

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

走出蹉跎，等待质变

事件

我们于近期调研了中顺洁柔，与公司高管就公司经营现状，未来的发展规划，当前存在的问题，以及未来的改善方向进行深入而坦率的交流。

评论

产能释放超预期: 公司募投项目共计 17 万吨，其中 5 万吨（2 台设备，各 2.5 万吨）已于 2011 年二、四季度投产，剩余的 12 万吨的项目分布于河北唐山、四川成都以及广东江门，有望于今年 7-10 月份陆续投产。目前公司销售情况良好，产品供不应求，需从其它企业购买原纸再加工。募投项目的投产将从根本上缓解公司产能瓶颈，而且三、四季度是生活用纸的消费旺季，产能释放契合需求上升，因此公司全年高增长无忧。而且我们一直强调公司过去几年增长较慢，主要是受制于产能瓶颈。目前国内生活用纸正处于升级&放量期，市场容量保持 20%左右增长，随着公司募投项目的投产，我们预计公司未来 2-3 年收入增速基本可保持 20%-30%，公司已走出前几年的蹉跎期，已步入快速增长轨道。

毛利率二季度将继续上升，费用问题短期难解: 目前企业低价库存木浆基本可用到 10-11 月份，而且我们预计后期浆价下行概率较大，因此全年看生活用纸毛利率将处于高位。从季度看，预计二季度将是毛利率高点（Q2 对应 2011.11-2011.12 月份浆价）。公司一季度由于费用支出较大，导致业绩低于我们预期。我们需强调一点，费用支出的大幅上升与市场竞争加剧无关，因为我们从恒安、维达了解，二者收入均维持 30%以上高增长，而且基本无促销，费用率也无显著改变。公司费用的大幅增加更多地与企业的渠道不力及销售策略有关（新产能即将释放，加大广告投入），而渠道问题短期内难以改变，同时由于下半年产能释放较多，因此费用较高问题短期内预计难以改变，但也不会像 Q1 那么高，全年销售费用率预计 16%左右。

浆价反弹近尾声，未来 2 年将维持相对低位: 成本下降是我们当时推荐公司的主要逻辑，浆价走势对公司业绩影响较大。我们在 5 月初《纸业年报&季报总结及近期观点更新》报告中详细阐述我们对近期浆价的观点，我们认为浆价反弹已是尾声，根据原因是需求的再次走弱。一方面由于中国用户在前期已备了大量库存，当前浆价反弹已到达或超过企业心理合理价位，中国用户采购量将逐步减少。因为目前欧美木浆需求仍处下降通道，全球木浆消费主要依赖中国，中国采购量的减少，全球木浆必将再次走入失衡状态；另一方面由于国内经济的增长乏力，纸张消费难有明显起色，纸价低位也抑制了浆价的反弹高度。国内木浆现货市场主要用户是中小企业，由于造纸行业经营环境的恶化，企业盈利情况普遍较差，因此浆价反弹过快，企业将减少购买量；此外，当前木浆内外盘已现倒挂，经销商陷入亏损。因此若海外浆厂不提供更多的折扣或降价，经销商肯定减少购买量。而且经销商当前普遍信心不足，逐渐减少进货量以降低风险。5 月份中下旬国外漂白针叶浆供应商已下调报价 50 美元，至 650-670 美元/吨；漂白桉木浆报价 700 美元，但此报价已显著超过工厂心理预期，估计难有实单产生，实际成交价预计维持 670 美元/吨。从中期看，我们维持前期观点，由于全球木浆消费增速下行，加上南美新产能的大规模释放，全球浆价未来 2-3 年内将维持相对低位。结合成本&汇率情况，预计漂白针叶浆 650-750 元/吨；桉木浆 550-650 美元/吨。因此预计未来 2-3 年生活用纸龙头企业的毛利率将保持 30%左右。对于因新增产能较多，竞争加剧等问题，应该具体问题具体分析。因为生活用纸是消费品，需重点分析各企业品牌力&渠道力。

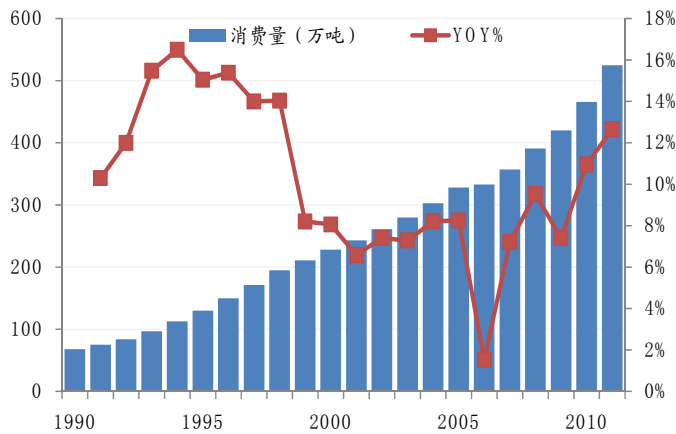
质变仍需等待：我们认为公司与恒安、维达存在较大的差距，主要体现在管理、品牌建设、渠道深度及覆盖度、人才队伍、及激励机制等方面。但公司基础非常好，具备成为黑马的潜质。公司当前净利率仅 5% 左右，而维达则有 11%-12%（二者产品结构、价格、毛利率基本相同），公司如能在管理效率，渠道布局、费用控制方面有所改善，公司业绩将爆发增长，这也是我们看好公司的重要原因。从短期看，公司目前主要需要解决三个问题：1、渠道定位：公司目前以经销商为主策略，对 KA 及大客户渠道则以维持为主，我们认为此举与销售扁平化，加大对终端控制的潮流背道而驰，而且从其它优质企业经验看，此举成功的概率较小，因此迫切需要改变。经销商模式一方面导致企业严重依赖经销商，经销商的议价能力较强，在竞争加剧、成本下降的背景下，企业将不得不向经销商及消费者转移利润；另一方面渠道终端掌握在经销商手里，如企业与经销商合作生变，对企业销售影响较大（公司湖北市场的教训深刻）；此外，企业与消费者之间隔着经销商，难以对终端需求变化作出快速反应；第四，由于生活用纸经销商大多代理多个品牌，因此依靠经销商方式，渠道推力不强，对企业的品牌拓展及维护也不是很得力。2、找到符合自身实际情况，可异地复制快速盈利的销售模式。公司目前盈利区域主要是华南、西南市场，其它诸如华东、华中、华北市场基本都是亏损。公司目前并未找到一套可异地复制的成熟销售模式，公司盈利的市场主要通过长时间投入才实现的，时间跨度长，花费资金大，效果不佳。而且目前三、四线城市正处于快速发展期，在竞争对手依靠成熟销售模式快速复制抢占市场的时期，公司迫切需要建立自己的模式，缩短盈利时间。3、建立吸引高素质人才的体制及激励机制。公司是民营企业，目前虽建立职业经理人制度，但实际管理人仍属于邓氏家族，因此需解决委托代理问题，如代理人信任及代理人损耗等。其次公司目前存在管理效率低下，高素质人才匮乏等问题，急切需要建立合理的体制及激励机制，筑巢引凤吸引高素质人才。可喜的是公司也意识到自身与其他竞争对手存在的差距，也有改变的意愿，但目前仍未找到明确方法。我们认为公司改变仍需要一定时间，但也不用太悲观，重要的迈出改变的步伐，维达的质变只用了 2 年左右的时间，公司目前关键是找到可带来改变的人和机制。

中长线投资者可逐步布局：虽然公司目前存在这样那样的问题，但我们认为中长线投资者可逐步布局。一、生活用纸行业仍处于快速增长，2011 年市场容量增长 21%。我们认为一、二线城市升级&三、四线城市放量的趋势仍将维持，龙头企业未来三年基本可保持 20%-30% 增速；二、原料成本中长期低位。我们认为由于需求增速下行&南美新产能的陆续释放，全球木浆将再次进入供大于求格局，木浆价格未来 2 年内都将处于低位，因此生活用纸盈利力将长期处于高位；三、公司盈利力已处于谷底。Q1 公司净利率仅 5% 左右，而竞争对手达 10%-12%，我们认为公司盈利力已处于谷底，继续下降的可能性不大，后市收入增长&管理改善则是公司业绩增长的核心驱动力。

投资建议及盈利调整

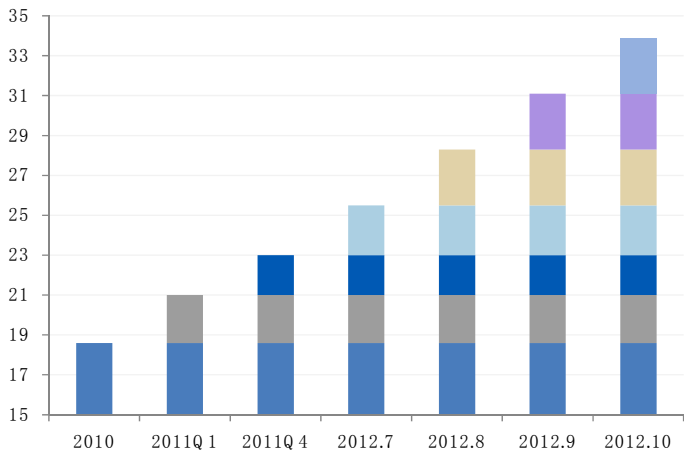
- 我们认为公司作为生活用纸四大龙头之一，具备较好品牌力，产能扩张&成本下降将继续驱动公司业绩增长，而从中期看，渠道改善所带来的盈利力的上升也是公司的重要看点。虽然公司一季报低于预期，但我们预计全年业绩翻番的概率仍较大，我们建议长线投资者可逐步买入。
- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入 24.15 亿元、31.63 亿元、39.64 亿元，归属母公司股东净利润 1.55 亿元、2.13 亿元、2.8 亿元，对应 EPS 为 0.97 元、1.33 元、1.75 元。

图表1: 我国生活用纸消费量



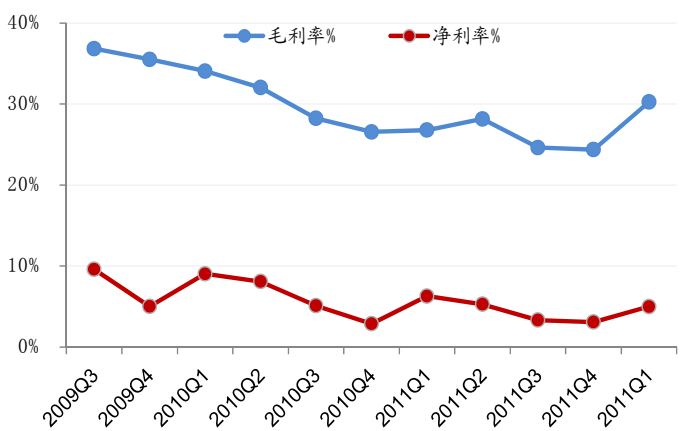
来源: 中国生活用纸协会、国金证券研究所

图表3: 公司2012年实际有效产能达26万吨



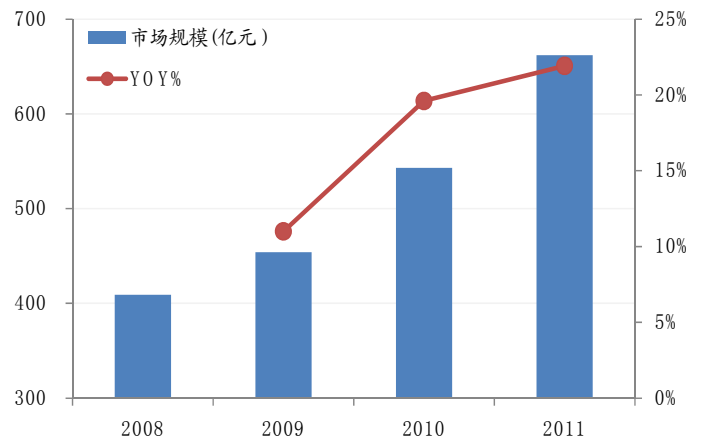
来源: 公司财务报告、国金证券研究所

图表5: 公司盈利能力

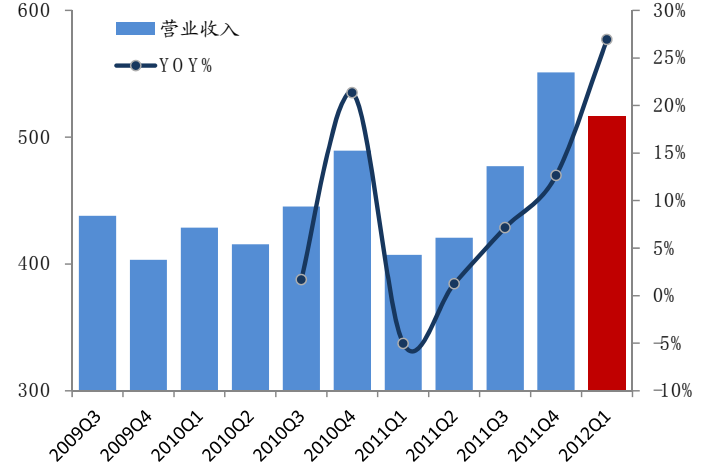


来源: 公司财报、国金证券研究所

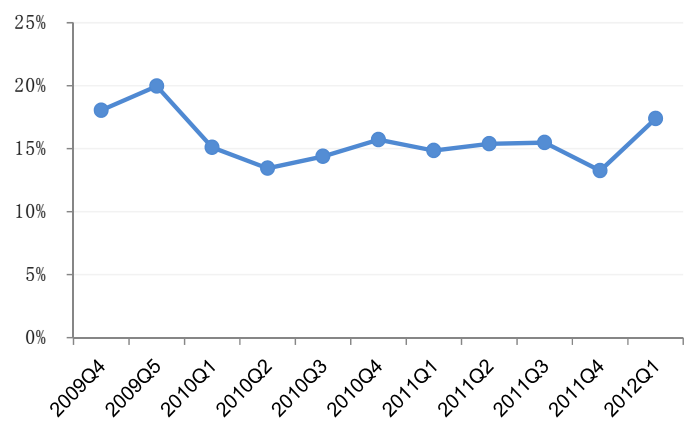
图表2: 我国生活用纸市场容量高速增长



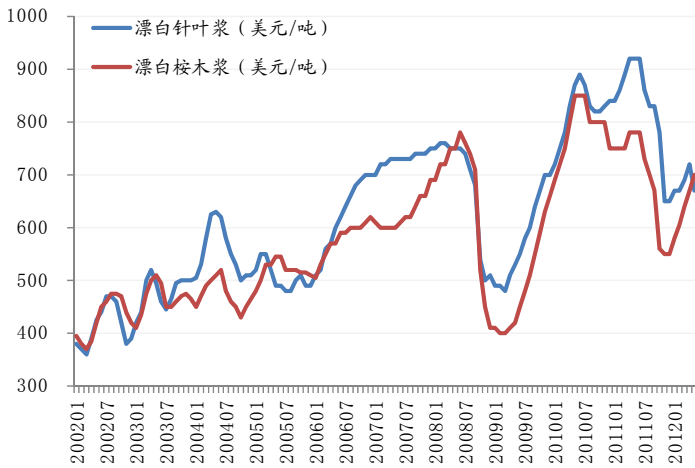
图表4: 公司已走上增长之路 (百万元)



图表6: 公司销售费用率%

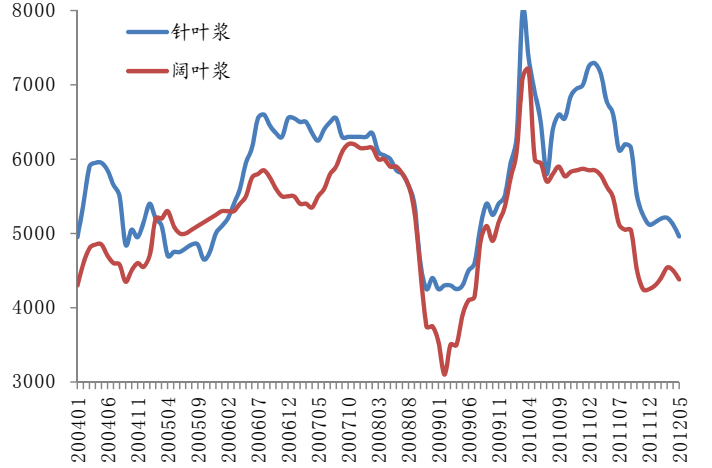


图表7: 国外供应商对中国市场木浆报价

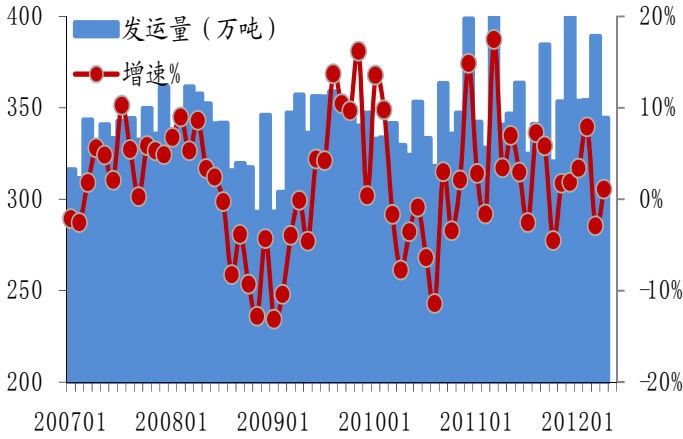


来源: RISI、国金证券研究所

图表8: 国内现货市场木浆价格(元/吨)

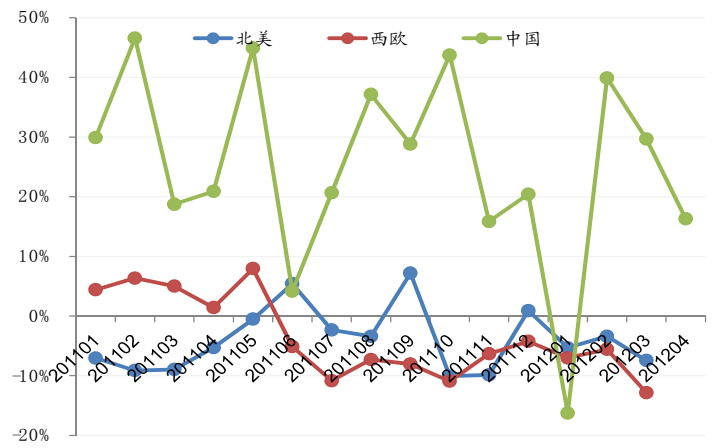


图表9: 全国20国木浆发运情况(万吨)

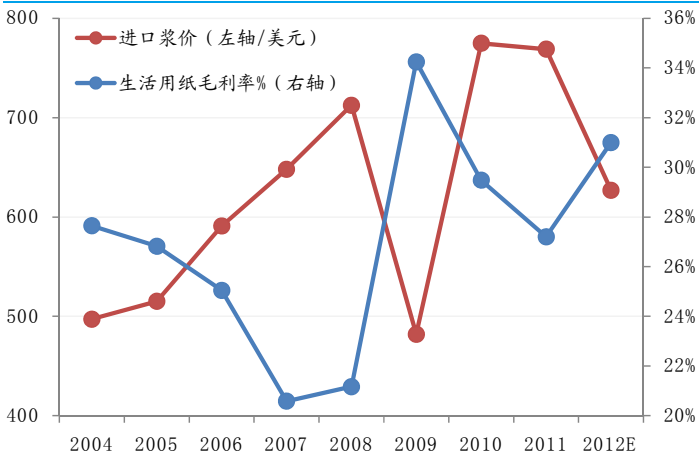


来源: RISI、国金证券研究所

图表10: 重点区域木浆进口增速

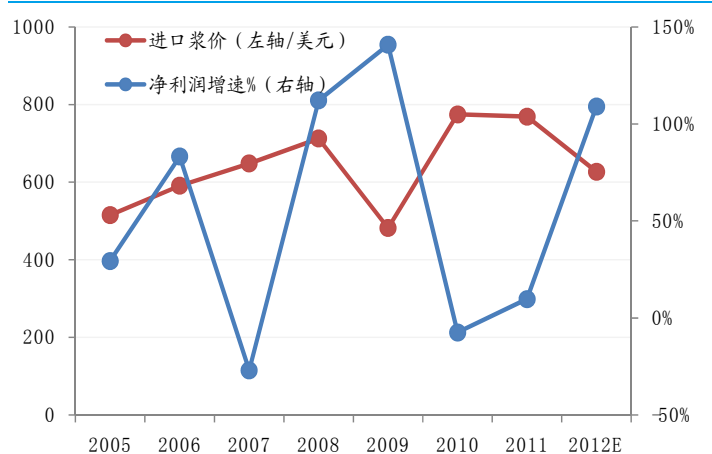


图表11: 浆价 VS 生活用纸毛利率(维达)



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表12: 浆价 VS 企业利润增速%(维达)



图表13: 公司主营收入分产品预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
卷 纸							
平均售价 (元/吨)	10,120.72	9,439.48	10,027.95	10,020.00	9,620.00	9,700.00	9,800.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-6.73%	6.23%	-0.08%	-3.99%	0.83%	1.03%
销售数量 (千吨)	84.70	104.00	102.00	105.96	142.00	185.00	225.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	22.79%	-1.92%	3.88%	34.01%	30.28%	21.62%
销售收入 (百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,061.72	1,366.04	1,794.50	2,205.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	14.52%	4.19%	3.80%	28.66%	31.37%	22.88%
毛利率	20.99%	32.50%	25.87%	21.65%	26.90%	26.50%	26.00%
销售成本 (百万元)	677.29	662.65	758.24	831.86	998.58	1,318.96	1,631.70
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-2.16%	14.43%	9.71%	20.04%	32.08%	23.71%
毛利 (百万元)	179.93	319.05	264.61	229.86	367.46	475.54	573.30
增长率 (YOY)	#REF!	77.32%	-17.06%	-13.13%	59.86%	29.41%	20.56%
占总销售额比重	59.63%	60.73%	58.63%	57.70%	56.95%	57.03%	55.85%
占主营业务利润比重	51.98%	56.20%	49.45%	47.97%	48.57%	48.50%	47.33%
非 卷 纸							
平均售价 (元/吨)	12,347.13	12,645.22	13,749.37	14,098.00	13,675.06	13,796.94	13,944.80
增长率 (YOY)	#DIV/0!	2.41%	8.73%	2.54%	-3.00%	0.89%	1.07%
销售数量 (千吨)	47.00	50.20	52.50	55.20	75.50	98.00	125.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.81%	4.58%	5.14%	36.78%	29.80%	27.55%
销售收入 (百万元)	580.32	634.79	721.84	778.21	1,032.47	1,352.10	1,743.10
增长率 (YOY)	#DIV/0!	9.39%	13.71%	7.81%	32.67%	30.96%	28.92%
毛利率	28.64%	39.17%	37.47%	32.04%	37.69%	37.34%	36.60%
销售成本 (百万元)	414.10	386.12	451.34	528.87	643.31	847.21	1,105.18
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-6.76%	16.89%	17.18%	21.64%	31.69%	30.45%
毛利 (百万元)	166.21	248.67	270.50	249.34	389.15	504.89	637.92
增长率 (YOY)	#DIV/0!	49.61%	8.78%	-7.82%	56.07%	29.74%	26.35%
占总销售额比重	40.37%	39.27%	41.37%	42.30%	43.05%	42.97%	44.15%
占主营业务利润比重	48.02%	43.80%	50.55%	52.03%	51.43%	51.50%	52.67%
销售总收入 (百万元)	1437.54	1616.50	1744.69	1839.93	2398.51	3146.60	3948.10
销售总成本 (百万元)	1091.39	1048.77	1209.58	1360.73	1641.89	2166.17	2736.88
毛利 (百万元)	346.15	567.72	535.12	479.20	756.62	980.43	1211.22
平均毛利率	24.08%	35.12%	30.67%	26.04%	31.55%	31.16%	30.68%

来源: 国金证券研究所

图表14: 公司三张报表摘要

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	2,415	3,163	3,964
增长率		9.9%	4.4%	30.1%	31.0%	25.3%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,658	-2,182	-2,753
%销售收入	64.9%	69.9%	74.2%	68.7%	69.0%	69.4%
毛利	567	535	479	757	980	1,211
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	31.3%	31.0%	30.6%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-12	-16	-20
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-295	-261	-272	-386	-490	-595
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	16.0%	15.5%	15.0%
管理费用	-82	-89	-103	-135	-177	-222
%销售收入	5.1%	5.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	183	178	95	223	297	375
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	9.2%	9.4%	9.5%
财务费用	-32	-30	-5	-13	-9	4
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.5%	0.3%	-0.1%
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	210	289	378
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	8.7%	9.1%	9.5%
营业外收支	5	3	13	18	22	28
税前利润	154	144	111	228	311	406
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	9.4%	9.8%	10.2%
所得税	-26	-24	-30	-62	-81	-102
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	167	230	305
少数股东损益	18	11	0	12	17	25
归属于母公司的净利润	110	109	81	155	213	280
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	6.4%	6.7%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	128	120	81	167	230	305
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	46	57	52	90	119	127
非经营收益	35	27	22	36	-3	-23
营运资金变动	10	-117	-192	15	-167	-181
经营活动现金净流	220	87	-37	307	179	228
资本开支	-85	-187	-306	-694	23	-172
投资	-1	-100	0	-1	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-84	-286	-306	-695	23	-172
股权募资	0	1,467	0	0	0	0
债权募资	1	247	-394	63	-383	-51
其他	-30	-207	-64	-29	-19	-5
筹资活动现金净流	-29	1,507	-458	34	-402	-56
现金净流量	107	1,308	-801	-353	-200	0

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	600	400	400
应收款项	230	255	260	359	471	590
存货	267	412	509	545	718	905
其他流动资产	18	45	105	68	89	112
流动资产	763	2,427	1,827	1,573	1,677	2,007
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	49.7%	53.3%	56.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	632	721	897	1,519	1,401	1,475
%总资产	42.7%	22.2%	31.8%	48.0%	44.5%	41.5%
无形资产	70	72	72	69	68	67
非流动资产	717	814	994	1,592	1,471	1,545
%总资产	48.5%	25.1%	35.2%	50.3%	46.7%	43.5%
资产总计	1,479	3,241	2,821	3,164	3,149	3,552
短期借款	499	767	404	481	97	45
应付款项	368	416	344	411	540	679
其他流动负债	26	22	-18	29	38	47
流动负债	892	1,205	730	920	675	772
长期贷款	57	36	0	0	0	1
其他长期负债	5	2	13	0	0	0
负债	954	1,244	743	920	675	773
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,229	2,442	2,721
少数股东权益	92	3	3	15	32	57
负债股东权益合计	1,479	3,241	2,821	3,164	3,149	3,552

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.920	0.680	0.503	0.966	1.330	1.748
每股净资产	3.608	12.460	12.963	13.929	15.259	17.008
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	1.920	1.120	1.423
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	25.51%	5.46%	3.88%	6.93%	8.72%	10.28%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	4.88%	6.76%	7.88%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	5.97%	8.56%	9.95%
增长率						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	30.09%	30.98%	25.34%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	134.71%	33.32%	26.06%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	91.85%	37.77%	31.41%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	12.17%	-0.50%	12.80%
资产管理能力						
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	225.0	158.1	133.0
偿债能力						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-5.32%	-12.23%	-12.72%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	17.3	34.4	-105.5
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	29.09%	21.43%	21.76%

来源: 国金证券研究所

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	增持	25.63	30.00 ~ 30.00
2	2011-12-18	增持	25.88	N/A
3	2011-12-26	增持	22.99	N/A
4	2012-01-09	增持	22.21	N/A
5	2012-02-28	增持	24.12	N/A
6	2012-04-16	增持	22.72	N/A
7	2012-04-18	增持	22.32	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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