

## 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

### 新一轮扩张拉开帷幕

#### 事件

中顺洁柔发布公告: 拟新建30万吨生活用纸项目: 1) 在广东罗定市总投资14.5亿元新建24万吨生活用纸项目, 一期工程投资6.6亿元人民币, 产能约12万吨/年, 计划2014年3月投产; 2) 全资子公司成都天天纸业扩建年产6万吨高档生活用纸项目, 预计2014年投产。

#### 评论

**开启成长之路:** 我们前期报告已分析过去几年在行业/竞争对手快速增长的背景下, 公司增速较低的原因。我们认为这主要受制于产能因素: 公司 2008 年开始筹划上市, 因纸张项目审批比较严格, 为了防止影响上市进度, 公司暂停了规模扩张; 另外公司与山东东顺合作产生纠纷, 也影响了公司发展。两方面因素导致公司在过去几年几乎无新增产能, 全靠内部挖潜实现增长。随着公司成功上市, 公司已迈上新的成长轨迹。公司募投项目共计 17 万吨, 其中 5 万吨已于 2011 年上、下半年投产, 而下半年 7-11 月份还将有 12 万吨项目投产, 2012 年底公司总产能将达到 35 万吨, 较上市前几乎翻了一番。我们认为募投项目加上新的 30 万吨项目将确保公司未来五年的增长, 预计公司未来 2-3 年收入增速可保持 30% 左右, 而且随着规模的扩大, 公司对上游原料供应商以及下游渠道商超的议价力将上升, 我们认为 2012 年将是公司新成长的起点。

**巨大的市场容量, 给予企业充分的成长空间:** 据生活用纸协会统计, 2011 年我国生活用纸消费量 525 万吨, 增长 12.7%; 销售额 662 亿元, 增长 21.9%。无论是消费量还是市场容量均呈逐年加速之势。而从人均消费角度看, 目前我国人均生活用纸消费量仅 3.5 千克/人, 显著低于欧美等国以及我国香港、台湾等地区 (发达区域人均消费量 10-25 千克), 预计 2020 年内中国大陆人均生活用纸消费量有望达到 6.5 千克/人, 市场消费量 900 万吨左右, 较 2011 年增长 70%。而且生活用纸行业内部整合也进入加速期, 目前我国 500 多万吨生活用纸消费量中仍有一半左右是低档的非木浆产品, 主要是小企业所生产, 这些企业未来几年将被政策与市场竞争所淘汰。目前我国生活用纸行业 CR4 市场占有率仅 32% (欧美 CR4 达 60%-70%), 行业仍处于洗牌初期, 品牌处于由分散向集中的过程中。当前一线龙头企业无论从规模、资金实力、品牌影响力以及渠道优势等方面已远远领先于中小企业。我们认为龙头企业将借助商超等现代渠道的快速扩张, 携渠道及品牌优势, 快速扩张规模, 抢占市场。因此无论是市场容量的快速发展, 还是企业之间市场份额的演变, 市场给予优质企业足够的成长空间。

**供不应求验证行业弱周期特性及公司较强的产品力&市场开拓力:** 据我们从公司了解, 公司目前在华南、西南市场产品供不应求, 去年新投的 2 台合计 5 万吨设备开工基本达到 100%, 此外公司在华南、西南市场共委托 3 家工厂代工以满足市场需求。我们强调生活用纸是典型的弱周期行业, 是受益于全球经济不景气的行业之一 (需求稳定, 经济不景气导致成本下降), 公司目前的情况基本验证我们对行业的判断。同时公司良好的销售情况也说明公司具有较强的产品竞争力及市场开拓能力。

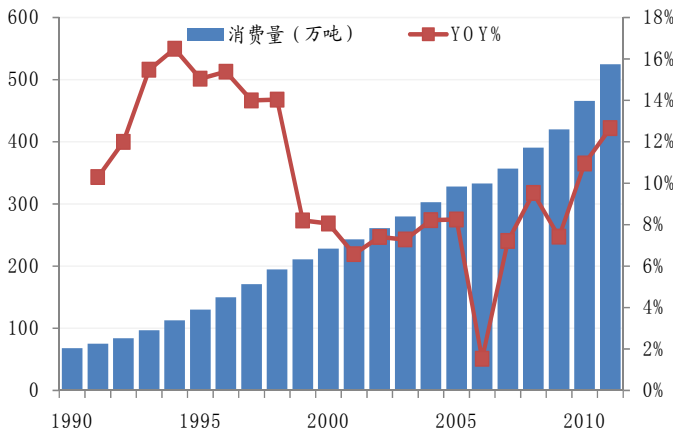
**管理改善前景值得期待:** 由于内部管理方面的问题, 公司与竞争对手的盈利能力差距较大, 当前净利率仅 5% 左右, 而维达则有 11%-12% (二者产品结构、价格、毛利率基本相同)。公司拥有较好的基础, 如能在管理效率, 渠道布局、费用控制方面有所改善, 公司业绩将爆发增长, 这也是我们看好公司的重要原因之一。目前公司也意识到自身与其他竞争对手存在的差距, 新的管理团队上马后, 也着手加强制度建设 (如工厂成本控制、销售人员的绩效考核、品牌建设、渠道优化以及优质人才引进等), 同时公司也可能借助外脑打造全新的管理体系。我们认为公司质变仍需要一定时间, 但也不用太悲观, 重要的迈出改变的步伐, 维达的质变只用了 2 年左右的时间, 我们看好公司管理改善的前景。

**全年高增长确定性强，中长线投资者可逐步布局：**因销售费用率上升幅度较大及营业外收入差异，公司一季度业绩低于市场预期。据我们从公司了解，公司一季度销售费用率异常主要是财务处理原因，预计后面三个季度将下降，全年预计略高于 2011 年（14.7%）。我们预计公司上半年业绩增长 35%-40%，由于基数及行业自身特性（下半年是生活用纸销售旺季），我们预计公司全年业绩翻番的可能性非常大。我们建议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、四线城市放量的大趋势仍将维持，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。需求增速下行&新产能的陆续释放，全球木浆将维持供大于求格局，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，继续下行可能性不大。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

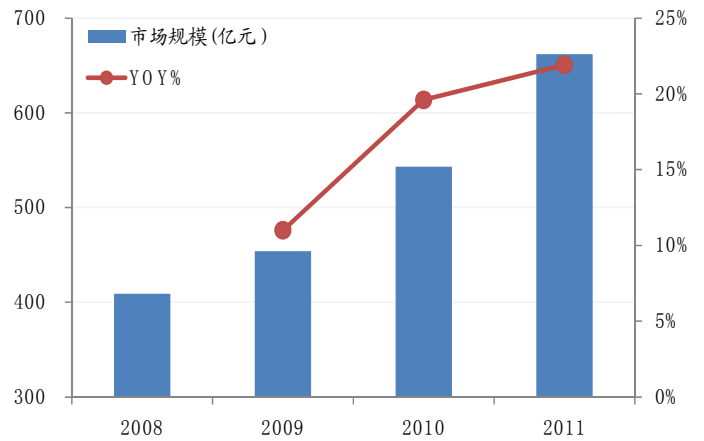
- 我们认为公司作为生活用纸四大龙头之一，具备较好品牌力，销售高增长&成本下降将驱动公司今年业绩爆发增长。而从中期看，管理改善所带来的盈利力的上升也是公司的重要看点，我们建议长线投资者可逐步买入。
- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入 24.15 亿元、31.63 亿元、41.53 亿元，归属母公司股东净利润 1.55 亿元、2.13 亿元、2.89 亿元，对应 EPS 为 0.74 元、1.02 元、1.39 元。

图表1: 我国生活用纸消费量

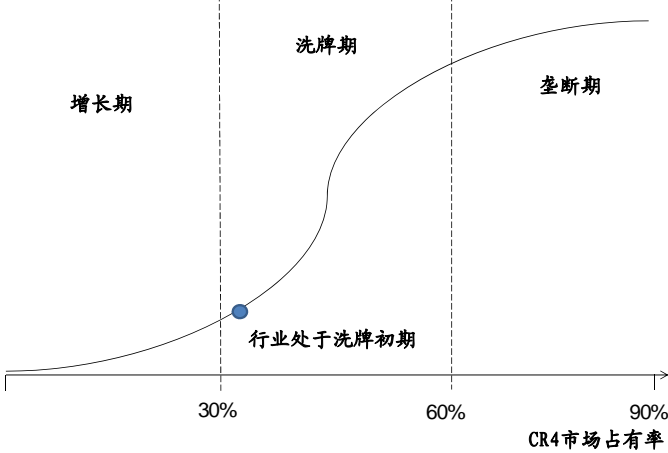


来源: 生活用纸协会、国金证券研究所

图表2: 我国生活用纸市场容量高速增长

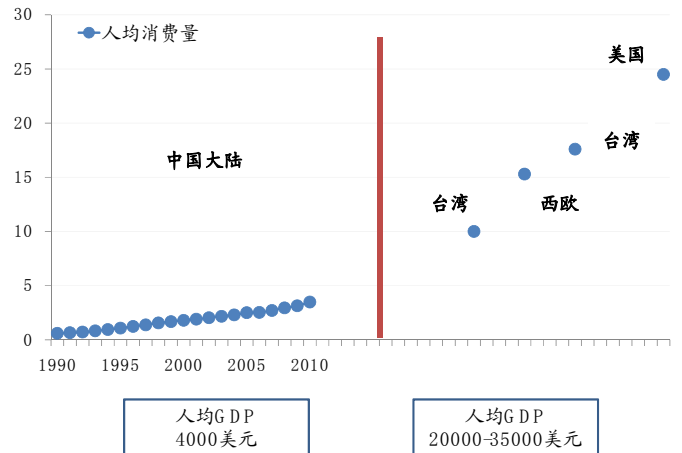


图表3: 生活用纸将进入加速洗牌期

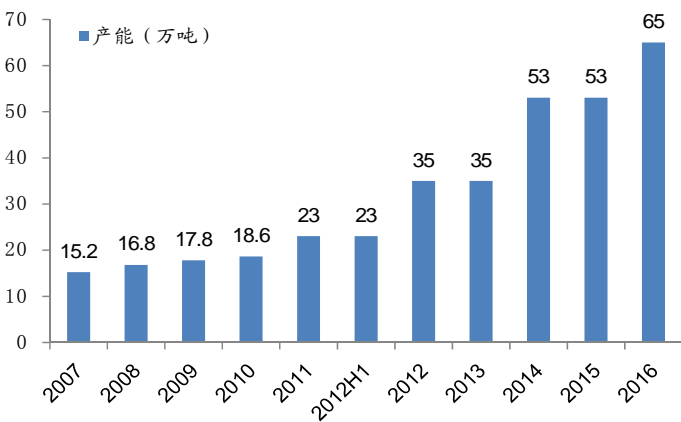


来源: 生活用纸协会、国金证券研究所

图表4: 人均消费量低

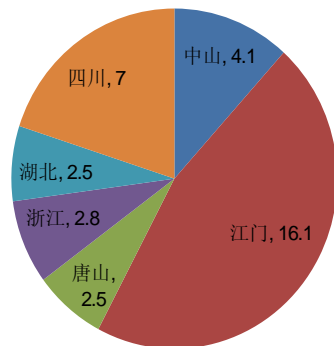


图表5: 公司产能

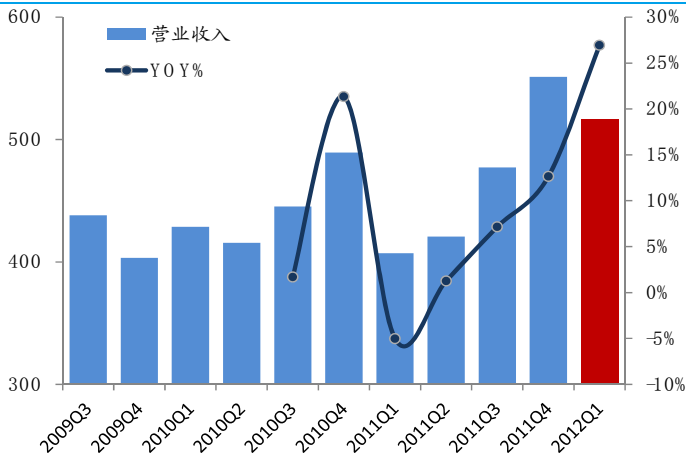


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表6: 公司产能分布 (2012 年底)

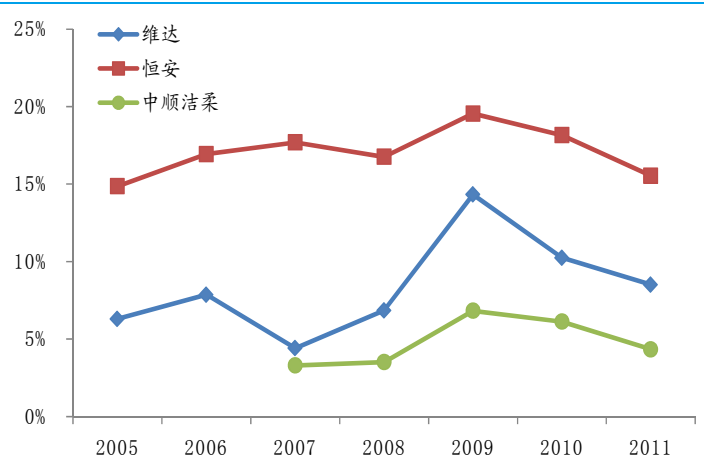


图表7: 公司已走上增长之路

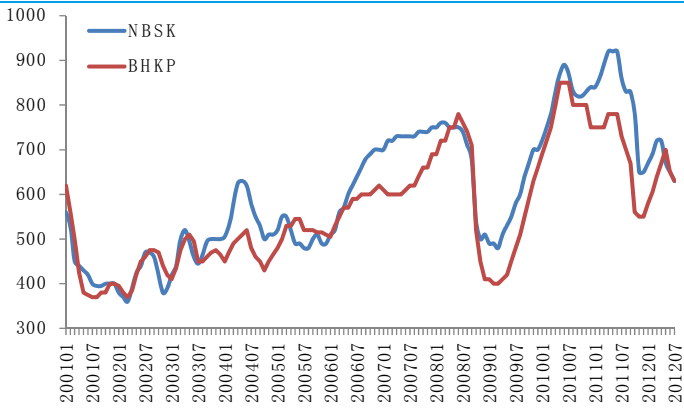


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表8: 净利率比较

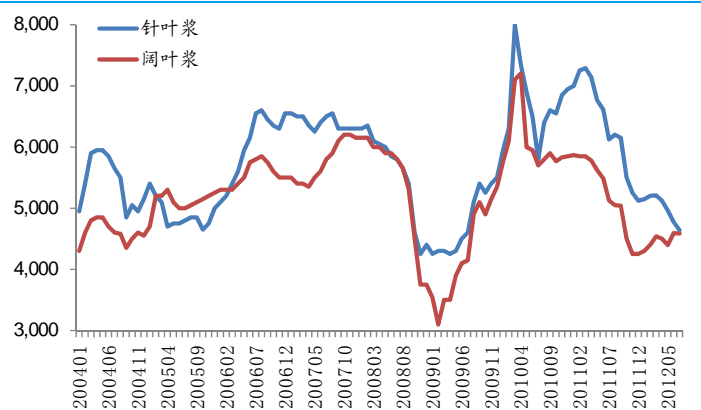


图表9: 国外供应商对中国市场木浆报价 (美元/吨)



来源: RISI、国金证券研究所

图表10: 国内现货市场木浆价格 (元/吨)



**图表11: 公司主营收入分产品预测**

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>卷 纸</b>							
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	240.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	22.79%	-1.92%	3.88%	34.01%	30.28%	29.73%
销售收入 (百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,061.72	1,366.04	1,794.50	2,352.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	14.52%	4.19%	3.80%	28.66%	31.37%	31.07%
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	1,740.48
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-2.16%	14.43%	9.71%	20.04%	32.08%	31.96%
毛利 (百万元)	179.93	319.05	264.61	229.86	367.46	475.54	611.52
增长率 (YOY)	#REF!	77.32%	-17.06%	-13.13%	59.86%	29.41%	28.59%
占总销售额比重	59.63%	60.73%	58.63%	57.70%	56.95%	57.03%	56.85%
占主营业务利润比重	51.98%	56.20%	49.45%	47.97%	48.57%	48.50%	48.35%
<b>非 卷 纸</b>							
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	128.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.81%	4.58%	5.14%	36.78%	29.80%	30.61%
销售收入 (百万元)	580.32	634.79	721.84	778.21	1,032.47	1,352.10	1,784.93
增长率 (YOY)	#DIV/0!	9.39%	13.71%	7.81%	32.67%	30.96%	32.01%
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	1,131.71
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-6.76%	16.89%	17.18%	21.64%	31.69%	33.58%
毛利 (百万元)	166.21	248.67	270.50	249.34	389.15	504.89	653.23
增长率 (YOY)	#DIV/0!	49.61%	8.78%	-7.82%	56.07%	29.74%	29.38%
占总销售额比重	40.37%	39.27%	41.37%	42.30%	43.05%	42.97%	43.15%
占主营业务利润比重	48.02%	43.80%	50.55%	52.03%	51.43%	51.50%	51.65%
销售总收入 (百万元)	1437.54	1616.50	1744.69	1839.93	2398.51	3146.60	4136.93
销售总成本 (百万元)	1091.39	1048.77	1209.58	1360.73	1641.89	2166.17	2872.19
毛利 (百万元)	346.15	567.72	535.12	479.20	756.62	980.43	1264.75
平均毛利率	24.08%	35.12%	30.67%	26.04%	31.55%	31.16%	30.57%

来源: 国金证券研究所

图表12: 公司三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,619</b>	<b>1,779</b>	<b>1,856</b>	<b>2,415</b>	<b>3,163</b>	<b>4,153</b>
增长率		9.9%	4.4%	30.1%	31.0%	31.3%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,658	-2,182	-2,888
<b>%销售收入</b>	<b>64.9%</b>	<b>69.9%</b>	<b>74.2%</b>	<b>68.7%</b>	<b>69.0%</b>	<b>69.5%</b>
毛利	567	535	479	757	980	1,265
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	31.3%	31.0%	30.5%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-12	-16	-21
%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	-623
%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	-233
%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	388
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	9.2%	9.4%	9.4%
财务费用	-32	-30	-5	-13	-9	2
%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
<b>%税前利润</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
营业利润	149	141	98	210	289	391
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	8.7%	9.1%	9.4%
营业外收支	5	3	13	18	22	28
税前利润	154	144	111	228	311	419
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	9.4%	9.8%	10.1%
所得税	-26	-24	-30	-62	-81	-105
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	167	230	314
少数股东损益	18	11	0	12	17	25
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>110</b>	<b>109</b>	<b>81</b>	<b>155</b>	<b>213</b>	<b>289</b>
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	6.4%	6.7%	7.0%

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	314
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	-22
营运资金变动	10	-117	-192	15	-167	-223
<b>经营活动现金净流</b>	<b>220</b>	<b>87</b>	<b>-37</b>	<b>307</b>	<b>179</b>	<b>196</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>-286</b>	<b>-306</b>	<b>-695</b>	<b>23</b>	<b>-172</b>
股权募资	0	1,467	0	0	0	0
债权募资	1	247	-394	63	-383	-18
其他	-30	-207	-64	-29	-19	-6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>1,507</b>	<b>-458</b>	<b>34</b>	<b>-402</b>	<b>-24</b>
<b>现金净流量</b>	<b>107</b>	<b>1,308</b>	<b>-801</b>	<b>-353</b>	<b>-200</b>	<b>0</b>

来源: 国金证券研究所

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	618
存货	267	412	509	545	718	950
其他流动资产	18	45	105	68	89	118
流动资产	763	2,427	1,827	1,573	1,677	2,085
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	49.7%	53.3%	57.4%
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%	40.6%
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%	42.6%
<b>资产总计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>3,164</b>	<b>3,149</b>	<b>3,630</b>
短期借款	499	767	404	481	97	78
应付款项	368	416	344	411	540	712
其他流动负债	26	22	-18	29	38	50
流动负债	892	1,205	730	920	675	841
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>920</b>	<b>675</b>	<b>842</b>
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,229	2,442	2,731
少数股东权益	92	3	3	15	32	57
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>3,164</b>	<b>3,149</b>	<b>3,630</b>

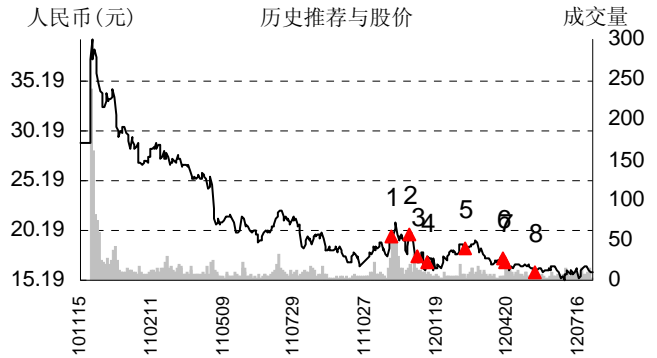
比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.920	0.680	0.503	0.743	1.023	1.390
每股净资产	3.608	12.460	12.963	13.929	15.259	17.067
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	1.920	1.120	1.223
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%	6.93%	8.72%	10.59%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	4.88%	6.76%	7.97%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	5.97%	8.56%	10.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	30.09%	30.98%	31.31%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	134.71%	33.32%	30.67%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	91.85%	37.77%	35.85%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	12.17%	-0.50%	15.27%
<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	225.0	158.1	126.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-5.32%	-12.23%	-11.50%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	17.3	34.4	-157.5
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	29.09%	21.43%	23.18%

**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	19.53	30.00 ~ 30.00
2	2011-12-18	增持	19.72	N/A
3	2011-12-26	增持	17.52	N/A
4	2012-01-09	增持	16.92	N/A
5	2012-02-28	增持	18.38	N/A
6	2012-04-16	增持	17.31	N/A
7	2012-04-18	增持	17.01	N/A
8	2012-05-27	增持	15.99	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