

中顺洁柔 (002511.SZ) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

业绩拐点确定, 趋势向上明确

事件

自我们报告《扩张与毛利率提升, 盈利拐点已现》于11月25日发出以来, 市场对生活用纸行业及公司仍有一些疑问, 就大家关心的问题, 本篇报告期望能起到解惑作用。

问题1: 木浆价格跌幅多大? 明年是否会大幅反弹?

在解释这个问题前, 我们有必要介绍下中国市场木浆价格体系。中国木浆市场存在两个体系: 一、外盘价, 该价格是国外供应商对中国工厂及贸易商的报价, 外盘报价是到岸价, 不含税, 计价货币是美元; 二、内盘价, 该价格包括两个方面: 1、经销商将进口木浆转卖给中小企业的报价; 2、国内商品浆工厂(如亚太森博)的销售价格, 内盘价是含税价, 计价货币是人民币。

对于中顺洁柔等生活用纸厂而言, 原料主要从海外供应商购买, 因此外盘价是观察其成本变化的主要指标。同时由于生活用纸工厂高库存运作的原因(一般是4个月, 工厂库存2个月+在途、签单各1个月), 因此分析公司年度成本下降幅度以及预测业绩拐点时, 需考虑此问题。

当前, 漂白针叶浆价格已从二季度年内高点920美元/吨, 跌至近期650-670美元/吨, 跌幅28.3%; 漂白桉木浆从780美元/吨, 跌至530-550美元/吨, 跌幅30.8%。因企业可在浆价低点时增加备库, 锁定2012年成本, 做享价格反弹所带来的收益, 同时由于产品具有粘性, 跌幅要远小于成本下降, 因此生活用纸毛利率改善是非常确定的。

对于明年浆价走势, 我们认为由于全球经济疲软, 木浆供求关系难以改善, 浆价将处于低位。分季度看, 我们判断2011年12月-2012Q1期间维持弱势, 二、三季度浆价反弹, 但高度有限, 四季度受新增产能投放影响再次走弱(俄罗斯ELIM PULP公司70万吨漂白针叶浆/巴西ELDORADO公司150万吨漂白桉木浆)。而且我们认为2013-2015年期间受南美新增产能的影响, 全球浆价仍将保持低位, 全球木浆市场很可能再次经历再平衡过程。具体分析, 请看我们报告《扩张与毛利率提升, 盈利拐点已现》。

问题2: 行业新增产能这么大, 是否会出现价格战?

从我们统计数据看, 2011-2013年新增产能确实较前几年要多, 行业竞争确实将趋于激烈, 部分区域促销力度可能较大。但我们需强调四点: 1) 生活用纸是消费品, 不要以看待其它传统纸张如铜版纸、文化纸的眼光看待它, 像非卷纸类产品如软抽纸、合巾纸, 品牌及渠道对产品销售具有非常大的影响, 新增产能对市场的影响并不像其它纸种那么大; 2) 生活用纸属于体积大、重量轻产品, 存在合理的运输半径(500公里), 因此各区域市场竞争情况区别较大; 3) 2011-2013新增产能有一半是在内地市场(如华中、西南、东北)等地, 属于覆盖性产能, 这些地区生产全木浆产品企业很少, 而且这些地区都面临消费升级的需求, 新增产能正好满足市场需求; 4) 落后产能的淘汰将持续改善行业供求关系, 据我们测算国内落后生活用纸产能约150-200万吨, 在经济转型、产业结构调整的大背景下, 落后产能的淘汰是大概率事件。

而且拉长周期看, 我国生活用纸仍处于高速增长阶段, 产能过剩只是短期、阶段性的, 每年全木浆生活用纸消费增速10%-15%, 年增市场容量30万吨左右, 因此不用太过担心。

单就华南市场而言, 市场新增项目除了中顺洁柔外, 就是福建省的恒安及一些刚进入生活用纸行业的企业, 但就像我们报告《扩张与毛利率提升, 盈利拐点已现》所阐述的, 远距离运输及高昂的渠道费用, 会压缩这些企业的价格促销空间, 因此, 对市场价格战不用太过担忧。

3: 公司新增产能主要集中于华南市场, 能否消化?

公司今明两年江门工厂将新增 12 万吨全木浆生活用纸产能 (2011 年 5 万吨/2012 年 7 万吨), 增幅 1.3 倍左右, 确实存在一定销售压力。

根据我们测算, 华南地区每年新增市场容量 7-8 万吨, 但 2011-2012 年期间华南地区全木浆生活用纸新增产能除了公司外几乎没有。而且目前华南地区消费结构中, 仍有 40%-50% 是低档的非木浆产品, 在消费升级的推动下, 产品之间存在替代趋势, 这也会给公司腾出一定的市场空间。另外, 公司在华南市场只覆盖一、二线城市, 从 2010 年开始, 公司开始积极推行渠道下沉, 效果非常显著, 公司华南地区 2010 年营收增长 20%, 而 2008-2009 年仅 9% 不到, 因此潜力非常大。

问题 5: 公司过去几年为什么增速远低于恒安、维达? 未来的成长空间?

过去几年, 公司营收增速 10% 左右, 而同期恒安、维达营收增速都在 30% 或以上, 公司增速较慢主要受两个方面的影响: 1) 与山东东顺合作纠纷, 影响企业扩张速度 (目前该影响已消失); 2) 上市影响。我们预计在解决合作纠纷以及通过上市解决资金问题后, 公司将逐渐步入正轨, 有望实现快速增长。

而且, 目前我国生活用纸市场集中度非常低, 如按销售量计, 恒安等龙头企业的市场份额只有 8% 左右, 而中顺洁柔只有 2.6% 左右 (如按销售额计, 公司市占率近 4%)。而按照欧美的经验看, 前三大企业合计基本都占到 50%-60% 市场份额, 即便是第四大企业的市场份额也有 7%-10%, 因此我们非常看好公司发展前景。

问题 4: 公司与恒安国际、维达国际比较?

与恒安、维达相比, 我们认为无论是从品牌影响力、渠道建设, 还是企业规模、内部管理以及业务布局来看, 公司是存在一定差距的。公司品牌影响力主要在华南及香港地区, 在华东、华北以及内地城市要稍弱。而从渠道来看, 恒安国际的渠道已深入到县镇级别, 公司仍主要集中于一、二线城市。

我们比较了公司与维达国际产品价格及盈利性, 公司吨纸价格与毛利均高于维达, 但吨纸净利要远低于维达国际, 这主要受较高的渠道、财务费用影响。公司已开始对渠道进行整合, 同时财务费用在公司上市后也有望减少, 因此预计公司盈利能力将趋于改善。

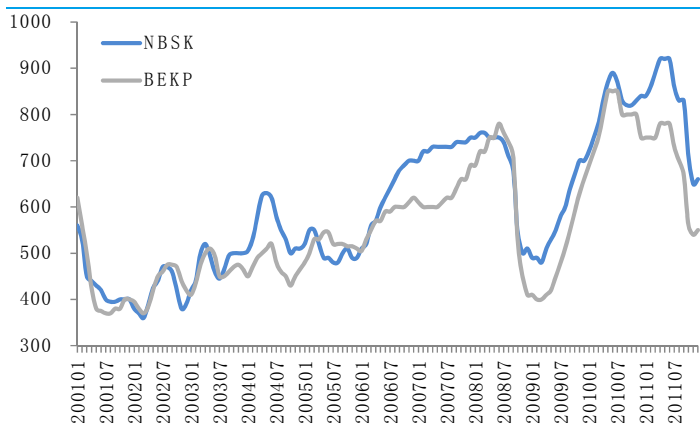
问题 6: 公司估值高于其它纸企的原因?

我们认为公司是消费型企业, 因此不应该按照传统造纸企业的 PE 对公司进行估值, 而应当按照消费股进行估值。以香港上市的恒安、维达为例, 两家企业静态 PE 分别为 35 倍、25 倍左右, 考虑到公司业绩的高增长, 同时公司内部管理仍有较大的改善空间, 盈利能力趋于上升的情况下, 我们认为给予公司明年近 26 倍 PE 是合适的。

投资建议

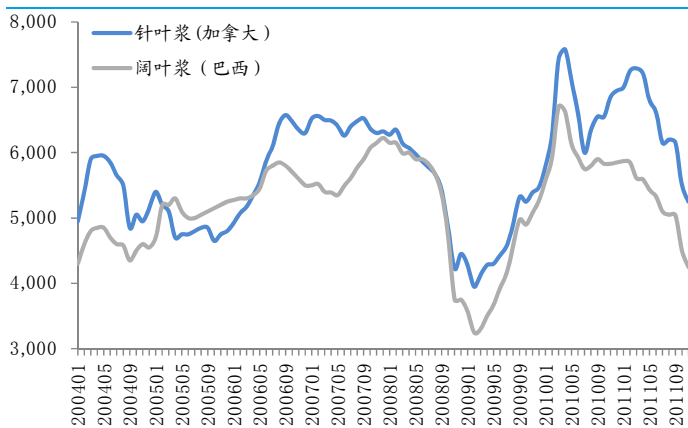
我们认为未来五年全木浆生活用纸仍可维持高增长, 预计增速 10%-15%。公司募投项目投产后产能快速翻番, 同时制约公司盈利的成本因素消失, 盈利弹性较大, 我们建议积极买入。维持公司 2011-2013 年盈利预测, EPS 分别为 0.51 元、1.16 元、1.68 元, 给予公司未来 6-12 个月 30 元目标价, 相当于 25.8x12PE。同时我们建议大家积极关注港股上市的维达国际、恒安国际。

图表1: 国外供应商报价 (美元/吨)

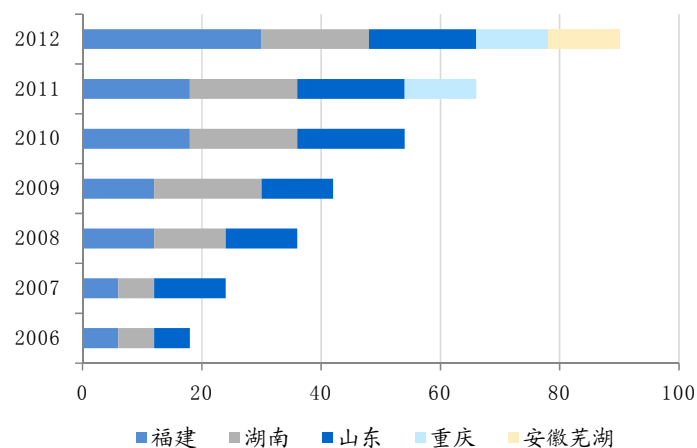


来源: 国金证券研究所

图表2: 国内市场木浆价格 (元/吨)

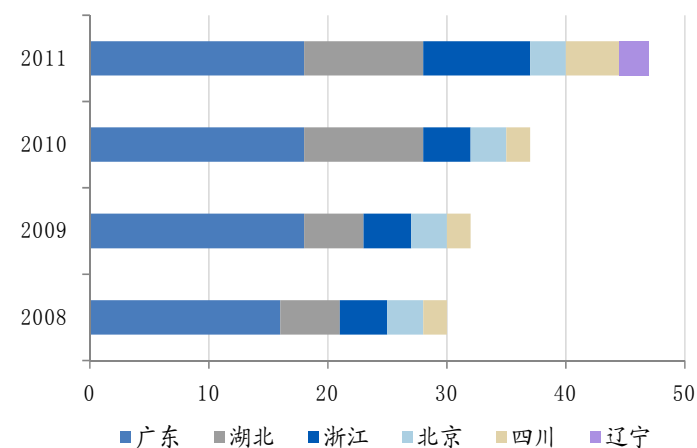


图表3: 恒安国际生产基地分布及产能 (万吨)

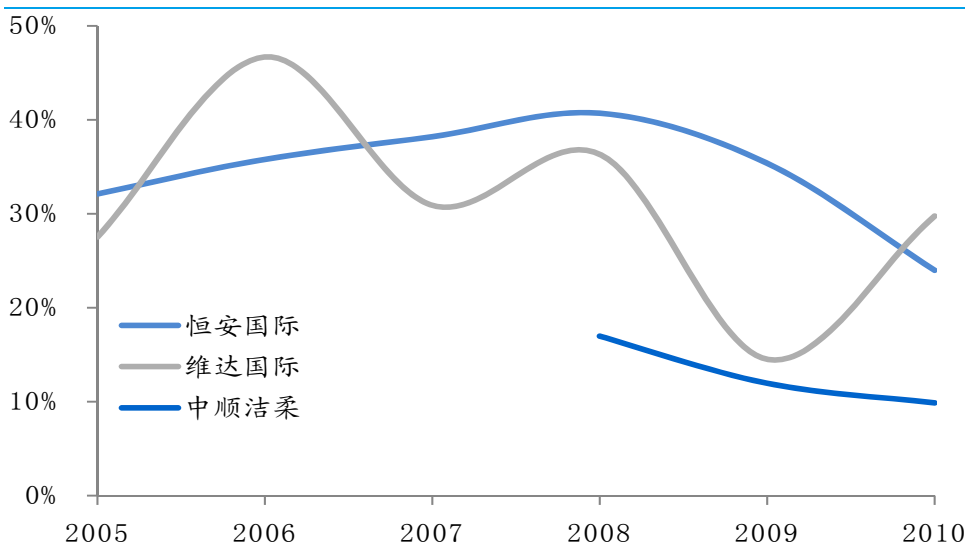


来源: 国金证券研究所

图表4: 维达国际生产基地分布及产能 (万吨)



图表5: 营业收入增速比较



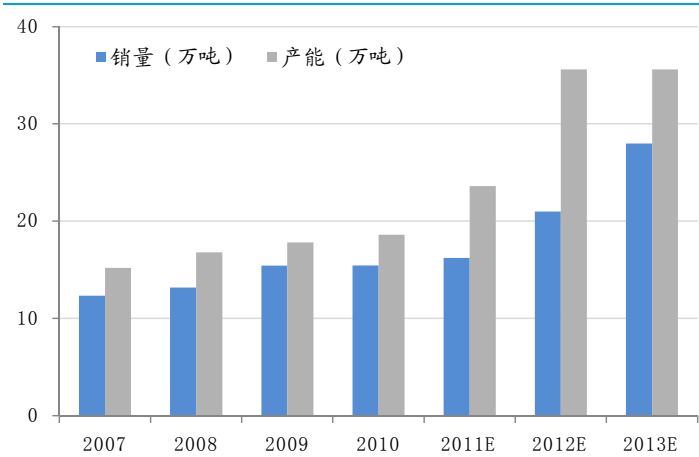
来源: 国金证券研究所

图表6: 企业产品价格及盈利性比较

	吨纸价格(元/吨)	吨纸毛利(元/吨)	吨纸净利(元/吨)
维达国际	10865	3203	1113
中顺洁柔	11293	3462	775

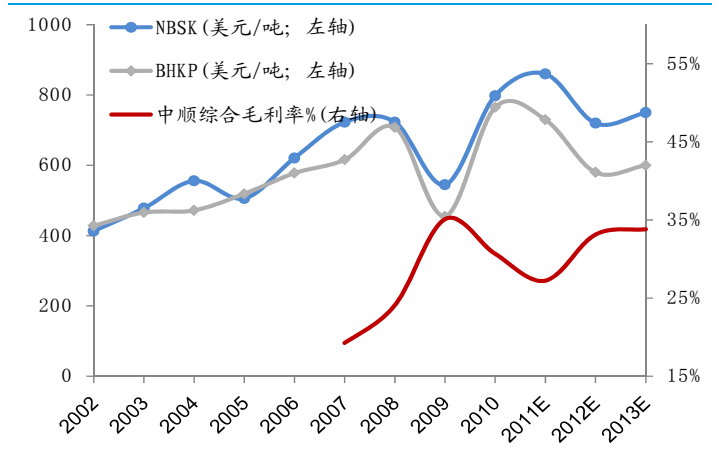
来源: 国金证券研究所

图表7: 中顺洁柔产能及销量预测



来源: 国金证券研究所

图表8: 中顺洁柔毛利率预测



历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-11-25	买入	25.63	30.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所



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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

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