

中顺洁柔 (002511.SZ)

造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

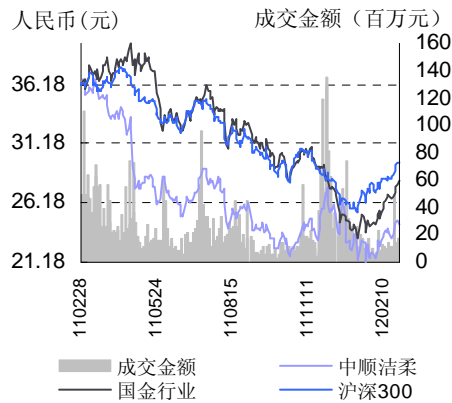
市价(人民币): 24.29元

业绩符合预期, 成本下降逻辑不变

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)	3,886.40
年内股价最高最低(元)	36.65/21.18
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《产能释放或超预期》, 2012.1.9
2. 《大股东增持印证拐点到来》, 2011.12.26
3. 《业绩拐点确定, 趋势向上明确》, 2011.12.18

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

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	0.512	1.120	1.615
每股净资产(元)	3.61	12.46	12.97	14.09	15.71
每股经营性现金流(元)	1.83	0.54	-0.48	2.18	1.74
市盈率(倍)	N/A	58.93	41.55	19.01	13.19
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%	-24.70%	118.60%	44.15%
净资产收益率(%)	25.51%	5.46%	3.95%	7.95%	10.28%
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

业绩简评

- 中顺洁柔发布业绩快报, 2011 年全年公司实现营业总收入 18.56 亿元, 同比增长 4.35%, 归属于母公司净利润 0.82 亿元, 下降 24.7%, 全年 EPS 为 0.51 元。其中四季度实现收入 5.51 亿元, 同比增长 12.6%, 归属母公司股东净利润 0.18 亿元, 同比增长 30.9%, 对应 EPS 0.11 元。

经营分析

- **业绩符合预期:** 公司 2011 年业绩与我们预期一致, 2011 年公司虽然营业收入仍实现一定增长, 但因成本影响, 净利润下降幅度较大。分季节看, 4 季度因投产了一台 2.5 万吨产能设备, 带动收入增长。(Q1-Q4, 收入分别同比增长-5%、1.3%、7.2%、12.6%), 不过由于产能扩张带来的费用增加, 导致 4 季度盈利改善幅度有限。
- **成本下降逻辑, 一季度将显现:** 在新设备投产的拉动下, 公司高价库存已于 1 月份使用完毕, 2 月份起公司开始使用低价木浆, 公司业绩拐点可于 2012 年一季度显现。因公司原料采用加权平均法, 同时原料采购与到货具有一定滞后性, 2011.11-12 月公司购买的绝对低价原料, 估计要到二季度才能完全体现。
- **募投项目陆续投产, 收入增长有保障:** 2011 年公司已新增了 5 万吨产能 (2 台设备、各 2.5 万吨, 投产期 2011 年 4 月、11 月)。2012 年公司还将新增 12 万吨左右产能, 分别是江门工厂 2 台设备, 产能合计近 6 万吨、成都工厂 1 台设备产能近 3 万吨、唐山工厂 1 台设备产能 2.5 万吨。公司规划投产时间都为 2012 年底, 但我们预计江门、成都工厂存在提前投产的可能性, 我们预计 2012 年公司实际有效产能将达到 26 万吨, 增长 28% 左右。华南地区近两年全木浆生活用纸新增产能除了公司外几乎没有, 我们认为在消费升级及渠道下沉的拉动下, 公司销售风险不大。

- **浆价反弹，成本下降逻辑不变。**2011 年末木浆价格开始反弹，3 月桉木浆外盘供应商报价已达 640 美元/吨，从底部 530 美元/吨起，已反弹 110 美元；针叶浆反弹幅度较小，仅 20 美元/吨，3 月份漂白针叶浆报价 680-700 美元/吨。我们在年度策略《分享成本红利、寻找确定性收益》已阐述我们对于 2012 浆价的看法，我们认为 2012 年前三季度浆价将反弹。近期浆价反弹的具体原因：1) 前期在 2011 年 11、12 月国内工厂在低价的时候补了很多货源，海外供应商库存大幅下降；2) 国内木浆工厂生产成本约 4000-4300 元/吨，国内工厂已是亏损，不可持续；3) 国内纸厂开工率有所好转，需求上升；4) 浆价上涨的背景下，客户买涨不买跌，销售较好。对于浆价反弹的高度，我们仍维持前期观点，漂白针叶浆高度 750 美元/吨、桉木浆 650 美元/吨，我们认为无论是从海外需求、还是从国内纸厂的态度以及纸张价格来看，都不支持浆价大幅上涨。而且新产能也将于今年 Q3、Q4 陆续投放 (ILIM PULP 70 万吨针叶浆、ELDORADO 150 万吨桉木浆)。对于浆价反弹对公司投资逻辑的影响，我们认为短期影响不大。公司前期在 2011.11-2012.1 月已采购一定量的低价原料，而且虽然供应商报价达 640 美元/吨，但大客户购买时仍可获得一定的折扣。此外，由于去年货币紧缩的缘故，大部分企业受资金影响只少量购买了低价原料，因此近期浆价的反弹也会影响生活用纸行业的促销力度。(我们预测公司业绩时，假设木浆价格下跌 1000 元，其中 500 元用于促销)

盈利调整及投资建议

- 我们认为生活用纸作为弱周期行业，受经济波动影响小，产品价格具有较好的粘性，同时显著受益于成本下降，业绩增长具有较强的确定性。在大多数行业及企业因经济下行，盈利增速趋于下降的背景下，公司具有较好的投资价值，而且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，我们建议买入。维持公司 2011-2013 年盈利预测，EPS 分别为 0.51 元、1.12 元、1.62 元，给予公司未来 6-12 个月 30 元目标价，相当于 26.8x12PE 和 18.6x13PE。

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	1	1
买入	0	0	1	3	5
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	2.00	1.80	1.82

来源：朝阳永续

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
2 2011-12-18	买入	25.88	N/A
3 2011-12-26	买入	22.99	N/A
4 2012-01-09	买入	22.21	N/A

来源：国金证券研究所

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，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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B