

# 中顺洁柔 (002511.SZ) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

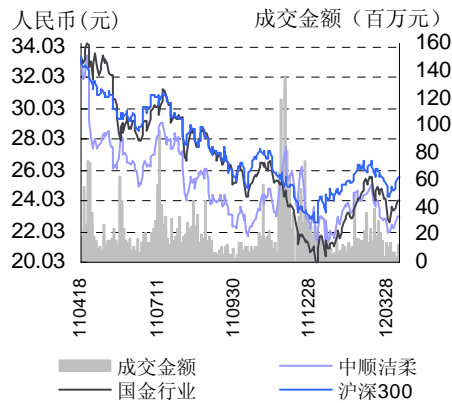
市价(人民币): 23.00元

## 收入逐季向好, 费率下降明显

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)	72.72
总市值(百万元)	3,680.00
年内股价最高最低(元)	33.49/21.18
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.680	0.503	1.119	1.501	1.860
每股净资产(元)	12.46	12.96	14.08	15.49	17.35
每股经营性现金流(元)	0.54	-0.23	2.13	1.19	1.55
市盈率(倍)	58.93	46.88	20.56	15.32	12.37
行业优化市盈率(倍)	21.78	20.88	20.88	20.88	20.88
净利润增长率(%)	-1.41%	-26.03%	122.27%	34.19%	23.86%
净资产收益率(%)	5.46%	3.88%	7.94%	9.69%	10.72%
总股本(百万股)	160.00	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

- 2011 年全年实现营业总收入 18.56 亿元, 同比增长 4.35%, 归属于母公司净利润 8053.8 万元, 下滑 26%, 全年 EPS 0.5 元, 业绩基本符合预期。
- 公司 2011 年分配方案: 向全体股东每 10 股转增 3 股, 每 10 股派发现金 2 元(含税)。

### 经营分析

- **收入逐季向好:** 2011 年公司虽然新增了 5 万吨产能, 但由于第二台设备于年底投产, 同时受限电等因素影响, 新增产能对全年贡献有限, 致使收入增速较低, 但公司逐季向好趋势非常明显。
  - 分季度看, 1-4 季度公司收入增速分别为 -5%、1.3%、7.2%、12.6%。而从环比角度看, 公司 Q3、Q4 增速分别为 13.4%、15.5%, 向好趋势明显。
  - 从产品结构角度看, 非卷纸等高档产品在公司收入结构中继续上升, 2011 年公司非卷纸增速为 7.8%, 高于卷纸类产品 (3.8%)。同时公司继续大力推广洁柔 face 可湿水系列及 lotion 柔滑系列等高端产品, 销售情况良好。
- **高价原料, 拖累业绩:** 2011 年公司虽然营业收入仍实现一定增长, 但因高价原料影响, 净利润下降幅度较大。而 2011 年下半年木浆价格已大幅下跌, 由于纸企可在浆价低位时大量备库, 因此企业 2012 年毛利率将大幅反弹, 这也是我们看好公司的重要原因。公司高价原料 1 月下旬已基本使用完毕, 因此一季度公司业绩高增长确定性较强。
- **渠道优化, 卓有成效:** 2011 年营业费用率微幅下降, 其中 Q4 在收入快速增长的背景下, 实现营业费用、管理费用绝对额及费率双降 (营业费用率 Q4 13.2%VS Q3 15.4%; 管理费用率 Q4 4.7%VS Q3 5.7%), 渠道调整效果显著。

### 相关报告

1. 《业绩符合预期, 成本下降逻辑不变》, 2012.2.28
2. 《产能释放或超预期》, 2012.1.9
3. 《大股东增持印证拐点到来》, 2011.12.26

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

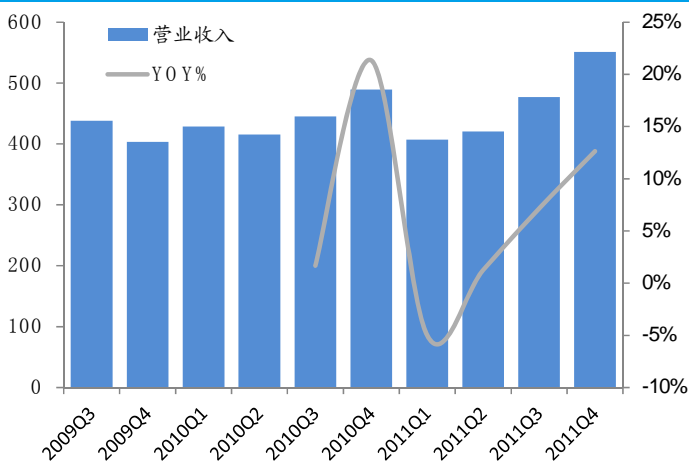
万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

图表1: 公司重点财务数据

	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
营业收入	437.97	403.30	428.64	415.54	445.31	489.37	407.12	420.74	477.16	551.24
YOY%					1.68%	21.34%	-5.02%	1.25%	7.15%	12.64%
营业成本	276.65	260.10	282.61	282.47	319.59	359.40	298.12	302.30	359.64	416.87
毛利	161.32	143.20	146.04	133.08	125.72	129.97	109.00	118.44	117.52	134.37
YOY%					-22.06%	-9.24%	-25.36%	-11.00%	-6.53%	3.39%
销售费用	79.01	80.49	64.70	55.84	64.05	76.86	60.44	64.72	73.84	73.01
管理费用	23.54	26.27	19.23	23.20	22.66	24.29	25.78	24.39	27.17	26.00
财务费用	7.99	7.30	7.63	8.46	7.25	6.31	2.20	-0.24	-2.80	6.20
营业利润	47.53	27.43	53.23	44.71	29.35	13.29	20.96	30.73	19.57	26.70
营业利润率%	10.85%	6.80%	12.42%	10.76%	6.59%	2.72%	5.15%	7.30%	4.10%	4.84%
YOY%					-38.25%	-51.55%	-60.62%	-31.26%	-33.31%	100.92%
利润总额	48.23	28.54	54.01	45.36	29.73	14.77	29.96	37.20	21.43	22.55
YOY%							-44.53%	-17.98%	-27.91%	52.71%
净利润	46.39	24.27	43.71	38.95	23.50	13.59	25.63	22.23	15.87	16.97
YOY%					-49.34%	-44.02%	-41.37%	-42.93%	-32.47%	24.90%
归属于母公司所有者净利润	41.97	20.18	38.69	33.55	22.66	13.98	25.59	22.17	15.81	16.97

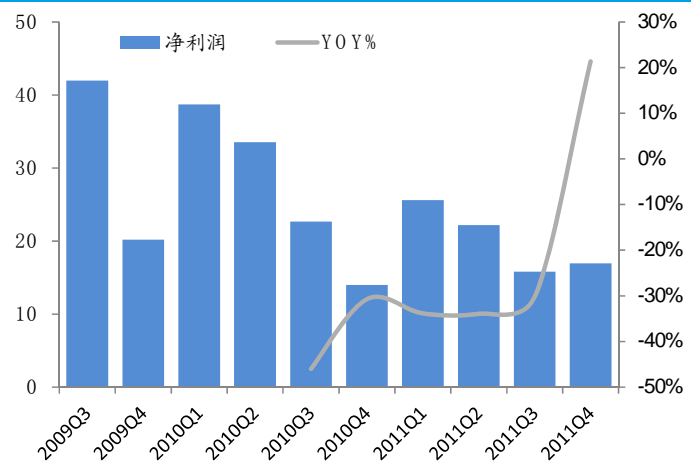
来源: 公司报表、国金证券研究所

图表2: 公司收入已向好 (百万元)

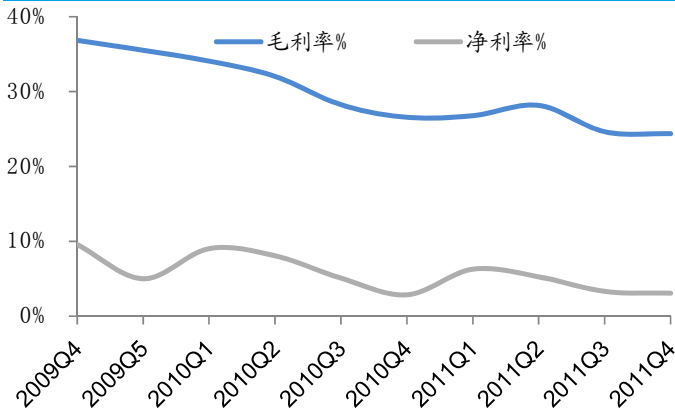


来源: 公司报表、国金证券研究所

图表3: 公司净利润 (百万元)

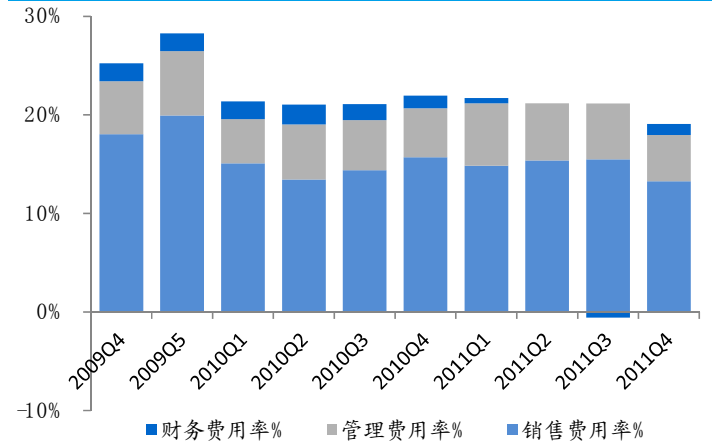


图表4: 公司盈利能力



来源: 公司报表、国金证券研究所

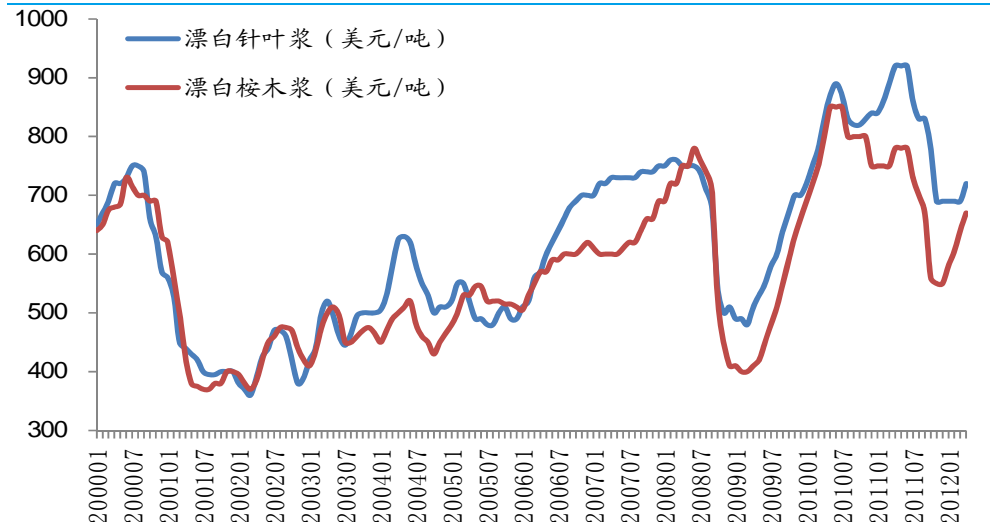
图表5: 期间费用率继续下降



浆价反弹，短期不改盈利预测

- 木浆价格自年初以来开始反弹，其中漂白针叶浆反弹近 10%；漂白桉木浆反弹幅度 21%。浆价反弹的原因：1) 需求恢复。在浆价大幅急跌后，用户开始加大买入力度，尤其是中国用户抄底急切，备库需求的大幅回升逆转了浆市走势，供应商库存快速下降；2) 价格低于成本，不可持续。2011 年 12 月针叶、阔叶浆价格已基本低于企业成本价，因此当需求改善时，快速反弹亦在清理之中；3) 供应商减产，供应减少。南美供应商在过去几个月一直降低开工率，并延长维修时间，控制市场供应量。
- 我们认为当前浆价已是高点，后市空间有限，短期反弹越猛，后市下跌的可能性越大。目前西欧、美国木浆消费仍呈下降趋势，全球木浆消费主要依赖中国，而中国用户在前期已备了大量库存，因此当浆价反弹过快或到达企业心里合理价位后，需求很可能突然下降。
- 在前期低价时，龙头企业基本都已备库 7-8 个月左右的库存，基本可用到三季度底左右，因此当前浆价的反弹短期内不影响公司的盈利预测。而且浆价的快速反弹，企业也会减小促销的力度。此外，我们认为 4 季度随着国外木浆产能的释放，浆价向下的可能性较大。

图表6: 中国进口木浆价格反弹

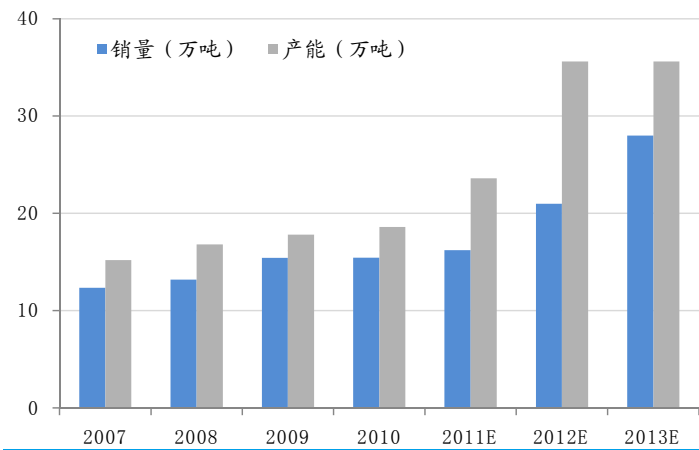


来源: 国金证券研究所

**产能释放，增长进入快车道**

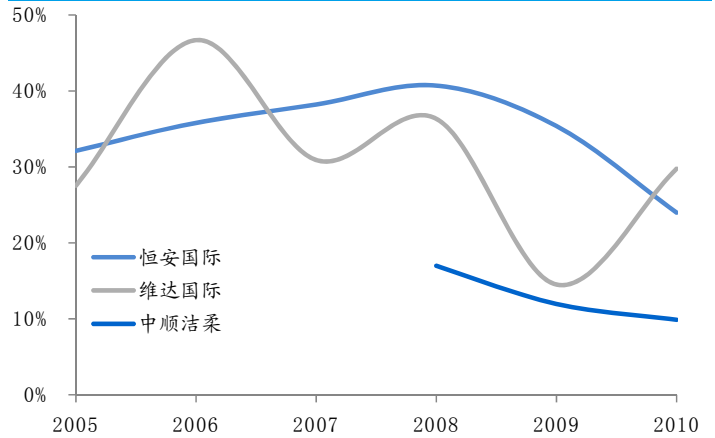
- 受益于消费升级以及产品结构替代，我国全木浆生活用纸处于快速增长的黄金期。无论从行业数据、还是龙头企业的销售情况都证明了这一点。据 AC 尼尔森统计，全木浆生活用纸行业年销量增速保持 10%-20%之间，而维达、恒安、金红叶等龙头增速达 20%-30%。
- 公司过去几年增长较慢的主要原因受制于产能因素，而随着公司募投项目的陆续释放（2011 年公司已新增了 5 万吨产能，2012 年公司新增 12 万吨），困扰公司增长的因素已消失。公司作为行业龙头，具备较好的品牌力，而且产能释放集中于公司强势的华南、西南市场，我们认为在消费升级及渠道下沉的拉动下，公司收入将进入快速增长期。

**图表7：中顺洁柔产能快速增长**



来源：公司报表、国金证券研究所

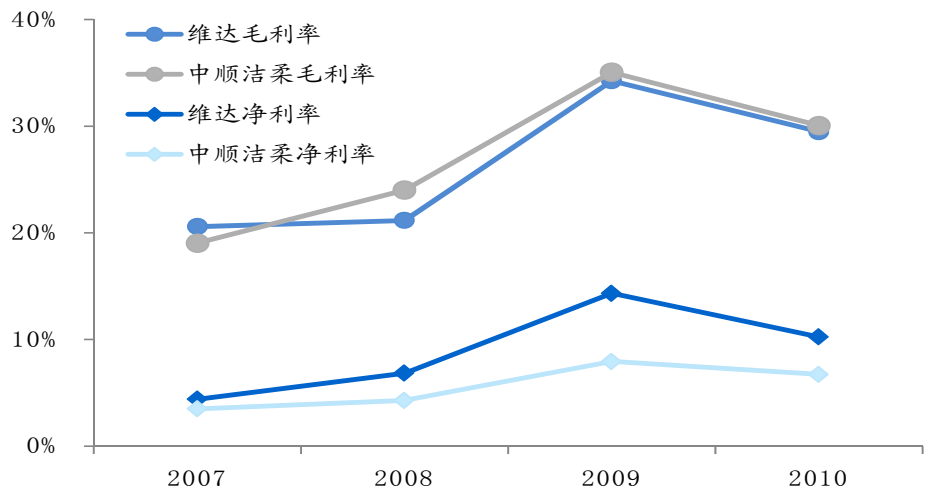
**图表8：高档木浆处于高速成长期**



**渠道改善空间大**

- 公司与维达国际产品结构、产品毛利率基本相同，但公司净利率水平低于维达 3-5 个百分点，而主要原因是渠道费用影响较大。
- 公司近两年积极加大对渠道调整优化，培养优质经销商，增强对经销商的控制，同时新上 ERP 管理系统，加大对费用的控制。从 2011Q4 情况看，效果比较明显，我们认为公司已站上正确的路上，后市存在较大的改善空间。

**图表9：洁柔/维达盈利能力比较**



来源：公司报表、国金证券研究所

### 盈利调整及投资建议

- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入 22.8 亿元、30.9 亿元、38.78 亿元，归属母公司股东净利润 1.79 亿元、2.4 亿元、2.98 亿元，对应 EPS 为 1.12 元、1.5 元、1.86 元。
- 我们认为我国全木浆生活用纸仍处于快速成长期，而且我们中期看淡浆价，生活用纸将显著受益于成本下降，我们坚定看好生活用纸行业中长期表现。公司作为生活用纸四大龙头之一，产能扩张&成本下降将驱动公司高增长，而从中期看，渠道改善所带来的盈利力的上升也是公司的重要看点。公司目前股价对应 2012 年 20.6 倍 PE，我们维持公司“买入”评级。

图表10: 三张报表简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,619	1,779	1,856	2,280	3,091	3,878
增长率		9.9%	4.4%	22.8%	35.6%	25.5%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,537	-2,098	-2,657
%销售收入	64.9%	69.9%	74.2%	67.4%	67.9%	68.5%
毛利	567	535	479	743	993	1,221
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	32.6%	32.1%	31.5%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-9	-12	-16
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-295	-261	-272	-342	-464	-582
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-82	-89	-103	-128	-170	-213
%销售收入	5.1%	5.0%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	183	178	95	264	347	410
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	11.6%	11.2%	10.6%
财务费用	-32	-30	-5	-9	-4	7
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.4%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-1	-7	8	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	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	149	141	98	255	343	417
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	11.2%	11.1%	10.7%
营业外收支	5	3	13	18	15	20
税前利润	154	144	111	273	358	437
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	12.0%	11.6%	11.3%
所得税	-26	-24	-30	-74	-93	-109
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	199	265	328
少数股东损益	18	11	0	20	25	30
归属于母公司的净利润	110	109	81	179	240	298
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	7.9%	7.8%	7.7%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	248	1,715	953	400	400	414
应收款项	230	255	260	362	491	616
存货	267	412	509	505	690	874
其他流动资产	18	45	105	63	86	108
流动资产	763	2,427	1,827	1,331	1,666	2,012
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	44.4%	53.2%	56.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	632	721	897	1,592	1,398	1,476
%总资产	42.7%	22.2%	31.8%	53.2%	44.6%	41.5%
无形资产	70	72	72	69	68	67
非流动资产	717	814	994	1,663	1,468	1,545
%总资产	48.5%	25.1%	35.2%	55.6%	46.8%	43.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>2,994</b>	<b>3,134</b>	<b>3,557</b>
短期借款	499	767	404	310	52	0
应付款项	368	416	344	381	519	657
其他流动负债	26	22	-18	27	36	46
流动负债	892	1,205	730	718	608	703
长期贷款	57	36	0	0	0	1
其他长期负债	5	2	13	0	0	0
<b>负债</b>	<b>954</b>	<b>1,244</b>	<b>743</b>	<b>718</b>	<b>608</b>	<b>704</b>
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,253	2,478	2,776
少数股东权益	92	3	3	23	48	78
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>2,994</b>	<b>3,134</b>	<b>3,557</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.920	0.680	0.503	1.119	1.501	1.860
每股净资产	3.608	12.460	12.963	14.082	15.488	17.347
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	2.132	1.186	1.548
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	25.51%	5.46%	3.88%	7.94%	9.69%	10.72%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	5.98%	7.66%	8.36%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	7.45%	9.96%	10.77%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	22.81%	35.58%	25.47%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	177.80%	31.48%	18.18%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	122.27%	34.19%	23.86%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	6.14%	4.68%	13.50%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	55.0	46.9	43.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	94.8	99.6	122.1	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	56.9	47.5	53.1	53.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	138.4	144.6	154.8	237.2	161.4	136.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-3.95%	-13.76%	-14.49%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	28.4	96.9	-61.5
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	23.97%	19.40%	19.78%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	128	120	81	199	265	328
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	46	57	52	87	115	123
非经营收益	35	27	22	30	-3	-18
营运资金变动	10	-117	-192	25	-188	-184
<b>经营活动现金净流</b>	<b>220</b>	<b>87</b>	<b>-37</b>	<b>341</b>	<b>190</b>	<b>248</b>
资本开支	-85	-187	-306	-763	95	-180
投资	-1	-100	0	-1	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>-286</b>	<b>-306</b>	<b>-764</b>	<b>95</b>	<b>-180</b>
股权募资	0	1,467	0	0	-15	0
债权募资	1	247	-394	-107	-258	-51
其他	-30	-207	-64	-23	-12	-2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>1,507</b>	<b>-458</b>	<b>-131</b>	<b>-285</b>	<b>-53</b>
<b>现金净流量</b>	<b>107</b>	<b>1,308</b>	<b>-801</b>	<b>-553</b>	<b>0</b>	<b>14</b>

来源: 公司报表、国金证券研究所

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	1	1	2
买入	0	0	1	1	6
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	1.50	1.50	1.67

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
5 2012-02-28	买入	24.12	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作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