫生纸。随着市场的发展和人们需求的逐步演变，卫生纸在生活用纸中的占比在过往五年中呈逐年下降的趋势。与之对应的是更高档的面巾纸、手帕纸、餐巾纸等其他细分纸种占比的提升。伴随多元化需求的趋势，生活用纸行业总体呈升级趋势。

根据我们的测算，2010年至2016年间生活用纸单吨消费价格由1.12万元增至1.25万元。

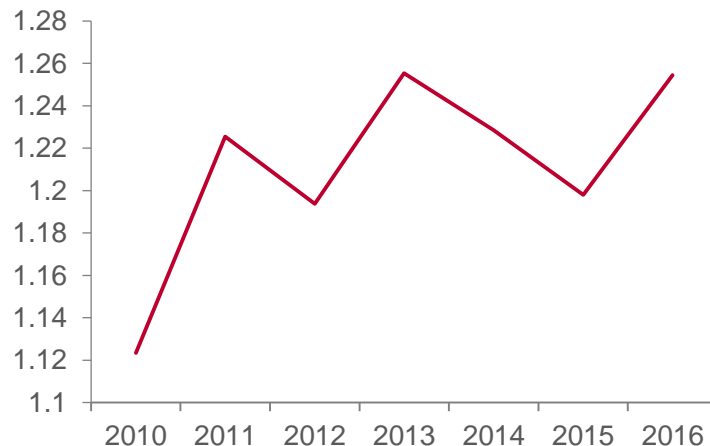


图表：我国生活用纸需求多元化



资料来源：wind, 中泰证券研究所

图表：单吨生活用纸价格（万元）变化趋势



资料来源：中泰证券研究所

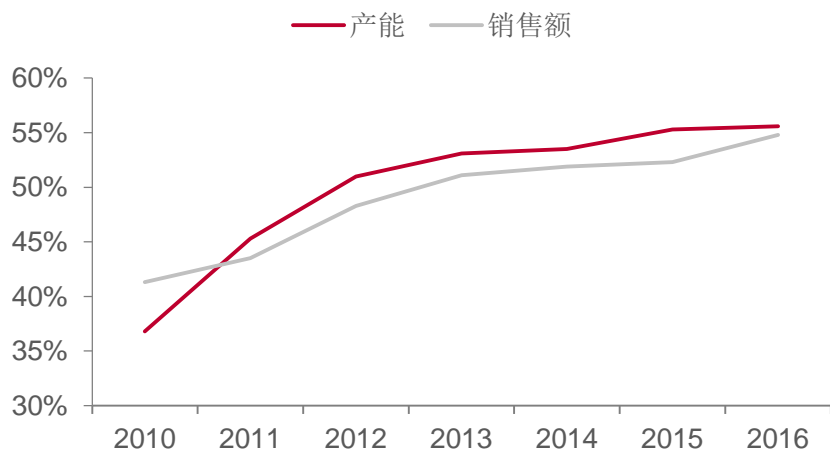
行业：集中度提升有强逻辑支持

当前生活用纸千亿规模市场被1500家企业瓜分，集中度呈提升趋势。2010-2016年，前十五大品牌产能占比由37%提升至56%，销售额占比由41%提升至55%。

未来集中度继续提升的逻辑在于：

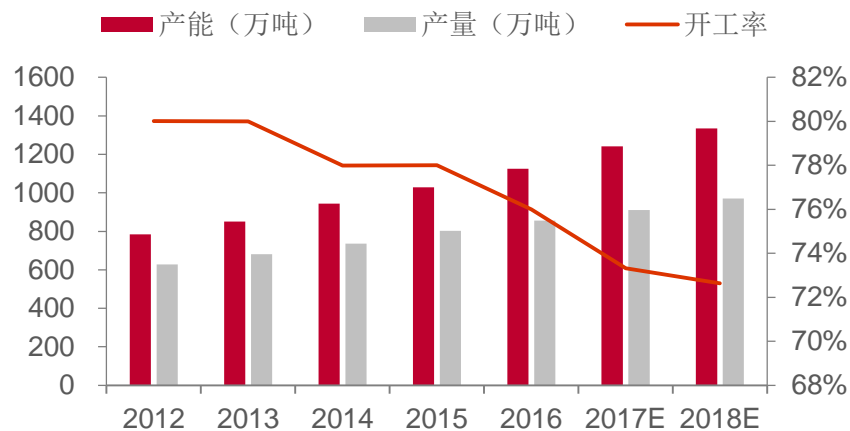
- 1) 品牌效应日趋重要，市场领导品牌无论从口碑还是渠道资源上对比中小产能均有优势；
- 2) 木浆在原材料中占比超过80%，浆价高位运行使中小产能成本承压，由于市场竞争激烈，价格传导不畅将加速产能退出。

图表：生活用纸行业前十五大品牌份额变化



资料来源：RISI, 中泰证券研究所

图表：生活用纸行业产能、产量、开工率变化



资料来源：RISI, Fibria, 中泰证券研究所

图表：生活用纸四大龙头提价情况整理

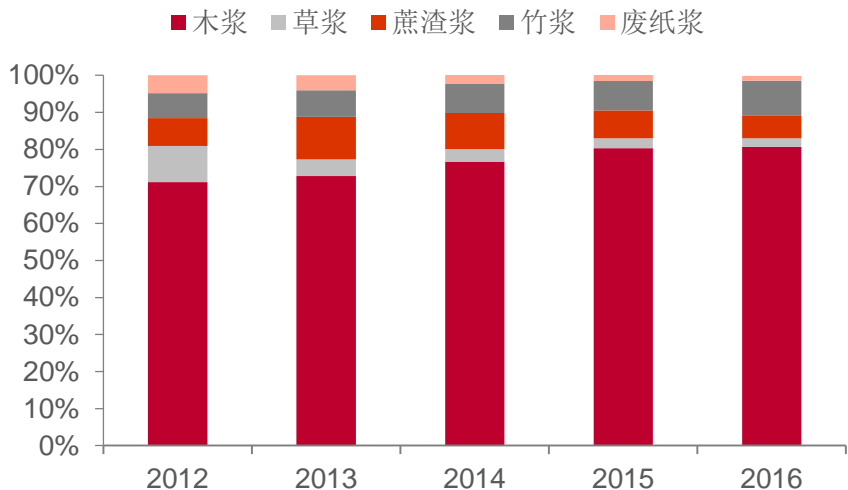
公司	提价情况
恒安	约10%
洁柔	提价6%-8%，让利活动部分取消，折合6%-8%，合计约14%。
金红叶	10%-15%
维达	10%-15%（tempo系列25%-30%）

资料来源：中泰证券研究所

为应对木浆价格上涨的成本压力，生活用纸各大龙头均选择向下游传递价格。

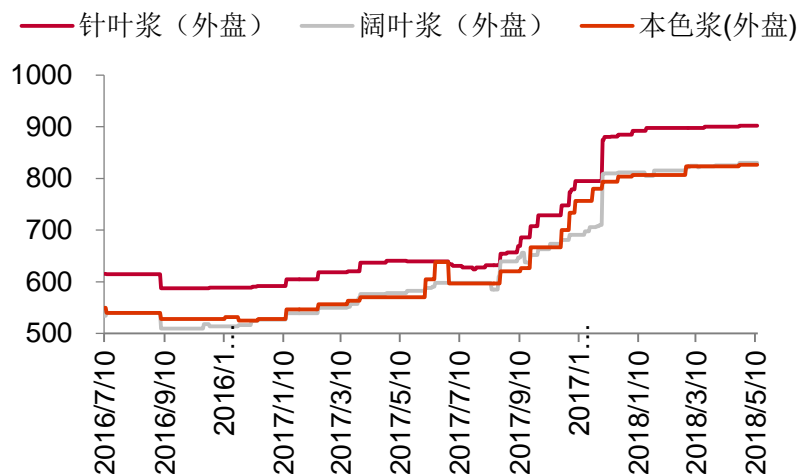
提价分为两种：1) 直接提升销售价格；2) 降低促销支出。当前各大企业两项举措的效应之和基本一致。

图表：生活用纸原材料构成



资料来源：wind, 中泰证券研究所

图表：进口纸浆价格（美元/吨）

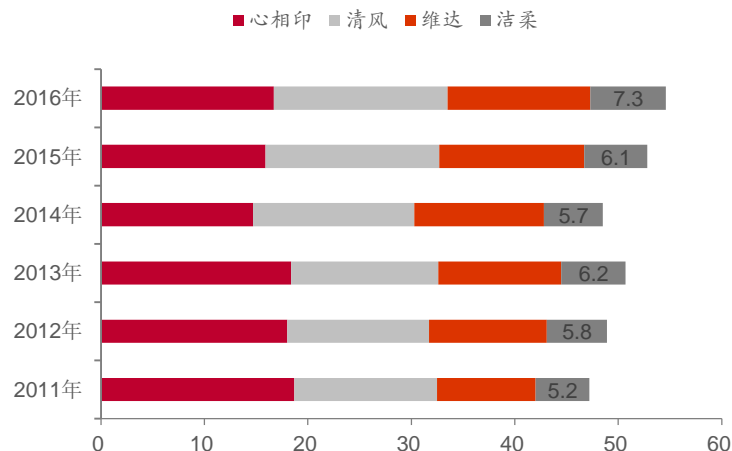


资料来源：wind, 中泰证券研究所

从市场定位来看，各大企业高、中、低档产品均有涉足，以期实现对不同类型消费者的覆盖。市场上前四家生活用纸企业都有自己的拳头品牌，以16年销售额来说，恒安、维达、APP和洁柔分别是心相印（16.7%）、维达（13.8%）、清风（16.8%）和洁柔（7.3%）。

从产品品种来看，各家公司的产品也都在追求多元化，卷纸、抽纸、手帕纸、餐巾纸等产品均涵盖在列。

图表：国内主要生活用纸品牌销售额占比（%）



资料来源：AC尼尔森，中泰证券研究所

图表：中顺洁柔与同行比较

公司名称	成立时间	产品线	经销商数量 (2017年)	强势区域	核心品牌		
					高档	中档	平价
恒安国际	1997年	各类卫生用纸、妇女卫生用品、纸尿裤及家庭卫生用品	3000+	闽粤、华东、华中	品诺	心相印	优选
中顺洁柔	1999年	各类卫生用纸、擦拭纸	2000	华南、西南	洁柔		太阳
维达国际	1985年	各类卫生用纸、擦拭纸、纸尿裤、卫生巾	3000+	华南、华中	得宝	维达	
APP金红叶	1996年	各类卫生用纸、擦拭纸、纸尿裤、卫生巾	3000+	——	唯洁雅	清风	真真

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

行业：多维度同业对比

从收入规模来看，金红叶和恒安的生活用纸业务已经超过100亿，维达接近100亿，而洁柔的收入规模仅为前三大公司的一半。从产能的角度来看，17年洁柔的产能仅为恒安和金红叶的一半，2017年在华南、华北，2018年在华东的产能布局可以看出公司“稳固优势区域，发展潜力区域”的战略选择。在龙头对比中，我们认为洁柔销售增长的战略选择更多，增长动能更强。

	公司	2015年	2016年	2017年
收入	金红叶	95.37	97.86	104.80
	YOY	17%	3%	7%
	恒安	108.00	101.36	112.33
	YOY	-1%	-6%	11%
	维达	93.57	100.23	109.08
	YOY	19%	7%	9%
	洁柔	29.59	38.09	46.38
	YOY	17.34%	28.74%	21.76%
净利润	金红叶	2.11	3.88	2.60
	YOY	19%	84%	-33%
	恒安	40.51	40.21	45.39
	YOY	3.45%	10.34%	5.48%
	维达	3.14	6.54	6.21
	YOY	-47.02%	107.84%	-4.98%
	洁柔	0.88	2.60	3.49
	YOY	31%	195%	34%

资料来源：中泰证券研究所

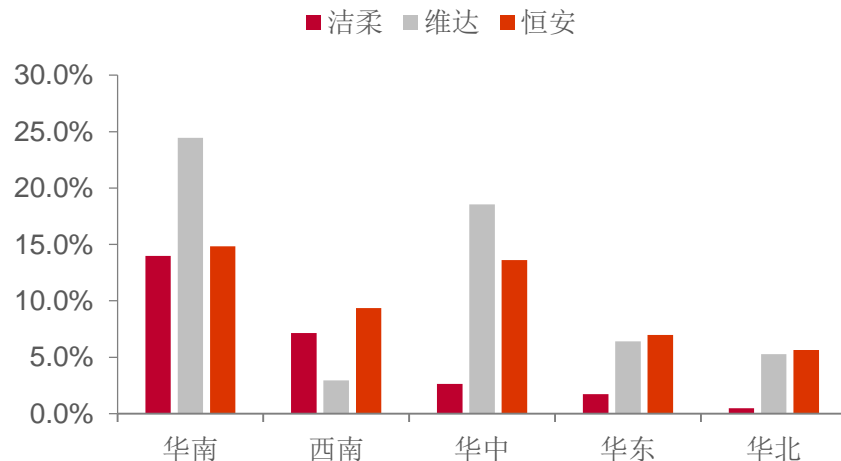
(恒安和维达货币为亿HKD，洁柔和金红叶为亿RMB)

图表：同业产能对比（万吨）

产能	2014	2015	2016	2017	2018E
恒安国际	96	102	114	130	142
APP金红叶(原纸)	117	127	132	132	142
维达国际	89	95	104	110	128
中顺洁柔	38	50	50	65	83

资料来源：中泰证券研究所

图表：生活用纸龙头市占率分区域对比（2016年）



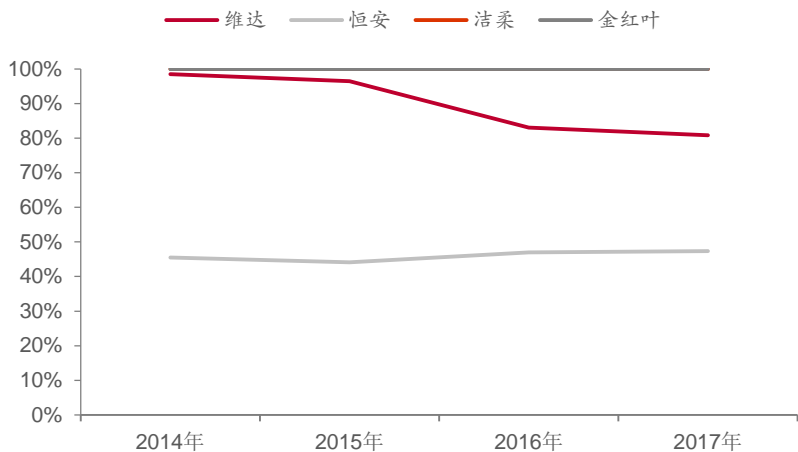
资料来源：中泰证券研究所

行业：多维度同业对比

从盈利能力来看，2017年洁柔的毛利率已经位列行业第一，通过高端产品结构调整叠加提价在一定程度上对冲毛利率下滑，并成为行业盈利最好的生活用纸公司。

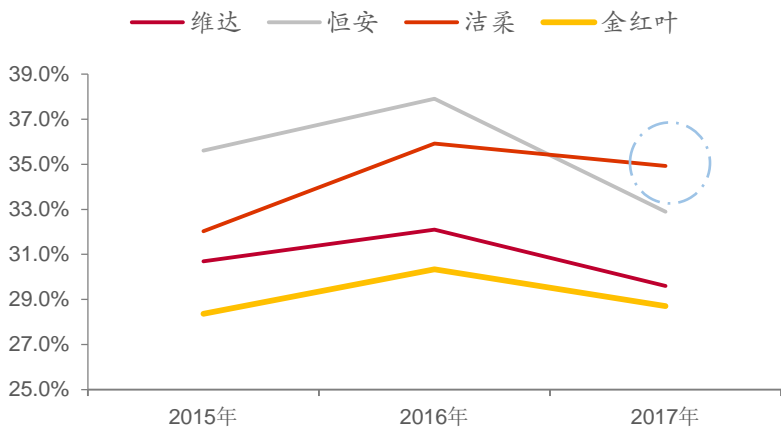
从费用方面来看，恒安、维达销售费用增速大幅放缓，而洁柔销售费用增长依然保持在20%以上，费用端稳定的投入也保证了营收的稳健增长。

图表：同业生活用纸收入占总营收比例



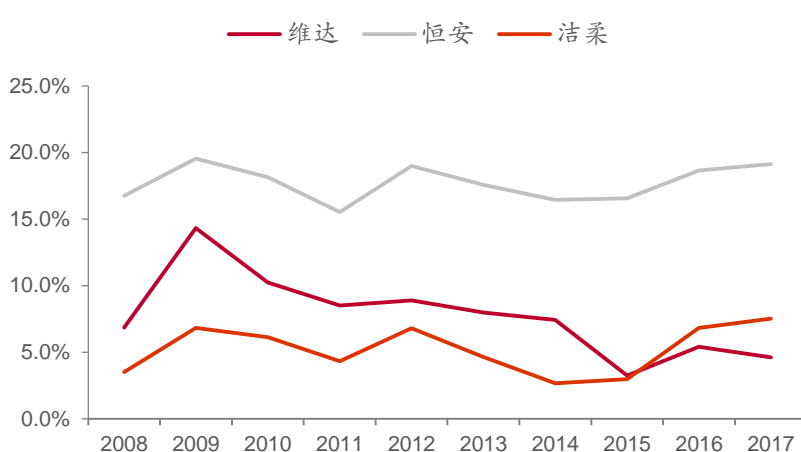
资料来源：中泰证券研究所

图表：同业毛利率对比



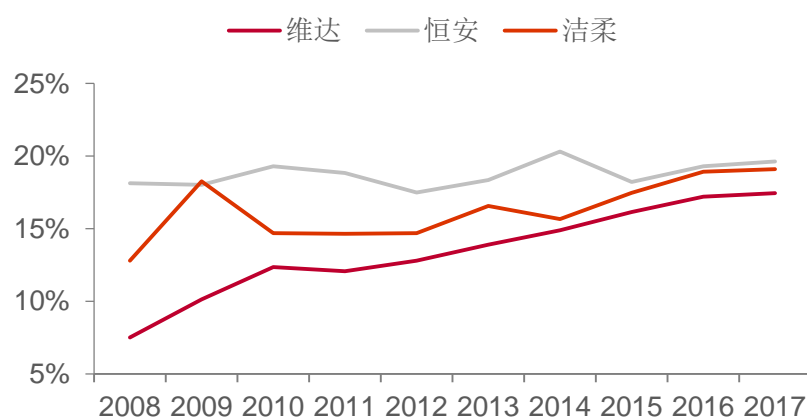
资料来源：中泰证券研究所

图表：同业净利率对比



资料来源：中泰证券研究所

图表：生活用纸龙头销售费用占比对比



资料来源：wind, 中泰证券研究所

目 录

- 一、公司概况：知名生活用纸企业，多方优势助力快速成长

- 二、行业逻辑：龙头市占率有望持续提升

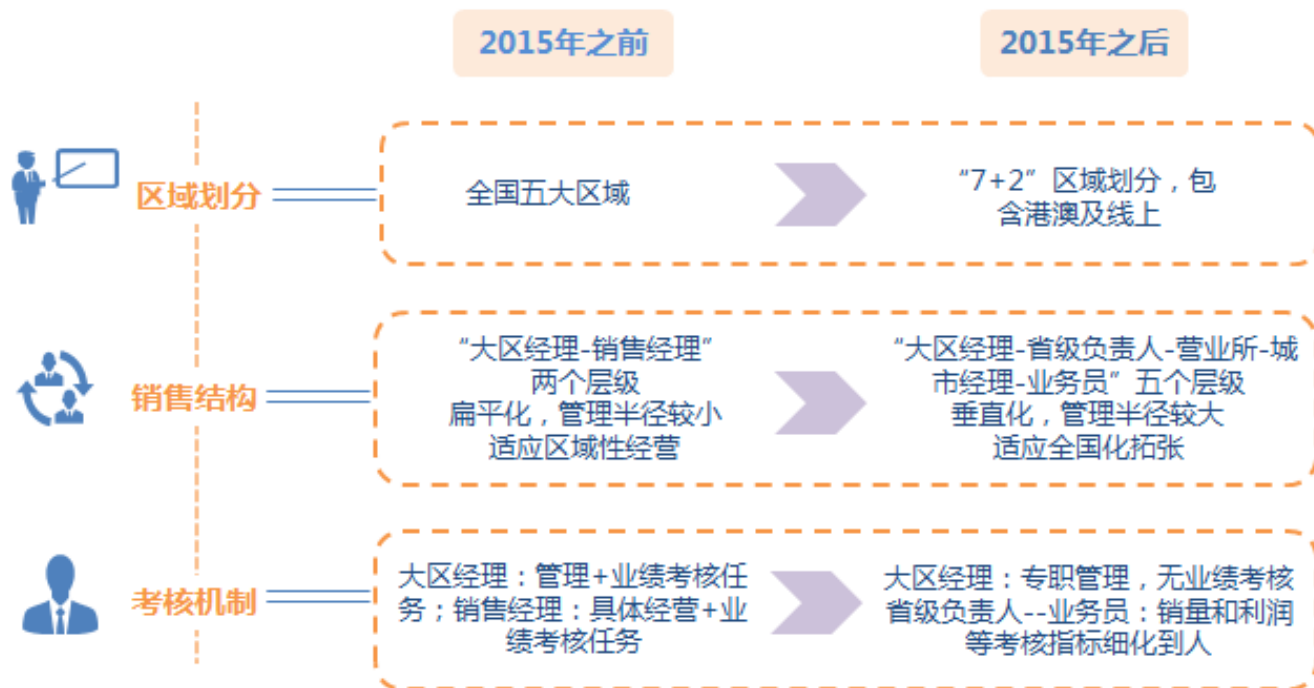
- 三、打造核心竞争力：调结构、拓渠道、提盈利

- 四、盈利预测与风险提示

渠道端：内外兼修，渠道建设大有可为

对内：顺应渠道建设布局，优化内部管理和销售架构。从内部管理来看，2015年起引入清风营销团队开始企业内部大刀阔斧的改革，主要体现在销售结构调整上。2015年，中顺洁柔针对重新划分的7大区域设立独立的大区总监专职管理，下设省级负责人、营业所、城市经理和业务员负责具体经营。销量和利润等考核指标细分到省级负责人至业务员的每一层级，实现垂直化管理的同时搭建了一个相对完善合理的销售结构。

图表：中顺洁柔管理结构调整



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

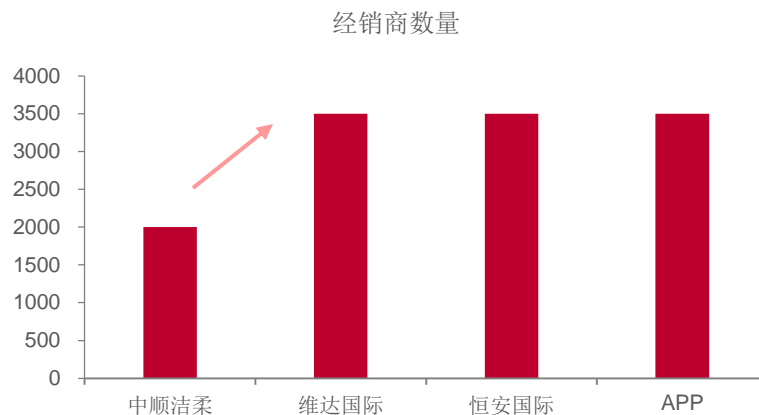
渠道端：内外兼修，渠道建设大有可为

对外：渠道下沉与多样化布局同步推进，业绩提升大有可为。四大销售渠道的同步推进表面公司开拓空白市场决心，业绩提升空间广阔。

横向对比来看，中顺洁柔经销商数量2000余家，相较于恒安国际3000余家的规模来看，仍有较大上升空间。全国2000多个区县市中，中顺洁柔目前覆盖1100余个，其渠道建设仍大有可为。

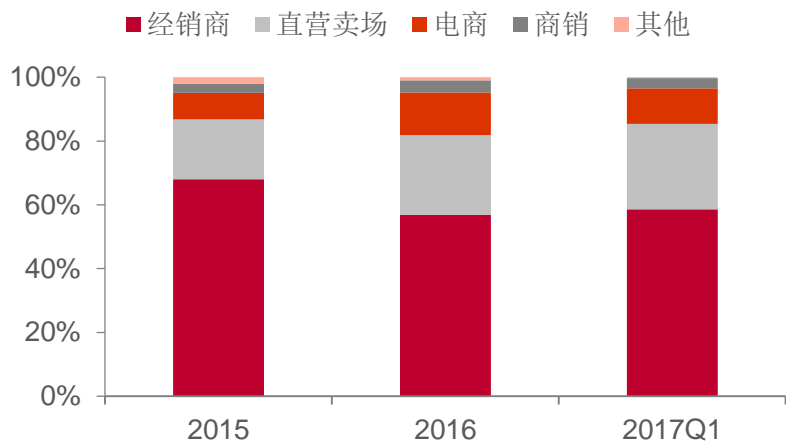
大型卖场（KA）和电商渠道的拓展方面，中顺洁柔将渠道管理从全经销模式转为经销与直营并举模式，根据业绩对经销商优胜劣汰，加入直营团队负责华润万家、天猫等KA和电商。2016年，中顺洁柔电商渠道收入增长100%，营收占比达11%。

图表：2017年中顺洁柔经销商数量同业比较（个）



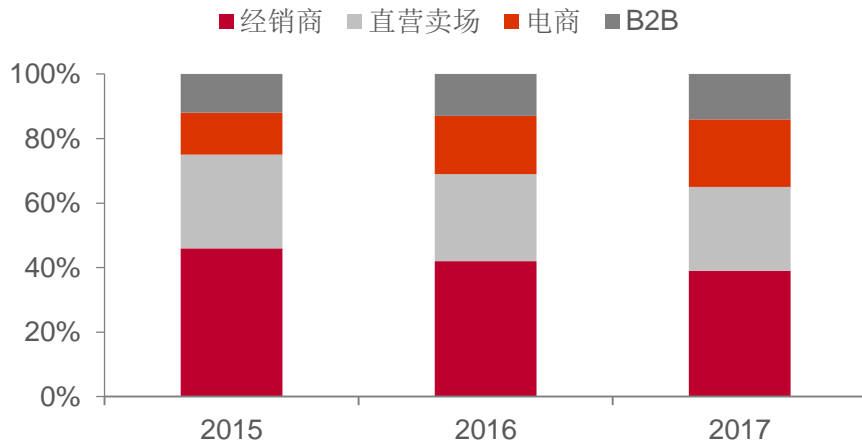
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：中顺洁柔按渠道销售占比



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：维达国际按渠道销售占比



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

产品端：差异化定位，把握消费升级趋势

中顺洁柔聚焦生活用纸，旗下拥有“洁柔”、“太阳”两大品牌。其中“洁柔”品牌下设“洁柔Face”、“洁柔Lotion”、“C&S国际版”“橙色C&S国际版”以及“自然木系列”等5条产品线，其细分品种包含卷纸、无芯卷纸、软抽、纸手帕、湿巾等五大类，在品种及品质上均实现全覆盖。其中，主打可湿水面纸和可锁水面纸的洁柔黑白Face、Lotion系列，及以原生木浆生产的食品级本色纸自然木系列是洁柔顺应消费升级趋势的主推产品。

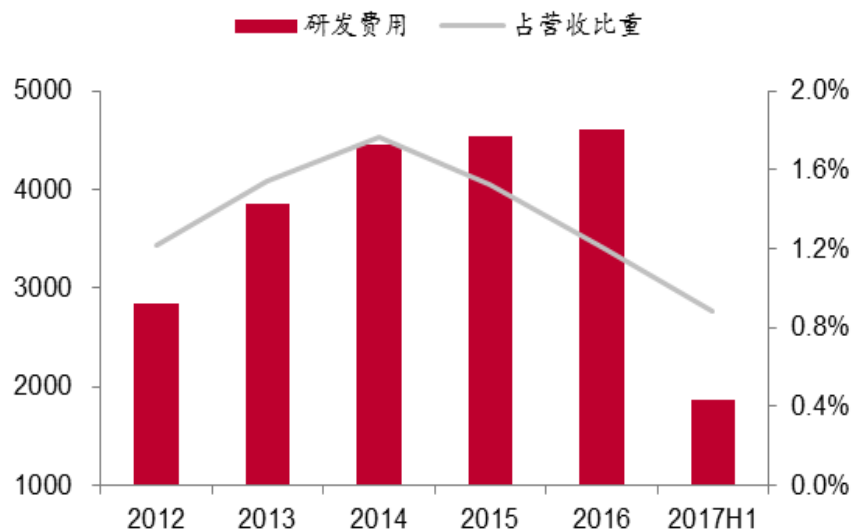
把握消费升级推出自然木高端系列，产品力提升企业市场议价能力。2017年，中顺洁柔敏锐把握市场需求，将产品定位进一步细化，推出采用100%进口原生木浆制作的“自然木”本色纸系列产品。产品达到食品级用纸标准，在满足消费者差异化需求的同时抢占处于爆发阶段的低白度原生纸市场份额。“自然木”系列远高于中顺洁柔平均毛利率。我们认为，中顺洁柔产品结构高端化趋势将有力支撑起企业未来业绩及盈利水平稳步增长。

图表：中顺洁柔新增“自然木系列”



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：中顺洁柔研发投入及占比（万元）



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

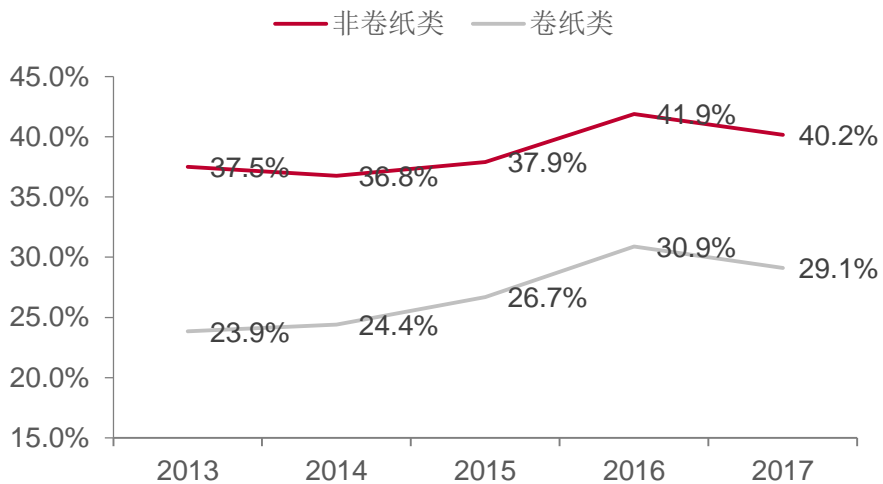
产品端：差异化定位，把握消费升级趋势

受益于优质产品带动品牌认可度提升，中顺洁柔主要产品毛利率提升趋势显著。软抽、纸手帕等非卷纸类高毛利产品占比由2014年的50.4%提升至2017年的57.4%。

从毛利率横向对比看，洁柔非卷纸类产品毛利率由2013年的37.5%提升至2017年的40.2%，卷纸类毛利率则由23.9%提升至29.1%。

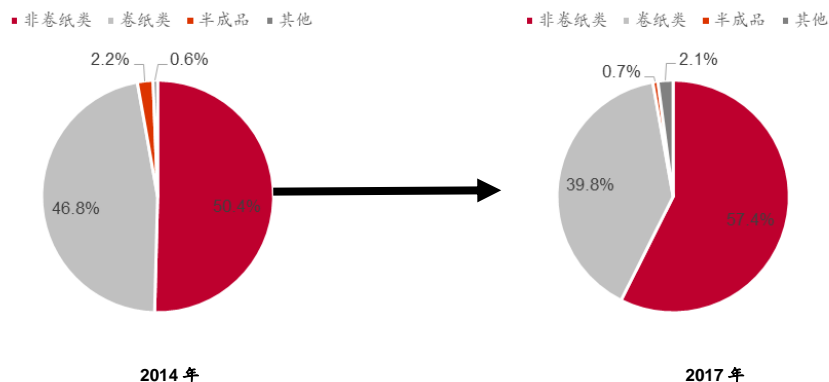
从同业对比看，中顺洁柔是生活用纸前四大企业里唯一实现毛利率提升的企业，且当前其毛利率对比恒安、维达和APP均有优势。

图表：中顺洁柔成品毛利率



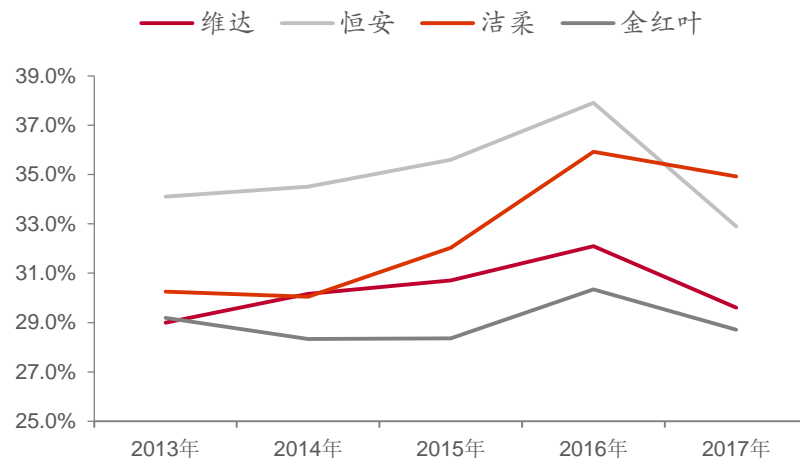
资料来源：wind，中泰证券研究所

图表：中顺洁柔产品结构变化



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：生活用纸企业毛利率水平同业对比



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

新任管理层增强公司资本运作能力

员工持股&经销商持股&高管增持，公司激励再上台阶。截至2017年12月20日，“云南信托 中顺洁柔中顺1号集合资金信托计划”已通过二级市场购入的方式累计购买公司股票16,653,078股，占公司总股本的2.1985%，成交金额合计229,316,215元，成交均价约13.7702元/股。公司第一期员工持股计划已按规定于股东大会审议通过后6个月内实施完成标的股票的购买。通过员工持股计划，使得公司中高管与公司利益进行深度绑定，有利于核心骨干激发创造力，也使得公司激励在上一个台阶。

公司在2017年12月27日发布拟实施经销商持股公告，此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%。目前暂未成立产品进行购买。

图表：公司高管增持概要

增持时间	增持人	增持数量（股）	占总股本比例	增持均价（元）
2017/12/5	周启超	693,939	0.09%	14.50
2018年3月13日	邓冠彪	162,400	0.02%	15.39
2018年3月14日	邓冠彪	260,700	0.03%	15.36
2018年5月2日	邓冠彪	70,000	0.01%	14.30
2018年5月9日	邓冠彪	137,900	0.02%	14.52

资料来源：wind，中泰证券研究所

图表：公司员工持股概要

序号	持有人	职务	实际认购份额（万份）	占本持股计划总份额的比例
1	邓冠彪	总经理、副董事长	1400	17.95%
2	邓冠杰	董事、副总经理	700	8.97%
3	刘金锋	董事	1600	20.51%
4	周启超	副总经理	700	8.97%
5	其他核心骨干人员（5人）		3,400	43.60%
	合计：共10人		7,800	100%

资料来源：wind，中泰证券研究所

目 录

- 一、公司概况：知名生活用纸企业，多方优势助力快速成长

- 二、行业逻辑：龙头市占率有望持续提升

- 三、打造核心竞争力：调结构、拓渠道、提盈利

- 四、盈利预测与风险提示

- 盈利预测与投资建议：我们预估公司2018-2020年实现归母净利润4.4、5.6、6.8亿元，同比增长27%、26.8%、24.2%，对应EPS为0.34、0.44、0.54元。考虑到公司目前处于渠道的快速拓展时期，且作为A股唯一的生活用纸品牌标的，我们给予中顺洁柔18年30X PE，对应价格10.2元，维持“买入”评级。

图表：中顺洁柔盈利预测与估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,809.35	4,638.35	5,704.34	6,924.23	8,221.14
增长率yoy%	28.74%	21.76%	22.98%	21.39%	18.73%
净利润（百万元）	261.22	349.06	443.23	559.17	683.75
增长率yoy%	195.27%	34.04%	26.90%	26.82%	24.17%
每股收益（元）	0.20	0.27	0.34	0.44	0.54
每股现金流量	0.72	0.45	0.41	0.60	0.61
净资产收益率	9.66%	11.47%	11.17%	12.58%	13.75%
P/E	46.28	34.53	27.21	21.46	17.28
PEG	0.24	1.01	1.01	0.80	0.72
P/B	4.47	3.96	3.04	2.70	2.38

资料来源：中泰证券研究所

财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4638.35	5704.34	6924.23	8221.14	净利润	349.07	442.97	561.76	697.51
营业成本	3018.61	3682.70	4391.94	5176.88	折旧与摊销	171.23	162.16	173.97	188.22
营业税金及附加	39.04	57.04	69.24	82.21	财务费用	46.75	91.74	102.92	97.54
销售费用	886.08	1015.37	1280.98	1545.57	资产减值损失	5.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	248.52	313.74	387.76	460.38	经营营运资本变动	-516.56	-171.99	-66.77	-200.86
财务费用	46.75	91.74	102.92	97.54	其他	529.23	2.08	-0.01	-0.34
资产减值损失	5.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	585.44	526.95	771.88	782.08
投资收益	5.78	0.00	0.00	0.00	资本支出	-334.84	-60.00	-240.00	-360.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-647.97	7.18	-1.15	-0.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-982.81	-52.82	-241.15	-360.62
营业利润	414.42	543.75	691.39	858.55	短期借款	488.38	-18.38	0.00	0.00
其他非经营损益	6.90	9.96	9.06	9.00	长期借款	150.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	421.32	553.72	700.45	867.55	股权融资	23.05	530.23	0.00	0.00
所得税	72.25	110.74	138.69	170.04	支付股利	-50.48	-51.36	-60.82	-92.55
净利润	349.07	442.97	561.76	697.51	其他	-60.72	-921.66	-102.92	-97.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	550.24	-461.17	-163.74	-190.10
归属母公司股东净利润	349.07	442.97	561.76	697.51	现金流量净额	133.42	12.95	366.99	231.36
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1085.72	1098.67	1465.66	1697.02	成长能力				
应收和预付款项	663.29	855.22	1038.19	1231.17	销售收入增长率	21.76%	22.98%	21.39%	18.73%
存货	546.94	921.62	1051.04	1194.76	营业利润增长率	27.85%	31.21%	27.15%	24.18%
其他流动资产	718.23	466.22	543.50	700.27	净利润增长率	34.04%	26.90%	26.82%	24.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.27%	26.13%	21.39%	18.18%
投资性房地产	36.75	29.57	30.73	31.35	获利能力				
固定资产和在建工程	2518.85	2421.85	2493.02	2669.95	毛利率	34.92%	35.44%	36.57%	37.03%
无形资产和开发支出	126.68	121.55	116.42	111.29	三费率	25.47%	24.91%	25.59%	25.59%
其他非流动资产	95.40	95.38	95.36	95.34	净利率	7.53%	7.77%	8.11%	8.48%
资产总计	5791.85	6010.09	6833.90	7731.14	ROE	11.47%	11.17%	12.58%	13.75%
短期借款	518.38	500.00	500.00	500.00	ROA	6.03%	7.37%	8.22%	9.02%
应付和预收款项	760.49	830.75	1012.63	1169.16	ROIC	12.27%	14.06%	16.88%	18.79%
长期借款	150.00	150.00	150.00	150.00	EBITDA/销售收入	13.63%	13.98%	13.98%	13.92%
其他负债	1319.03	563.56	704.55	840.30	营运能力				
负债合计	2747.90	2044.31	2367.18	2659.46	总资产周转率	0.90	0.97	1.08	1.13
股本	757.46	1287.69	1287.69	1287.69	固定资产周转率	2.06	2.41	2.82	3.18
资本公积	1132.70	1132.70	1132.70	1132.70	应收账款周转率	8.14	8.26	8.00	7.93
留存收益	1206.72	1598.33	2099.27	2704.23	存货周转率	6.13	4.97	4.42	4.58
归属母公司股东权益	3043.94	3965.78	4466.72	5071.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3043.94	3965.78	4466.72	5071.68	资产负债率	47.44%	34.01%	34.64%	34.40%
负债和股东权益合计	5791.85	6010.09	6833.90	7731.14	带息债务/总负债	24.32%	31.80%	27.46%	24.44%
					流动比率	1.17	1.79	1.87	1.94
					速动比率	0.96	1.30	1.39	1.46
					股利支付率	14.46%	11.59%	10.83%	13.27%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	632.40	797.64	968.28	1144.32	每股收益	0.27	0.34	0.44	0.54
PE	34.53	27.21	21.46	17.28	每股净资产	2.36	3.08	3.47	3.94
PB	3.96	3.04	2.70	2.38	每股经营现金	0.45	0.41	0.60	0.61
PS	2.60	2.11	1.74	1.47	每股股利	0.04	0.04	0.05	0.07
EV/EBITDA	11.54	14.32	11.41	9.45					
股息率	0.42%	0.43%	0.50%	0.77%					

渠道拓张、品类调整低于预期风险

由于产品差异化带来的品类调整不畅以及渠道扩张低于预期可能会对公司收入带来一定影响。

行业竞争加剧，导致行业毛利率、净利率出现下降带来的盈利风险

由于经营生活用纸公司较多，行业竞争若出现加剧，可能会使行业毛利率、净利率出现下降。

原材料价格大幅上涨、汇率大幅波动带来的成本上行风险

生活用纸原材料为木浆，若木浆价格大幅上涨，可能会对洁柔成本端产生较大上行风险。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。