

投资评级 **增持** 维持

提价对冲成本压力，渠道优化驱动高成长

股票数据

6个月内目标价(元)	18.00
02月28日收盘价(元)	15.02
52周股价波动(元)	10.41-21.50
总股本/流通A股(百万股)	757/733
总市值/流通市值(百万元)	11377/11015

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	44.2	32.6	25.1
市净率	2.3	2.1	1.8
市销率	2.55	2.10	1.69
EV/EBITDA	16.8	15.6	12.4
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《竞争格局持续改善，管理变革步入高速增长期》2018.01.21

《与共享纸巾战略合作，渠道扩张再下一城》2017.12.18

《高管增持彰显信心，管理变革步入高速增长期》2017.12.12

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.6	-3.3	0.8
相对涨幅(%)	11.7	-3.4	1.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:衣桢永

Tel:(021)23212207

Email:zy12003@htsec.com

证书:S0850517100004

分析师:曾知

Tel:(021)23219810

Email:zz9612@htsec.com

证书:S0850514050001

分析师:赵洋

Tel:(021)23154126

Email:zy10340@htsec.com

证书:S0850517100001

投资要点:

- 事件:** 公司发布业绩快报, 2017年实现营业收入46.38亿元, 同比增长21.76%; 净利润3.49亿元, 同比增长34.01%; 其中Q4实现营业收入12.86亿元, 同比增长20.4%; 净利润1.02亿元, 同比增长29.2%。
- 全年业绩符合预期, Q4维持快速增长:** 17年单四季度营收增速实现20.4%, 相对单三季度略有回落, 我们认为, 主要和四季度产能供不应求有关, 考虑到目前公司正处于渠道扩张期以及新产能的逐渐释放, 我们预计18年营收仍将保持快速增长态势。
- 预计未来浆价将处于高位, 对毛利率的边际影响将逐渐减弱:** 作为生活用纸的主要原材料(成本占比约60%), 木浆自2017年下半年经历了快速上涨的阶段, 市场对于公司毛利率产生一定担忧, 但我们认为, 对于毛利率的影响可能不会太高, 主要和近期提价以及自然木等高毛利产品占比提升有关。
- 行业竞争格局逐渐向好, 渠道改善卓有成效:** 随着16-17年生活用纸行业新增产能增速放缓以及中小产能快速淘汰, 行业供需结构持续向好, 公司作为行业第一梯队企业通过渠道改善实现快速增长态势。
- 产能逐渐释放为公司长期发展提供助力:** 公司2017年新建产能项目有云浮12万吨及唐山2.5万吨的高档生活用纸项目, 2017年云浮12万吨以及唐山2.5万吨高档生活用纸项目已陆续投产, 全部投产后可达到65万吨总产能, 这对于未来营收增长将带来有利支撑。
- 盈利预测与评级:** 自15年起公司通过渠道改善步入快速增长阶段, 并且通过提价以及产品升级有望支撑毛利率的企稳, 基于最新的财务数据, 我们预计2018-2019年净利润4.5亿、5.9亿, 同比增速30.1%、28.9%, 目前股价对应PE分别25倍、20倍, 作为A股生活用纸最纯正标的, 给予公司18年30倍PE估值, 目标价18元, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** (1) 原材料价格上涨风险; (2) 营销渠道改善不及预期; (3) 新产能释放不及预期。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2958.98	3809.35	4638.35	5760.40	7190.95
(+/-)YoY(%)	17.34%	28.74%	21.76%	24.19%	24.83%
净利润(百万元)	88.20	260.42	348.99	453.87	585.03
(+/-)YoY(%)	30.66%	195.27%	34.01%	30.05%	28.90%
全面摊薄EPS(元)	0.12	0.34	0.46	0.60	0.77
毛利率(%)	32.03%	35.92%	34.95%	34.92%	35.27%
净资产收益率(%)	3.62%	9.38%	11.17%	12.68%	14.05%

资料来源: 公司年报(2015-2016), 海通证券研究所

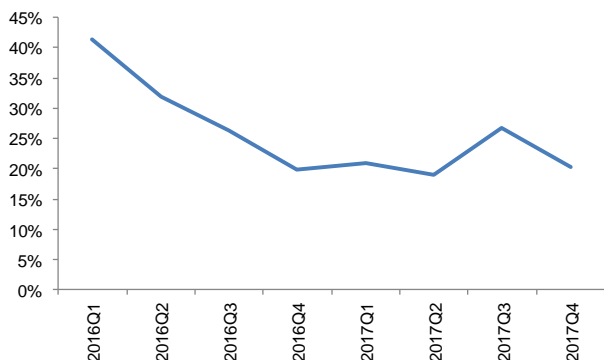
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2017 年实现营业收入 46.38 亿元, 同比增长 21.76%; 净利润 3.49 亿元, 同比增长 34.01%; 其中 Q4 实现营业收入 12.86 亿元, 同比增长 20.4%; 净利润 1.02 亿元, 同比增长 29.2%。

点评:

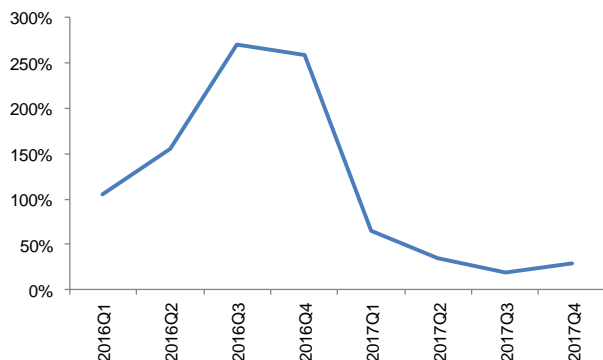
- **全年业绩符合预期, Q4 维持快速增长:** 17 年单四季度营收增速实现 20.4%, 相对单三季度略有回落, 我们认为, 主要和四季度产能供不应求有关, 考虑到目前公司正处于渠道扩张期以及新产能的逐渐释放, 我们预计 18 年营收仍将保持快速增长态势。
 - 15 年开始公司通过调整管理架构以及优化营销体系开始实现渠道的扩张阶段, 我们预计 9 月份开始公司产能已处于供不应求的状态, 这对四季度营收增长带来一定限制。
 - 公司 2017 年新建产能项目有云浮 12 万吨及唐山 2.5 万吨的高档生活用纸项目, 2017 年云浮 12 万吨以及唐山 2.5 万吨高档生活用纸项目已陆续投产, 全部投产后可达到 65 万吨总产能, 这对于未来营收增长将带来有利支撑。

图1 洁柔单季度营收增速情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

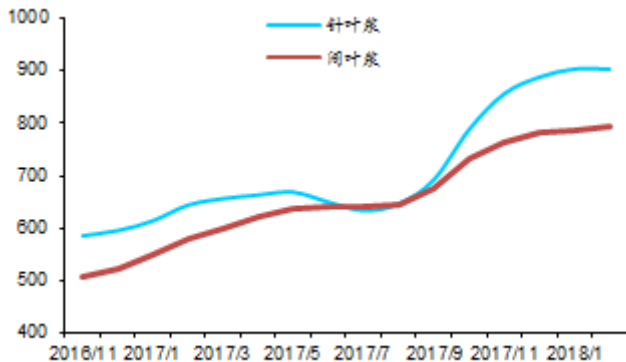
图2 洁柔单季度利润增速情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

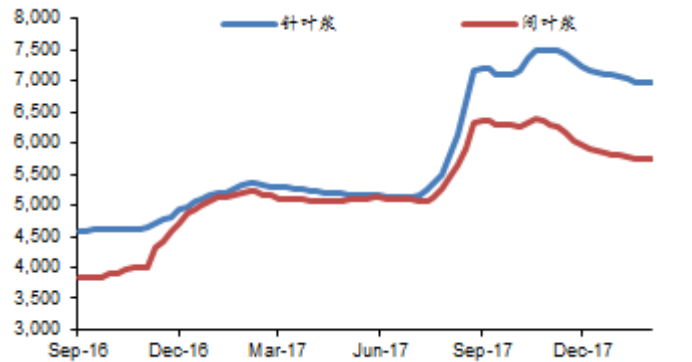
- **预计未来浆价将处于高位, 对毛利率的边际影响将逐渐减弱:** 作为生活用纸的主要原材料 (成本占比约 60%), 木浆自 2017 年下半年经历了快速上涨的阶段, 市场对于公司毛利率产生一定担忧, 但我们认为, 对于毛利率的影响可能不会太高, 主要和近期提价以及自然木等高毛利产品占比提升有关。
 - **提价有望覆盖大部分成本压力:** 公司 17 年底对其生活用纸产品进行提价, 并减少促销活动费用, 考虑到木浆成本占比约 60% 以及浆价涨幅, 我们预算前期提价幅度能够覆盖 17 年大部分成本上涨压力。
 - **调整高毛利产品占比:** 17 年下半年以来产品供不应求, 我们预计公司将增加 face、lotion、自然木系列高毛利新品占比, 以对冲原材料上涨影响。

图3 外盘木浆价格走势 (美元/吨)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图4 内盘木浆价格走势 (元/吨)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

- **行业竞争格局逐渐向好, 渠道改善卓有成效:** 随着 16-17 年生活用纸行业新增产能增速放缓以及中小产能快速淘汰, 行业供需结构持续向好, 公司作为行业第一梯队企业通过渠道改善实现快速增长态势。
 - **行业竞争格局逐渐向好:** 随着 2012-2015 年生活用纸产能的快速释放, 行业盈利性受到冲击, 但 16-17 年新增产能规模减少, 原材料叠加环保因素迫使中小产能淘汰, 行业供需持续改善, 为企业的快速增长打下良好基础。
 - **15 年渠道改革成效显著, 重新迈入高速成长期:** 15 年初公司引入新营销团队, 开拓新的渠道、对线上线下进行整合, 产品扩张至弱势区域, 15 年起营收增速显著提升, 进入快速成长期。
- **维持“增持”评级:** 自 15 年起公司通过渠道改善步入快速增长阶段, 并且通过提价以及产品升级有望支撑毛利率的企稳, 基于最新的财务数据, 我们预计 2018-2019 年净利润 4.5 亿、5.9 亿, 同比增速 30.1%、28.9%, 目前股价对应 PE 分别 25 倍、20 倍, 作为 A 股生活用纸最纯正标的, 给予公司 18 年 30 倍 PE 估值, 对应 18 年 1 倍 peg (预计公司未来 3 年利润复合增速 30%, 相比于增速较缓的港股同业应给与估值溢价), 目标价 18 元, 维持“增持”评级。

表 1 可比公司估值情况

上市公司	股票代码	收盘价 (港元)	2018PE (倍)	PEG (18 年)
恒安国际	HK.01044	76.50	19.0	2.7
维达国际	HK.03331	15.52	22.6	1.9

资料来源: wind, 海通证券研究所。注: 收盘价为 20180228 数据, 可比公司 eps、复合增速与 PE 为 wind 一致预期, PEG=18 年 PE/未来 3 年复合增速

- **风险提示:** (1) 原材料价格上涨风险; (2) 营销渠道改善不及预期; (3) 新产能释放不及预期。

信息披露

分析师声明

衣楨永 造纸轻工行业
曾知 造纸轻工行业
赵洋 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司:晨鸣纸业,喜临门,太阳纸业,好莱客,志邦股份,索菲亚,裕同科技,晨光文具,欧派家居,中顺洁柔,顾家家居,大亚圣象

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	股票投资评级 中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	行业投资评级 中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。