

中顺洁柔 (002511.SZ)

造纸行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 25.04元

目标(人民币): 30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	72.90
总市值(百万元)	4,006.40
年内股价最高最低(元)	51.76/21.74
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 扩张和毛利率提升, 盈利拐点已现

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.920	0.680	0.510	1.163	1.682
每股净资产(元)	3.61	12.46	12.97	14.13	15.81
每股经营性现金流(元)	1.83	0.54	-0.28	2.25	1.93
市盈率(倍)	N/A	58.93	49.26	21.61	14.94
行业优化市盈率(倍)	26.91	21.78	21.38	21.38	21.38
净利润增长率(%)	117.25%	-1.41%	-25.06%	127.97%	44.65%
净资产收益率(%)	25.51%	5.46%	3.93%	8.23%	10.63%
总股本(百万股)	120.00	160.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **生活用纸是朝阳行业, 高增长可持续:** 中国生活用纸市场仍处于高速发展阶段, 我们预计 2025 年左右, 我国生活用纸市场容量将达到 1300 万吨左右, 较目前增长 1.3 倍, 年复合增长 5.7%。而且国内生活用纸面临着产业升级的需求, 全木浆产品市场空间巨大, 我们预计未来五年全木浆生活用纸消费增速有望保持 10%-15%。
- **低市场集中度, 龙头企业大有可为:** 我国生活用纸龙头企业产能规模仅有 50 万吨左右, 占国内市场份额不到 10%。我们认为未来五年, 几家龙头企业将携品牌和渠道优势, 快速抢占市场, 前五家企业合计市场份额有望达到 40%左右, 龙头企业的产能规模有望达到 150 万吨左右, 占行业总量 15%左右。
- **原料木浆大幅下跌, 生活用纸将恢复盈利弹性:** 木浆占生活用纸生产成本近 60%, 全木浆生活用纸吨纸耗浆达 1.02-1.05 吨, 目前木浆原料价格已下跌 25%-30%, 生活用纸受益较大。而且生活用纸作为终端消费品, 价格具有一定粘性, 产品价格下降的幅度要远低于成本下降幅度, 因此我们预计生活用纸毛利率将大幅上升。
- **公司业绩将进入持续上升通道:** 随着公司募投项目在 2011-2012 年投产, 公司规模快速翻番, 同时由于木浆成本的下降, 我们认为公司盈利将在 2012 年一季度迎来拐点, 未来 2 年进入持续上升通道。

## 盈利预测

- 我们预计中顺洁柔 2011-2013 年, EPS 分别为 0.51 元、1.16 元、1.68 元, 增速分别为-24.7%、128%、44.6%。

## 估值和投资建议

- 考虑到生活用纸行业的高成长性, 募投项目投产后公司规模近翻番, 同时制约企业盈利的成本因素消失, 盈利弹性较大, 我们建议“买入”, 给予公司未来 6-12 个月 30 元目标价位, 相当于 25.8x12PE。

## 风险

- 宏观经济波动风险; 行业过度竞争风险; 产能投放延后、市场开拓风险

周文波 联系人  
(8621)61038290  
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 内容目录

生活用纸属于快速消费品 .....	5
生活用纸消费长期看好 .....	5
供给加速、行业进入洗牌期 .....	10
原料价格下跌，生活用纸将恢复盈利弹性 .....	13
木浆上升周期陨落 .....	13
2012 年木浆价格：反弹高度有限 .....	14
生活用纸将恢复盈利弹性 .....	20
公司是生活用纸龙头之一，有望实现跨越式发展 .....	21
公司产品全国布局，规模 2012 年翻番 .....	21
渠道优化、对通路控制增强 .....	23
深耕华南市场，产能消化有道 .....	25
盈利拐点已现 .....	26
盈利预测及估值 .....	28
附录：三张报表预测摘要 .....	30

## 图表目录

图表 1：生活用纸产业链 .....	5
图表 2：过去 40 年全球生活用纸消费年均增速近 4% .....	6
图表 3：新兴经济体在全球生活用纸结构占比上升明显 .....	6
图表 4：2009-2019 全球生活用纸消费增速有望保持 3.8% .....	6
图表 5：我国纸张生命周期图 .....	7
图表 6：我国生活用纸消费增长稳健、毛利较高 .....	7
图表 7：中国生活用纸消费量 .....	7
图表 8：人均生活用纸消费量（千克/人） .....	8
图表 9：台湾/香港人均生活用纸量（千克/人） .....	8
图表 10：全木浆生活用纸消费量 .....	8
图表 11：中国生活用纸消费结构 .....	8
图表 12：全球生活用纸消费结构 .....	9
图表 13：美国生活用纸消费结构 .....	9
图表 14：中国生活用纸消费结构 .....	9
图表 15：生活用纸新增产能 .....	10
图表 16：区域生活用纸产能增加（万吨） .....	10
图表 17：生活用纸开工率预测 .....	11
图表 18：美国生活用纸集中度 .....	12
图表 19：西欧生活用纸集中度 .....	12

图表 20: 我国生活用纸行业集中度快速上升 (产能)	12
图表 21: 四大龙头企业产能扩张 (万吨)	12
图表 22: 2010 年生活用纸前十五强企业名单及品牌	13
图表 23: 全球漂白针叶浆报价 (美元/吨)	14
图表 24: 全球漂白阔叶浆报价 (美元/吨)	14
图表 25: 中国木浆进口量 (万吨)	14
图表 26: 欧美商品浆进口增速%	14
图表 27: 重点区域季度木浆进口 (万吨)	14
图表 28: 巴西雷亚尔、加币兑美元汇率变化	15
图表 29: 加拿大漂白针叶浆成本 (美元/吨)	15
图表 30: 巴西桉木浆成本 (美元/吨)	15
图表 31: 中国国内市场原料价格 (元/吨)	16
图表 32: 漂白针叶浆内外盘倒挂 (元/吨)	16
图表 33: 漂白阔叶浆内外盘倒挂 (元/吨)	16
图表 34: 木浆价格 VS 中国 GDP 增速%	17
图表 35: 09 年的历史不会在 12 年重演	17
图表 36: 中国木浆进口净增加预测	17
图表 37: 商品浆发运产能比预测 (20 国+俄罗斯)	20
图表 38: 生活用纸成本结构	20
图表 39: 维达国际营收&净利润增速比较	20
图表 40: 浆价 VS 生活用纸毛利率	21
图表 41: 三大企业营业收入比较 (亿元)	21
图表 42: 三大企业净利润比较 (亿元)	21
图表 43: 恒安国际产能分布 (万吨)	22
图表 44: 维达国际产能分布 (万吨)	22
图表 45: 三家企业收入结构比较	22
图表 46: 公司产能陆续进入释放期	23
图表 47: 公司销售模式	23
图表 48: 不同销售渠道费率比较	23
图表 49: 公司拥有渠道数量	24
图表 50: 公司销售渠道	24
图表 51: 华南、西南市场是公司主要销售区域	24
图表 52: 华南区域市场测算	25
图表 53: 中顺主营业务收入稳定增长 (万元)	26
图表 54: 中顺营业利润 (万元)	26
图表 55: 公司毛利率%	26
图表 56: 公司净利率%	26
图表 57: 成本下降与销量增长对公司业绩贡献测算	27
图表 58: 中顺纸业期间费用	27

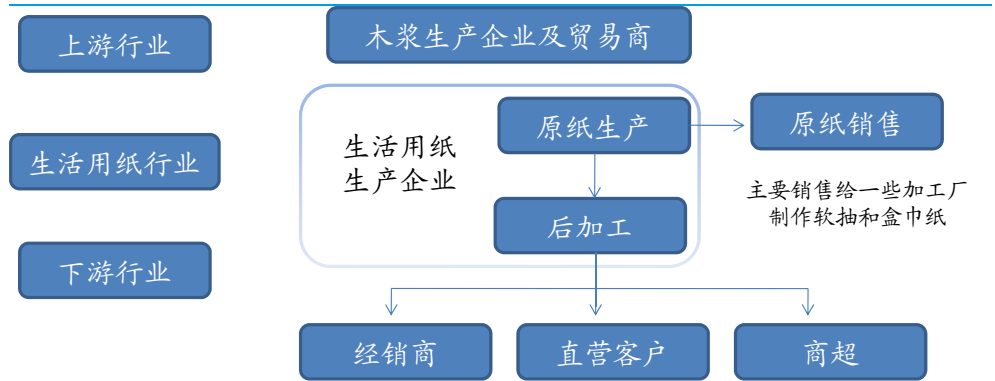
图表 59: 三大生活用纸企业费用率比较.....	27
图表 60: 公司营业/管理/财务费用预测 .....	28
图表 61: 分产品销售预测表.....	29

## 生活用纸是朝阳行业，高速增长可持续

### 生活用纸属于快速消费品

- 中顺纸业主营生产与消费者直接接触的生活用纸，国内另外两家比较著名的生活用纸制造商——恒安国际、维达国际在香港上市。
- 生活用纸包括厕用卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸，厨房用纸、擦手纸等。生活用纸具有比较鲜明的行业特征：1) 一次性消费品；2) 存在合理的区域运输半径——500 公里；3、消费者对价格敏感度不高；4、生活用纸消费受经济波动影响较小，具有较强的抗周期性。
- 生活用纸属于个人卫生用品，是日常必需的快速消费品，具有产品周转期短、进入市场的通路短而宽等特点。生活用纸属于冲动型购买产品，取决于个人偏好，产品的外观包装、广告促销、价格、销售点等对销售也起着重要作用。消费者对产品忠诚度不高，很容易在同类产品中转换不同的品牌。
- 生活用纸的产品销售方式主要有三种：一是直接销售原纸，主要是销售给一些加工厂，加工厂再分切成手帕纸、盒巾纸等；二是企业自身配有后加工设备，以自有品牌的加工纸出售；三是替一些大的商超OEM贴牌生产。

图表1：生活用纸产业链

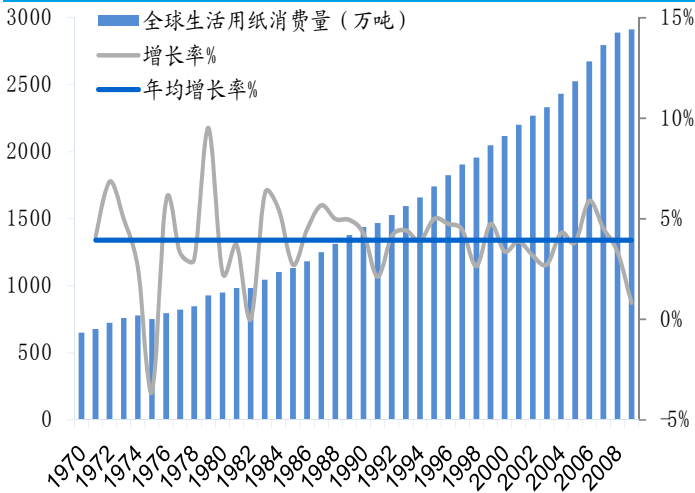


来源：国金证券研究所

### 生活用纸消费长期看好

- 全球生活用纸消费增速年均 4%。过去 40 年，全球生活用纸年消费增速 3.9%，截止 2010 年，全球市场生活用纸消费量达 3030 万吨。据全球知名林产品信息公司 RISI 预测，2019 年全球生活用纸消费量有望达到 4150 万吨，2010-2019 年全球生活用纸消费复合增长达 3.6%。
- 在区域上，以中国为代表的新兴经济体生活用纸消费增长迅速，在全球生活用纸消费结构中占比上升较快，而欧美及日本等发达国家消费增长相对缓慢，比重呈下降趋势。
  - 西欧、北美、日本市场生活用纸的黄金期已过，但每年依然可维持 1%-2% 消费增速。
  - 中国市场有望维持 6%-8% 消费增速。
  - 其它新兴市场则有望维持 4%-6% 消费增速。

图2: 过去 40 年全球生活用纸消费年均增速近 4%



来源: 国金证券研究所

图3: 新兴经济体在全球生活用纸结构占比上升明显

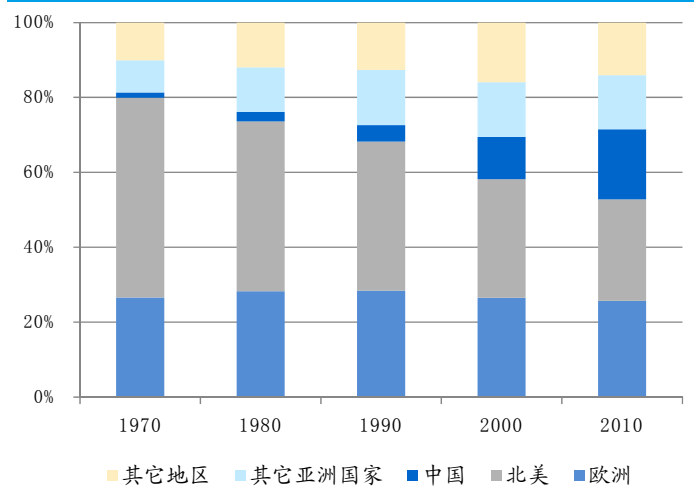


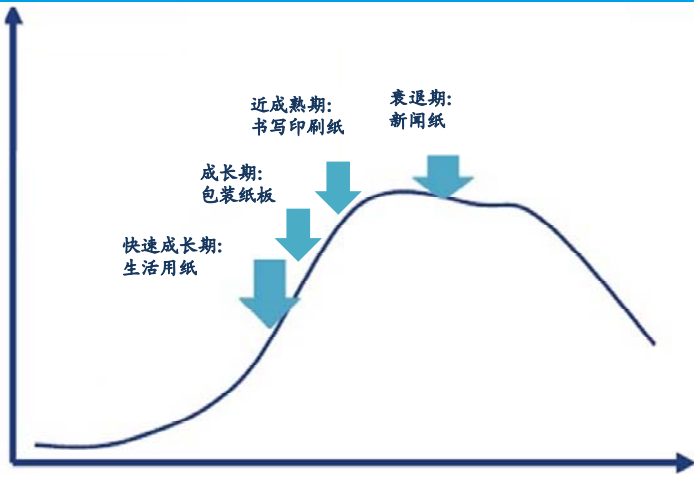
图4: 2009-2019 全球生活用纸消费增速有望保持 3.8%

地区	全球生活用纸消费增长率									
	消费量 (万吨)					复合增长率%			市场容量增加 (万吨)	
	1991	1996	2001	2006	2010	2019	1991-2001	2001-2010	2010-2019	2009-2019
North America	562	633	734	785	820	900	2.7	1.2	1.0	80
Western Europe	374	438	527	601	634	750	3.5	2.1	1.9	116
Eastern Europe	41	53	76	112	143	246	6.3	7.3	6.2	103
Latin America	123	162	212	277	332	496	5.6	5.1	4.6	164
Near & Middle East	16	28	41	66	92	157	9.9	9.4	6.1	65
Japan	144	164	172	182	183	199	1.8	0.7	1.0	16
China	75	151	243	436	567	1,041	12.5	9.9	7.0	474
Asia Far East	57	86	105	135	162	233	6.3	4.9	4.1	71
Oceania	22	25	30	36	38	48	3.0	2.7	2.6	10
Africa	16	24	32	44	55	83	6.7	6.4	4.7	28
<b>WORLD TOTAL</b>	<b>1,431</b>	<b>1,763</b>	<b>2,172</b>	<b>2,674</b>	<b>3,026</b>	<b>4,153</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>1,127</b>

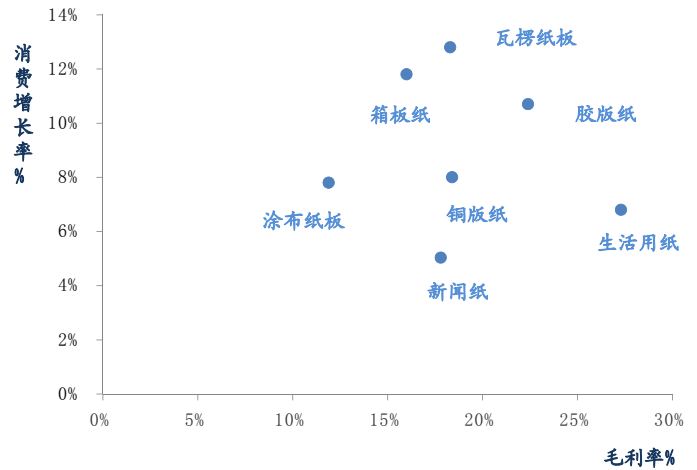
来源: 国金证券研究所、RISI

- 中国生活用纸市场空间巨大。我们认为在经济快速发展及居民可支配收入稳步增长的背景下，随着城镇化率的提升所带来居民生活习惯的改变，我国生活用纸消费仍将稳步增长，我们预计未来五年内生活用纸消费增速有望保持 6%-8%，而全木浆产品的消费增速将达 10%-15%。
  - 生活用纸消费与经济增长具有较强的相关性。从全球来看，过去三十年全球 GDP 年均增速 3.2%，生活用纸年均增长为 3.9%，增速略高于 GDP 增速。而从中国市场看，过去二十年生活用纸年均增速达 10%，与经济增速基本相当。
  - 从产品生命周期来看，我国生活用纸仍处于快速发展阶段，高速增长可维持，尤其是全木浆型产品。
  - 据造纸协会统计的数据，目前我国已经成为全球第二大生活用纸消费市场，2010 年国内消费量为 570 万吨。
  - 从各主要纸种比较看，过去五年生活用纸复合增速处于相对较低的水平，但盈利能力则处于较高的位置。

图表5: 我国纸张生命周期图

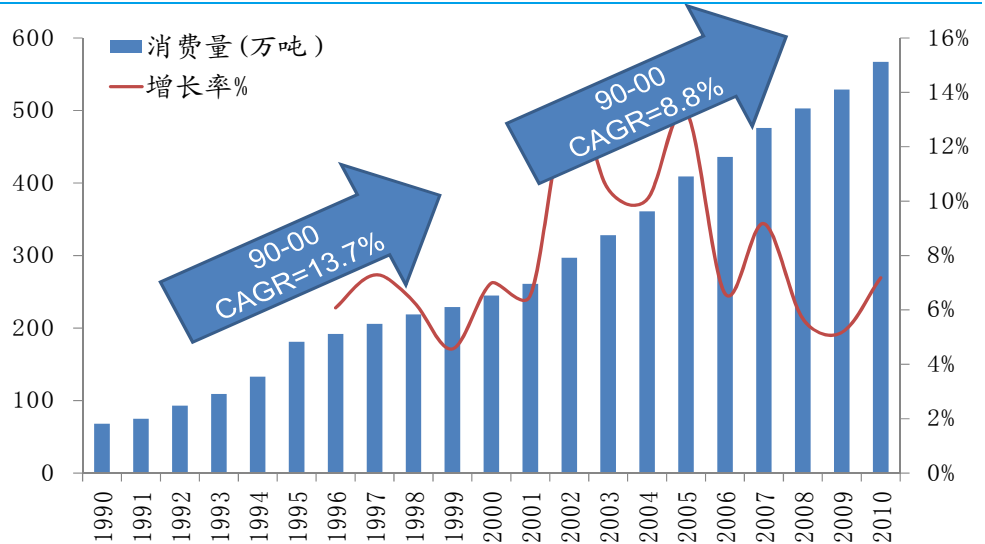


图表6: 我国生活用纸消费增长稳健, 毛利较高



来源: 国金证券研究所

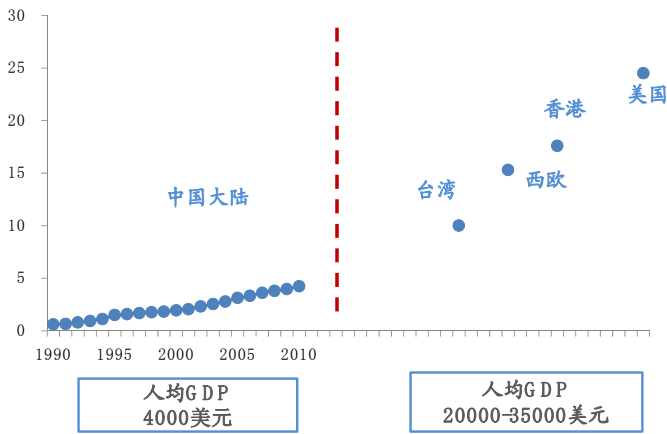
图表7: 中国生活用纸消费量



来源: 国金证券研究所

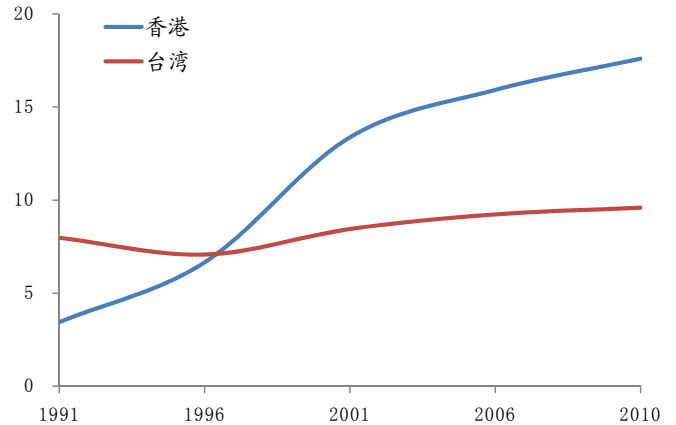
- 从人均消费角度看, 目前我国人均生活用纸消费量 4.2 千克/人, 仍显著低于欧美等国以及我国香港、台湾等地区, 我们认为 2025 年内中国大陆人均生活用纸消费量将达到 9 千克/人, 略低于香港、台湾人均消费水平。以此推算, 2025 年左右我国生活用纸市场容量将达到 1300 万吨左右, 较目前增加 730 万吨, 增长 1.3 倍, 年复合增长 5.7%。
  - 生活用纸属于个人消费品, 与人口数量息息相关, 人均消费量具有较强的参考意义。
  - 目前发达国家人均生活用纸消费量为 15-25 千克, 发展中国家人均消费量不到 5 千克, 中国只有 4 千克左右, 而且仍有很大一部分人群基本不用生活用纸。
  - 目前我国东部沿海城市人均生活用纸消费量为 7-9 千克/年, 但内地城市以及广大的农村地区消费水平仍然非常低, 仅有 1-3 千克/年, 随着二三线城市购买力的不断提高, 中西部地区生活用纸消费具有较大的增长空间, 尤其是经济型全木浆产品。

图表8: 人均生活用纸消费量 (千克/人)



来源: 国金证券研究所

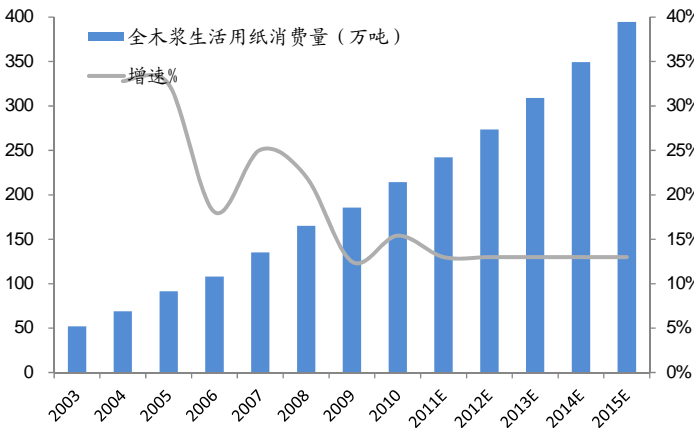
图表9: 台湾/香港人均生活用纸量 (千克/人)



■ 全木浆型产品需求增速有望达 13%左右。

- 2011 年, 我国全木浆生活用纸消费量约 240 万吨。据 AC 尼尔森数据, 过去十年我国全木浆生活用纸消费增速 15%-20%, 而部分新产品如擦手纸、湿纸巾、厨房用纸仍处于市场导入期, 消费增速达 20%以上。我们预计未来五年全木浆产品需求增速约 13%左右, 2015 年全木浆生活用纸消费量有望达到近 400 万吨。
- 目前, 我国全木浆型产品占生活用纸比约 34%、木浆+非木浆配比操造的生活用纸占 33%、全部非木浆操造生活用纸 (主要是草浆、废纸等) 占 33%。
- 居民收入水平的提高和追求高质量的生活品质, 是全木浆生活用纸市场增长的主要原因; 此外, 内地城市以及农村生活用纸市场的培育、普及对高端生活用纸市场的发展也起着较大的助推作用。

图表10: 全木浆生活用纸消费量



来源: 国金证券研究所

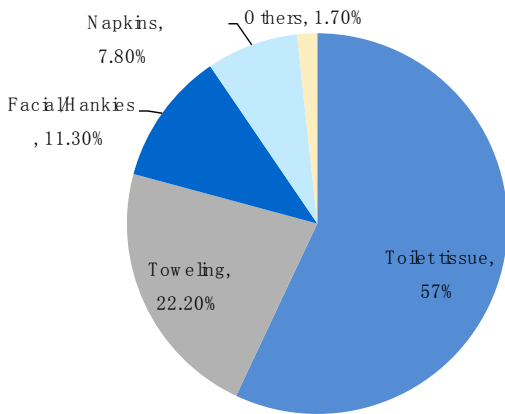
图表11: 中国生活用纸消费结构

纤维原料	产品档次	所占消费量比例							
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
全木浆	高档	15%	18%	21%	23%	26%	30%	32%	34%
木浆+非木浆配比	中档	40%	40%	39%	38%	37%	35%	34%	33%
非木浆及废纸浆	低档	45%	42%	40%	39%	37%	35%	34%	33%

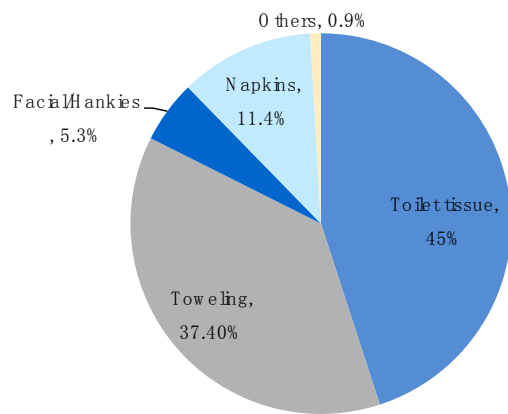
- 非卷纸型产品空间大。我国生活用纸消费结构中, 厕用卫生纸仍是主流, 占比达 67%, 这一比例不仅远高于欧美等发达市场, 也高于国际平均水平, 这也意味着其它类产品的市场渗透还有较大的提高空间。
- 据生活用纸委员会统计, 其他品种在我国生活用纸消费结构中占比, 面巾纸 (18.2%)、手帕纸 (7.2%)、餐巾纸 (2.6%)、擦手纸 (1.8%)、厨房用纸 (1.4%)。

- 随着居民收入增长，沿海城市生活用纸消费正面临着升级的需求：1) 由卷纸向非卷纸产品如手帕、面巾纸、湿纸巾转变；2) 产品档次升级，由低档非木浆产品向全木浆高档产品转变。
- 我们预计非卷纸产品未来五年有望保持 15%以上增速，而湿纸巾、厨房用纸和擦手纸等高潜力产品有望迎来爆发式增长，非卷纸型产品在消费结构中的比例将上升。
- 目前，龙头企业的厕用卫生纸占产量比要低于行业平均水平，如恒安纸业约为 45%，而金红叶、维达为 60%左右，此外如金佰利和王子妮飘则大部分为面巾纸和手帕纸；但中小企业厕用卫生纸的比重则高于平均水平，达到 80%以上。

图表12: 全球生活用纸消费结构

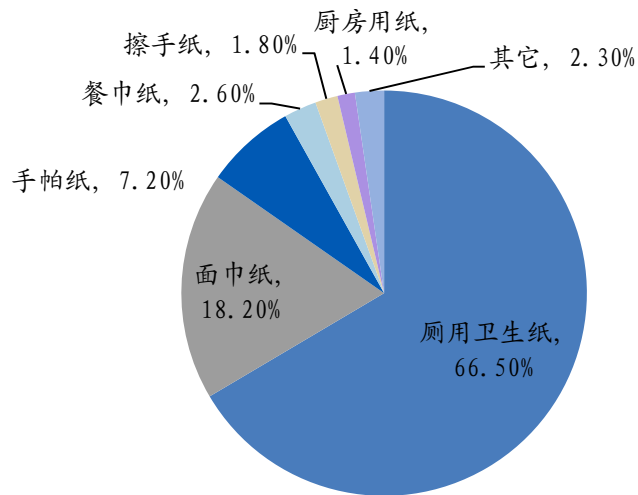


图表13: 美国生活用纸消费结构



来源：国金证券研究所

图表14: 中国生活用纸消费结构

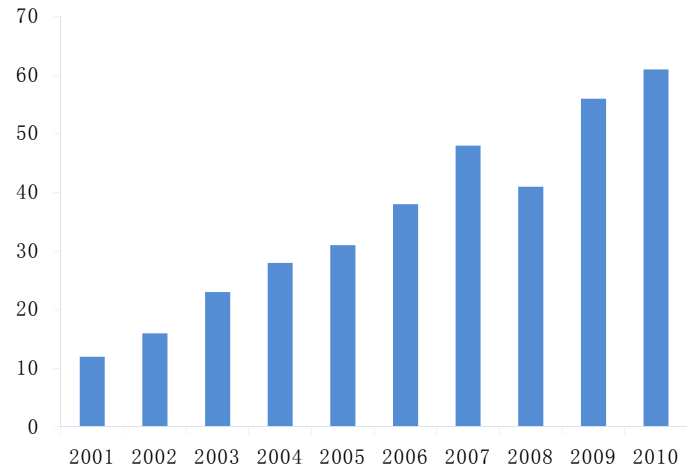


来源：国金证券研究所

- 海外市场亦成为拉动我国生活用纸行业发展的重要引擎。
  - 近几年随着我国高档生活用纸产量的增加，出口市场已成为企业消化产能的重要渠道。目前，我国生活用纸出口量为 60 万吨左右，占我国产量近 10%，我们预计 2015 年左右，我国生活用纸出口量有望达到 80-100 万吨。

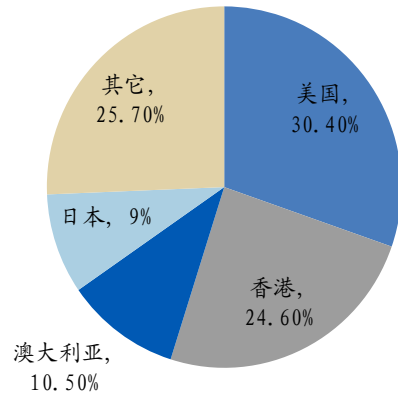
- 在区域上，美国、香港等地区是我国生活用纸重点出口目的地，但中东、东南亚以及非洲邓地区将是我国生活用纸出口新的增长点。

图表 15: 我国生活用纸出口稳步增长



来源: 国金证券研究所

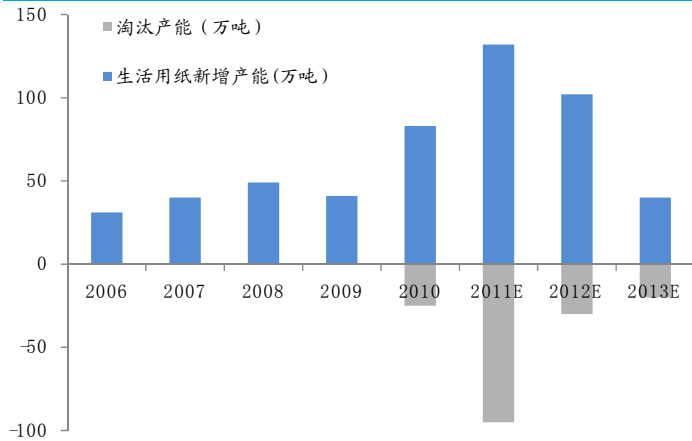
图表 16: 我国生活用纸出口区域



供给加速、行业进入洗牌期

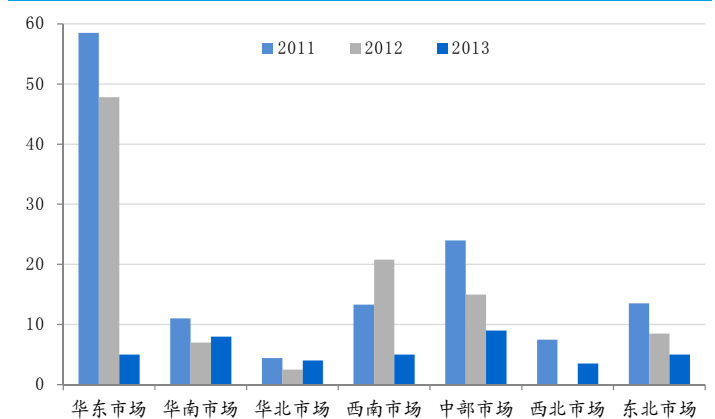
- 金融危机后，由于生活用纸较为稳定的需求增长、相对较高的盈利水平，以及设备投资额的下降，吸引了众多企业进军该行业，生活用纸也进入一轮投资潮。2011-2013 年，我国将新增 280 万吨左右生活用纸新产能，年均增加 90 万吨左右。
  - 2005-2009 年，我国每年新增生活用纸产能在 30-50 万吨左右，2011-2013 年增 132 万吨、101 万吨、50 万吨。
  - 从目前企业在建项目看，主要是以全木浆产品为主，设备大都是从国外进口，如 METSO、VOITH、意大利的亚赛利以及日本的 BF 系列，设备规模大型化趋势非常明显，年产 6 万吨的大型设备逐渐成为业内主流设备，这也在一定程度上反映企业看好生活用纸的发展前景以及行业产品质量升级所带来的巨大市场机会。
  - 目前国内企业的扩张模式主要有两种：以恒安、APP 为代表，重点建设几个原纸生产基地，而在其它地区建设分切工厂，原纸的单台纸机规模为 6 万吨左右；另外一种模式是以维达和中顺为代表的，通过在各地建设原纸及加工一体化模式，原纸的纸机规模普遍在 1-3 万左右。

图表 15: 生活用纸新增产能



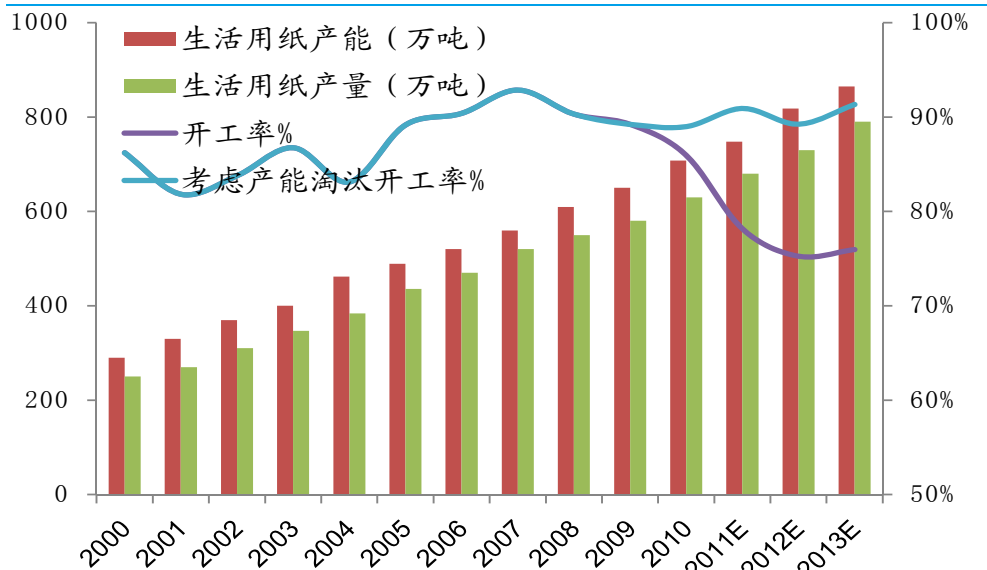
来源: 国金证券研究所

图表 16: 区域生活用纸产能增加 (万吨)



- 虽然生活用纸新增产能较多，市场竞争可能比前几年激烈，但不应对生活用纸环境过于悲观，我们认为生活用纸景气依然会维持相对高位。
- 首先，生活用纸由于体积大，重量轻，存在合理的销售半径，一般是 500 公里。由于存在区域市场分割，因此行业竞争可能与直观印象区别较大。据了解，生活用纸汽运百公里运输成本约为销售收入的 3%-4%（苏州到上海，市内运输成本除外）；海运成本要低于汽运，但运输周期长。
- 其次，目前新建的产能有一半是在内地及东北省市，属于覆盖型新增产能，这些地区原本基本无全木浆生活用纸生产企业。
- 此外，国内依然存在大量落后的生活用纸产能，在经济转型、产业结构转型的大背景下，我们预计造纸业落后产能淘汰仍将继续。综合考虑落后产能淘汰及新建产能，我们预测未来两年生活用纸的开工率仍可维持 90% 左右，行业景气将维持高位。
  - 2010-2011 年我国分别淘汰了 30、94 万吨落后生活用纸产能。我们测算我国仍有落后生活用纸产能 150-200 万吨，这些企业很可能在未来 5-10 年内被市场、政策以及环保标准等共同挤出市场。
  - 众多小生活用纸生产企业设备简陋，生产卫生环境差，污染严重，产品质量差。这些企业为了让产品拥有较好的外观，添加了较多致癌性的化学品，我们认为随着此类新闻的大量爆出，政府将加大对行业的整合力度，小企业的生存空间将被进一步压缩。
  - 我国非木浆生活用纸与西方非木浆产品差别较大，西方非木浆生活用纸拥有完备的标准体系，企业技术水平、产品质量较高，而且多被用作厕纸。而我国非木浆生活用纸生产企业主要是小企业，产品质量差、卫生标准低，且产品多被当作面巾纸使用，卫生隐患大。

图表17：生活用纸开工率预测



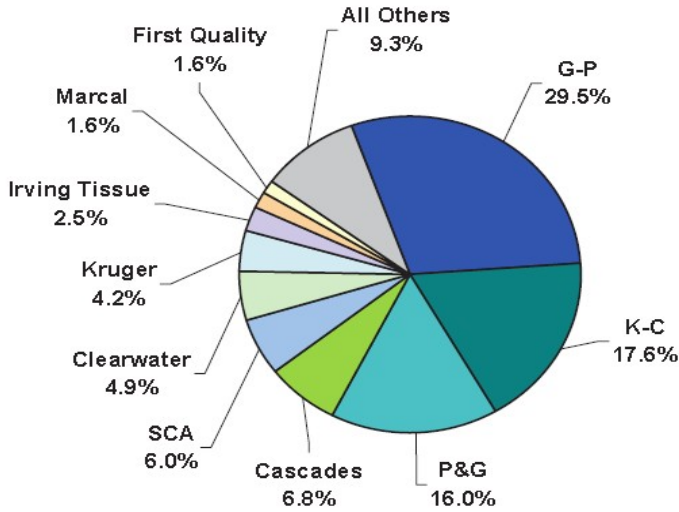
来源：国金证券研究所

- 生活用纸行业集中度将快速提升。龙头企业规模的扩大，落后小企业的退出，我国生活用纸的竞争格局将发生较大的变化，行业集中度有望进入快速上升阶段。
  - 美国、西欧等发达国家生活用纸的市场集中度非常高，前三大企业的市场分额基本达到 50%-60%，前十大企业市场分额基本可达到 80%-90%。
  - 我国生活用纸集中度仍相当低，2010 年龙头企业恒安、APP 的产能规模仅有 50 万吨左右，占国内市场份额不到 10%。我们认为未来五年，几家龙头企业将携品牌和渠道优势，快速抢占市场，前五家企业

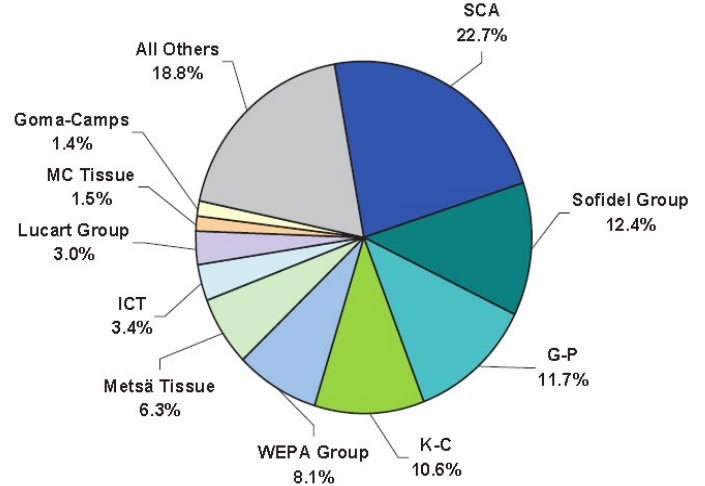
合计市场份额有望达到 40%左右，龙头企业的产能规模有望达到 150 万吨左右，占行业总量 15%左右。

- 行业集中度的提升，企业之间竞争方式及激烈程度将有所变化，首先企业议价能力将增强；其次企业之间价格战行为将减少，较易形成价格联盟。

图表18: 美国生活用纸集中度

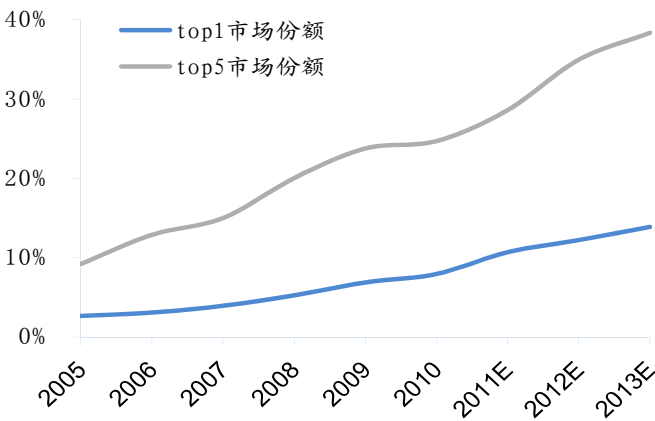


图表19: 西欧生活用纸集中度

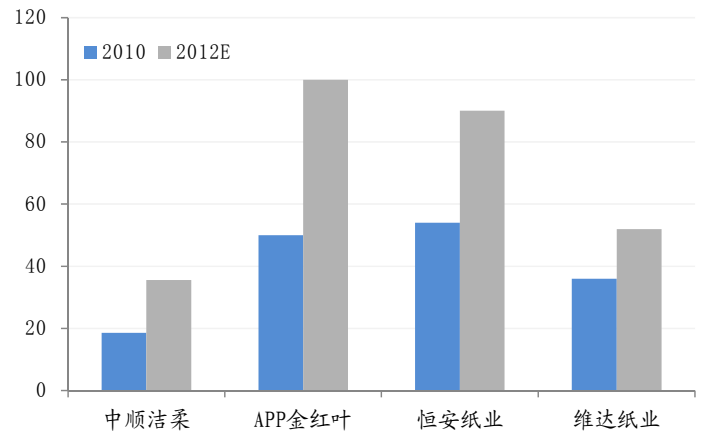


来源: 国金证券研究所

图表20: 我国生活用纸行业集中度快速上升(产能)



图表21: 四大龙头企业产能扩张(万吨)



来源: 国金证券研究所

图表22: 2010年生活用纸前十五强企业名单及品牌

序号	公司	名称/品牌	生产能力/万吨
1	恒安纸业有限公司	心相印, 柔影	42
2	维达纸业集团有限公司	维达Vinda, 花之韵	32
3	金红叶纸业(苏州工业园区)有限公司	唯洁雅, 清风, 真真	42.2
4	中顺纸业集团	洁柔, C&S, 太阳	18.6
5	上海东冠集团	洁云, 丝柔	8.56
6	上海金佰利纸业有限公司	舒洁, Kleenex	7.25 (含外加工)
7	永丰余家品(昆山)有限公司	五月花	4.7+2
8	东莞白天鹅纸业股份有限公司	贝柔	5 (含蔗渣浆纸)
9	宁夏美洁纸业股份有限公司	美洁, 滩羊, 双喜	14 (含草浆纸)
10	广西贵糖(集团) [包括广西贵糖(集团)股份有限公司和广西洁宝纸业投资股份有限公司]	地点, 碧绿湾, 蝶恋花, 洁宝	4+4.3 (含蔗渣浆)
11	宁夏紫荆花纸业股份有限公司	紫金花, 吉丽, 吉利来	10 (含草浆纸)
12	王子制纸妮飘(苏州)有限公司	妮飘, 得宝	1.5
13	惠州福和纸业股份有限公司	福和, Conner, Kami, 绿仙子	6.56 (含再生纸)
14	胜达集团江苏双灯纸业股份有限公司	双灯, 蓝雅, 欧风, 老好	8.8 (含草浆纸)
15	河南省奥博纸业股份有限公司	奥博	6 (含再生纸)

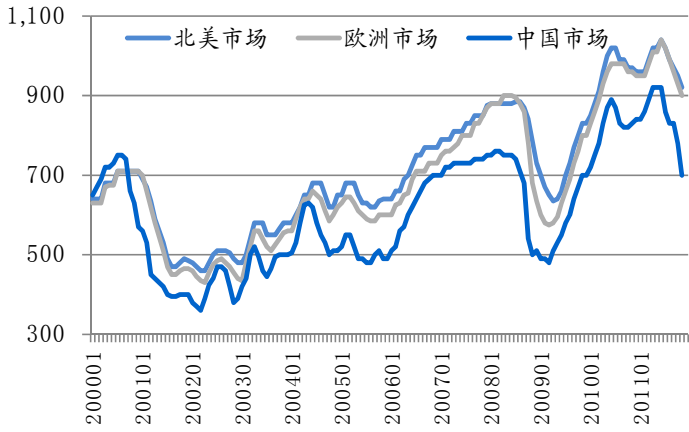
来源: 国金证券研究所

## 原料价格下跌, 生活用纸将恢复盈利弹性

### 木浆上升周期陨落

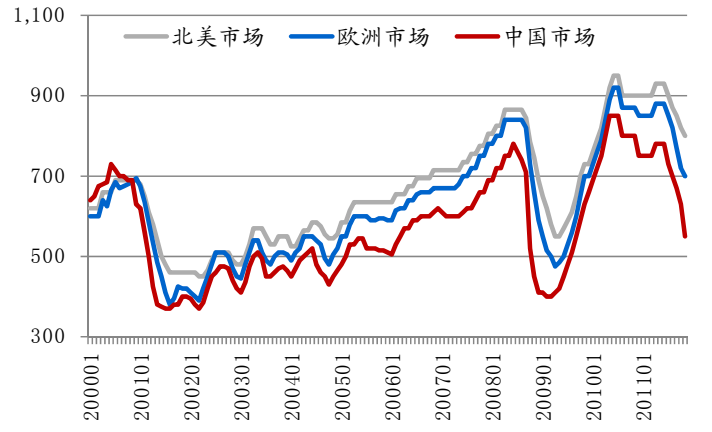
- 需求恶化致使木浆牛市终结。
  - 经济疲软、新媒体替代, 欧美纸张消费低迷。欧美经济在 2011 年再次走弱, 尤其是欧洲, 由于债务危机的恶化, 西欧木浆消费自 6 月份后开始跳水, 同比下降 5%-10%; 而美国市场同样受制于经济的低迷, 传统媒体广告收入减少, 纸张消费量持续下降; 此外由于原料价格上涨, 工厂持续提高纸张价格, 对纸张消费也产生一定负面影响。
  - 中国木浆内盘价格下跌对全球浆市形成拖累。国内市场由于纸张价格低迷, 加上溶解浆刺激因素的消失 (棉花价格下跌, 溶解浆盈利能力下降, 进口漂白化学浆生产溶解浆的量减少), 木浆内盘价格从二季度开始下跌。加上国内经济从三季度开始明显转弱, 纸张下游需求下降, 国内工厂开工率普遍较低, 木浆消费量减少。而从 2011 年 5 月份以来国内市场一直存在的内外盘倒挂情况也影响木浆进口量。
  - 消费量的下降, 打破了木浆原本供应偏紧的局面, 全球木浆库存持续上升, 供应商压力加大, 不得已从三季度下调价格。

图表23: 全球漂白针叶浆报价 (美元/吨)

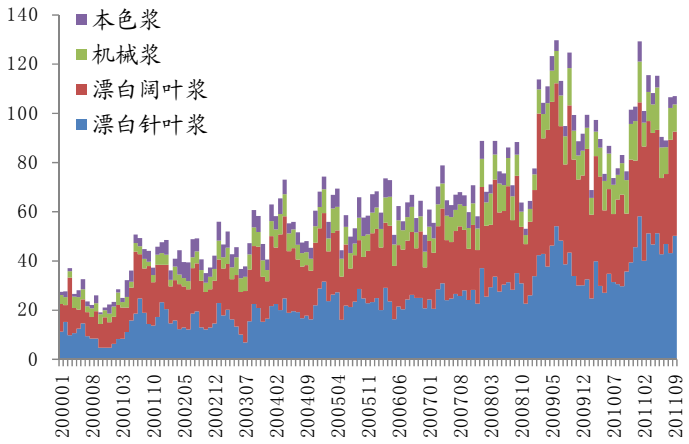


来源: 国金证券研究所

图表24: 全球漂白阔叶浆报价 (美元/吨)

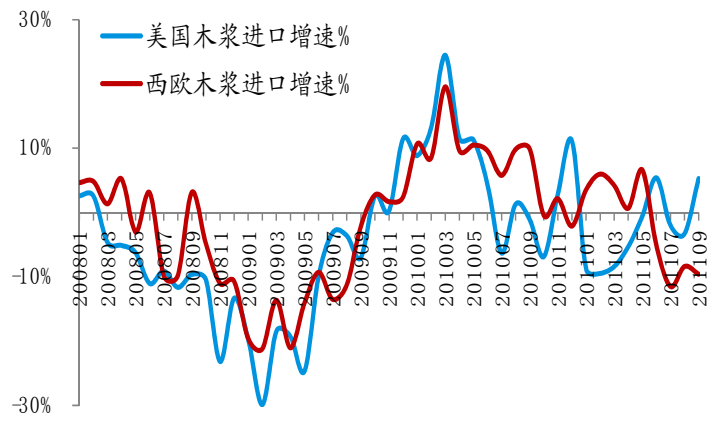


图表25: 中国木浆进口量 (万吨)



来源: 国金证券研究所

图表26: 欧美商品浆进口增速%



图表27: 重点区域季度木浆进口 (万吨)

	2009Q 1	2009Q 2	2009Q 3	2009Q 4	2010Q 1	2010Q 2	2010Q 3	2010Q 4	2011Q 1	2011Q 2	2011Q 3	2011Q 4
西欧	328	338	343	364	371	366	381	362	383	373	343	338
YOY%					13.0%	8.3%	10.9%	-0.5%	3.3%	1.8%	-9.8%	-6.7%
中国	296	364	333	280	266	256	262	252	346	308	303	328
YOY%					-10.1%	-29.7%	-21.2%	-10.0%	30.1%	20.4%	15.3%	30.3%
美国	168	171	191	190	194	192	185	189	180	190	184	180
YOY%					15.5%	12.3%	-3.3%	-0.3%	-7.2%	-1.3%	-0.3%	-4.9%

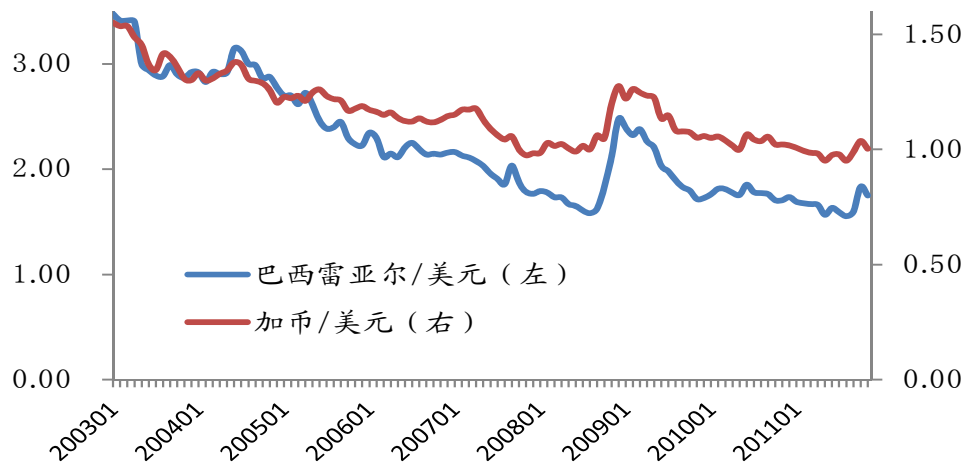
来源: 国金证券研究所

2012年木浆价格: 反弹高度有限

- 我们对未来几年中国市场木浆价格的判断: 2011Q4-2012Q1 震荡下降, 构筑底部 (价格区间: NBSK 650-700 美元/吨; BEKP 500-550 美元/吨); 2012Q2-2012Q3 开始反弹, 但幅度不高 (价格区间: NBSK 700-750 美元/吨; BEKP 600-650 美元/吨); 2012Q4-2015 年期间, 全球浆市受新增产能持续压制, 价格难有较好表现。
- 我们对浆价的判断主要根据基本面研究, 未考虑欧美、中国货币政策变动, 如大量释放流动性等情况, 也未考虑汇率变动情况, 尤其是巴西兑美元、加币兑美元变动。

- 汇率因素对浆价的影响：当行业景气下滑时，若产浆国货币对美元贬值，可能加速浆价下跌，相反同理。

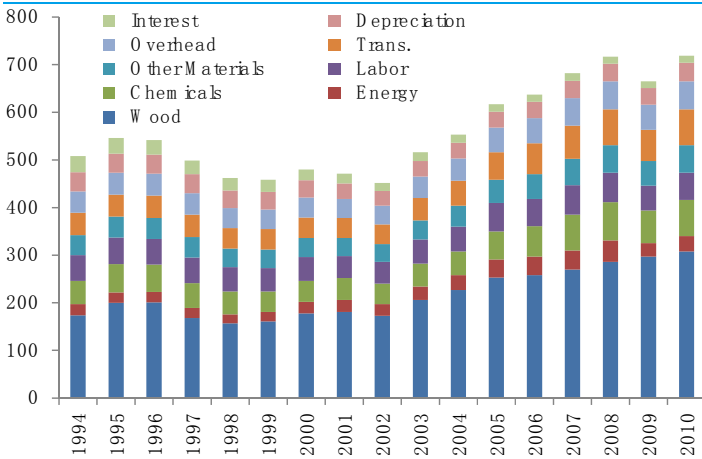
图表28: 巴西雷亚尔、加币兑美元汇率变化



来源：国金证券研究所

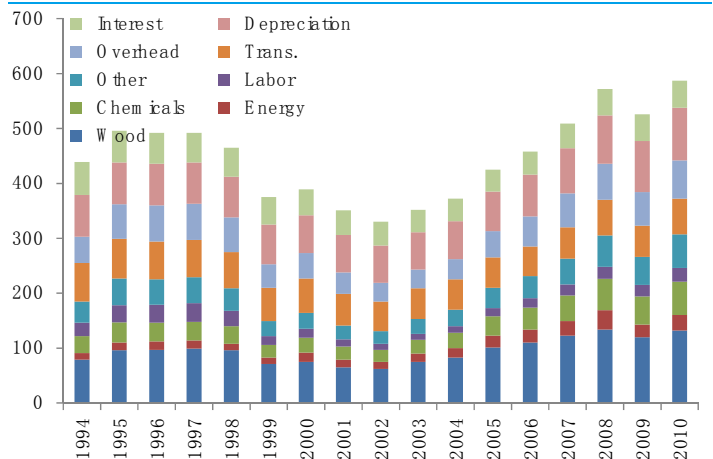
- 基于对成本、内外盘倒挂情况的分析以及对进口浆、国产浆、非木浆价格的比较，我们认为木浆价格已进入底部区域。
- 目前加拿大针叶浆吨浆成本近 720 美元（制造成本 570+运输费用 75+其它管理费用/利息费用 74）、巴西桉木浆吨浆成本近 590 美元（制造成本 403+运输费用 65+其它管理费用/利息费用 119），因此供应商报价已低于或与成本相当。

图表29: 加拿大漂白针叶浆成本（美元/吨）



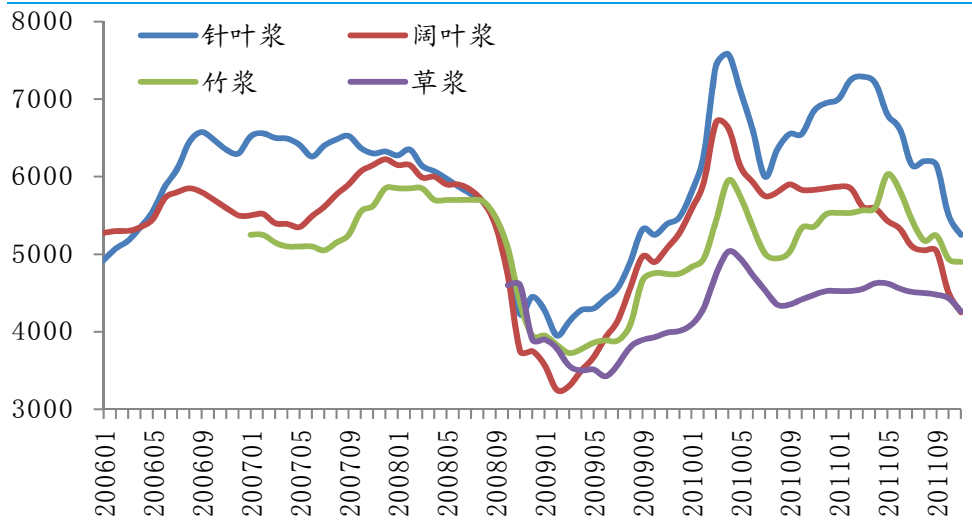
来源：国金证券研究所

图表30: 巴西桉木浆成本（美元/吨）



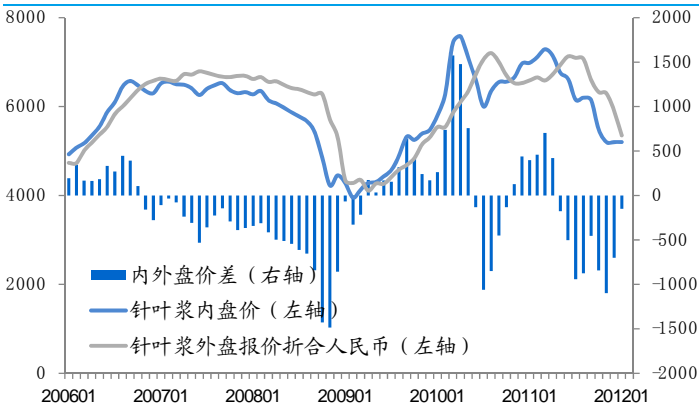
- 加拿大供应商、巴西供应商对中国市场 11 月份报价已分别跌至 700 美元/吨、550 美元/吨，较二季度高点分别下跌 25%、30%，在这一价格水平上，内外盘倒挂现象已基本消失。同时进口浆国内现货价也已低于非木浆价格，一些小企业也开始采购木浆生产高档纸，市场需求扩大。此外国产浆价格也已接近企业成本价，如果继续下跌，部分拥有自产浆的企业将停产以采购木浆替代，因此我们认为海外供应商报价虽然存在继续下降可能性，但空间已有限。
- 从宏观经济来看，政府已开始对前期政策进行调整，信贷额度开始放松，政策调整有望熨平经济波动，促使经济增长软着陆，纸张消费也有望逐渐企稳。

图表31: 中国国内市场原料价格(元/吨)



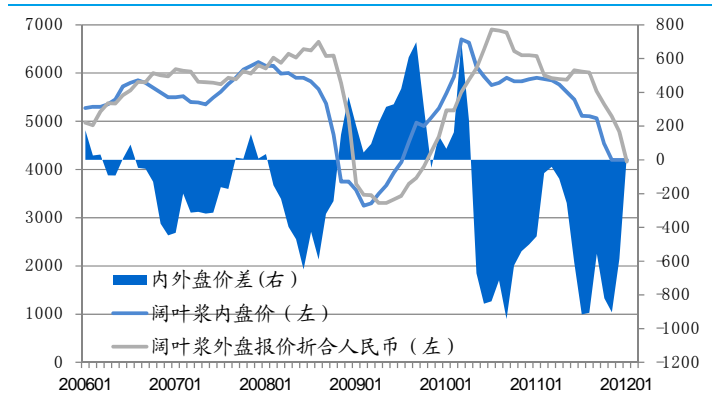
来源: 国金证券研究所

图表32: 漂白针叶浆内外盘倒挂(元/吨)



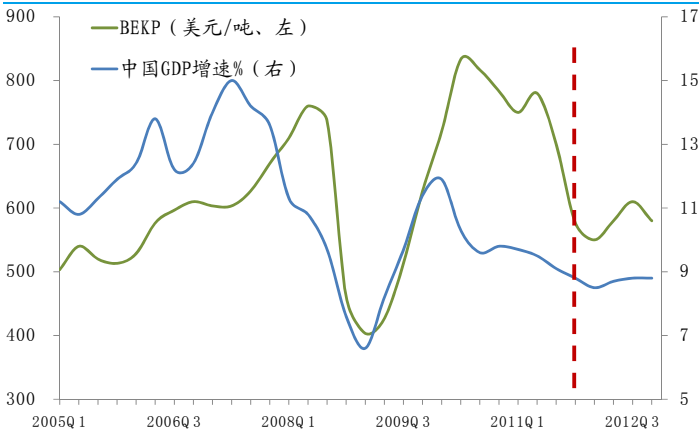
来源: 国金证券研究所

图表33: 漂白阔叶浆内外盘倒挂(元/吨)



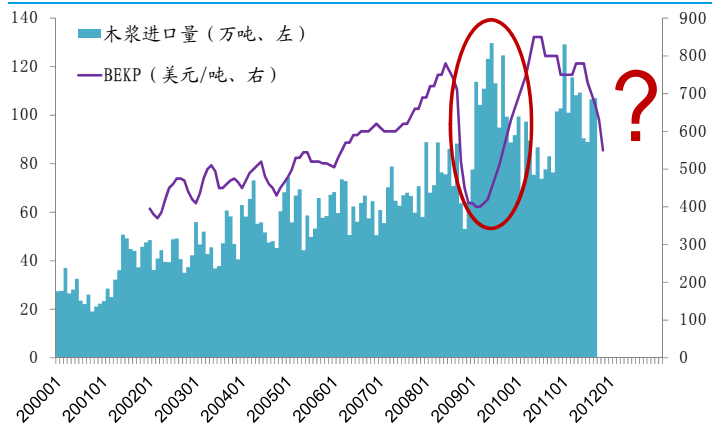
- 我们认为 2012 年二、三季度浆价将反弹，但高度有限。
- 中国市场：预计中国木浆进口量将在 2012 年 Q1 大幅增加，全年进口净增加 180 万吨左右。
  - 根据国金宏观组判断，2012 年 Q1-Q4，国内 GDP 增速 8.5%、8.7%、8.8%、8.8%，总体呈现 L 形态，我们判断明年国内纸张消费很可能重复 2011 年弱势；其次 2011-2012 年国内新增了大量书写印刷纸产能，产能过剩现状未能改变，因此纸张价格难以显著反弹，将压制木浆价格反弹高度。
  - 我们综合分析国内纸张新增产能及开工率情况，我们预计 2012 年中国市场木浆新增需求量 160-180 万吨，但由于木浆价格处于低位，国内企业可能会增加备库，如 09 年发生的情况，因此实际增加进口量可能高于我们预测值。

图表34: 木浆价格 VS 中国 GDP 增速%

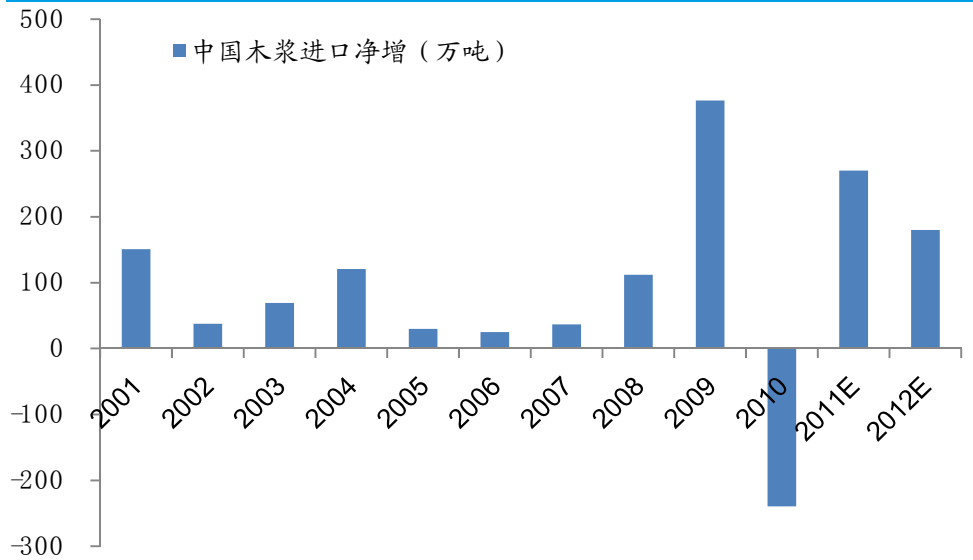


来源: 国金证券研究所

图表35: 09 年的历史不会在 12 年重演



图表36: 中国木浆进口净增加预测

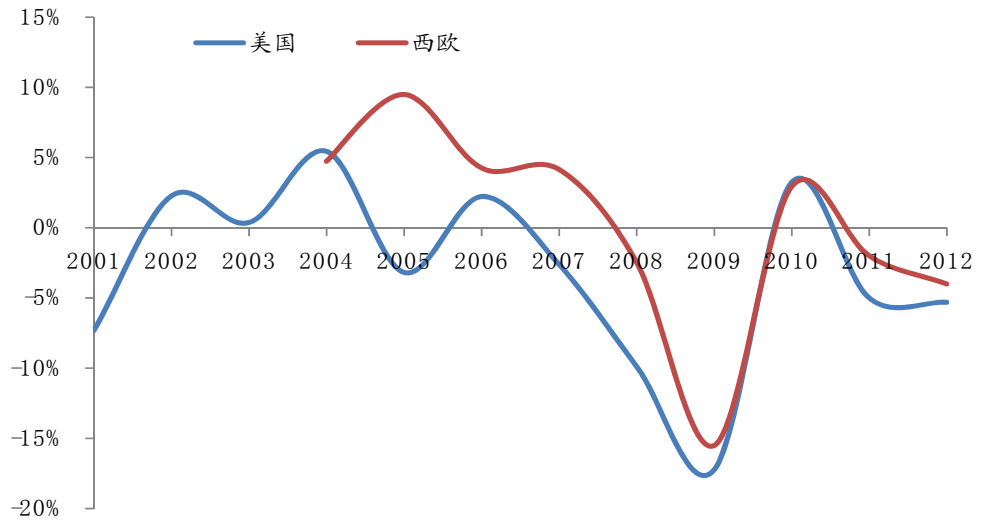


来源: 国金证券研究所

■ 欧美市场: 木浆消费量继续下降。

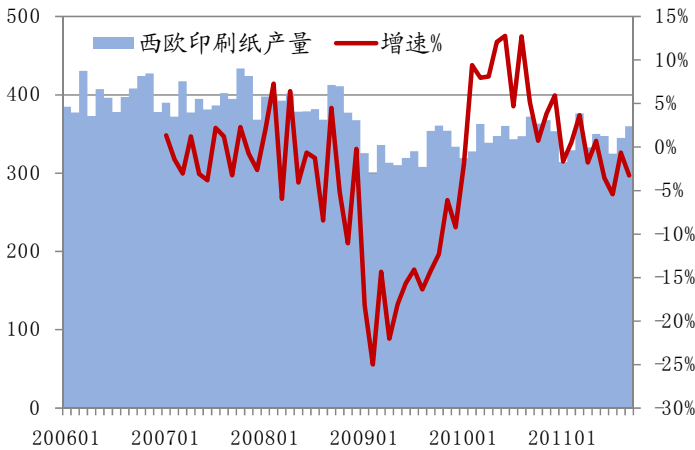
- 据 IMF 预测: 2012 年美国 GDP 增速 1.8% (2011 年 1.5%)、西欧 GDP 增速 1.1% (2011 年 1.6%)。
- 我们预计经济的低迷将继续拖累欧美纸张消费, 预计西欧、美国 2012 年书写印刷纸消费量分别下降 4%、5%, 折合木浆消费增速下降 3%、4%, 合计减少约 80 万吨左右。(如果欧债危机继续恶化, 不排除西欧木浆消费低于预期可能性)

图表 11: 欧美书写印刷纸消费增速%



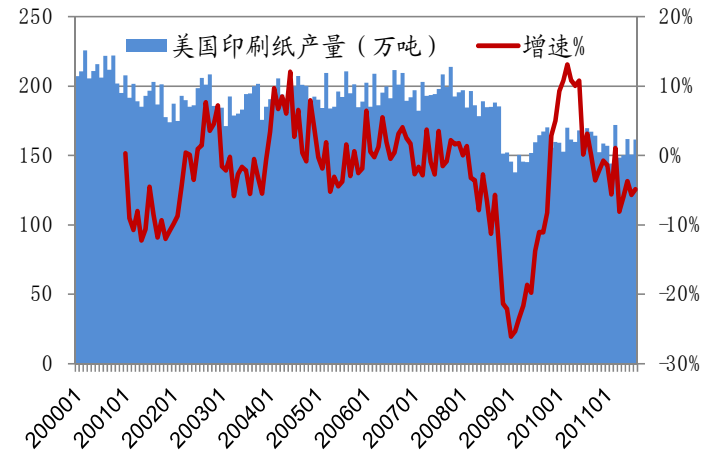
来源: 国金证券研究所

图表 12: 西欧书写印刷纸产量(万吨)



来源: 国金证券研究所

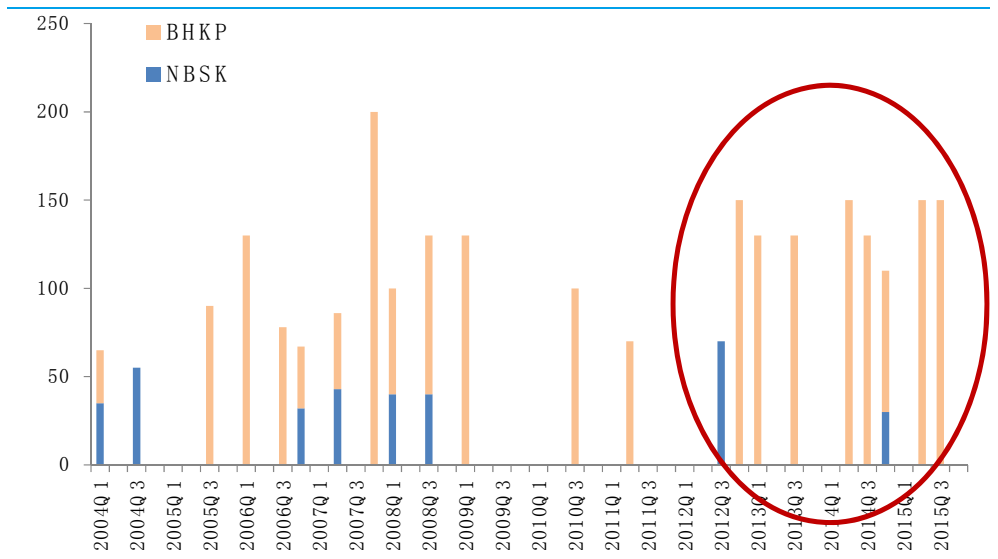
图表 13: 美国书写印刷纸产量(万吨)



■ 木浆供给: 即将进入大规模释放期。

- 2009 年金融危机后, 一些原本暂停的木浆项目开始重启, 新产能将于 2012 年下半年陆续进入释放期, 2012H2-2015 年全球除中国外大型木浆将投产 1320 万吨新产能。其中 2012 年将投产 2 台大型设备, 分别是 ILIM PULP 公司 70 万吨漂白针叶浆、Eldorado 公司 150 万吨漂白桉木浆, 合计约 220 万吨。
- 中国市场目前在建的大型木浆项目: 华泰股份安徽项目—30 万吨, 投产时间 2012Q1; 太阳纸业广西项目—30 万吨, 投产时间 2012 年; 王子南通—70 万吨, 投产时间 2013 年; 博汇纸业盐城项目—40 万吨, 投产期 2013 年; 泰格林纸 20 万吨 APMP 项目。此外, 晨鸣湛江木浆项目也将于 2012 年完全释放产能。

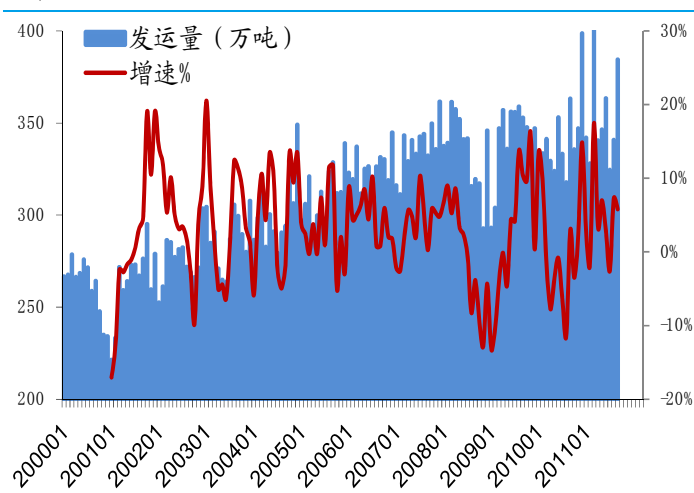
图表 14: 木浆产能自 2012H2 进入持续释放期



来源: 国金证券研究所

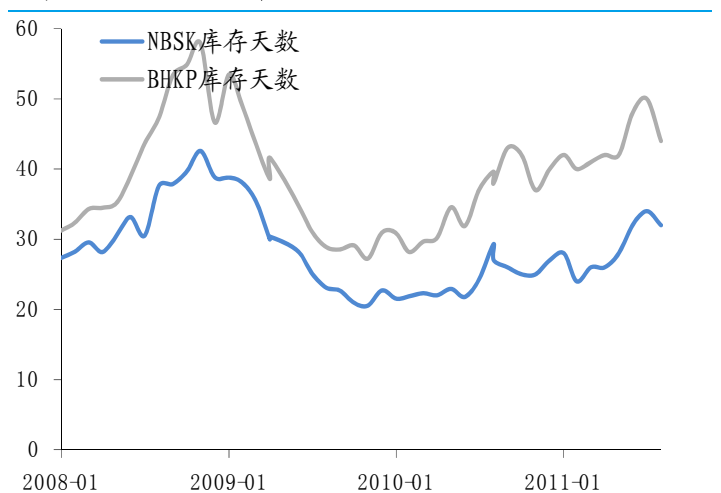
- 基于供给与需求分析, 我们预计全球商品浆在未来几年将持续处于产能过剩状态, 木浆价格难有较好表现。但不排除因流动性、汇率或其它意外因素刺激, 价格飙涨。

图表 15: 全球木浆发运状况

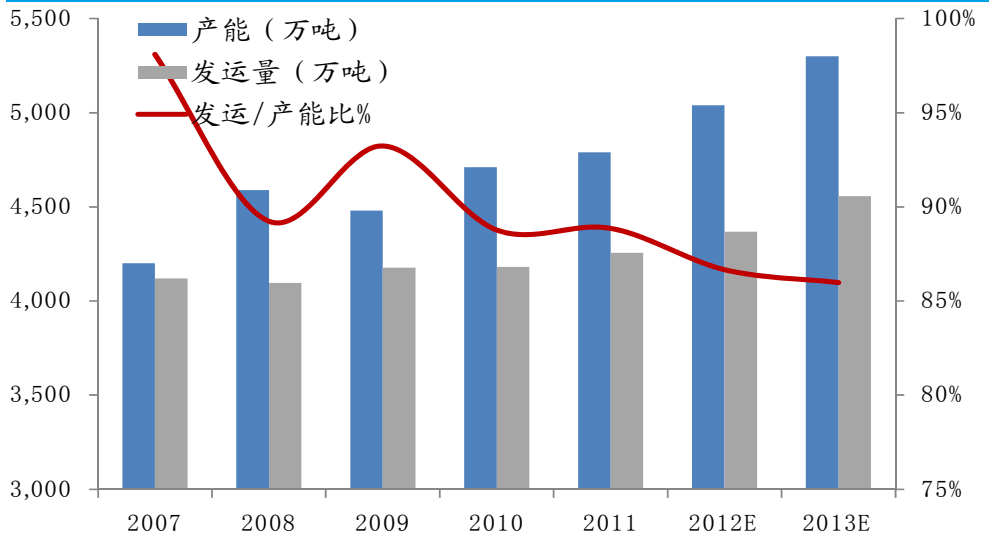


来源: 国金证券研究所

图表 16: 全球木浆库存天数



图表37: 商品浆发运产能比预测 (20国+俄罗斯)

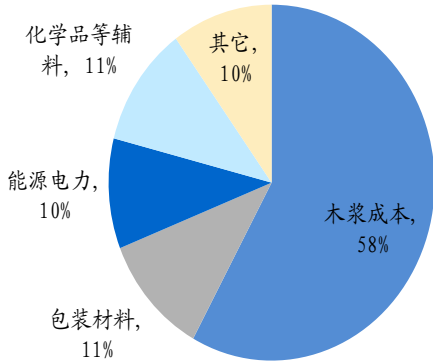


来源: 国金证券研究所

生活用纸将恢复盈利弹性

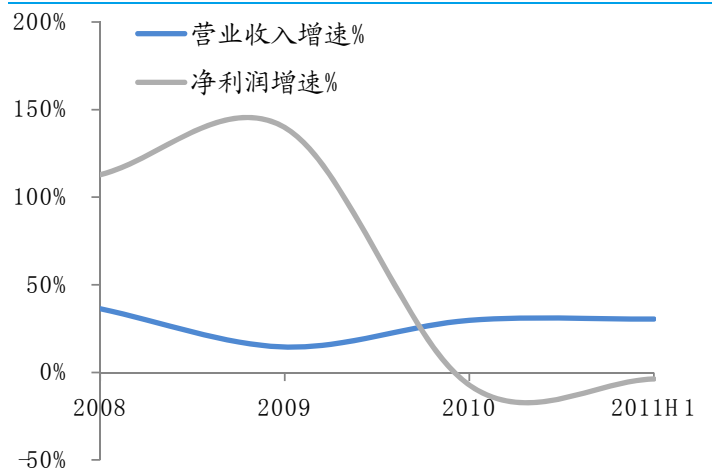
- 木浆是生活用纸最主要生产成本, 据我们对中顺洁柔历史数据分析, 木浆成本占公司成品纸成本近 60%, 如果剔除后加工成本以及包装成本, 木浆成本占原纸成本近 70%-80%。而且全木浆生活用纸吨纸耗浆达 1.02-1.05 吨, 因此木浆成本的下跌, 生活用纸盈利弹性上升明显。

图表38: 生活用纸成本结构



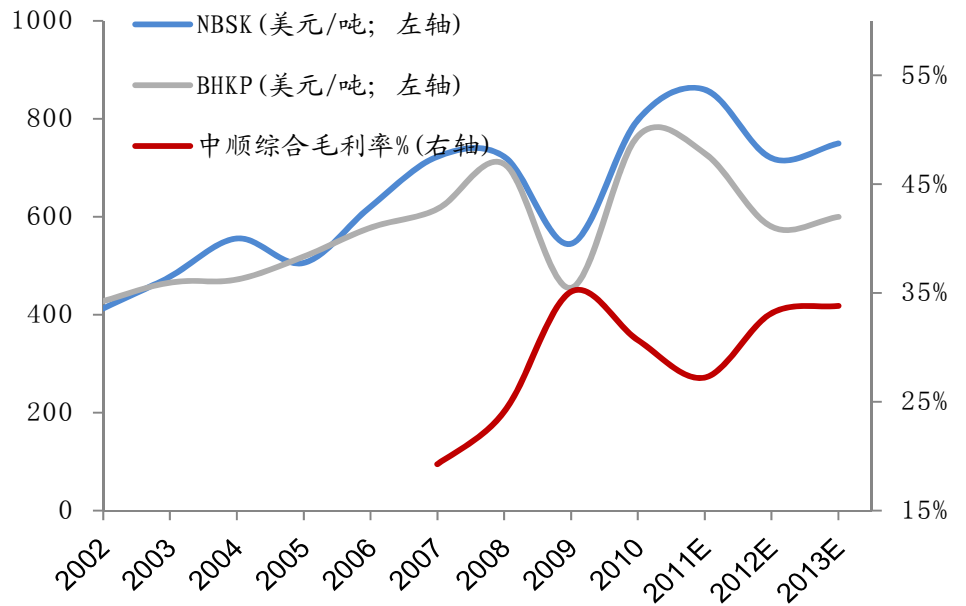
来源: 国金证券研究所

图表39: 维达国际营收&净利润增速比较



- 生活用纸企业可以在原料低点时大量采购, 锁定 2012 年产品成本, 做享价格反弹所带来的收益。而且生活用纸作为终端消费品, 价格具有一定粘性, 较为稳定。在木浆成本下降的背景下, 企业会酌情进行一定幅度的促销, 但产品价格下降的幅度要远低于成本下降幅度。由于我们对木浆价格已转为看淡, 我们预计 2012-2015 年生活用纸毛利率将维持高位。

图表40: 浆价 VS 生活用纸毛利率



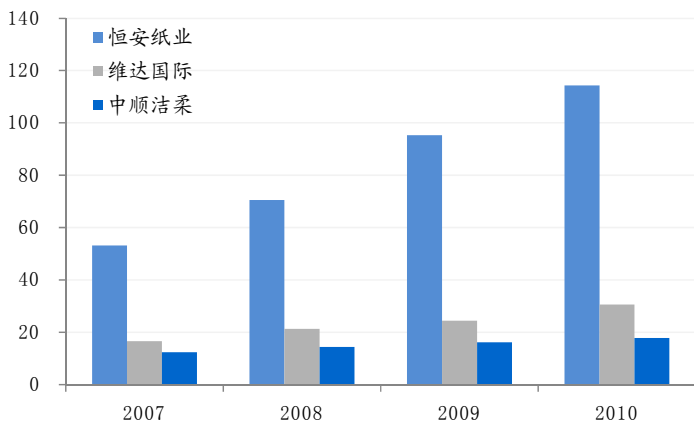
来源: 国金证券研究所

公司是生活用纸龙头之一, 有望实现跨越式发展

公司产品全国布局, 规模 2012 年翻番

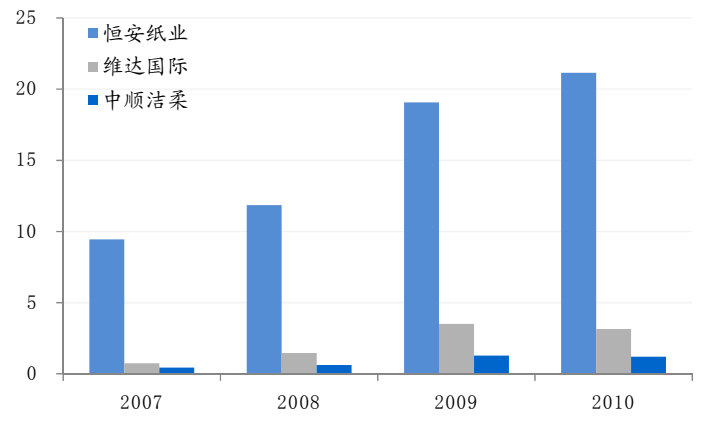
- 公司是生活用纸龙头之一, 生产与销售全木浆型中高档生活用纸产品, 与恒安纸业、APP 金红叶、维达国际共处于国内生活用纸行业的第一梯队。但与另外三家企业相比, 无论在规模上、还是在品牌影响力以及渠道建设上, 公司都稍微逊色。
- 从已上市的三大生活用纸企业看, 中顺与维达纸业产品结构类似, 恒安国际除了生活用纸业务外, 妇女用卫生巾、纸尿裤以及食品业务在公司整个业务中占有超过一半的份额。

图表41: 三大企业营业收入比较 (亿元)

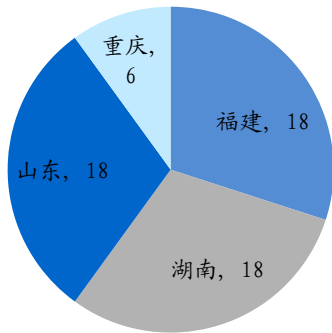


来源: 国金证券研究所

图表42: 三大企业净利润比较 (亿元)

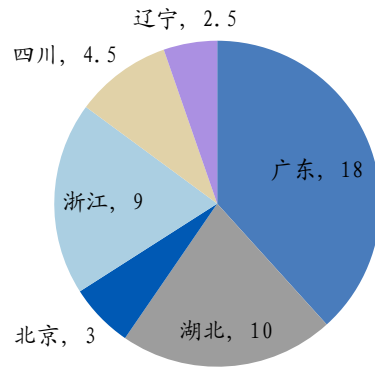


图表43: 恒安国际产能分布 (万吨)

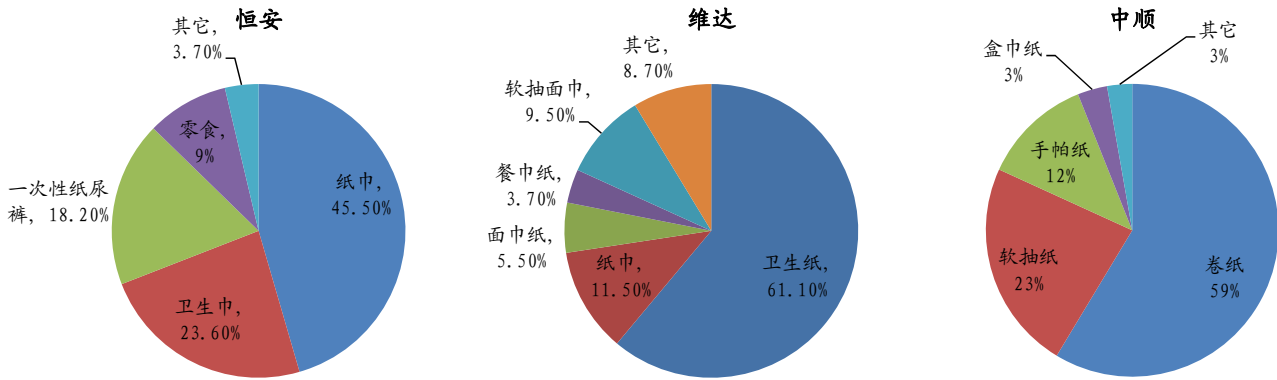


来源: 国金证券研究所

图表44: 维达国际产能分布 (万吨)



图表45: 三家企业收入结构比较



来源: 国金证券研究所

图表46: 产品价格比较 (上海)

非卷纸产品	中顺4盒装	APP唯洁雅3盒装	妮飘3盒装	
盒抽纸-高档	28.05	29.9/31.38	32.89	
	中顺4盒装	APP清风3盒装	恒安心相印3盒装	
盒抽纸-中高档	23.8/26.29	16.5/21.9	21.9	
	中顺3包装	APP清风3包装	恒安心相印3盒装	
软抽纸	12.9/15.9	12.6/14.6	14.9	
卷纸产品	中顺12卷装	维达10卷装	恒安心相印10卷装	APP清风10卷装
	25.9	29.9	25.8	26.9

来源: 国金证券研究所

- 公司现拥有广东中山、广东江门、浙江嘉兴、湖北孝感、河北唐山和四川成都六大生产基地，2010年公司合计产能近19万吨，公司募投项目将于2011-2012年陆续投产，投产后公司产能达到36万吨，规模近翻番。
  - 2011年公司投产5万吨产能，2012年Q4还将投产12万吨。其中原定于中山项目已转移至江门，河北唐山2.5万吨项目转移至成都。（唐山原规划5万吨新增产能）。
  - 公司目前在华南市场占有率排名第二，仅次于维达国际，我们预计公司产能释放后，公司在华南市场的占有率有望升至第一。

图表47: 公司产能陆续进入释放期

2010实际产能(万吨)	募投项目(万吨)	投产时间	达产后产能(万吨)	产能增长幅度
中山生产基地	4.1		4.1	
江门生产基地	4.7	11年底投产5万吨/另7万吨, 2012年12月投	16.7	255%
唐山生产基地	2.5	2012年12月	2.5	
浙江生产基地	2.8		2.8	
湖北生产基地	2.5		2.5	
四川生产基地	4.5	2012年12月	7	56%
合计产能	18.6	17	35.6	91%

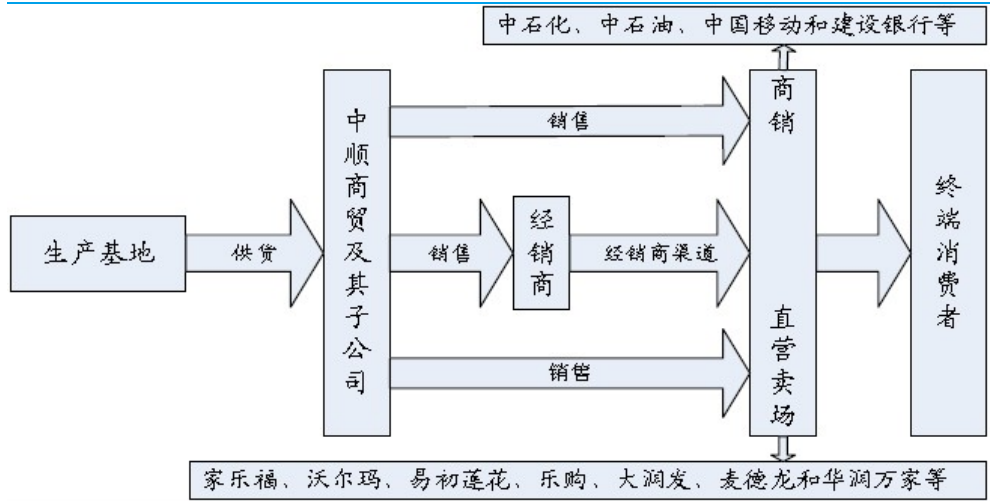
来源: 国金证券研究所

- 公司拥有“洁柔”、“太阳”两大国内生活用纸知名品牌, 其中“洁柔”是高档产品如软抽纸、盒抽纸系列; “太阳”是卷纸系列。公司未来将围绕做大生活用纸这一大方向, 坚持双品牌战略, 同时加大创新力度, 持续研发、推广高毛利产品, 积极增加高毛利产品在产品结构中的比例。
- 公司近期研发的螺旋纹卷纸和洁柔 LOTION 柔滑面纸均受到市场好评。而洁柔 LOTION 柔滑面纸是一款呵护娇肤的高档产品, 该产品的毛利率达 50%。螺旋纹卷纸的独特之处, 是以波浪式在纸球上进行压边, 既降低了边压纹对柔软度的影响, 又解决了卷纸的离层问题。

渠道优化、对通路控制增强

- 公司销售模式以经销商模式为主, 今后也将重点培育及发展经销商渠道。
- 公司产品的终端销售价格、商场位置的摆放、以及费用基本都是公司与卖场、商超谈判确定, 经销商更多扮演配送及服务角色。
- 公司与经销商之间基本都是现款收付, 但部分资信好的经销商会提供一定授信, 时间一般在 40-50 天。

图表48: 公司销售模式



来源: 国金证券研究所

图表49: 不同销售渠道费率比较

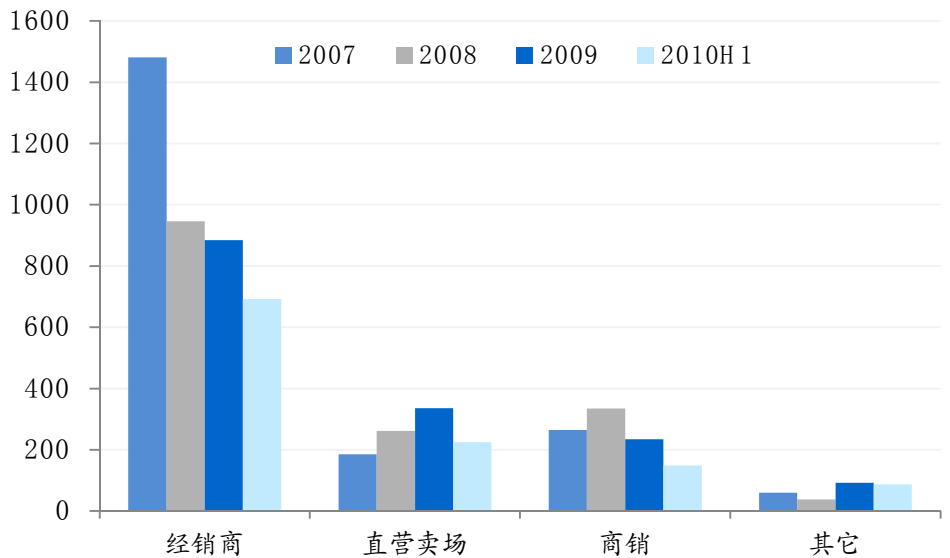
渠道	渠道费用占收入比例	优点	缺点
大型超市、卖场	20% -25%	铺货快, 消费接触率高	费用大
经销商	10% -12%	费用较低, 可依靠经销商终端网络	品牌影响力弱的产品, 经销商要求提成高, 忠诚度低
居家外(特殊通路)	5% -10%	费用低	开发难度大, 时间长
网络	15% -20%	进入门槛低	促销方案设计难度较高

来源: 国金证券研究所

- 目前, 公司八成销售额来自经销商, 公司销售网络已基本辐射全国绝大部分(地、县)级城市。

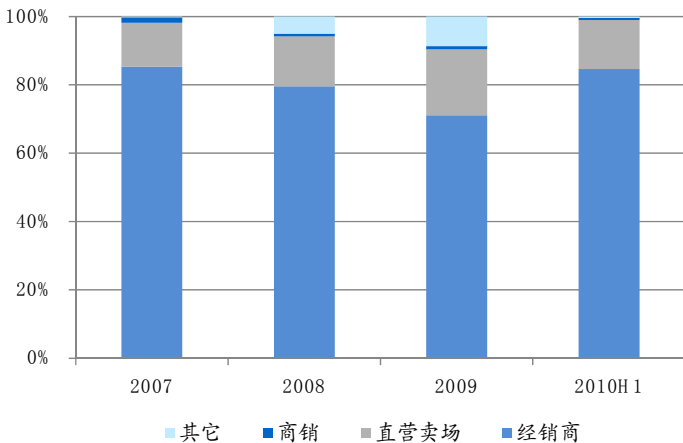
- 公司现有近 700 家经销商（维达国际经销商近 850 家），为了增强对经销商的控制，公司大力扶持部分信誉度高、发展前景好的经销商，同时对大量规模较小的经销商进行了整合，从而导致经销商数量减少，但单个经销商的销售收入大幅增长。我们认为整合后公司对经销商的控制力将增强，有利于公司产品的推广与销售。
- 目前专营经销商（指只销售中顺产品）数量占公司经销商总数的 1/10，但销售额约占 2/3。
- 直营卖场是公司第二大销售渠道，销售收入占公司收入近 15%。公司直营卖场包括家乐福、沃尔玛、易初莲花、乐购、好又多、大润发、华润万家等国内外知名连锁卖场。但对商销及直营客户，公司今后将不作重点开发。
- 目前，华南、西南市场是公司重点销售区域，华南及西南地区也是公司覆盖广度及深度比较高的地方，公司在这两个市场占有率不断扩大，销售额增长较快，目前公司在华南地区市场占有率仅次于维达国际。相对而言，公司产品在华东、华中、华北以及东北地区覆盖率不高，这主要受产能限制，随着新产能的释放，公司将加强对华北、华中市场的覆盖力度。

图表50: 公司拥有渠道数量

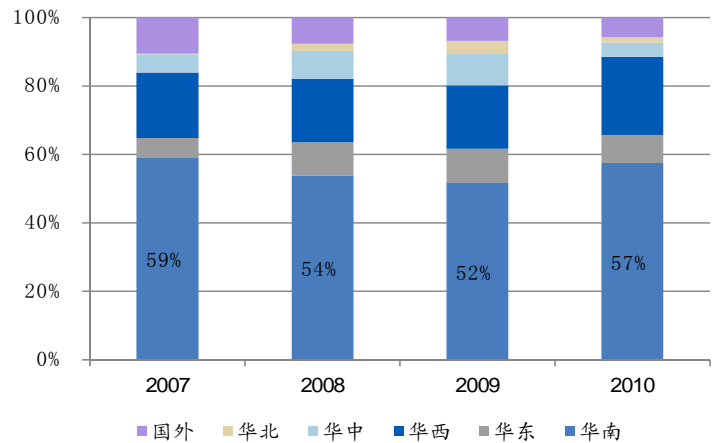


来源：国金证券研究所

图表51: 公司不同渠道销售收入占比



图表52: 华南、西南市场是公司主要销售区域



来源：国金证券研究所

### 深耕华南市场，产能消化有道

- 华南市场（包括广东、广西、海南）是公司核心销售地区，占公司收入近6成。公司在广东现有产能9万吨，2011-2012年公司在广东江门工厂合计还将投产12万吨（2011年5万吨已投产，另外7万吨2012Q4投产），投产后公司在广东区域产能合计将达到21万吨，因此华南市场生活用纸的竞争情况直接关系到公司盈利前景。
  - 据了解，公司目前在华南市场占有率第二，仅次于维达纸业。随着公司未来中山新增项目和江门新建项目的投产，公司在华南市场的市场份额将进一步的提高。
- 我们测算了广东区域生活用纸市场产能扩张及需求情况，总体上，我们认为广东生活用纸依然会维持景气高位，公司销售风险不大。
  - 我们假设未来3年华南区域生活用纸年增长8%。
  - 从新增产能看，2011-2013年华南市场共新增产能26万吨，其中中顺洁柔新增12万吨，占近一半。而且今后2年新增产能几乎都来自公司，其它几乎没有全木浆型新增产能。因此，我们认为中顺新增产能销售风险不大，而且华南生活用纸市场已比较成熟，是产品升级的好时机。公司新产能的释放，正好可满足市场高档化的需求。
  - 需说明三点：1）区域市场外产品如福建恒安，进入华南市场对公司的影响不容低估，但也不应夸大。一方面晋江到广东市场距离较远，运输成本较高，一定程度抑制了其打价格战空间（晋江-广州距离900公里），公司具有区位优势；其次，公司品牌虽然在全国其它地区的影响力要弱于心相印，但在广东市场，公司品牌拥有较高的美誉度，竞争力较强；2）APP海南产品很大一部分是出口，在华南市场销售量较小，据从金红叶了解，其在华南市场占有率仅排第四，我们估计5万吨左右；3）华南地区公司产能有一部分被用作出口，在此未作考虑。

图表53：华南区域市场测算

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
华南生活用纸消费量	80	87	94	101	110
每年新增市场容量		7	7	8	8
当年产能	87	99	110	117	125
其中：APP金红叶	24	24	24	24	24
维达	18	18	18	18	18
中顺	9	9	14	21	21
其它	36	48	54	54	62
当年新增产能		12	11	7	8
其中：中顺纸业		1	5	7	
产能过剩	7	12	16	16	15

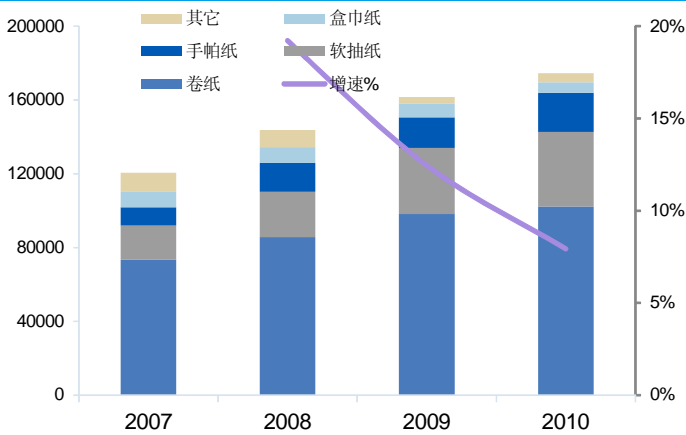
来源：国金证券研究所

- 渠道下沉、销售潜力大。公司在华南地区销售只覆盖一、二线城市，为了消化新增产能，从2010年开始，公司积极推行渠道下沉，坚持“直销到县，分销网络到镇”方针，加强公司产品覆盖的深度及广度，效果明显。以中山市为例，预计今年将增长50%以上，我们认为该政策在其它市县的执行，公司在华南市场的销售具有较大的潜力。
- 渠道整合，经销商向心力强。通过对渠道的整合，不仅经销商的销售额上升，同时公司还积极扶持重点经销商客户，以渠道维护费的方式部分承担经销商支付给终端卖场的管理及其他杂费。政策的调整有利于增强经销商的向心力，利于公司销售的开展及执行。
- 品牌推广力度加大，市场美誉度上升。公司2011年聘请台湾明星小S作为公司产品代言，今后公司将加大广告投入，预计随着品牌推广力度的加大，公司品牌影响力及美誉度将呈上升趋势，增强公司产品的市场影响力。

### 盈利拐点已现

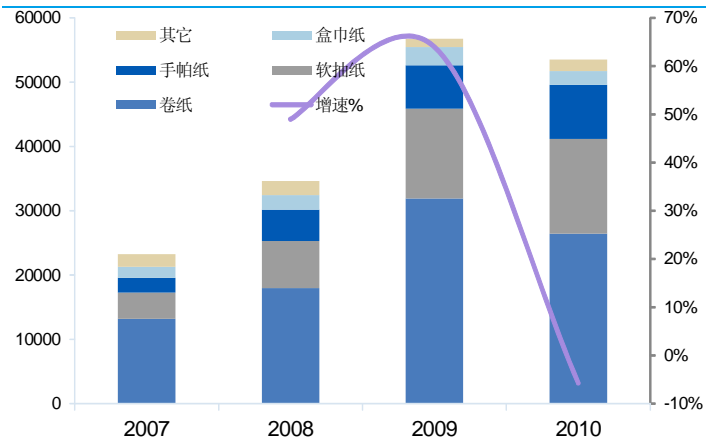
- 随着公司募投项目在 2011-2012 年投产，公司规模快速翻番，同时由于木浆成本的下降，我们认为公司盈利将在 2012 年一季度迎来拐点，未来 2 年进入持续上升通道。
- 2008 年至今，生活用纸共提价五次，总共幅度大概 10%，我们预计未来由于木浆成本的下降，公司会进行促销，但吨纸盈利仍将显著上升，而且公司高毛利产品的持续推出，也可相对提升吨纸盈利。
- 公司规模的扩大，在原料采购方面的话语权将增强，因此可获得更多的折扣及返点，而且在木浆下跌的大背景下，采购优势更为明显。
- 公司使用原料大部分都是进口浆，以美元报价，显著受益人民币升值。公司一般维持 4-5 个月库存（工厂库存+在途+签单），采购方式是长协和现购，其中长协占公司原料采购比例较小。

图表54：中顺主营业务收入稳定增长（万元）

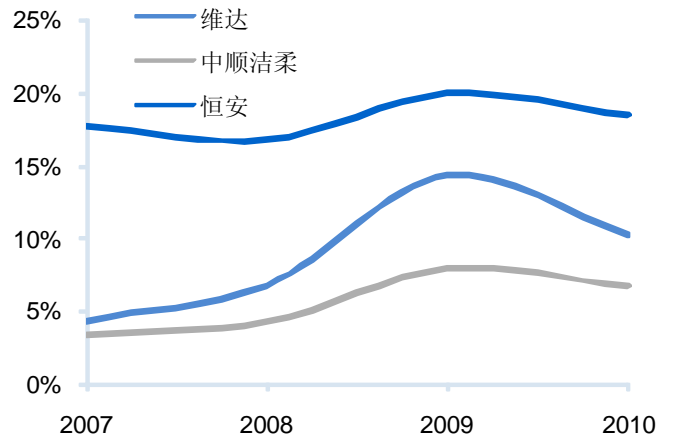


来源：国金证券研究所

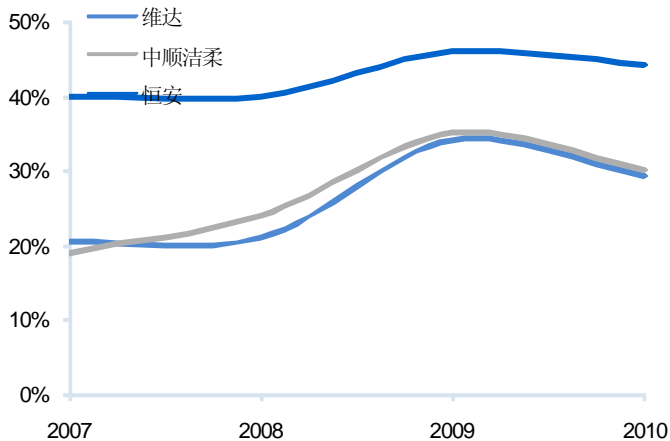
图表55：中顺营业利润（万元）



图表57：公司净利率%



图表56：公司毛利率%



来源：国金证券研究所

图表58: 成本下降与销量增长对公司业绩贡献测算

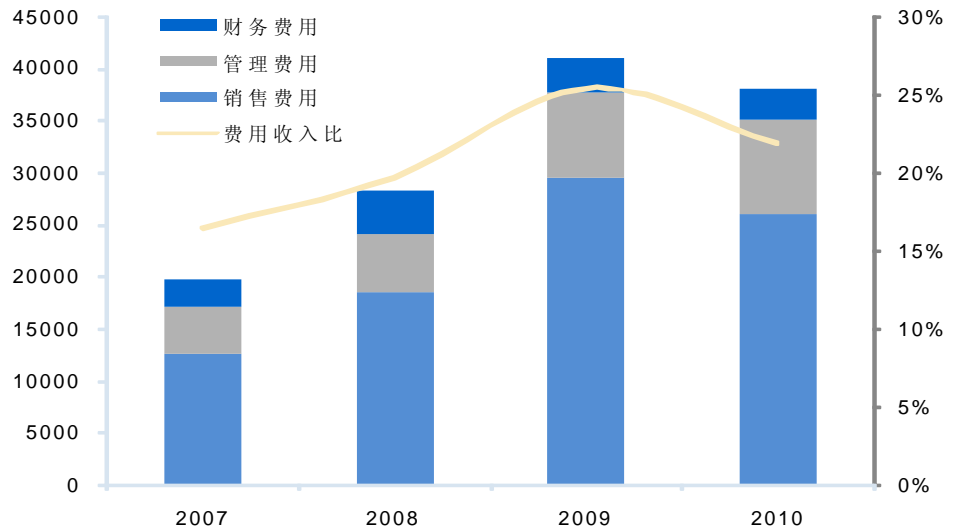
产品销量 (万吨)	业绩敏感性分析 (增厚EPS)						
	吨产品成本减少						
	300	400	500	600	700	800	900
18	0.34	0.43	0.53	0.62	0.71	0.81	0.90
19	0.39	0.49	0.59	0.68	0.78	0.88	0.98
20	0.44	0.54	0.64	0.75	0.85	0.96	1.06
21	0.48	0.59	0.70	0.81	0.92	1.03	1.14
22	0.53	0.65	0.76	0.88	0.99	1.10	1.22
23	0.58	0.70	0.82	0.94	1.06	1.18	1.30

来源: 国金证券研究所

■ 渠道整合、费率将呈下降趋势。

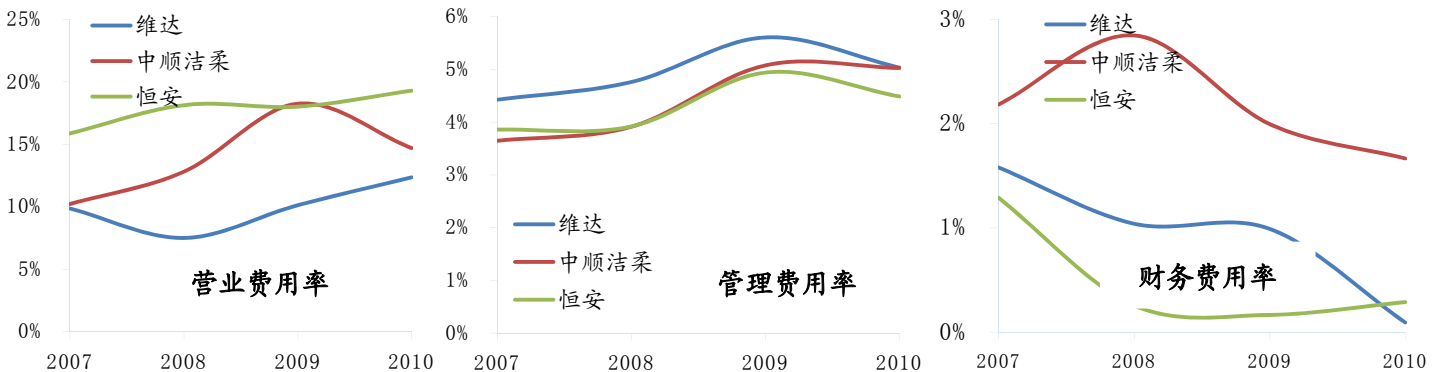
- 通过渠道整合, 公司在 2010 年实现期间费用绝对额及比例双降, 我们认为随着公司规模扩大、渠道的进一步优化以及公司募集资金后财务费用的减少, 公司期间费用率仍有下降空间。
- 公司与恒安营业费用率的差异主要来自于销售模式不同, 恒安大约一半销售额来自于直销。

图表59: 中顺纸业期间费用



来源: 国金证券研究所

图表60: 三大生活用纸企业费用率比较



来源: 国金证券研究所

## 盈利预测及估值

- 公司各产品销售、价格、毛利率预测见销售预测表。
  - 销售假设：我们预计 2011-2013 年公司生活用纸销售量 16.2、21、28 万吨，各产品结构变化不大。
  - 价格假设：成本下降背景下，企业促销力度加大，折合吨纸价格下降。
  - 毛利率假设：原料木浆成本下降，2012-2013 年生活用纸毛利率上升。
- 费用预测及税费假设如下表：

图表61：公司营业/管理/财务费用预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用/销售收入	12.80%	18.25%	14.70%	15.00%	16.00%	16.50%
管理费用/销售收入	3.91%	5.08%	5.03%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率%	1.48%	16.67%	16.76%	16.80%	16.80%	16.80%

来源：国金证券研究所

- EPS：2011 年 **0.51 元**、2012 年 **1.16 元**、2013 年 **1.68 元**。
  - 根据上面假设，我们测算公司 2011-2013 年营业收入为 18.32 亿元、22.9 亿元、31.58 亿元，分别同比增长 3%、25%、37.9%
  - 2011-2013 年公司归属于母公司的净利润分别为 0.82 亿元、1.86 亿元、2.69 亿元；实现全面摊薄 EPS 分别为 **0.51 元**、**1.16 元**、**1.68 元**。
  - 考虑到生活用纸行业的高成长性以及募投项目投产后，公司规模近翻番，同时制约企业盈利的成本因素消失，盈利弹性较大，我们建议“买入”，给予公司未来 6-12 个月 30 元目标价位，相当于 25.8x12PE。

图表62: 分产品销售预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>卷纸</b>						
平均售价 (元/吨)	10,120.72	9,439.48	10,027.95	10,030.00	9,500.00	9,700.00
增长率 (YOY)		-6.73%	6.23%	0.02%	-5.28%	2.11%
销售数量 (千吨)	84.70	104.00	102.00	107.00	137.00	175.00
增长率 (YOY)		22.79%	-1.92%	4.90%	28.04%	27.74%
销售收入 (百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,073.21	1,301.50	1,697.50
增长率 (YOY)		14.52%	4.19%	4.92%	21.27%	30.43%
毛利率	20.99%	32.50%	25.87%	22.30%	27.89%	28.35%
销售成本 (百万元)	677.29	662.65	758.24	833.88	938.51	1,216.25
增长率 (YOY)		-2.16%	14.43%	9.98%	12.55%	29.59%
毛利 (百万元)	179.93	319.05	264.61	239.33	362.99	481.25
增长率 (YOY)		77.32%	-17.06%	-9.56%	51.67%	32.58%
占总销售额比重	59.63%	60.73%	58.63%	58.58%	56.85%	53.76%
占主营业务利润比重	51.98%	56.20%	49.45%	47.97%	47.83%	45.06%
<b>软抽纸</b>						
平均售价 (元/吨)	11,607.91	11,711.05	12,883.31	12,900.00	12,400.00	12,600.00
增长率 (YOY)		0.89%	10.01%	0.13%	-3.88%	1.61%
销售数量 (千吨)	21.10	30.60	31.40	32.00	40.00	56.00
增长率 (YOY)		45.02%	2.61%	1.91%	25.00%	40.00%
销售收入 (百万元)	244.93	358.36	404.54	412.80	496.00	705.60
增长率 (YOY)		46.31%	12.89%	2.04%	20.16%	42.26%
毛利率	29.86%	39.02%	36.42%	33.33%	39.52%	39.68%
销售成本 (百万元)	171.79	218.53	257.20	275.21	299.98	425.60
增长率 (YOY)		27.20%	17.70%	7.00%	9.00%	41.88%
毛利 (百万元)	73.14	139.83	147.33	137.59	196.02	280.00
增长率 (YOY)		91.20%	5.36%	-6.61%	42.47%	42.84%
占总销售额比重	17.04%	22.17%	23.19%	22.53%	21.66%	22.35%
占主营业务利润比重	21.13%	24.63%	27.53%	27.58%	25.83%	26.22%
<b>手帕纸</b>						
平均售价 (元/吨)	15,017.14	14,922.07	16,172.29	16,200.00	15,700.00	15,900.00
增长率 (YOY)		-0.63%	8.38%	0.17%	-3.09%	1.27%
销售数量 (千吨)	10.50	11.10	13.10	14.00	21.00	30.00
增长率 (YOY)		5.71%	18.02%	6.87%	50.00%	42.86%
销售收入 (百万元)	157.68	165.64	211.86	226.80	329.70	477.00
增长率 (YOY)		5.05%	27.91%	7.05%	45.37%	44.68%
毛利率	30.70%	40.77%	39.66%	36.42%	41.40%	41.51%
销售成本 (百万元)	109.27	98.11	127.83	144.20	193.20	279.00
增长率 (YOY)		-10.22%	30.30%	12.80%	33.98%	44.41%
毛利 (百万元)	48.41	67.53	84.02	82.60	136.50	198.00
增长率 (YOY)		39.50%	24.42%	-1.69%	65.25%	45.06%
占总销售额比重	10.97%	10.25%	12.14%	12.38%	14.40%	15.11%
占主营业务利润比重	13.98%	11.89%	15.70%	16.56%	17.99%	18.54%
<b>盒巾纸</b>						
平均售价 (元/吨)	14,844.21	15,764.68	16,393.14	16,400.00	15,900.00	16,100.00
增长率 (YOY)		6.20%	3.99%	0.04%	-3.05%	1.26%
销售数量 (千吨)	5.70	4.70	3.50	4.00	7.00	14.00
增长率 (YOY)		-17.54%	-25.53%	14.29%	75.00%	100.00%
销售收入 (百万元)	84.61	74.09	57.38	65.60	111.30	225.40
增长率 (YOY)		-12.43%	-22.56%	14.33%	69.66%	102.52%
毛利率	26.95%	38.35%	37.61%	34.15%	38.99%	39.13%
销售成本 (百万元)	61.81	45.68	35.80	43.20	67.90	137.20
增长率 (YOY)		-26.10%	-21.63%	20.67%	57.19%	102.05%
毛利 (百万元)	22.80	28.42	21.58	22.40	43.40	88.20
增长率 (YOY)		24.61%	-24.06%	3.82%	93.71%	103.25%
占总销售额比重	5.89%	4.58%	3.29%	3.58%	4.86%	7.14%
占主营业务利润比重	6.59%	5.01%	4.03%	4.49%	5.72%	8.26%
<b>其它</b>						
销售收入 (百万元)	93.10	36.70	48.07	53.50	51.00	52.00
销售成本 (百万元)	71.23	23.81	30.50	36.50	31.00	31.50
毛利 (百万元)	21.87	12.89	17.57	17.00	20.00	20.50
销售总收入 (百万元)	1437.54	1616.50	1744.69	1831.91	2289.50	3157.50
销售总成本 (百万元)	1091.39	1048.77	1209.58	1332.99	1530.60	2089.55
毛利 (百万元)	346.15	567.72	535.12	498.92	758.90	1067.95
平均毛利率	24.08%	35.12%	30.67%	27.23%	33.15%	33.82%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,446</b>	<b>1,619</b>	<b>1,779</b>	<b>1,832</b>	<b>2,290</b>	<b>3,158</b>
增长率	11.9%	9.9%	3.0%	25.0%	37.9%	
主营业务成本	-1,099	-1,051	-1,244	-1,333	-1,531	-2,090
%销售收入	76.0%	64.9%	69.9%	72.8%	66.9%	66.2%
毛利	347	567	535	499	759	1,068
%销售收入	24.0%	35.1%	30.1%	27.2%	33.1%	33.8%
营业税金及附加	-3	-7	-6	-7	-9	-13
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-185	-295	-261	-275	-366	-521
%销售收入	12.8%	18.3%	14.7%	15.0%	16.0%	16.5%
管理费用	-57	-82	-89	-92	-114	-158
%销售收入	3.9%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	102	183	178	125	269	376
%销售收入	7.1%	11.3%	10.0%	6.8%	11.7%	11.9%
财务费用	-41	-32	-30	-13	-9	-5
%销售收入	2.8%	2.0%	1.7%	0.7%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-3	-1	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	58	149	141	112	260	371
营业利润率	4.0%	9.2%	7.9%	6.1%	11.3%	11.8%
营业外收支	5	5	3	0	0	0
税前利润	63	154	144	112	260	371
利润率	4.4%	9.5%	8.1%	6.1%	11.3%	11.8%
所得税	-1	-26	-24	-19	-44	-62
所得税率	1.5%	16.7%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润	62	128	120	94	216	309
少数股东损益	11	18	11	12	30	40
归属于母公司的净	<b>51</b>	<b>110</b>	<b>109</b>	<b>82</b>	<b>186</b>	<b>269</b>
净利率	3.5%	6.8%	6.1%	4.5%	8.1%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	62	128	120	94	216	309
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	41	46	57	59	84	109
非经营收益	35	35	27	61	26	18
营运资金变动	-12	10	-117	-258	33	-128
经营活动现金净流	<b>126</b>	<b>220</b>	<b>87</b>	<b>-45</b>	<b>359</b>	<b>309</b>
资本开支	-128	-85	-187	-300	-530	-200
投资	-4	-1	-100	-1	0	0
其他	0	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	<b>-132</b>	<b>-84</b>	<b>-286</b>	<b>-301</b>	<b>-530</b>	<b>-200</b>
股权募资	153	0	1,467	0	0	0
债权募资	15	1	247	-379	-53	-191
其他	-139	-30	-207	-40	-26	-18
筹资活动现金净流	<b>30</b>	<b>-29</b>	<b>1,507</b>	<b>-419</b>	<b>-79</b>	<b>-209</b>
现金净流量	<b>24</b>	<b>107</b>	<b>1,308</b>	<b>-765</b>	<b>-250</b>	<b>-100</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	162	248	1,715	950	700	600
应收款项	285	230	255	301	376	519
存货	279	267	412	511	545	687
其他流动资产	43	18	45	135	63	86
流动资产	770	763	2,427	1,897	1,684	1,891
%总资产	53.1%	51.5%	74.9%	64.7%	53.2%	54.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	603	632	721	964	1,411	1,502
%总资产	41.6%	42.7%	22.2%	32.9%	44.6%	43.4%
无形资产	60	70	72	69	68	67
非流动资产	679	717	814	1,034	1,481	1,571
%总资产	46.9%	48.5%	25.1%	35.3%	46.8%	45.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,449</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,932</b>	<b>3,165</b>	<b>3,462</b>
短期借款	472	499	767	391	338	146
应付款项	444	368	416	388	453	621
其他流动负债	27	26	22	26	31	43
流动负债	943	892	1,205	805	822	810
长期贷款	83	57	36	36	36	37
其他长期负债	5	5	2	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,031</b>	<b>954</b>	<b>1,244</b>	<b>841</b>	<b>859</b>	<b>847</b>
普通股股东权益	344	433	1,994	2,075	2,261	2,530
少数股东权益	74	92	3	15	45	85
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,449</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,932</b>	<b>3,165</b>	<b>3,462</b>

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.424	0.920	0.680	0.510	1.163	1.682
每股净资产	2.870	3.608	12.460	12.970	14.132	15.814
每股经营现金净流	1.052	1.833	0.544	-0.281	2.245	1.933
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.76%	25.51%	5.46%	3.93%	8.23%	10.63%
总资产收益率	3.51%	7.47%	3.36%	2.78%	5.88%	7.77%
投入资本收益率	10.34%	14.08%	5.28%	4.14%	8.35%	11.19%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	16.96%	11.95%	9.90%	2.98%	24.98%	37.91%
EBIT增长率	64.09%	78.64%	-2.81%	-29.48%	114.80%	39.97%
净利润增长率	24.89%	117.25%	-1.41%	-25.06%	127.97%	44.65%
总资产增长率	26.47%	2.08%	119.05%	-9.53%	7.95%	9.40%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	54.6	55.0	46.9	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	83.7	94.8	99.6	140.0	130.0	120.0
应付账款周转天数	52.9	56.9	47.5	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	137.1	138.4	144.6	164.7	198.3	154.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	93.73%	58.79%	-45.66%	-25.02%	-14.13%	-15.93%
EBIT利息保障倍数	2.5	5.7	6.0	9.8	28.9	75.4
资产负债率	71.13%	64.51%	38.38%	28.70%	27.13%	24.46%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B